

CHƯƠNG 1

GIỚI THIỆU

1.1. Tính cấp thiết của đề tài

Khủng hoảng tài chính năm 2008 có tác động tiêu cực đến hoạt động của doanh nghiệp (DN) và nền kinh tế của nhiều nước. Một số nghiên cứu cho thấy các DN, đặc biệt là các DN có hạn chế tài chính (HCTC) cao, khi vay nhiều nợ ngắn hạn sẽ gặp rất nhiều khó khăn liên quan đến thanh khoản khi khủng hoảng xảy ra (Vermoesen và cộng sự, 2013; Almeida và cộng sự, 2012; Duchin và cộng sự, 2010). Deesomsak và cộng sự (2009) cho rằng khủng hoảng tài chính buộc các giám đốc phải quan tâm hơn đến việc xây dựng một cấu trúc kỳ hạn nợ (CTKHN) phù hợp, vì nó giúp làm giảm chi phí tài trợ và tháo gỡ các hạn chế và rủi ro về thanh khoản, giảm bất cân xứng thông tin cũng như vấn đề chi phí người đại diện giữa DN và nhà đầu tư.

Không chỉ có ý nghĩa quan trọng khi xảy ra khủng hoảng tài chính, CTKHN còn có ảnh hưởng quan trọng đối với hiệu quả DN trong quá trình vận hành thông thường. CTKHN trên lý thuyết là công cụ để phát tín hiệu về chất lượng tín dụng, tận dụng các lợi ích từ tầm chắn thuế, khớp kỳ hạn tài sản... (Cai và cộng sự, 2008). Điều đáng quan tâm là dù có nhiều nghiên cứu thực nghiệm phân tích động cơ sử dụng CTKHN của DN dựa trên các lý thuyết trên, các kết quả vẫn còn nhiều điểm chưa thống nhất. Mặt khác, đa số các nghiên cứu thực hiện ở các quốc gia phát triển, chủ yếu là Mỹ, trong khi DN tại các nước đang phát triển vẫn chưa được quan tâm nghiên cứu.

Về mặt phương pháp, hầu hết các nghiên cứu về CTKHN giả định các nhân tố có tác động không thay đổi, dù DN có CTKHN dài hạn (tỷ lệ nợ dài hạn/tổng nợ cao) hay ngắn hạn (tỷ lệ nợ ngắn hạn/tổng nợ cao). Tuy nhiên giả định này khá chặt chẽ, và nghiên cứu của Zhao (2014) đã cho thấy tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến CTKHN sẽ khác nhau, do mức độ rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện sẽ khác nhau khi ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn. Nghĩa là, các yếu tố nếu có tác động tích cực đến CTKHN (làm tăng nợ dài hạn) có thể sẽ giảm tác động tích cực nếu DN đã có nhiều nợ dài hạn, vì DN không muốn tăng chi phí người đại diện nhiều.

Đây có thể là một nguyên nhân dẫn đến các kết quả nghiên cứu thực nghiệm trước không thống nhất với nhau.

Tiếp theo, nếu CTKHN của DN được lựa chọn xuất phát một động cơ cụ thể thì nó rất có thể có tác động đến hiệu quả DN. Ví dụ, DN muốn sử dụng nợ ngắn hạn để làm giảm chi phí người đại diện, thì việc sử dụng thêm nợ dài hạn sẽ có tác động khác nhau đến hiệu quả DN ở các CTKHN khác nhau. Nếu kết quả của luận án cho thấy tăng nợ dài hạn khi đã có nhiều nợ dài hạn sẽ có tác động tiêu cực đến hiệu quả DN, thì càng khẳng định lập luận DN muốn vay ít nợ dài hạn (hoặc tăng vay nợ ngắn hạn) khi có nhiều nợ dài hạn là để tránh chi phí người đại diện. Đến nay có rất ít nghiên cứu đánh giá tác động của CTKHN lên hiệu quả DN, đặc biệt là tác động phi tuyến. Các nghiên cứu tại các quốc gia đang phát triển thường đưa ra các kiến nghị làm sao nâng cao mức nợ dài hạn mà không cân nhắc liệu hiệu quả DN có tăng khi nợ dài hạn gia tăng.

HCTC cũng là một vấn đề có ảnh hưởng đến các quyết định của DN ở các nước đang phát triển. Campello và cộng sự (2010) cho thấy các giám đốc tài chính của các DN có nhiều HCTC có khuynh hướng hủy bỏ hoặc tạm dừng đầu tư vào công nghệ, tài sản cố định và thuê mướn lao động khi xảy ra khủng hoảng tài chính nhiều hơn so với các DN khác. Stephan và cộng sự (2011) và Ngô Văn Toàn và Phạm Thị Thu Hồng (2015) cho thấy các DN có ít và nhiều HCTC ở các quốc gia đang phát triển có CTKHN khác nhau. Các nghiên cứu này cho thấy HCTC khiến DN bị thiệt thòi rất nhiều, đặc biệt là thiệt thòi về khả năng tiếp cận nguồn vốn dài hạn. Vì thế phân tích vai trò của HCTC có ý nghĩa quan trọng trong việc giúp các DN với nhiều HCTC có điều kiện tiếp xúc với nguồn vốn dài hạn tốt hơn. Ngoài ra, cùng với sự khác biệt tiềm tàng về cách lựa chọn CTKHN của các DN với các mức HCTC, việc nghiên cứu về tác động của CTKHN và HCTC đối với giá trị DN giúp xác định các loại DN khác nhau nên tăng giảm CTKHN ra sao để có thể tăng giá trị của mình.

