



Hạn chế tài chính và cấu trúc kỳ hạn nợ tại các doanh nghiệp Việt Nam

NGUYỄN THANH LIÊM^a, NGUYỄN THỊ CÀNH^b, NGUYỄN CÔNG THÀNH^c

^{a,b} Trường Đại học Kinh tế - Luật

^c Đại học RMIT Việt Nam

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận : 10/01/2018 Ngày nhận lại : 03/05/2018 Duyệt đăng : 15/06/2018 Mã phân loại JEL: E43; O16; G34 Từ khóa: Cấu trúc kỳ hạn nợ; Hồi quy phân vị; Phân rã Oaxaca - Blinder. Keywords: Corporate debt maturity structure; Quantile regression; Oaxaca-Blinder decomposition.	Nghiên cứu phân tích cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp với các mức hạn chế tài chính khác nhau tại Việt Nam. Sử dụng phương pháp hồi quy phân vị, kết quả nghiên cứu cho thấy các biến có dấu và ý nghĩa thống kê thay đổi tùy thuộc phân vị của biến cấu trúc kỳ hạn nợ. Ngoài ra, doanh nghiệp có mức hạn chế tài chính chịu ảnh hưởng của rủi ro thanh khoản và bất cân xứng thông tin nhiều hơn, trong khi các doanh nghiệp không có mức hạn chế tài chính (với sức khỏe tài chính tốt hơn) có điều kiện để khắc phục hai yếu tố bất hoàn hảo này trên thị trường. Cả hai nhóm có và không có mức hạn chế tài chính đều thể hiện nhu cầu xử lý chi phí người đại diện cao khi doanh nghiệp đang có nhiều nợ dài hạn. Kết quả nghiên cứu cho thấy tại thị trường đang phát triển như Việt Nam, các doanh nghiệp không có nhiều mức hạn chế tài chính là các doanh nghiệp có phản ứng phù hợp để tận dụng những ích lợi của cấu trúc kỳ hạn nợ. Sử dụng phương pháp phân rã Oaxaca - Blinder, nghiên cứu còn cho thấy chênh lệch của cấu trúc kỳ hạn nợ trung bình của hai nhóm có và không có mức hạn chế tài chính chủ yếu do yếu tố tài sản hữu hình, chất lượng tín dụng và thuế. Abstract This study examines corporate debt maturity of listed firms with different levels of financial constraints in Vietnam. Using quantile

^a liemnt@uel.edu.vn, * tác giả liên hệ.

^b canhnt@uel.edu.vn

^c thanh.nc22@vnp.edu.vn

Trích dẫn bài viết: Nguyễn Thanh Liêm, Nguyễn Thị Cành, & Nguyễn Công Thành. (2018). Hạn chế tài chính và cấu trúc kỳ hạn nợ tại các doanh nghiệp Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 29(2), **-**.

regression, we show that the coefficients of determinants of corporate debt maturity structure change their signs and significance at different quantiles of debt maturity structure. Besides, firms with high levels of financial constraints are more likely to be subject to liquidity risk and information asymmetry, while their financially unconstrained peers have better conditions to address the above two market imperfections. Both firm groups manifest strong interest in curbing agency cost associated with long debt maturity structure. These results suggests that for firms in developing markets such as Vietnam, those with low financial constraints tend to be the ones that react more actively to take advantage of proper corporate debt maturity structures. Employing Oaxaca-Blinder decomposition technique, the study points out that the difference in debt maturity structure between the two firm groups is caused chiefly by the factors of tangible assets, tax rate, and credit quality.

1. Giới thiệu

Các nghiên cứu về cấu trúc kỳ hạn nợ (CTKHN) đã xem xét khá nhiều các yếu tố ở tầm doanh nghiệp, như: Barclay và Smith (1995), Costa và cộng sự (2014); và các yếu tố vĩ mô, như: Cai và cộng sự (2008), Lemma và Negash (2012). Ngoài các nghiên cứu sử dụng mô hình tĩnh, một số nghiên cứu khác như: Deesomsak và cộng sự (2009), Mateus và Terra (2013) đã sử dụng các mô hình động nhằm đánh giá tốc độ điều chỉnh của CTKHN về mức tối ưu. Tuy nhiên, nhìn chung, so với các nghiên cứu về cấu trúc vốn thì CTKHN vẫn nhận được rất ít sự quan tâm.

Các doanh nghiệp Việt Nam, cũng như các nước đang phát triển khác sử dụng cơ cấu nợ có nhiều nợ ngắn hạn (gọi là CTKHN ngắn) (Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1999; Ngô Văn Toàn & Phạm Thị Thu Hồng, 2015; Trần Thị Thùy Linh & Nguyễn Thanh Nhã, 2017). Một câu hỏi thường được đặt ra là việc sử dụng nhiều nợ ngắn hạn là do các doanh nghiệp Việt Nam có rủi ro thanh khoản cao (chất lượng tín dụng thấp) khiến chủ nợ không muốn cho vay dài hạn, hay do các nguyên nhân nào khác? Có phải lúc nào việc tăng nợ dài hạn trong cơ cấu nợ như trong nghiên cứu của Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã (2017) cũng mang đến hiệu quả cho mọi loại doanh nghiệp? Các câu hỏi như thế này có nhiều hàm ý quan trọng tại các thị trường đang phát triển, không những cho doanh nghiệp mà còn liên quan đến sự ổn định tài chính của cả nền kinh tế.

Hầu hết các nghiên cứu trước đây tập trung phân tích các nhân tố ảnh hưởng CTKHN dựa vào giả định ảnh hưởng cố định của các nhân tố đối với CTKHN tại mọi CTKHN. Tuy nhiên, Zhao (2014) lập luận rằng tại các CTKHN ngắn và dài, ảnh hưởng của các nhân tố sẽ khác nhau dưới các mức tác động khác nhau của chi phí người đại diện và rủi ro thanh khoản. Cụ thể, khi tỷ trọng nợ ngắn hạn trên tổng nợ cao thì doanh nghiệp gặp nhiều rủi ro thanh khoản, trong khi nợ dài hạn chiếm tỷ trọng cao hơn thì ảnh hưởng của chi phí người đại diện có thể nghiêm trọng hơn. Với rủi ro thanh khoản cao, doanh nghiệp có nhiều cơ hội đầu tư có thể phải chọn nợ dài hạn để tài trợ hơn là nợ ngắn hạn như dự đoán của Myers (1977) để làm giảm rủi ro thanh khoản. Khi doanh nghiệp có chi phí người đại diện cao do nợ dài hạn nhiều thì nhu cầu sử dụng thêm nợ dài hạn khi có kỳ hạn tài sản cao hoặc

khi có đòn bẩy tài chính nhiều cũng giảm đi. Do đó, có thể nói, về mặt lý thuyết không phải lúc nào gia tăng nợ dài hạn cho doanh nghiệp cũng phù hợp, đặc biệt khi doanh nghiệp đã có CTKHN dài.

Nghiên cứu này phân tích thực nghiệm mối liên hệ giữa CTKHN và các bất hoàn hảo trên thị trường nhằm đánh giá doanh nghiệp lo ngại vấn đề nào hơn, giữa hai vấn đề là chi phí người đại diện và rủi ro thanh khoản. Sử dụng hồi quy phân vị, nghiên cứu tiếp tục đánh giá động cơ nào vẫn giữ được tầm quan trọng khi doanh nghiệp lựa chọn CTKHN, nghĩa là ngay cả khi có rủi ro thanh khoản hay chi phí người đại diện cao hơn. Cả hai loại bất hoàn hảo này tồn tại và có khả năng gây ảnh hưởng nghiêm trọng tại các quốc gia đang phát triển, trong khi nghiên cứu của Zhao (2014) chỉ mới thực hiện tại Mỹ, một quốc gia phát triển với mức cao. Nghiên cứu này cũng có nhiều giá trị thực tiễn khi CTKHN của doanh nghiệp không phải lúc nào cũng ở mức trung bình của nó, mà sẽ có lúc ở các CTKHN dài/ngắn hơn trung bình, do đó, tác động của rủi ro thanh khoản/chi phí người đại diện cũng không giống như ở mức trung bình.

Một yếu tố khác cũng có khả năng tồn tại và có ảnh hưởng nghiêm trọng tại các quốc gia đang phát triển là mức hạn chế tài chính do yếu tố thị trường tài chính và các định chế còn non trẻ (Guariglia, 2008). Nghiên cứu của Stephan và cộng sự (2011), Ngô Văn Toàn và Phạm Thị Thu Hồng (2015) cho thấy các doanh nghiệp có các mức hạn chế tài chính khác nhau sẽ có các chiến lược CTKHN khác nhau. Khác biệt về các CTKHN giữa doanh nghiệp có các mức hạn chế tài chính khác nhau có thể do bản thân các đặc tính của 2 nhóm doanh nghiệp phân theo mức hạn chế tài chính khác nhau (gọi là chênh lệch “giải thích được”), hoặc có thể do các doanh nghiệp với các mức hạn chế tài chính khác nhau có các nhận thức không giống nhau về tầm quan trọng của các đặc tính/động cơ sử dụng CTKHN (chênh lệch “không giải thích được”). Như vậy, các nghiên cứu trước đây chỉ cho thấy các doanh nghiệp với các mức hạn chế tài chính khác nhau có các CTKHN khác nhau nhưng chưa có nghiên cứu nào phân rõ chênh lệch về CTKHN do yếu tố nào là chủ yếu, vậy nên đóng góp về mặt thực tiễn sẽ bị hạn chế. Bên cạnh đó, tác giả khắc phục các hạn chế khi nghiên cứu mối quan hệ giữa CTKHN và hạn chế tài chính bằng việc không sử dụng một thước đo tại một thời điểm để đánh giá tác động của hạn chế tài chính, cụ thể, tác giả sử dụng chỉ số được xây dựng từ bộ các nhân tố thể hiện sức khỏe tài chính của doanh nghiệp.

Nghiên cứu này có nhiều đóng góp quan trọng cho việc nghiên cứu CTKHN. Thứ nhất, đây là nghiên cứu đầu tiên tại Việt Nam, cũng như là tại các quốc gia đang phát triển, phân tích các nhân tố ảnh hưởng CTKHN tại các CTKHN ngắn và dài. Với việc không giả định các nhân tố có tác động giống nhau tại mọi CTKHN, nghiên cứu sẽ đóng góp nhiều bằng chứng quan trọng cho thấy doanh nghiệp có thực sự quan tâm chi phí người đại diện khi có CTKHN dài hay rủi ro thanh khoản khi có CTKHN ngắn. Các nghiên cứu trước đây xem tác động của 2 yếu tố này là như nhau tại mọi CTKHN trong khi về mặt lý thuyết đây rõ ràng không phải là giả định phù hợp. Thứ hai, nghiên cứu này lần đầu tiên được thực hiện trong bối cảnh một quốc gia đang phát triển, vốn được xem là sẽ chịu nhiều ảnh hưởng từ các bất hoàn hảo thị trường hơn so với các quốc gia phát triển. Do đó, việc chọn mẫu là các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam để đánh giá tác động của các nhân tố đối với CTKHN sẽ có nhiều ý nghĩa hơn so với nghiên cứu các nhân tố này tại quốc gia phát triển. Thứ ba, đây cũng là nghiên cứu đầu tiên áp dụng thước đo hạn chế tài chính toàn diện nhằm phân tích liệu các doanh nghiệp có hạn chế tài chính sẽ không có điều kiện áp dụng linh hoạt CTKHN hơn so với các doanh nghiệp không có hạn chế tài chính. Cuối cùng, tác giả bổ sung kết quả phân tích phân rõ chênh lệch về CTKHN giữa hai nhóm doanh nghiệp có và không có hạn chế tài chính nhằm đánh giá tại sao hai nhóm doanh nghiệp này lại có các phản ứng khác nhau đối với rủi ro thanh khoản và chi phí người

đại diện khi xây dựng CTKHN. Từ đó, tác giả cung cấp một số hàm ý quan trọng nhằm cải thiện tình hình hiện tại của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết và lược khảo các nghiên cứu thực nghiệm có liên quan

2.1. Tổng quan lý thuyết

2.1.1. Lý thuyết CTKHN

Trong một thị trường vốn hoàn hảo theo giả định của Modigliani và Miller (1958) thì các quyết định về CTKHN (hay tỷ trọng nợ dài hạn trong tổng nợ) không làm thay đổi giá trị doanh nghiệp. Các nghiên cứu sau đó đã loại bỏ các giả định về thị trường hoàn hảo nói trên và xác định tầm quan trọng của CTKHN của doanh nghiệp khi có sự tồn tại của các bất hoàn hảo trên thị trường, như: Mâu thuẫn người đại diện (Myers, 1977), bất cân xứng thông tin (Flannery, 1986), rủi ro tín dụng (Diamond, 1991), thuế (Brick & Ravid, 1985; Kane & cộng sự, 1985; Lewis, 1990) và chênh lệch lãi suất vay ngắn và dài hạn trên thị trường (Baker & Wurgler, 2002; Greenwood & cộng sự, 2010). Vì tồn tại các bất hoàn hảo này nên xuất hiện các nhóm lý thuyết chính giải thích lý do tại sao doanh nghiệp chọn nợ ngắn hạn nhiều hay ít (đồng nghĩa kỳ hạn nợ trung bình của doanh nghiệp là ngắn hay dài), gồm: Lý thuyết chi phí người đại diện (Agency Costs); Rủi ro thanh khoản (Liquidity); Khớp kỳ hạn (Maturity Matching); Thuế (Tax); và lý thuyết phát tín hiệu (Signaling).

Lý thuyết chi phí người đại diện

Nhóm lý thuyết này xem chi phí người đại diện là yếu tố quan trọng giải thích kỳ hạn nợ doanh nghiệp. Lý thuyết này dự đoán các doanh nghiệp sẽ sử dụng nợ ngắn hạn để xử lý vấn đề chi phí người đại diện (khi chi phí người đại diện cao) trong 2 trường hợp: Đầu tư dưới mức (Under Investment) và thay thế tài sản (Asset Substitution).

- Đầu tư dưới mức, còn được gọi là nợ treo (Debt Overhang), là tình huống khi doanh nghiệp từ chối các cơ hội đầu tư tiềm năng. Với mức nợ dài hạn cao doanh nghiệp vẫn phải gánh vào thời điểm thực hiện quyền chọn tăng trưởng, doanh nghiệp có thể phải bỏ qua các dự án có mức sinh lời cao, vì các lợi ích trong tương lai từ các quyền chọn này lại nằm trong tay chủ nợ. Tình huống này đặc biệt gây nhiều thiệt hại cho các doanh nghiệp có nhiều cơ hội tăng trưởng (có chi phí người đại diện cao), do đó, Myers (1977) đề xuất doanh nghiệp cần sử dụng nợ ngắn hạn để xử lý vấn đề này. Myers (1977) cho rằng động lực đầu tư dưới mức có thể được kiểm soát bằng cách vay nợ có kỳ hạn ngắn với thời gian đáo hạn trước khi các quyền chọn đầu tư được thực hiện.

- Ngoài ra, các cổ đông có động lực gia tăng tài sản, nhưng chủ nợ sẽ phải gánh chịu các tổn thất khi các cổ đông đầu tư vào các dự án rủi ro, gọi là tình trạng “thay thế tài sản” (Asset Substitution) (Jensen & Meckling, 1976). Chủ nợ có thể thấy trước động cơ chuyển rủi ro từ cổ đông sang chủ nợ nên yêu cầu lãi suất cho vay cao hơn nhằm bù đắp cho khoản thiệt hại tiềm tàng do tình trạng “thay thế tài sản” gây ra, dẫn đến chi phí sử dụng vốn cao hơn cho doanh nghiệp. Stulz (2000) lập luận rằng vấn đề trên có thể được xử lý bằng nợ ngắn hạn. Bằng việc rút ngắn kỳ hạn nợ, chủ nợ sẽ có động lực theo dõi doanh nghiệp thường xuyên hơn, đồng thời, nhằm đảm bảo cơ hội tiếp cận các khoản vay trong tương lai, cổ đông buộc phải cân nhắc các rủi ro từ các dự án và tài sản của mình.

Các doanh nghiệp có quy mô nhỏ, nhiều cơ hội tăng trưởng, không có nhiều tài sản hữu hình có thể làm tài sản thế chấp thường được xem là có nhiều chi phí đại diện trong các nghiên cứu thực

nghiệm. Stohs và Mauer (1996) cho rằng các doanh nghiệp có thể giảm thiểu rủi ro thanh khoản bằng cách khớp kỳ hạn tài sản và nợ, từ đó làm cho các dòng tiền từ tài sản và dòng tiền được yêu cầu để thanh toán nợ phù hợp với nhau. Ví dụ, khi kỳ hạn tài sản dài hơn nợ thì dòng tiền cần để chi trả các khoản nợ tới sớm hơn, có thể khiến cho doanh nghiệp gặp rủi ro phá sản. Tuy nhiên, các doanh nghiệp lớn nếu thiếu cơ chế quản trị tốt có thể gặp chi phí người đại diện cao do khả năng các giám đốc có thể sử dụng các tài nguyên cho việc làm tăng quy mô doanh nghiệp vượt mức tối ưu, làm giảm khả năng sinh lời và giá trị doanh nghiệp (giả thuyết “xây dựng đế chế” (Empire Building Hypothesis) theo Schumpeter (1934)). Khi đó, nợ ngắn hạn lại có thể đóng vai trò làm giảm chi phí người đại diện này.