Việc nghiên cứu CTKHN ở các quốc gia đang phát triển có nhiều ý nghĩa quan trọng bởi các lý do sau. Thứ nhất, so với nghiên cứu về cấu trúc vốn, CTKHN rất ít được nghiên cứu ở các quốc gia đang phát triển. Trong khi đó, môi trường ở các quốc gia đang phát triển có mức độ bất hoàn hảo trầm trọng hơn liên quan đến bất cân xứng

thông tin, chi phí người đại diện... nên khả năng ứng dụng của các lý thuyết này có thể khác với kết quả nghiên cứu tại các quốc gia phát triển. Khi các DN tại các thị trường đang phát triển chịu nhiều ảnh hưởng của 2 yếu tố là chi phí người đại diện và rủi ro thanh khoản, thì câu hỏi được đặt ra là DN quan tâm yếu tố nào hơn khi chọn lựa CTKHN. Thứ hai, các DN ở các quốc gia có thị trường tài chính chưa phát triển mạnh thường chịu tác động nghiêm trọng của HCTC, nên nghiên cứu CTKHN có cân nhắc HCTC với các thị trường này có giá trị thực tiễn rất cao.

Tóm lại, tác giả nhận thấy sự cần thiết trong việc tìm hiểu tác động của các nhân tố đến CTKHN, trong đó có cân nhắc đến yếu tố DN đang có CTKHN ngắn hạn và dài hạn và các mức độ HCTC khác nhau ở các quốc gia đang phát triển. Tác giả cũng nhận thấy tầm quan trọng của việc xem xét tác động của CTKHN đến hiệu quả DN, như một phương pháp củng cố kết quả đạt được từ nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến CTKHN, từ đó cung cấp cơ sở vững chắc hơn khi đưa ra hàm ý chính sách, cũng như để lấp đầy khoảng trống nghiên cứu. Để phục vụ nghiên cứu một số công cụ định lượng khác cần được sử dụng thay vì các phương pháp thông thường như OLS, hay mô hình ảnh hưởng cố định và ngẫu nhiên. Với các lý do trên, tác giả chọn hướng nghiên cứu là **“Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ: phương pháp tiếp cận hồi quy phân vị và phân rã OAXACA – BLINDER”** cho luận án này.

1.2. Tình hình nghiên cứu liên quan đến luận án

Liên quan đến nội dung của luận án, kết quả tổng quan của tác giả cho thấy so với các nghiên cứu về cấu trúc vốn, các nghiên cứu về CTKHN ít hơn rất nhiều, và đa phần được thực hiện tại các quốc gia phát triển. Nhóm lý thuyết thường được sử dụng để kiểm định các động cơ lựa chọn CTKHN DN là lý thuyết phát tín hiệu, rủi ro thanh khoản, chi phí người đại diện, thuế, định thời điểm phát hành nợ (market timing), khộp kỳ hạn nợ và kỳ hạn tài sản.

Các công trình nghiên cứu về lý thuyết cũng như thực nghiệm đã xác định khá nhiều yếu tố có ảnh hưởng đến việc lựa chọn nợ dài hạn hay ngắn hạn của DN. Đầu tiên, có thể kể đến các nghiên cứu quan tâm đến các yếu tố vi mô như quy mô, kỳ hạn tài sản, cơ hội tăng trưởng, tỷ lệ nợ, thuế, thanh khoản... (Cai và cộng sự, 2008;

Stephan và cộng sự, 2011; Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã, 2017; Ngô Văn Toàn và Phạm Thị Thu Hồng, 2015; Barclay và Smith, 1995). Trong đó, đa số các nghiên cứu cho thấy quy mô DN càng lớn, kỳ hạn tài sản càng dài, thanh khoản và tỷ lệ nợ càng cao thường sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn. Trong khi đó, các biến như cơ hội tăng trưởng, thuế thu nhập DN thường có kết quả không thống nhất.

Các nghiên cứu khác mở rộng đánh giá các nhân tố khác thuộc về khái niệm quản trị DN như cấu trúc sở hữu DN (như mức độ tập trung của tỷ lệ sở hữu, sở hữu của giám đốc, sở hữu nhà nước và các định chế nước ngoài...) như Cai và cộng sự (2008), Arslan và Karan (2006), Hajiha và Akhlaghi (2011) và Ruan và cộng sự (2014). Các nghiên cứu này chủ yếu cho thấy quản trị DN là cơ chế giúp kiểm soát chi phí người đại diện, và cơ chế quản trị DN hiệu quả thường giúp DN vay được nhiều nợ dài hạn hơn.

Yếu tố HCTC gần đây được quan tâm nghiên cứu và được xem là yếu tố có ảnh hưởng quan trọng đối với CTKHN DN. Ở các thị trường đang phát triển, yếu tố này có vai trò quan trọng hơn và các DN càng bị HCTC (như DN nhỏ hoặc mới thành lập) thì càng khó vay nợ dài hạn. Stephan và cộng sự (2011) và Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã (2017) cho thấy các DN có ít và có nhiều HCTC có các chiến lược khác nhau về CTKHN.

Ngoài các yếu tố vi mô ở tầm DN, một số nghiên cứu đánh giá các yếu tố vĩ mô như tốc độ tăng trưởng GDP, lạm phát, mức phát triển tài chính (hệ thống ngân hàng và thị trường chứng khoán), chênh lệch lãi suất vay ngắn hạn và dài hạn... (Deesomsak và cộng sự, 2009; Lemma và Negash, 2012). Lemma và Negash (2012) đánh giá các yếu tố vĩ mô ở châu Phi và cho thấy các quy chế bảo vệ quyền lợi của cổ đông, quyền lợi của chủ nợ và quy mô của thị trường chứng khoán có ảnh hưởng tích cực, làm tăng CTKHN, trong khi tăng trưởng quy mô của ngành ngân hàng có ảnh hưởng tiêu cực đến CTKHN.

Về mặt mô hình, đa số các nghiên cứu sử dụng mô hình tĩnh, nghĩa là không chú trọng đến tương quan giữa CTKHN trong quá khứ và hiện tại. Tuy nhiên, các nghiên cứu như Antoniou và cộng sự (2006), Mateus và Terra (2013) và Deesomsak và cộng sự (2009) sử dụng mô hình động nhằm phân tích liệu các DN có CTKHN

mục tiêu hay không. Nếu có, biến CTKHN trong quá khứ ($t-1$) sẽ có tương quan có ý nghĩa thống kê với biến phụ thuộc. Hệ số đứng trước biến CTKHN trong quá khứ giúp đánh giá tốc độ điều chỉnh về CTKHN mục tiêu. DN có tốc độ điều chỉnh nhanh khi chi phí phát sinh do chênh lệch với CTKHN mục tiêu là cao, và ngược lại.

Tóm lại có thể thấy các nghiên cứu về CTKHN mặc dù không nhiều nhưng đã giúp xác định các yếu tố có tác động đến sự lựa chọn CTKHN. Tuy nhiên, phần lớn các công trình đều giả định các yếu tố có tác động không thay đổi bất kể DN có ít hay nhiều nợ dài hạn trong tổng nợ. Theo lược khảo của tác giả, chỉ có nghiên cứu của Zhao (2014) không sử dụng giả định này, và đã đưa ra các bằng chứng thực nghiệm cho thấy giả định về tác động không thay đổi là không phù hợp. Điều này là do các DN có các mối quan ngại khác nhau về rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện tại các CTKHN ngắn hạn và dài hạn. Zhao (2014) đã mở ra hướng nghiên cứu mới cho thấy sự cần thiết của việc cân nhắc về CTKHN ngắn hạn hay dài hạn khi xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến CTKHN.

Mặt khác, các nghiên cứu dù chỉ ra rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện có ảnh hưởng đến CTKHN, nhưng chủ yếu vẫn đề xuất nên tăng tỷ trọng nợ dài hạn cho DN. Nếu chi phí người đại diện có ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư của DN, thì việc sử dụng quá nhiều nợ dài hạn (làm tăng chi phí này) có khả năng tác động tiêu cực đến hiệu quả DN. Các tổ chức quốc tế như IMF và World Bank thường xuyên có các nghiên cứu chính sách, trong đó cũng tập trung đưa ra các đề xuất để các DN, đặc biệt là các DN nhỏ, có thể tiếp cận với nguồn vốn dài hạn dễ dàng hơn. Ưu tiên sử dụng nợ dài hạn có thể phù hợp ở một mặt nào đó, như làm tăng sự chủ động trong lựa chọn và thực hiện các cơ hội đầu tư dài hạn và giảm rủi ro thanh khoản cho DN, nhưng chưa có nghiên cứu thực nghiệm xem xét nếu sử dụng quá nhiều nợ dài hạn thì giá trị DN sẽ bị ảnh hưởng như thế nào. Do đó, những nghiên cứu trong đó xem xét tác động tuyến tính và phi tuyến tính của CTKHN đối với hiệu quả hoạt động hay giá trị DN là cần thiết, nhằm đưa ra các hàm ý về quản trị DN và tham khảo cho các nhà hoạch định chính sách. Những khoảng trống nghiên cứu về giả định hệ số tác động của các biến thay đổi theo phân vị của CTKHN và tác động của CTKHN đến hiệu quả DN nêu trên sẽ được giải quyết trong luận án này.

1.3. Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu

1.3.1. Mục tiêu nghiên cứu

1.3.1.1. Mục tiêu tổng quan

Mục tiêu chính của luận án là kiểm định lại tác động của các nhân tố đến CTKHN của các DN niêm yết ở khu vực ASEAN, trong đó quan tâm đến yếu tố như các CTKHN dài và ngắn và các mức HCTC khác nhau. Mục tiêu phụ là đánh giá tác động phi tuyến của CTKHN đến hiệu quả DN, để củng cố thêm các bằng chứng liên quan đến vai trò của CTKHN ngắn hạn và dài hạn trong việc xác định tác động của các nhân tố đến CTKHN, nghĩa là mục tiêu này sẽ hỗ trợ cho mục tiêu chính. Từ các kết quả thực nghiệm trên, tác giả sẽ đưa ra các hàm ý cần thiết để nâng cao giá trị DN, tận dụng các lợi ích của CTKHN phù hợp và hạn chế các cách lựa chọn CTKHN không phù hợp.

1.3.1.2. Mục tiêu cụ thể

Thứ nhất, xây dựng giả thuyết và lựa chọn mô hình nghiên cứu nhằm phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến CTKHN, có cân nhắc vai trò của HCTC và các CTKHN ngắn hạn và dài hạn.

Thứ hai, phân tích định lượng tác động của các nhân tố đến CTKHN, đặc biệt tại các CTKHN ngắn hạn và dài hạn của DN. Cụ thể, luận án xem xét liệu tác động của các nhân tố đến CTKHN thay đổi hay giữ nguyên tại các CTKHN ngắn và dài hạn, tương ứng với các thay đổi trong mức độ rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện mà các DN gặp phải.

Thứ ba, phân tích vai trò của HCTC đối với CTKHN thông qua 2 hướng. Một là, xem xét tác động của các nhân tố lên CTKHN ở các CTKHN ngắn và dài hạn có khác nhau cho 2 nhóm DN có ít và nhiều HCTC. Hai là, luận án sẽ xem xét chênh lệch về giá trị của yếu tố nào, cũng như chênh lệch về hệ số của yếu tố nào đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích chênh lệch về CTKHN trung bình của hai nhóm DN có ít và có nhiều HCTC.