Khớp kỳ hạn

Khớp kỳ hạn có thể xem là phương án giảm thiểu rủi ro thanh khoản cho doanh nghiệp. Stohs và Mauer (1996) cho rằng doanh nghiệp có thể gặp rủi ro không dự phòng đủ tiền trả nợ khi kỳ hạn nợ ngắn hơn kỳ hạn tài sản (nói cách khác là thời hạn trả nợ ngắn hơn so với dòng đời của tài sản - chu kỳ tạo tiền của tài sản), hoặc thậm chí khi kỳ hạn nợ dài hơn kỳ hạn tài sản (dòng tiền từ tài sản tạo ra chấm dứt trong khi doanh nghiệp vẫn phải trả nợ). Trong các trường hợp này, nguyên tắc khớp kỳ hạn có thể giảm rủi ro từ việc các kỳ hạn tài sản và nợ không khớp nhau và cũng là một phương pháp phòng ngừa rủi ro (Hedging). Mặt khác, khớp kỳ hạn cũng được đề xuất bởi Myers (1977) nhằm xử lý vấn đề chi phí người đại diện giữa cổ đông và chủ nợ bằng việc đảm bảo các khoản trả nợ được lên kế hoạch ứng với giảm giá trị tài sản doanh nghiệp.

Rủi ro thanh khoản

Dựa trên khung phân tích về các hệ quả của bất cân xứng thông tin do Flannery (1986) đề xuất, Diamond (1991) xem xét trường hợp chủ nợ không tiếp tục tái cho vay các khoản nợ ngắn hạn đến hạn phải thanh toán đối với các doanh nghiệp có rủi ro cao. Khi đó, các doanh nghiệp có rủi ro cao muốn giảm rủi ro không tái vay được nợ trong lúc khó khăn sẽ chọn vay nợ dài hạn. Tuy nhiên, có thể với những doanh nghiệp có rủi ro cao nhất, dù có muốn vay nợ dài hạn cũng không thể do rủi ro thay thế tài sản quá lớn cho chủ nợ, buộc các đối tượng này phải vay ngắn hạn. Nợ ngắn hạn dẫn đến giảm giá trị tài sản thế chấp và khả năng vay nợ của doanh nghiệp. Diamond (1991) cho rằng khi một doanh nghiệp có gánh nặng nợ cao sẽ dẫn đến muốn vay nợ dài hạn nhiều hơn để tránh rủi ro thanh khoản.

Lý thuyết phát tín hiệu

Đối với lý thuyết phát tín hiệu, Flannery (1986) lập luận rằng doanh nghiệp với chất lượng tín dụng cao sẵn sàng vay nợ ngắn hạn nhiều hơn do các doanh nghiệp này cho rằng nợ dài hạn bị đánh giá thấp trong môi trường thông tin bất cân xứng nghiêm trọng.

Doanh nghiệp với chất lượng tín dụng thấp thường phải vay nợ ngắn hạn do rủi ro phá sản cao và giá trị doanh nghiệp quá thấp để có thể thuyết phục người cho vay chấp nhận cho vay dài hạn, và doanh nghiệp với chất lượng tín dụng cao muốn vay nợ ngắn hạn bởi các lợi ích của nợ ngắn hạn và rủi ro thanh khoản rất thấp của nhóm doanh nghiệp này (Diamond, 1991).

Thuế

Kane và cộng sự (1985) xây dựng mô hình cho thấy kỳ hạn nợ tối ưu nên tăng (doanh nghiệp nên sử dụng nhiều nợ dài hạn) khi chi phí phát hành nợ tăng, lợi ích thuế từ nợ giảm, và độ biến động trong giá trị giảm xuống, nghĩa là khi lợi ích vay nợ giảm và chi phí phá sản tăng. Doanh nghiệp kéo

dài kỳ hạn khi lợi ích thuế từ nợ giảm để phần lợi ích thuế còn lại của nợ (sau khi trừ chi phí phá sản) không thấp hơn chi phí vay nợ đã phân bổ. Theo lý thuyết này, kỳ hạn nợ có mối quan hệ ngược chiều với mức thuế suất đánh trên thu nhập của doanh nghiệp.

Brick và Ravid (1985) phân tích tác động của thuế đối với CTKHN và cho rằng giá trị kỳ vọng của tấm chắn thuế còn tùy doanh nghiệp đang có CTKHN ngắn hay dài khi cấu trúc kỳ hạn lãi suất không phẳng. Cụ thể, nếu cấu trúc kỳ hạn lãi suất đang dốc lên và thuế suất doanh nghiệp là dương, doanh nghiệp sẽ vay nợ dài hạn để làm tăng giá trị của mình. Điều này là do giá trị hiện tại của tấm chắn thuế từ lãi vay đối với nợ dài hạn sẽ cao hơn giá trị tấm chắn thuế của nợ ngắn hạn. Vì thế, theo Brick và Ravid (1985) thì CTKHN và thuế thu nhập doanh nghiệp có tương quan dương.

Ngược với hai trường phái trên, Lewis (1990) cho rằng thuế không có ảnh hưởng đến kỳ hạn nợ tối ưu khi cả đòn bẩy tài chính và CTKHN cùng được xác định. Ủng hộ quan điểm này, Ozkan (2002) không tìm thấy ảnh hưởng của thuế (đo bằng thuế đã trả/thu nhập chịu thuế) đối với kỳ hạn nợ của doanh nghiệp.

Nếu đường cong lãi suất là đường dốc lên thì doanh nghiệp có thể gia tăng giá trị của mình bằng việc gia tăng mức nợ dài hạn và ngược lại (Brick & Ravid, 1985).

Lý thuyết định thời điểm

Graham và Harvey (2001) cho thấy các giám đốc thừa nhận họ chọn kỳ hạn nợ phụ thuộc thị trường, nghĩa là khi nợ ngắn hạn có lãi suất thấp hơn nợ dài hạn thì các doanh nghiệp tranh thủ vay nợ ngắn hạn và ngược lại (lý thuyết thời điểm thị trường).

2.1.2. Tác động của các nhân tố trên các phân vị của CTKHN

Các lý thuyết đã đề xuất rằng tỷ lệ nợ cao (thấp) của nợ ngắn hạn (tương ứng với CTKHN ngắn (dài)) gắn với các mức độ khác nhau của tỷ lệ rủi ro thanh khoản và chi phí đại diện (Zhao, 2014). Khi doanh nghiệp có CTKHN ngắn, cho dù doanh nghiệp mong muốn vay nhiều nợ ngắn hạn hơn khi lãi suất vay nợ ngắn hạn thấp hoặc để phát tín hiệu về chất lượng tín dụng tốt của họ, các doanh nghiệp cũng không muốn thực hiện điều này nhằm tránh làm tăng rủi ro thanh khoản. Ngược lại, quá nhiều nợ dài hạn trong cơ cấu nợ có thể dẫn đến chi phí người đại diện cao, và dẫn đến các tình huống như “nợ treo” (Debt Overhang) hoặc “thay thế tài sản” (Asset Substitution) sẽ khiến cho chi phí vay vốn của doanh nghiệp tăng lên do chủ nợ muốn được bù đắp rủi ro bị thay thế tài sản, hoặc doanh nghiệp buộc phải bỏ qua nhiều cơ hội đầu tư tốt trong tình huống nợ treo. Do đó, khi các doanh nghiệp muốn tăng sử dụng nợ dài hạn để tận dụng tốt hơn tấm chắn thuế từ nợ vay hoặc để tránh rủi ro thanh khoản thì họ có thể sẽ không thực hiện điều này khi đã có nhiều nợ dài hạn trong cơ cấu nợ nhằm làm giảm chi phí người đại diện. Tóm lại, tác động của các nhân tố truyền thống được kỳ vọng là thay đổi cả về chiều tác động cũng như mức tác động, hơn là không thay đổi tại mọi mức nợ ngắn hay dài hạn trên tổng nợ.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm liên quan

CTKHN được định nghĩa theo 2 cách chính trong các nghiên cứu thực nghiệm:

Theo cách định nghĩa thứ nhất, CTKHN là thời hạn nợ trung bình của các khoản nợ của doanh nghiệp, trong đó, các khoản nợ được xét là các khoản nợ có phát sinh lãi. Ví dụ, 50% nợ của doanh nghiệp có kỳ hạn còn lại trước khi phải thanh toán là 1 năm và 50% nợ có kỳ hạn còn lại là 3 năm, thì kỳ hạn nợ trung bình của doanh nghiệp là $50\% \times 1 + 50\% \times 3 = 2$ năm.

Cách định nghĩa thứ hai thường gặp hơn trong các nghiên cứu thực nghiệm. Theo đó, CTKHN là tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ, trong đó, mốc phân loại nợ dài hạn có thể dựa trên nhiều kỳ hạn khác nhau. Nhìn chung, các nghiên cứu chọn mốc 1 năm, trong đó dưới 1 năm là nợ ngắn hạn và trên 1 năm là nợ dài hạn. Do giới hạn về dữ liệu nợ trong báo cáo tài chính của doanh nghiệp, đây cũng là thước đo được lựa chọn trong nghiên cứu này để đại diện cho CTKHN. Giới hạn về dữ liệu trong nghiên cứu này cũng thường được nêu ra trong các nghiên cứu thực nghiệm trước đây tại các quốc gia đang phát triển như Trung Quốc (Cai & cộng sự, 2008) và Ukraine (Stephan & cộng sự, 2011). Đa số các doanh nghiệp chỉ phân loại nợ trên hoặc dưới 1 năm trong báo cáo tài chính, chứ không đưa ra tỷ trọng của các mức nợ với các kỳ hạn cụ thể hơn. Theo đó, CTKHN dài nghĩa là doanh nghiệp có tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ cao, và CTKHN ngắn nghĩa là doanh nghiệp có tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nợ cao. Trên phân phối của CTKHN, phân vị càng thấp thì CTKHN càng ngắn, tương ứng với tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nợ rất cao; trong khi phân vị càng cao tương ứng với tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ rất cao. Cần chú ý là tổng của tỷ lệ nợ ngắn hạn và dài hạn trên tổng nợ sẽ luôn là 1.