Thứ tư, nghiên cứu đánh giá tác động phi tuyến (nếu có) của CTKHN lên hiệu quả DN. Ngoài việc lấp một khoảng trống thực nghiệm về mối liên hệ này, đây cũng là một phương pháp nhằm xem xét ý nghĩa của CTKHN ngắn hạn và dài hạn trong

việc quyết định sử dụng nợ ngắn hạn hay dài hạn của DN. Cụ thể, nếu nợ dài hạn có tác động tích cực hơn đối với nhóm DN có CTKHN ngắn hạn, và có tác động tiêu cực hơn đối với nhóm DN có CTKHN dài hạn, thì DN sẽ ngần ngại sử dụng nợ dài hạn khi có CTKHN dài hạn vì như thế sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động. Do đó tác giả sẽ kiểm định mối quan hệ giữa CTKHN và hiệu quả DN để tái khẳng định vai trò của CTKHN ngắn hạn và dài hạn (như mục tiêu thứ 2 ở trên) trong việc DN quyết định tiếp tục vay nợ ngắn hạn hay dài hạn. Nói cách khác, mục tiêu thứ tư được thực hiện nhằm cung cấp thêm các bằng chứng bổ trợ thêm cho các kết quả của mục tiêu hai. Cuối cùng, từ các kết quả nghiên cứu, đưa ra các hàm ý liên quan đến CTKHN cho hoạt động quản trị DN và hoạch định chính sách.

1.3.2. Câu hỏi nghiên cứu

Để có thể giải quyết các mục tiêu cụ thể trên, nghiên cứu đặt ra các câu hỏi tương ứng như sau:

- (1) Lựa chọn mô hình nào phù hợp cho nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đối với CTKHN, trong đó có xét đến yếu tố CTKHN ngắn hạn và dài hạn cũng như mức độ HCTC của DN?
- (2) Các tác động của các nhân tố đối với CTKHN giữ nguyên hay thay đổi khi ở các CTKHN dài hạn và ngắn hạn?
- (3) HCTC có làm thay đổi tác động của các nhân tố đến CTKHN ở các CTKHN dài hạn và ngắn hạn?
- (4) Chênh lệch về CTKHN giữa 2 nhóm DN có ít và có nhiều HCTC là do các yếu tố nào gây ra?
- (5) Tác động của CTKHN đến hiệu quả DN như thế nào?
- (6) Các hàm ý liên quan đến quản trị DN và chính sách liên quan đến CTKHN là gì?

1.4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

1.4.1. Đối tượng nghiên cứu

Nghiên cứu này tập trung phân tích CTKHN và tác động đến hiệu quả DN niêm yết ở một số quốc gia ASEAN. Thống nhất với Antoniou và cộng sự (2006) và đa số các nghiên cứu khác, tác giả định nghĩa cấu trúc kỳ hạn nợ là tỷ lệ của nợ đáo

hạn trên một năm trên tổng nợ. Hiệu quả được đánh giá theo báo cáo tài chính là ROA và chỉ số thị trường Tobin Q.

1.4.2. Phạm vi nghiên cứu

Phạm vi nội dung: các nhân tố ảnh hưởng đến CTKHN và tác động của CTKHN đến hiệu quả của DN niêm yết ASEAN.

Phạm vi không gian và thời gian: các DN niêm yết ở các quốc gia đang phát triển thuộc khu vực ASEAN, cụ thể là Indonesia, Philippines, Malaysia, Thái Lan và Việt Nam. Các DN thuộc 8 ngành khác nhau thuộc chuẩn phân ngành quốc tế GICS, không bao gồm các DN thuộc ngành tài chính. Nghiên cứu cũng giới hạn mẫu cho các DN có số liệu về nợ ít nhất là 3 năm trong tổng số năm nghiên cứu để có thể theo dõi tốt hơn sự thay đổi của thành phần của nợ qua thời gian. Thời gian nghiên cứu là giai đoạn 2007 – 2016.

Trong luận án này, tác giả chọn mẫu các DN tại các quốc gia đang phát triển ở Đông Nam Á. Trong khi các DN thuộc các quốc gia khác có CTKHN sụt giảm (Custodio và cộng sự, 2013), các DN ở Đông Nam Á có CTKHN trung bình không thay đổi đáng kể trong giai đoạn khủng hoảng. Phân tích thực trạng CTKHN ở chương 4 cho thấy trong giai đoạn nghiên cứu CTKHN trung bình của các DN không thay đổi nhiều, và khá ổn định. Mặt khác, các DN Đông Nam Á nằm trong khu vực kinh tế năng động và có tốc độ tăng trưởng tốt, nên việc đánh giá liệu CTKHN có hỗ trợ cho các DN hoạt động hiệu quả hay không là rất cần thiết. Do đó, có thể thấy DN ở các quốc gia này có một số đặc điểm riêng có ảnh hưởng đến CTKHN và cần được nghiên cứu.

1.5. Phương pháp nghiên cứu

Mục này trình bày các phương pháp nghiên cứu để thực hiện các mục tiêu cụ thể đã đặt ra trong luận án.

Đối với mục tiêu 1: Luận án sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính, tổng quan các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm nhằm xác định các yếu tố có ảnh hưởng đến CTKHN. Từ đó, lựa chọn mô hình nghiên cứu trong đó cân nhắc thêm vấn đề xử lý nội sinh bằng cách chọn các biến giải thích là biến thuộc năm $t - 1$, trong khi biến phụ thuộc là biến năm t .

Đối với mục tiêu 2: Luận án phân tích tác động của các yếu tố đến CTKHN ở mức trung bình và tại các CTKHN ngắn hạn và dài hạn. Để thực hiện mục tiêu này, tác giả so sánh tác động của các nhân tố đến CTKHN ở mức trung bình và ở các phân vị khác nhau của CTKHN. Các phương pháp ước lượng gồm:

Thứ nhất, để tìm hiểu tác động trung bình của các yếu tố lên CTKHN, tác giả sử dụng hồi quy OLS và hồi quy tác động ngẫu nhiên (Random effects model - REM). Việc đưa vào các yếu tố ngành và quốc gia là cần thiết vì có khả năng cao là các yếu tố này có thể tác động đến CTKHN của DN. Ví dụ DN thuộc ngành sản xuất hàng tiêu dùng có CTKHN ngắn hơn so với DN thuộc các ngành viễn thông và năng lượng. Tác giả sử dụng phương pháp REM thay vì hồi quy tác động cố định (Fixed effects model – FEM) vì mô hình REM có thể ước lượng tác động của các yếu tố không thay đổi theo thời gian như ngành và quốc gia, trong khi mô hình FEM thì không thể.

Tác giả sử dụng cả hai phương pháp ước lượng OLS và REM nhằm đảm bảo kết quả ước lượng vững về mặt thống kê. Đồng thời, tác giả sử dụng sai số chuẩn vững để xử lý các khả năng phân dư bị phương sai thay đổi và/hoặc tự tương quan. Trường hợp nội sinh tiềm năng do có tồn tại sự tác động hai chiều của biến phụ thuộc và các biến giải thích được xử lý thông qua việc sử dụng mô hình với biến phụ thuộc là biến trễ một kỳ so với các biến giải thích (tương tự các nghiên cứu như Zhao (2014) và Stephan và cộng sự (2011)).

Thứ hai, để ước lượng tác động của các yếu tố lên CTKHN ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn, tác giả sử dụng hồi quy phân vị. Phương pháp hồi quy phân vị giúp ước lượng các hệ số của các biến giải thích thay đổi như thế nào khi ở các phân vị khác nhau của biến CTKHN (Koenker và Bassett, 1978; Koenker, 2005). Phương pháp này có thể mạnh là khai thác được toàn bộ dữ liệu nhờ khả năng xử lý được các giá trị bất thường (outliers) của biến phụ thuộc. Do đó, phương pháp hồi quy phân vị rất phù hợp với mục tiêu ước lượng tác động của các yếu tố lên CTKHN ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn. Trong đó, phân vị thấp của CTKHN nghĩa là DN đang có CTKHN ngắn hạn và phân vị cao là DN đang có CTKHN dài hạn. Sai số của các hệ số ước lượng cũng được hiệu chỉnh cho hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan để đảm bảo tính hiệu lực trong kiểm định hệ số (Parente và Silva, 2016).

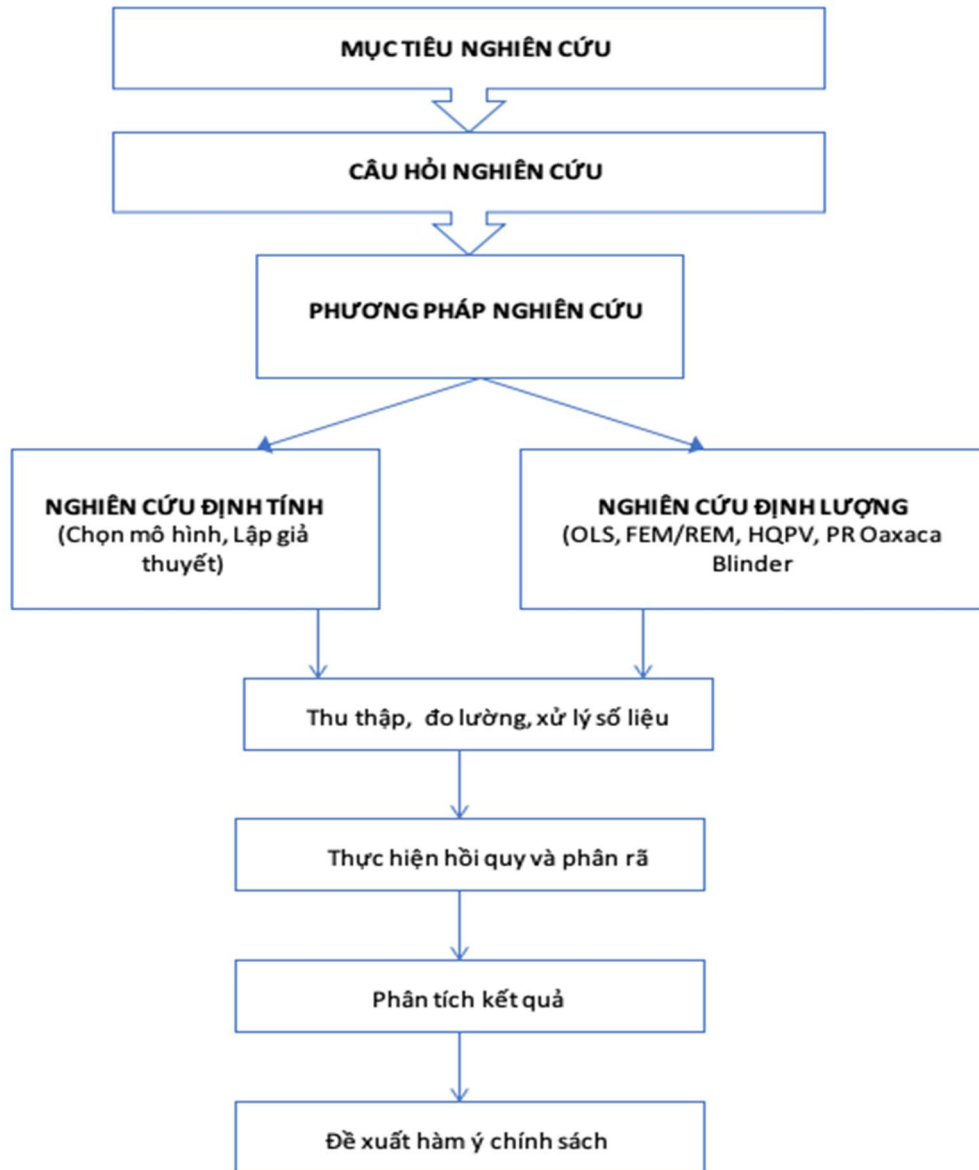
Đối với mục tiêu 3: Để đánh giá ảnh hưởng của yếu tố HCTC đối với mối quan hệ giữa các yếu tố và CTKHN, tác giả sử dụng 2 phương pháp: hồi quy phân vị cho 2 nhóm DN phân theo mức độ HCTC, và sử dụng phân rã chênh lệch về CTKHN giữa 2 nhóm DN phân theo mức độ HCTC. Phương pháp phân rã chênh lệch được sử dụng để ước lượng cụ thể phần đóng góp của các biến giải thích đối với chênh lệch về CTKHN giữa 2 nhóm DN.