Cho đến nay, các nghiên cứu thực nghiệm không đưa ra câu trả lời thống nhất về tác động của các nhân tố đối với CTKHN. Cụ thể, nợ dài hạn có tương quan âm với cơ hội tăng trưởng (Barclay & Smith, 1995; Cai & cộng sự, 2008; Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1999; Guedes & Opler, 1996; Ozkan, 2002), nhưng các yếu tố này lại không có ý nghĩa trong nghiên cứu của Antoniou và cộng sự (2006), Shah và Khan (2009). Yếu tố quy mô thông thường có tác động dương đối với tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ (Barclay & Smith, 1995; Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1999; Shah & Khan, 2009) nhưng lại có hệ số âm trong nghiên cứu của Guedes và Opler (1996). Việc hai nhân tố này có các kết quả không thống nhất chỉ ra sự không nhất quán về tính hiệu quả của lý thuyết đại diện trong việc giải thích CTKHN của doanh nghiệp.

Lý thuyết phát tín hiệu không được ủng hộ nhiều, ít nhất là về mặt thực nghiệm trong các nghiên cứu của Barclay và Smith (1995), Ozkan (2002), Antoniou và cộng sự (2006). Tương tự, lý thuyết thuế cũng ít được ủng hộ khi mà yếu tố thuế suất không có ý nghĩa thống kê, hoặc có hệ số sai kỳ vọng (Antoniou & cộng sự, 2006; Arslan-Adaydin & Karan, 2006; Barclay & Smith, 1995; Ozkan, 2002). Ngược lại, lý thuyết rủi ro thanh khoản được ủng hộ mạnh mẽ cho thấy các doanh nghiệp gặp rủi ro thanh khoản ưu tiên sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn để làm giảm rủi ro này (Antoniou & cộng sự, 2006; Cai & cộng sự, 2008; Orman & Köksal, 2015).

Các nghiên cứu trên đây dựa trên giả định tác động của các nhân tố không thay đổi tại mọi điểm trên phân phối của CTKHN của một doanh nghiệp. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có mối quan ngại khác nhau về chi phí đại diện và rủi ro thanh khoản tại các phân vị khác nhau của CTKHN, tác động của các nhân tố khó có khả năng giữ nguyên mà thay đổi tùy thuộc vào việc doanh nghiệp đang có CTKHN ngắn hay dài. Trong một nghiên cứu thực nghiệm, Zhao (2014) đã cho thấy quan điểm này là phù hợp, bằng cách chỉ ra tác động dương của một số yếu tố đối với CTKHN giảm dần khi CTKHN chuyển từ ngắn sang dài hạn và ngược lại. Cho đến nay, chỉ có nghiên cứu của Zhao (2014) thực hiện cho thị trường phát triển (Mỹ) và chưa được thực hiện cho các quốc gia đang phát triển, trong khi tại các thị trường đang phát triển khả năng ảnh hưởng của bất cân xứng thông tin và rủi ro thanh khoản nghiêm trọng hơn do điều kiện thị trường tài chính và các định chế vẫn còn non trẻ. Vì thế, nghiên cứu về CTKHN trong đó có xem xét các yếu tố bất hoàn hảo tại thị trường đang phát triển mang nhiều ý nghĩa thực tiễn hơn.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Các nhân tố được dự đoán có ảnh hưởng tích cực làm tăng tỷ trọng nợ dài hạn như: Quy mô doanh nghiệp, kỳ hạn tài sản... có tác động mạnh hơn khi doanh nghiệp có CTKHN chuyển từ dài sang ngắn, nghĩa là khi doanh nghiệp có nhiều nợ ngắn hạn trong tổng nợ. Ngược lại, khi tỷ lệ nợ dài hạn cao hơn và chi phí người đại diện bắt đầu tăng lên trong khi rủi ro thanh khoản giảm xuống, thì ảnh hưởng tích cực làm tăng tỷ trọng nợ dài hạn được dự đoán sẽ giảm bớt vì doanh nghiệp không muốn làm gia tăng thêm chi phí người đại diện nữa (Zhao, 2014). Do đó, tác giả đưa ra các giả thuyết sau đây:

H₁: Các nhân tố được dự đoán có tác động tích cực đối với tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ (CTKHN) có tác động giảm dần khi doanh nghiệp có CTKHN càng dài.

H₂: Các nhân tố được dự đoán có tác động tiêu cực đối với tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ (CTKHN) có tác động tăng dần khi doanh nghiệp có CTKHN càng dài.

Stephan và cộng sự (2011) cho rằng hạn chế tài chính có tác động đối với việc lựa chọn CTKHN của doanh nghiệp. Hạn chế tài chính có thể có các ảnh hưởng không tốt, đặc biệt là ở các CTKHN mà mức rủi ro thanh khoản hay chi phí người đại diện là cao nhất, từ đó khiến cho các nhân tố có thể có những tác động không giống nhau giữa 2 nhóm doanh nghiệp có và không có hạn chế tài chính.

H₃: Hạn chế tài chính làm thay đổi ảnh hưởng của các nhân tố đối với CTKHN doanh nghiệp.

Nghiên cứu này sử dụng mẫu là các doanh nghiệp phi tài chính trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2008–2016. Mục tiêu của nghiên cứu là phân tích tác động của các nhân tố thường được đề cập trong các nghiên cứu về CTKHN (được đo bằng tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ). Kế thừa các nghiên cứu từ Stephan và cộng sự (2011), Cai và cộng sự (2008) và Zhao (2014), tác giả sử dụng các biến như mô hình sau:

$$Q\theta \text{ (long_debt}_{it}) = \text{size}_{it} + \text{growth}_{it} + \text{asset_mat}_{it} + \text{tax}_{it} + \text{turnover}_{it} + \text{tang}_{it} + \text{levhat}_{it} + \text{term}_{it} + \text{bankdev}_{it} + \text{stockdev}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó,

long_debt: Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ, là biến phụ thuộc hay được sử dụng (Cai & cộng sự, 2008; Stephan & cộng sự, 2011). Nợ dài hạn được xác định là nợ có kỳ hạn trên 1 năm;

Q θ (long_debt_{it}): Biến thể hiện mục tiêu của mô hình là ước lượng tác động của các nhân tố đối với biến phụ thuộc tại các phân vị θ của biến phụ thuộc;

size_{it}: Biến thể hiện quy mô doanh nghiệp, đo bằng logarit của tổng tài sản;

tang_{it}: Biến thể hiện các tài sản có thể thế chấp, đo bằng tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản;

asset_mat_{it}: Kỳ hạn trung bình của tài sản doanh nghiệp, đo bằng tỷ lệ của tài sản cố định trên chi phí khấu hao trong kỳ;

growth_{it}: Biến được đo bằng tỷ lệ giữa tăng trưởng doanh thu trên tăng trưởng tổng tài sản, thể hiện yếu tố tăng trưởng của doanh nghiệp;

tax_{it}: Biến thể hiện yếu tố thuế của doanh nghiệp, đo bằng tỷ lệ giữa thuế phải trả trong kỳ trên thu nhập đánh thuế của doanh nghiệp;

$turnover_{it}$: Biến đại diện cho chất lượng của doanh nghiệp, đo bằng tỷ lệ của doanh thu trên tài sản (Stephan & cộng sự, 2011);

$levhat_{it}$: Biến đại diện cho đòn bẩy tài chính, đo bằng tổng nợ trên tổng tài sản. Ở đây, tác giả sử dụng giá trị ước lượng của biến đòn bẩy tài chính (Leverage) theo mô hình của Johnson (2003) gồm các biến: Khả năng sinh lời, quy mô tài sản và tài sản hữu hình để làm giảm khả năng xảy ra hiện tượng nội sinh giữa đòn bẩy tài chính và CTKHN;

$term_t$: Biến đại diện cho cấu trúc kỳ hạn lãi suất (Term Structure of Interest Rates), đo bằng chênh lệch giữa các mức lãi suất của nợ dài hạn (suất sinh lời của trái phiếu chính phủ 10 năm) và của nợ ngắn hạn (suất sinh lời của trái phiếu chính phủ 1 năm);

$bankdev_t$: Biến đại diện cho mức phát triển của khu vực ngân hàng, đo bằng tỷ lệ của tín dụng cung cấp cho lĩnh vực tư nhân bởi ngân hàng trên GDP; và

$stockdev_t$: Biến đại diện cho mức độ phát triển của thị trường chứng khoán, đo bằng tỷ lệ vốn hóa của thị trường chứng khoán trên GDP.