Đối với mục tiêu 4: Để ước lượng tác động của CTKHN đến hiệu quả DN, tác giả sử dụng mô hình động và phương pháp Moment tổng quát hệ thống (System Generalized Method of moments - SGMM). Phương pháp GMM hai bước cung cấp các ước lượng và trị số kiểm định vững trong các trường hợp phân dư bị phương sai thay đổi và/hoặc tự tương quan (Roodman, 2009). Khả năng nội sinh do có sự tác động qua lại của biến phụ thuộc và các biến giải thích có thể được xử lý thông qua sử dụng hệ phương trình gốc và sai phân (Roodman, 2009).

Đối với mục tiêu 5: Nhằm đưa ra các kiến nghị cho DN và các đối tượng khác, tác giả thực hiện phương pháp nghiên cứu định tính là dựa vào tổng hợp các nghiên cứu về lý thuyết và thực nghiệm để lý giải các hành vi liên quan đến CTKHN. Đồng thời, tác giả thực hiện phương pháp nghiên cứu định lượng như đã mô tả trong các bước thực hiện mục tiêu từ 2 đến 4, từ đó giúp định lượng cụ thể tác động của từng yếu tố. Kết hợp cả 2 phương pháp nghiên cứu, luận án sẽ rút ra các đặc điểm DN hay các điều kiện vĩ mô thường hỗ trợ cho DN có thể phát huy hay xây dựng CTKHN phù hợp, từ đó cung cấp các hàm ý.

Trình tự nghiên cứu có thể tóm tắt qua sơ đồ sau:

Hình 1.1: Sơ đồ nghiên cứu



1.6. Những điểm mới và đóng góp của luận án

Thứ nhất, từ lược khảo nghiên cứu liên quan, tác giả nhận thấy các công trình trước không đạt được sự thống nhất về tác động của các yếu tố đến CTKHN. Điều này có thể là do các công trình này dựa trên giả định về tác động không thay đổi của các yếu tố đến CTKHN tại các CTKHN ngắn hạn và dài hạn. Đến nay chỉ có nghiên cứu của Zhao (2014) kiểm chứng sự phù hợp của giả định trên, và đưa ra các bằng chứng cho thấy cân nhắc các tác động khác nhau của rủi ro thanh khoản và chi phí

người đại diện tại các CTKHN ngắn hạn và dài hạn là cần thiết. Tuy vậy, Zhao (2014) chỉ mới thực hiện hướng tiếp cận này cho các DN ở Mỹ, trong khi việc nghiên cứu CTKHN ở các quốc gia đang phát triển có nhiều ý nghĩa quan trọng hơn. Cụ thể là các DN ở các thị trường đang phát triển thường chịu ảnh hưởng nhiều hơn bởi chi phí người đại diện và rủi ro thanh khoản.

Luận án này sử dụng mẫu gồm 2.026 DN niêm yết thuộc 8 ngành theo chuẩn phân ngành GICS tại 5 quốc gia đang phát triển ở ASEAN là Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam. Một khuynh hướng chung là các DN ngắn hạn vay thêm nợ ngắn hạn khi ở CTKHN ngắn hạn để tránh tăng rủi ro thanh khoản, và vay thêm nợ dài hạn ở CTKHN dài hạn để tránh tăng chi phí người đại diện. Kết quả nghiên cứu cho thấy tác động của các yếu tố đến CTKHN không giữ nguyên mà thay đổi tùy thuộc phân vị của CTKHN, nghĩa là phụ thuộc DN đang có CTKHN ngắn hạn hay dài hạn. Kết quả này ủng hộ Zhao (2014), và cho thấy DN có các quan ngại khác nhau về rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện khi có các mức CTKHN khác nhau. Đây là nghiên cứu đầu tiên xem xét sự thay đổi trong tác động của các yếu tố tại các CTKHN ngắn hạn và dài hạn bằng cách áp dụng hồi quy phân vị cho CTKHN đối với DN thuộc các quốc gia đang phát triển (mục tiêu thứ 2).

Thứ hai, các DN ở các quốc gia đang phát triển chịu tác động của HCTC nghiêm trọng hơn so với các DN ở các thị trường phát triển. Nhằm giải quyết mục tiêu thứ 3, tác giả xét vai trò của HCTC đối với CTKHN bằng 2 hướng. Đầu tiên, tác giả bổ sung phân tích tác động của HCTC tại các CTKHN ngắn hạn và dài hạn, và cho thấy các DN có nhiều HCTC gặp rất nhiều khó khăn trong việc tiếp cận nợ dài hạn khi có CTKHN ngắn hạn, đồng thời chịu chi phí người đại diện cao hơn khi có CTKHN dài hạn so với các DN có ít HCTC. Cho đến nay đây là nghiên cứu đầu tiên kết hợp các yếu tố CTKHN ngắn hạn và dài hạn và HCTC cho thị trường các nước đang phát triển.

Thứ ba, phương pháp Oaxaca - Blinder đưa ra cụ thể đóng góp của khác biệt về giá trị trung bình cũng như hệ số của từng biến giải thích trong việc giải thích chênh lệch của CTKHN trung bình giữa 2 nhóm DN có ít và nhiều HCTC. Theo phương pháp này các chênh lệch do giá trị trung bình và do hệ số của các biến giữa

hai nhóm lần lượt được gọi là chênh lệch giải thích được và không giải thích được. Đóng góp mới của tác giả nằm ở việc định lượng cụ thể phần đóng góp của các yếu tố (được tính theo %), từ đó chỉ rõ yếu tố nào quan trọng để giúp DN có nhiều HCTC có thể sử dụng được nhiều nợ dài hạn hơn. Đây cũng là nghiên cứu đầu tiên vận dụng phương pháp phân rã Oaxaca – Blinder trong lĩnh vực CTKHN nói riêng và cấu trúc vốn nói chung. Các phát hiện về tầm quan trọng của HCTC đối với CTKHN thông qua sử dụng hồi quy phân vị và phân rã Oaxaca Blinder giúp giải quyết mục tiêu 3 của luận án.

Thứ tư, các nghiên cứu tại các quốc gia đang phát triển thường đưa ra giải pháp làm sao nâng cao mức nợ dài hạn mà không cân nhắc có phải tăng nợ dài hạn sẽ luôn làm tăng giá trị hay hiệu quả DN. Tác động phi tuyến của CTKHN đến hiệu quả chưa được nghiên cứu thực nghiệm, mặc dù đã có một số cơ sở lý thuyết hỗ trợ. Mục tiêu 2 và 3 cho thấy DN tăng vay nợ dài hạn ở CTKHN ngắn và giảm vay nợ dài hạn ở CTKHN dài hạn, hàm ý có thể nợ dài hạn có tác động khác nhau tùy theo ngưỡng CTKHN. Tác động phi tuyến của CTKHN đến hiệu quả DN giúp khẳng định các kết quả khi giải quyết mục tiêu 2 và 3. Cụ thể hơn, tác động phi tuyến này cũng có phát hiện ở mục tiêu 2 và 3 là các DN muốn vay nợ dài hạn để giảm rủi ro thanh khoản tại CTKHN ngắn hạn và vay nợ ngắn hạn để giảm chi phí người đại diện tại CTKHN dài hạn. Hơn nữa, kết quả nghiên cứu cho thấy so với các DN có nhiều HCTC, hiệu quả của các DN ít HCTC ít bị ảnh hưởng tiêu cực của nợ dài hạn khi có CTKHN dài. Điều này thống nhất với kết quả cho thấy DN có nhiều HCTC chịu ảnh hưởng của chi phí người đại diện nhiều hơn. Các kết quả này đã giải quyết được mục tiêu 4 của luận án.

Với mục tiêu cuối cùng, từ các kết quả thực nghiệm, tác giả đánh giá khả năng ứng dụng của các lý thuyết đối với CTKHN các DN và đưa ra các hàm ý cần thiết để nâng cao giá trị và hiệu quả DN, cũng như tận dụng các lợi ích mà CTKHN phù hợp mang lại và hạn chế các cách lựa chọn CTKHN không phù hợp.

1.7. Ý nghĩa của luận án

Luận án đã xem xét tác động của các yếu tố đến CTKHN, không những ở mức trung bình mà còn ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn. Do đó, luận án này cung cấp

cái nhìn toàn diện hơn về các yếu tố tác động đến CTKHN, và cho thấy sự cần thiết của việc nhận thức rằng rủi ro thanh khoản trở nên rất nghiêm trọng khi DN có nhiều nợ ngắn hạn, làm giảm đáng kể khả năng vay nợ dài hạn của các DN. Đồng thời, chi phí người đại diện cao ở CTKHN dài hạn khiến DN ngần ngại vay thêm nợ dài hạn. Dựa vào các kết quả trên, tác giả đã đề xuất các hàm ý giúp cho các DN có thể gia tăng sử dụng nợ dài hạn để làm giảm rủi ro thanh khoản, nhưng vẫn hạn chế làm tăng chi phí người đại diện. Điều này sẽ giúp hiệu quả của DN tốt hơn, và tận dụng được lợi ích của CTKHN phù hợp.

Trong bối cảnh các nguồn lực là có hạn, với phương pháp phân rã Oaxaca – Blinder, tác giả chỉ ra được các yếu tố quan trọng nhất giúp DN có nhiều HCTC có thể tăng sử dụng nợ dài hạn, nhờ đó kéo giảm chênh lệch về CTKHN so với các DN có ít HCTC. Điều này đạt được là nhờ phân rã Oaxaca – Blinder có thể định lượng cụ thể % đóng góp của các yếu tố vào chênh lệch CTKHN giữa 2 nhóm. Do các nghiên cứu trước chỉ ngừng lại ở việc phân tích hệ số của yếu tố nào có ý nghĩa thống kê nên DN khó xác định cần tập trung khắc phục yếu tố nào trước giữa rất nhiều các yếu tố có ý nghĩa thống kê. Do đó, nghiên cứu của luận án sẽ có giá trị thực tiễn cao.

Cuối cùng, luận án chỉ ra CTKHN có tác động phi tuyến đến hiệu quả DN, phù hợp với lập luận mức độ rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện khác nhau khi ở các CTKHN dài hạn và ngắn hạn, và cũng thống nhất với các bằng chứng về việc DN tranh thủ vay nợ dài hạn khi có nhiều nợ ngắn hạn và ngược lại. Đây là các bằng chứng vững chắc cho thấy DN không nên sử dụng quá nhiều nợ dài hạn, mà chỉ nên tập trung sử dụng nợ dài hạn khi có nhiều rủi ro thanh khoản. Các kết quả này giúp hoàn thiện các lý thuyết về CTKHN và mang ý nghĩa phản biện xã hội, giúp chỉ ra nếu chỉ tập trung tạo điều kiện cho DN vay thêm nợ dài hạn mà không đi kèm xử lý các chi phí đại diện có thể khiến hiệu quả và giá trị DN giảm sút.