Để kiểm định giả thuyết H_3 , tác giả sử dụng hồi quy phân vị cho mô hình (1) cho hai mẫu doanh nghiệp được phân loại dựa vào các mức hạn chế tài chính. Nhằm tránh các hạn chế liên quan đến việc sử dụng một chỉ tiêu tài chính để thể hiện hạn chế tài chính, tác giả sử dụng phương pháp lập chỉ số (Mulier & cộng sự, 2016; Musso & Schiavo, 2008), chọn 6 chỉ tiêu tài chính (quy mô, khả năng sinh lời, thanh khoản, khả năng vỡ nợ, chi trả cổ tức, dòng tiền) để tạo chỉ số thể hiện hạn chế tài chính. Các chỉ tiêu tài chính này rất thường được dùng để phản ánh chất lượng sức khỏe tài chính của doanh nghiệp. Nghiên cứu này không như các nghiên cứu của Guariglia (2008) hay Fazzari và cộng sự (1988) chỉ sử dụng một chỉ tiêu để phản ánh sức khỏe tài chính vì hạn chế rất lớn của việc sử dụng chỉ một chỉ tiêu (Musso & Schiavo, 2008, Mulier & cộng sự, 2016). Mỗi chỉ tiêu được so sánh với trung vị của cả mẫu trong mỗi năm, và nếu chỉ tiêu của doanh nghiệp cao hơn trung vị thì doanh nghiệp sẽ nhận 1 điểm cho chỉ tiêu đó, và nhận 0 điểm nếu ngược lại. Sau đó, tác giả cộng tất cả 6 chỉ tiêu cho mỗi doanh nghiệp, tạo nên chỉ số FC_index , với điểm cao nhất là 6 (không có hạn chế tài chính) và thấp nhất là 0 (hạn chế tài chính nhiều nhất).

Nghiên cứu này sử dụng hồi quy phân vị để phân tích ảnh hưởng của các biến đối với CTKHN trên phân phối của CTKHN. Các phương pháp ước lượng thông thường như OLS hoặc GMM chỉ có thể ước lượng tác động của các biến đối với biến phụ thuộc ở giá trị trung bình, trong khi như đã phân tích, phản ứng của doanh nghiệp có thể không giống nhau tùy thuộc doanh nghiệp đang quan ngại vấn đề nào hơn giữa rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện ở các mức CTKHN khác nhau. Hồi quy phân vị cho phép ước lượng tác động của các biến tại các phân vị khác nhau của $long_debt$, và cho kết quả đảm bảo tính vững trong trường hợp có các giá trị bất thường (Outlier). Ngoài ra, nghiên cứu còn sử dụng phương pháp phân rã Oaxaca - Blinder để đánh giá yếu tố nào quan trọng trong việc giải thích chênh lệch của CTKHN giữa 2 nhóm doanh nghiệp có và không có hạn chế tài chính. Kỹ thuật này đã được vận dụng phổ biến trong lĩnh vực kinh tế học (như phân rã chênh lệch tiền lương) nhưng chưa được sử dụng trong lĩnh vực tài chính.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường Việt Nam (cả hai sàn HOSE và HNX, loại trừ các doanh nghiệp tài chính) giai đoạn 2008–2016. Bảng 1 dưới đây trình bày một số thông số quan trọng của các biến sử dụng trong nghiên

cứu này. Trung bình, nợ dài hạn chiếm khoảng 28,9% trong tổng nợ của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, đây rõ ràng là một mức nợ dài hạn thấp so với ở các quốc gia phát triển, và cũng phù hợp với các nghiên cứu về CTKHN giữa 2 nhóm nước (Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1999). Tăng trưởng của doanh số trên tăng trưởng trong tổng tài sản khá thấp, nhỏ hơn 1. Thuế suất khoảng 12,4% và đòn bẩy tài chính khoảng 24% cho thấy các doanh nghiệp Việt Nam không sử dụng nhiều nợ trong cơ cấu vốn. Khác biệt giữa lãi suất vay ngắn và dài hạn là 1,1% và các ngân hàng ở Việt Nam cung cấp một khối lượng tín dụng tư nhân khoảng 1,008 lần GDP, trong khi mức vốn hóa thị trường chỉ khoảng 21,6% GDP cho thấy thị trường Việt Nam chủ yếu do ngân hàng cung cấp vốn.

Bảng 1

Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
debtmat	3.803	0,289	0,328	0	1
size	4.410	19,964	1,462	14,462	25,01
tang	4.406	0,272	0,217	0	0,976
growth	3.740	0,748	6,434	−45,233	45,413
asset_mat	4.195	12,552	18,047	0,046	195,797
tax_rate	4.237	0,124	0,081	−0,057	0,358
turnover	4.318	1,173	0,855	0,034	5,807
levhat	4.348	0,246	0,196	0	0,971
term	4.384	1,106	1,718	−2,33	3
priv_gdp	4.384	100,821	9,344	82,87	114,72
stock_gdp	3.836	21,631	5,956	9,56	26,8

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Kết quả hồi quy phân vị và thảo luận

4.1.1. Các doanh nghiệp không hạn chế tài chính

Các doanh nghiệp được xem là có hạn chế tài chính khi FC_index nhỏ hơn 2, trong khi các doanh nghiệp có FC_index lớn hơn 4 được xem là không có hạn chế tài chính. Bảng 2 trình bày các ước lượng của mô hình 1 cho trường hợp các doanh nghiệp không bị hạn chế tài chính (các doanh nghiệp có FC_index lớn hơn 4). Quy mô có tương quan dương ở phân vị 50 cho thấy quy mô lớn hơn vẫn không giúp các doanh nghiệp không hạn chế tài chính vay được nợ dài hạn ở phân vị thấp, và chỉ có thể vay được nợ dài hạn ở phân vị 50 khi mà rủi ro thanh khoản đã giảm và các chủ nợ có niềm tin cao hơn. Tuy nhiên, ở phân vị cao hơn và doanh nghiệp được cho là có chi phí người đại diện cao hơn, doanh nghiệp không hạn chế tài chính cũng không muốn tăng thêm chi phí đại diện này bằng cách không tiếp tục vay thêm nợ dài hạn.

Biến tài sản hữu hình (tang) có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở tất cả phân vị. Điều này cho thấy tài sản hữu hình đóng vai trò làm tăng khả năng vay nợ dài hạn rất tốt. Tài sản hữu hình thường được xem là tài sản thế chấp, làm giảm rủi ro bị thiệt hại cho chủ nợ. Có thể thấy hệ số tăng dần từ phân vị 10 đến 50, sau đó giảm dần cho thấy khả năng vay nợ dài hạn tăng dần khi rủi ro thanh khoản giảm dần, nhưng đến phân vị cao hơn thì nhu cầu xử lý chi phí người đại diện vẫn cao hơn nên bắt đầu giảm mức vay nợ dài hạn lại.

Một điều thú vị là tăng trưởng (growth) có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở phân vị 50, xu hướng tương tự như trường hợp với biến quy mô (size). Biến này dường như thể hiện bằng chứng ủng hộ giả thuyết các doanh nghiệp không hạn chế tài chính có nhu cầu phòng ngừa rủi ro liên quan đến rủi ro phá sản khi có cơ hội tăng trưởng cao, chứ không quan ngại về khả năng đầu tư dưới mức. Đồng thời, đây cũng có thể được diễn đạt là do nhu cầu kiểm soát đầu tư quá mức (Over Investment) ở nhóm doanh nghiệp không hạn chế tài chính. Ở phân vị cao hơn thì nhu cầu xử lý chi phí người đại diện vẫn cao, đặc biệt là với các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao nên mất ý nghĩa thống kê đối với biến này.

Doanh nghiệp không hạn chế tài chính không thể hiện rằng các doanh nghiệp này ưu tiên khới kỳ hạn nợ với kỳ hạn tài sản khi mà yếu tố này không có ý nghĩa thống kê ở tất cả phân vị. Khới kỳ hạn nợ và tài sản được cho là sẽ giúp giảm rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện, nhưng với các doanh nghiệp không hạn chế tài chính thì các bất hoàn hảo này có thể không đáng quan ngại nhiều nên các doanh nghiệp này cũng ít cho thấy cân nhắc nguyên tắc này khi chọn lựa CTKHN.

Thuế suất có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở phân vị 25 cho thấy doanh nghiệp không hạn chế tài chính chọn kỳ hạn nợ tối ưu theo hướng tăng khi lợi ích thuế từ nợ giảm, nghĩa là khi lợi ích vay nợ giảm và chi phí phá sản tăng, phù hợp với dự đoán của Kane và cộng sự (1985). Doanh nghiệp kéo dài kỳ hạn khi lợi ích thuế từ nợ giảm để phần lợi ích thuế còn lại của nợ (sau khi trừ chi phí phá sản) không thấp hơn chi phí vay nợ đã phân bổ, và ngược lại. Yếu tố thuế có ý nghĩa ở phân vị thấp cho thấy các doanh nghiệp không hạn chế tài chính xem việc khai thác lợi ích từ yếu tố thuế khá quan trọng, ngay cả khi khả năng phá sản tăng lên khi có nhiều nợ ngắn hạn (phân vị thấp). Ở phân vị thấp nhất là 10 thì các doanh nghiệp này ngần ngại khai thác lợi ích thuế do không muốn gia tăng thêm rủi ro thanh khoản, trong khi ở phân vị 50 trở lên thì không còn quan tâm đến yếu tố này. Hành vi chọn lựa CTKHN liên quan đến yếu tố thuế như thế này không phù hợp vì lẽ ra ở phân vị cao – nơi mà chi phí người đại diện cao thì doanh nghiệp nên tập trung vay nợ ngắn hạn khi thuế tăng lên thay vì ở phân vị 25 – nơi rủi ro phá sản cao hơn.

Một chi tiết quan trọng là biến chất lượng (turnover) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở những phân vị lớn nhất. Hệ số âm cũng tăng dần – cho thấy các doanh nghiệp không hạn chế tài chính quan tâm đến phát tín hiệu bằng cách sử dụng nợ ngắn hạn, đặc biệt khi đang có quá nhiều nợ dài hạn (khi có chi phí người đại diện cao). Yếu tố phát tín hiệu này cho thấy ý nghĩa đáng kể đối với việc lựa chọn CTKHN của doanh nghiệp không hạn chế tài chính.

Biến cấu trúc kỳ hạn lãi suất (term) có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở phân vị 10–50. Điều này cung cấp bằng chứng cho thấy các doanh nghiệp không hạn chế tài chính tranh thủ lợi thế từ vay nợ dài hạn khi đường cong kỳ hạn lãi suất tăng để làm tăng giá trị tẩm chắn thuế, từ đó làm tăng giá trị doanh nghiệp. Nhu cầu này giảm khi ở các phân vị cao do doanh nghiệp không muốn làm gia tăng thêm chi phí người đại diện, trong khi ở phân vị thấp thì tăng nhu cầu vay nợ dài hạn dần để làm tăng tẩm chắn thuế, đồng thời làm giảm rủi ro thanh khoản.

Cuối cùng, sự phát triển của hệ thống ngân hàng và thị trường chứng khoán không có ảnh hưởng đối với CTKHN của doanh nghiệp không có hạn chế tài chính. Đòn bẩy tài chính không có ý nghĩa đối với CTKHN cho thấy các doanh nghiệp không hạn chế tài chính không xem rủi ro thanh khoản quá quan trọng.

Bảng 2

Kết quả ước lượng hồi quy phân vị đối với các doanh nghiệp không bị hạn chế tài chính

Biến	Phân vị 10	Phân vị 25	Phân vị 50	Phân vị 75	Phân vị 90
size	−0,011 (0,023)	−0,009 (0,044)	0,051* (0,029)	0,049 (0,084)	0,006 (0,053)
tang	0,233** (0,099)	0,582*** (0,182)	0,969*** (0,113)	0,918*** (0,337)	0,531** (0,270)
growth	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)	0,003* (0,001)	0,002 (0,003)	−0,001 (0,003)
asset_mat	−0,001 (0,001)	−0,001 (0,001)	0,001 (0,001)	0 (0,001)	−0,001 (0,000)
tax_rate	−0,111 (0,098)	−0,239* (0,140)	−0,038 (0,168)	−0,015 (0,466)	0,296 (0,310)
turnover	−0,003 (0,009)	−0,025 (0,017)	−0,059*** (0,020)	−0,102** (0,044)	−0,127*** (0,025)
levhat	0,656 (0,413)	0,757 (0,805)	−0,036 (0,488)	−0,086 (1,676)	−0,421 (1,043)
term	0,018** (0,007)	0,021* (0,011)	0,024** (0,012)	0,036 (0,025)	0,045 (0,035)
bankdev	−0,001 (0,001)	0 (0,002)	0,001 (0,002)	0,001 (0,005)	−0,005 (0,005)
stockdev	0,001 (0,002)	0,002 (0,003)	−0,004 (0,004)	−0,005 (0,008)	−0,004 (0,007)
Hằng số	0,09 (0,412)	−0,084 (0,763)	−1,028** (0,506)	−0,697 (1,544)	1,27 (1,072)
Số quan sát	752	752	752	752	752

Ghi chú: Số trong ngoặc đơn () là sai số chuẩn;

*, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

4.1.2. Các doanh nghiệp có hạn chế tài chính

Bảng 3 trình bày các ước lượng sử dụng hồi quy phân vị cho nhóm doanh nghiệp có hạn chế tài chính. Đối với các doanh nghiệp có hạn chế tài chính, quy mô càng lớn không giúp vay được nợ dài hạn mà còn có tác động ngược chiều làm giảm tỷ trọng nợ dài hạn trên tổng nợ. Điều này cho thấy

quy mô không còn đóng vai trò là thước đo cho bất cân xứng thông tin mà dường như đại diện cho chất lượng tín dụng. Nghĩa là, các doanh nghiệp có hạn chế tài chính tranh thủ khi quy mô lớn thì khả năng vỡ nợ thấp hơn, do đó, tranh thủ vay nợ ngắn hạn để phát tín hiệu về khả năng trả nợ của mình. Tuy nhiên, việc phát tín hiệu này cũng chỉ được thực hiện ở các phân vị 75 và 90, nghĩa là khi rủi ro thanh khoản đã giảm và chi phí người đại diện cao hơn so với ở phân vị thấp.

Tài sản hữu hình (tang) có tác động dương và có ý nghĩa thống kê trong các phân vị 50 và 75, cho thấy tài sản hữu hình là yếu tố có ảnh hưởng đáng kể giúp làm giảm bất cân xứng thông tin đối với các doanh nghiệp có hạn chế tài chính, và giúp doanh nghiệp vay được nợ dài hạn. Yếu tố này mất ý nghĩa thống kê ở phân vị 90 (có CTKHN dài nhất) cho thấy các doanh nghiệp có hạn chế tài chính không muốn gia tăng thêm nợ dài hạn khi đang ở CTKHN dài để làm giảm chi phí người đại diện. Các yếu tố này không có ý nghĩa thống kê ở phân vị 10 và 25 mà chỉ có ý nghĩa ở những phân vị cao hơn cho thấy các doanh nghiệp có hạn chế tài chính không được các ngân hàng tin cậy để cho vay nợ dài hạn. Trong khi đó, biến này lại có ý nghĩa ở tất cả phân vị trong trường hợp của các doanh nghiệp không hạn chế tài chính cho thấy các doanh nghiệp không hạn chế tài chính được chủ nợ tin tưởng cho vay nợ dài hạn nhiều hơn.

Cơ hội tăng trưởng (growth) có hệ số âm và chỉ có ý nghĩa thống kê ở phân vị 90, cho thấy các doanh nghiệp có hạn chế tài chính mà có cơ hội tăng trưởng cao thì càng bị cho là có nhiều chi phí người đại diện. Các doanh nghiệp không hạn chế tài chính thì quan tâm phòng ngừa rủi ro vỡ nợ từ cơ hội tăng trưởng cao, khớp với lập luận của Antoniou và cộng sự (2006), trong khi các doanh nghiệp có hạn chế tài chính thì lại gắn với chi phí người đại diện cao và cần nợ ngắn hạn để xử lý.

Kỳ hạn tài sản có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở các phân vị 50 và 75, và không có ý nghĩa thống kê ở các phân vị còn lại hàm ý các doanh nghiệp có hạn chế tài chính có thực hiện nguyên tắc khớp kỳ hạn nợ và tài sản, thống nhất với giả thuyết rằng hạn chế tài chính gắn với rủi ro thanh khoản cao hơn. Tuy nhiên, các doanh nghiệp này vẫn mong muốn giảm chi phí người đại diện khi ở CTKHN dài (ở phân vị 90 không có ý nghĩa). Các phân vị thấp không có ý nghĩa cho thấy các doanh nghiệp có hạn chế tài chính mà CTKHN quá ngắn thì quá rủi ro để có thể vay được nợ dài hạn để khớp kỳ hạn tài sản và nợ. Các doanh nghiệp không có hạn chế tài chính thì không quan tâm đến nguyên tắc này, hàm ý khớp kỳ hạn tài sản mang ý nghĩa làm giảm rủi ro thanh khoản, đặc biệt là với các doanh nghiệp có hạn chế tài chính.

Thuế có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở các phân vị từ 50 đến 90 với hệ số ngày càng tăng. Điều này cho thấy các doanh nghiệp có hạn chế tài chính muốn tận dụng nợ dài hạn để làm tăng giá trị doanh nghiệp khi cấu trúc kỳ hạn lãi suất nhìn chung là dốc lên, phù hợp với dự đoán của Brick và Ravid (1985). Điều đáng tiếc là việc vay nợ dài hạn để làm tăng giá trị doanh nghiệp lại càng tăng mạnh khi doanh nghiệp được cho là có nhiều chi phí người đại diện, vì thế có thể ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị của các doanh nghiệp này. Ở các phân vị thấp thì các doanh nghiệp có hạn chế tài chính lại quá rủi ro để có thể vay được nợ dài hạn, dù các doanh nghiệp này có muốn làm tăng giá trị của mình thông qua vay nợ dài hạn.

Phát tín hiệu là động cơ khá mạnh và có ý nghĩa thống kê trong việc xây dựng CTKHN của các doanh nghiệp (biến turnover có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở các phân vị từ 50 đến 90). Điều này có thể được giải thích là các doanh nghiệp có hạn chế tài chính là các doanh nghiệp chịu nhiều vấn đề liên quan đến bất cân xứng thông tin, do đó, phát tín hiệu về chất lượng tín dụng là rất quan

trọng đối với các doanh nghiệp này. Riêng với động cơ phát tín hiệu thì doanh nghiệp có và không có hạn chế tài chính có các hành vi rất giống nhau.

Bảng 3

Kết quả ước lượng hồi quy phân vị đối với các doanh nghiệp bị hạn chế tài chính

Biến	Phân vị 10	Phân vị 25	Phân vị 50	Phân vị 75	Phân vị 90
size	0,000 (0,017)	0,000 (0,016)	0,006 (0,033)	-0,114*** (0,029)	-0,233* (0,130)
tang	0,000 (0,077)	0,000 (0,073)	0,527*** (0,144)	0,398*** (0,127)	-0,076 (0,535)
growth	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)	-0,004** (0,002)
asset_mat	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,001* (0,001)	0,001*** (0,000)	0,001 (0,001)
tax_rate	0,000 (0,070)	0,000 (0,063)	0,225** (0,108)	0,499*** (0,180)	1,024*** (0,307)
turnover	0,000 (0,007)	0,000 (0,007)	-0,049*** (0,009)	-0,048*** (0,009)	-0,087*** (0,015)
levhat	0,000 (0,3)	0,000 (0,3)	0,495 (0,7)	2,518*** (0,5)	4,506* (2,7)
term	0,000 (0,005)	0,000 (0,004)	0,017** (0,007)	0,027** (0,012)	0,016 (0,018)
bankdev	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	0,001 (0,001)	0,001 (0,002)	-0,003 (0,004)
stockdev	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	-0,002 (0,002)	-0,005 (0,004)	-0,003 (0,010)
Hằng số	0,000 (0,283)	0,000 (0,266)	-0,233 (0,526)	1,841*** (0,550)	4,33** (2,084)
Số quan sát	774	774	774	774	774

Ghi chú: Số trong ngoặc đơn () là sai số chuẩn;

*, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Đối với biến đòn bẩy tài chính, các doanh nghiệp có hạn chế tài chính do có rủi ro thanh khoản rất cao nên khi có đòn bẩy tài chính gia tăng, các doanh nghiệp này tranh thủ vay nợ dài hạn để làm giảm rủi ro này. Tại các phân vị thấp thì các doanh nghiệp có hạn chế tài chính quá rủi ro trong mất chủ nợ để có thể vay được nợ dài hạn. Trong khi đó, ở các CTKHN dài hạn hơn, khi mà rủi ro thanh khoản đã giảm đi và các doanh nghiệp này có thể vay được nợ dài hạn thì họ đã tranh thủ vay nhiều

nợ dài hạn, kể cả khi có chi phí người đại diện cao. Với các doanh nghiệp không hạn chế tài chính thì biến này không có ý nghĩa, cho thấy rủi ro thanh khoản không phải là trở ngại đáng lo với các doanh nghiệp này.

Biến cấu trúc kỳ hạn lãi suất (term) có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở phân vị 50 và 75. Tương tự như các doanh nghiệp không hạn chế tài chính, các doanh nghiệp có hạn chế tài chính cũng tranh thủ lợi thế từ vay nợ dài hạn khi đường cong kỳ hạn lãi suất tăng để làm tăng giá trị tẩm chắn thuế, từ đó làm tăng giá trị doanh nghiệp. Nhu cầu này giảm khi ở các phân vị cao do doanh nghiệp không muốn làm gia tăng thêm chi phí người đại diện. Điểm khác nhau là các doanh nghiệp không hạn chế tài chính có thể tận dụng nợ dài hạn ngay khi ở các phân vị thấp nhất do có rủi ro vỡ nợ thấp trong khi các doanh nghiệp có hạn chế tài chính lại không thể vay được nợ dài hạn ở các phân vị thấp này.

Cuối cùng, tương tự như trường hợp của các doanh nghiệp không hạn chế tài chính, sự phát triển của hệ thống ngân hàng và thị trường chứng khoán không có ý nghĩa đối với việc xây dựng CTKHN ở bất kỳ phân vị nào.

Tóm lại, các doanh nghiệp có hạn chế tài chính nhìn chung không thể vay thêm nợ dài hạn ở phân vị 10 và 25, thể hiện rằng trong mắt chủ nợ thì các doanh nghiệp này quá rủi ro để có thể cho vay nợ dài hạn. Với các doanh nghiệp có hạn chế tài chính, đồng nghĩa với việc có rủi ro thanh khoản cao hơn nên các doanh nghiệp này ưu tiên xử lý rủi ro này hơn là chi phí người đại diện, do đó vẫn tiếp tục tranh thủ vay thêm nợ dài hạn khi đang ở CTKHN dài. Việc các doanh nghiệp này không có phản ứng phù hợp với giả thuyết H_1 có thể có những tác động tiêu cực đối với giá trị doanh nghiệp này. Ngược lại, các doanh nghiệp không hạn chế tài chính có điều kiện phản ứng phù hợp hơn khi chọn lựa CTKHN: Tăng vay nợ dài hạn ở các phân vị thấp để giảm rủi ro thanh khoản, và hạn chế vay nợ dài hạn ở các phân vị cao để giảm chi phí người đại diện (tương đối phù hợp giả thuyết H_1). Như vậy, có thể nói doanh nghiệp không hạn chế tài chính đã có sự lựa chọn CTKHN phù hợp hơn so với các doanh nghiệp có hạn chế tài chính, và điều này cho thấy sự thống nhất với giả thuyết H_3 . Với các biến có hệ số âm thì cả hai nhóm doanh nghiệp có và không có hạn chế tài chính có phản ứng rất phù hợp với giả thuyết H_2 .

4.2. Kết quả phân rã Oaxaca - Blinder

Tác giả phân rã chênh lệch về CTKHN giữa 2 nhóm doanh nghiệp có và không có hạn chế tài chính dựa theo chỉ số FC_index (tác giả chỉ phân tích các khác biệt có ý nghĩa thống kê khác 0). Bảng 4 cho thấy các doanh nghiệp không hạn chế tài chính có CTKHN dài hơn (34,8%) so với các doanh nghiệp có hạn chế tài chính (20,2%), dẫn đến chênh lệch là 14,7%. Phần chênh lệch này được tách làm 2 phần, gồm: Phần chênh lệch giải thích được (chênh lệch do khác biệt về giá trị trung bình của các biến giữa 2 nhóm doanh nghiệp) chiếm 6,9%; và không giải thích được (chênh lệch do khác biệt về hệ số của các biến giữa 2 nhóm doanh nghiệp) chiếm 7,8% trong tổng chênh lệch.

Bảng 4

Phân rã tổng quát Oaxaca - Blinder

	Hệ số	Sai số	z	P>z
Nhóm không hạn chế tài chính	0,348	0,020	17,19	0
Nhóm có hạn chế tài chính	0,202	0,014	14,92	0
Chênh lệch	0,147	0,023	6,31	0

Các kết quả ở Bảng 5 cho thấy đối với các chênh lệch giải thích được, chênh lệch trong giá trị trung bình của các yếu tố quan trọng như sau: Doanh nghiệp không hạn chế tài chính có tài sản hữu hình, chất lượng cao hơn nhóm doanh nghiệp có hạn chế tài chính. Các doanh nghiệp không hạn chế tài chính có tài sản hữu hình cao hơn làm tăng chênh lệch 3,3%, nhưng do có chất lượng cao hơn nên lại làm giảm chênh lệch CTKHN 1,1%. Chênh lệch về giá trị trung bình của các yếu tố còn lại không đáng kể về mặt kinh tế (yếu tố thuế) hoặc không có ý nghĩa thống kê (các yếu tố khác).

Bảng 5

Phân rã chi tiết Oaxaca - Blinder sai lệch CTKHN do hạn chế tài chính giải thích được

debtmat	Hệ số tương quan	Độ lệch chuẩn	z	P>z
size	0,019	0,031	0,62	0,533
tang	0,033	0,012	2,64	0,008
growth	0,000	0,000	-0,2	0,84
asset_mat	0,000	0,002	0	0,998
tax_rate	0,009	0,005	2,03	0,043
turnover	-0,011	0,005	-2,24	0,025
levhat	0,019	0,025	0,77	0,442
term	-0,001	0,001	-1,56	0,118
Tổng	0,069	0,020	3,46	0,001

Các kết quả ở Bảng 6 cho thấy chênh lệch không giải thích được chiếm 7,8% và chủ yếu do chênh lệch của hệ số các biến giải thích sau: Tài sản hữu hình, cơ hội tăng trưởng, thuế (dù yếu tố cơ hội tăng trưởng không đáng kể về mặt ý nghĩa kinh tế). Điều thú vị là yếu tố tài sản hữu hình giúp doanh nghiệp không hạn chế tài chính có thể vay nợ dài hạn nhiều hơn so với các doanh nghiệp có hạn chế tài chính, đặc biệt là ở các phân vị thấp nhất. Yếu tố tài sản hữu hình dẫn đến chênh lệch ở mức 10,6%. Yếu tố thuế suất dẫn đến chênh lệch giảm do các doanh nghiệp không hạn chế tài chính thì thuế có tác động âm, trong khi với các doanh nghiệp có hạn chế tài chính thì có tác động dương, dẫn đến chênh lệch giảm 4,1%. Những yếu tố còn lại có ý nghĩa thống kê nhưng không có ý nghĩa kinh tế đáng kể (như tăng trưởng) hoặc không có ý nghĩa thống kê.

Bảng 6.

Phân rã chi tiết Oaxaca - Blinder sai lệch CTKHN do hạn chế tài chính không giải thích được

debtmat	Hệ số tương quan	Độ lệch chuẩn	z	P>z
size	1,142	1,012	1,13	0,259
tang	0,106	0,058	1,82	0,069
growth	0,003	0,001	2,03	0,042
asset_mat	-0,009	0,011	-0,82	0,41
tax_rate	-0,041	0,024	-1,72	0,085
turnover	-0,037	0,026	-1,39	0,166

debtmat	Hệ số tương quan	Độ lệch chuẩn	z	P>z
levhat	−0,257	0,246	−1,04	0,296
term	0,005	0,016	0,3	0,765
Hàng số	−0,833	0,822	−1,01	0,311
Tổng	0,078	0,020	3,9	0

5. Kết luận và một số gợi ý chính sách

5.1. Kết luận

Nghiên cứu phân tích CTKHN (tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ) của các doanh nghiệp có và không có hạn chế tài chính tại Việt Nam. Tác giả sử dụng 2 phương pháp chính: (1) Hồi quy phân vị nhằm xác định doanh nghiệp phản ứng như thế nào đối với các mức độ rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện khi CTKHN chuyển từ phân vị thấp (CTKHN ngắn) lên cao (CTKHN dài); (2) Phân rã Oaxaca - Blinder để đánh giá yếu tố nào có đóng góp quan trọng trong việc giải thích chênh lệch về CTKHN giữa hai nhóm doanh nghiệp có và không có hạn chế tài chính. Nghiên cứu này có nhiều đóng góp quan trọng so với các nghiên cứu trước, đánh giá được tác động khác nhau của các nhân tố đối với CTKHN tại các mức CTKHN khác nhau. Ngoài ra, yếu tố hạn chế tài chính cũng được đưa vào nhằm đánh giá được ảnh hưởng của yếu tố này đối với CTKHN, do đó cung cấp cái nhìn toàn diện hơn về các nhân tố ảnh hưởng CTKHN của doanh nghiệp so với các nghiên cứu trước đây.

Kết quả cho thấy cả 2 phương pháp đều cung cấp các bằng chứng chỉ ra rằng các doanh nghiệp có hạn chế tài chính có xu hướng bị ảnh hưởng nhiều hơn bởi rủi ro thanh khoản trong khi các doanh nghiệp không hạn chế tài chính (sức khỏe tài chính tốt hơn) quan tâm nhiều hơn đến chi phí người đại diện. Cả hai nhóm doanh nghiệp đều thể hiện mong muốn xử lý chi phí người đại diện khi đang có nhiều nợ dài hạn trong cơ cấu nợ. Ngoài ra, các doanh nghiệp không hạn chế tài chính có các hành vi lựa chọn CTKHN phù hợp hơn với dự đoán của lý thuyết về CTKHN, cũng như có cân nhắc đến các mức tăng/giảm trong rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện gắn với các CTKHN dài và ngắn. Điều này cho thấy mức hạn chế tài chính thấp tạo sự linh hoạt cho các doanh nghiệp trong việc lựa chọn CTKHN nhằm nâng cao giá trị doanh nghiệp.

5.2. Kiến nghị giải pháp liên quan

Kết quả nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp có hạn chế tài chính có xu hướng bị ảnh hưởng bởi bất cân xứng thông tin và rủi ro thanh khoản. Nhằm giúp các doanh nghiệp có hạn chế tài chính hạn chế những khó khăn gây ra bởi 2 yếu tố bất hoàn hảo thị trường này, các doanh nghiệp nên thường xuyên trao đổi thông tin về chất lượng tín dụng đối với ngân hàng cho vay. Ngoài ra, cần nâng cao chất lượng kiểm toán để đảm bảo báo cáo tài chính đóng vai trò làm giảm bất cân xứng thông tin tốt hơn giữa các chủ thể trong thị trường. Tiếp đến, rủi ro thanh khoản có ảnh hưởng trầm trọng hơn đối với doanh nghiệp có hạn chế tài chính. Do đó, các chính sách tín dụng nên ưu tiên tháo gỡ các khó khăn trong tiếp cận vốn dài hạn cho các doanh nghiệp này để làm giảm tác động của rủi ro thanh khoản. Các doanh nghiệp có hạn chế tài chính cũng có thể được đào tạo các kỹ năng quản lý vốn, đầu

tư để tránh lâm vào tình trạng kiệt quệ tài chính hay phá sản do quản lý không phù hợp trong các lĩnh vực này■

Tài liệu tham khảo

- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2006). The determinants of debt maturity structure: Evidence from France, Germany and the UK. *European Financial Management*, 12(2), 161–194.
- Arslan-Adaydin, Ö., & Karan, M. B. (2006). Ownership and control structure as determinants of corporate debt maturity: A panel study of an emerging market. *Corporate Governance: An International Review*, 14(4), 312–324.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1–32.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*, 50(2), 609–631.
- Brick, I. E., & Ravid, S. A. (1985). On the relevance of debt maturity structure. *The Journal of Finance*, 40(5), 1423–1437.
- Cai, K., Fairchild, R., & Guney, Y. (2008). Debt maturity structure of Chinese companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(3), 268–297.
- Costa, S., Laureano, L. M., & Laureano, R. M. (2014). The debt maturity of Portuguese SMEs: The aftermath of the 2008 financial crisis. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 150, 172–181.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2009). Debt maturity structure and the 1997 Asian financial crisis. *Journal of Multinational Financial Management*, 19(1), 26–42.
- Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1999). Institutions, financial markets, and firm debt maturity. *Journal of Financial Economics*, 54(3), 295–336.
- Diamond, D. W. (1991). Debt maturity structure and liquidity risk. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 709–737.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 19(1), 141–206.
- Flannery, M. J. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *The Journal of Finance*, 41(1), 19–37.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2), 187–243.
- Guariglia, A. (2008). Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: Evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1795–1809.
- Greenwood, R., Hanson, S., & Stein, J. C. (2010). A gap-filling theory of corporate debt maturity choice. *The Journal of Finance*, 65(3), 993–1028.
- Guedes, J., & Opler, T. (1996). The determinants of the maturity of corporate debt issues. *The Journal of Finance*, 51(5), 1809–1833.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

- Johnson, S. A. (2003). Debt maturity and the effects of growth opportunities and liquidity risk on leverage. *The Review of Financial Studies*, 16(1), 209–236
- Kane, A., Marcus, A. J., & McDonald, R. L. (1985). Debt policy and the rate of return premium to leverage. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), 479–499.
- Lemma, T. T., & Negash, M. (2012). Debt maturity choice of a firm: Evidence from African countries. *Journal of Business and Policy Research*, 7(2), 60–92.
- Lewis, C. M. (1990). A multiperiod theory of corporate financial policy under taxation. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 25(1), 25–43.
- Mateus, C., & Terra, P. (2013). Leverage and the maturity structure of debt in emerging markets. *Journal of Mathematical Finance*, 3, 46–59.
- Mulier, K., Schoors, K., & Merlevede, B. (2016). *Investment-cash flow sensitivity and financial constraints: Evidence from unquoted European SMEs*. *Journal of Banking and Finance*, 73, 182–197.
- Musso, P., & Schiavo, S. (2008). The impact of financial constraints on firm survival and growth. *Journal of Evolutionary Economics*, 18(2), 135–149.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.
- Ngô Văn Toàn, & Phạm Thị Thu Hồng. (2015). Các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định lựa chọn kỳ hạn nợ của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 115, 27–41.
- Orman, C., & Köksal, B. (2015). Structure of Debt Maturity across Firm Types. *Working paper No. 15/21, Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey*.
- Ozkan, A. (2002). The determinants of corporate debt maturity: Evidence from UK firms. *Applied Financial Economics*, 12(1), 19–24.
- Schumpeter, J. (1934). *The Theory of Economic Development*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Shah, A., & Khan, S. A. (2009). Empirical investigation of debt-maturity structure: Evidence from Pakistan. *The Pakistan Development Review*, 48(4), 565–578.
- Stephan, A., Talavera, O., & Tsapin, A. (2011). Corporate debt maturity choice in emerging financial markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(2), 141–151.
- Stohs, M. H., & Mauer, D. C. (1996). The determinants of corporate debt maturity structure. *The Journal of Business*, 69(3), 279–312.
- Stulz, René M. (2000). Does financial structure matter for economic growth? *World bank conference on financial structure and economic development*. Washington D.C.
- Trần Thị Thùy Linh, & Nguyễn Thanh Nhã. (2017). Nghiên cứu cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 28(2), 20–43.
- Zhao, S. (2014). *Three essays in empirical finance*. Retrieved from <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01126998/document>