1.8. Kết cấu của luận án

Luận án được kết cấu gồm 6 chương như sau:

Chương 1 - Giới thiệu

Chương này giới thiệu những vấn đề tổng quát về nội dung của luận án: lý do lựa chọn đề tài nghiên cứu liên quan đến CTKHN và tác động của CTKHN đến hiệu

quả DN niêm yết ở khu vực Đông Nam Á, các mục tiêu và đối tượng nghiên cứu, phạm vi nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu, các đóng góp của luận án.

Chương 2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước

Nội dung chương 2 là trình bày tổng quan cơ sở lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến CTKHN, đặc biệt là tại các CTKHN ngắn và dài hạn. Tổng quan về mối quan hệ giữa CTKHN và hiệu quả DN cũng được trình bày ở chương 2. Trên cơ sở đã trình bày các khung lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm, chương này sẽ trình bày các khoảng trống mà luận án tập trung phân tích.

Chương 3. Mô hình, giả thuyết và phương pháp nghiên cứu

Chương này trình bày cụ thể các bước nghiên cứu của luận án, các giả thuyết và mô hình nghiên cứu. Tiếp theo, chương này đưa ra các thảo luận về các phương pháp phân tích định lượng chính là phân rã Oaxaca - Blinder và hồi quy phân vị, ngoài các phương pháp thông thường như OLS, FEM, REM và System GMM. Các cách thức xây dựng và đo lường của biến độc lập và phụ thuộc cũng được trình bày trong chương 3.

Chương 4. Tổng quan tình hình về cấu trúc kỳ hạn nợ và các yếu tố tác động của các doanh nghiệp niêm yết ASEAN

Nội dung chương 4 trình bày về thực trạng của CTKHN và yếu tố tác động của các DN niêm yết ở các quốc gia đang phát triển khu vực ASEAN. CTKHN được mô tả theo hướng thay đổi như thế nào qua thời gian, và ở từng quốc gia hay từng (nhóm) ngành, đồng thời mối liên hệ về sự biến động giữa CTKHN và các yếu tố tác động cũng được thảo luận, qua đó đưa ra những nhận định về các nhân tố ảnh hưởng đến CTKHN của DN.

Chương 5. Kết quả nghiên cứu định lượng

Nội dung chương này trình bày kết quả định lượng tác động của các nhân tố đối với CTKHN tại các CTKHN ngắn và dài hạn. Sau đó, chương cũng trình bày về đóng góp của các nhân tố trong chênh lệch về CTKHN giữa 2 nhóm DN phân loại theo mức HCTC. Các kết quả kiểm định giả thuyết cũng được trình bày trong chương. Cuối cùng, tác giả đánh giá liệu có tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa CTKHN và

hiệu quả DN nhằm tạo cơ sở đưa ra các hàm ý về việc xây dựng CTKHN phù hợp ở chương 6.

Chương 6: Kết luận và hàm ý

Trên cơ sở các kết quả nghiên cứu ở chương 5, chương 6 sẽ đề xuất các kiến nghị xây dựng CTKHN, theo hướng khai thác các lợi ích từ CTKHN thích hợp với các mục tiêu nhất định và tăng hiệu quả DN.

CHƯƠNG 2

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC

CTKHN có ý nghĩa quan trọng đến các hoạt động và giá trị của DN (Cai và cộng sự, 2008; Jiraporn và Tong, 2010). Nhiều lý thuyết đã được xây dựng nhằm giải thích các động cơ của DN trong việc chọn lựa một CTKHN nhất định. Trong chương này, đầu tiên tác giả trình bày các khái niệm, lý thuyết có liên quan đến CTKHN của DN, và các nghiên cứu thực nghiệm về yếu tố CTKHN trên thế giới. Tiếp theo, tác giả trình bày cơ sở lý luận và các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa CTKHN và hiệu quả DN. Từ tổng quan các nghiên cứu có liên quan, luận án sẽ trình bày các khoảng trống mà luận án sẽ đóng góp và hoàn thiện.

2.1. Các khái niệm

2.1.1. Cấu trúc kỳ hạn nợ

CTKHN của DN có thể đo bằng hai phương pháp chính. Phương pháp tiếp cận “tăng thêm” (Incremental approach) định nghĩa kỳ hạn nợ là kỳ hạn của các khoản nợ mới vay thêm (Guedes và Opler, 1996; Highfield, 2008). Theo hướng tiếp cận bảng cân đối kế toán (Balance sheet approach), kỳ hạn nợ được định nghĩa là tỷ lệ của các khoản nợ dài hạn trên tổng nợ của DN (Barclay và Smith, 1995; Johnson, 2003; Deesomsak và cộng sự, 2009). Theo tổng quan nghiên cứu, đa số các công trình sử dụng hướng tiếp cận cân đối kế toán do các hạn chế về dữ liệu về kỳ hạn nợ.

Các nghiên cứu thực nghiệm theo hướng tiếp cận bảng cân đối kế toán sử dụng nhiều định nghĩa về nợ ngắn hạn. Ozkan (2000) sử dụng 2 thước đo nợ ngắn hạn là các khoản nợ dưới 1 năm và dưới 5 năm, trong khi Barclay và Smith (1995) sử dụng mức nợ dưới 3 năm làm nợ ngắn hạn. Ở khu vực Đông Nam Á không có nhiều DN cung cấp chi tiết về các khoản nợ với các kỳ hạn khác nhau, mà chỉ phân loại nợ ngắn và dài hạn dựa vào kỳ hạn trên hoặc dưới 1 năm. Theo tiêu chuẩn báo cáo tài chính của nhiều quốc gia, trong đó có các quốc gia đang phát triển của khu vực Đông Nam Á, nợ ngắn hạn có kỳ hạn dưới 1 năm, và nợ dài hạn có kỳ hạn trên 1 năm. Hơn nữa, phần lớn các nghiên cứu về kỳ hạn nợ tại các nước đang phát triển (như Cai và cộng sự, 2008; Shah và Khan, 2009; Stephan và cộng sự, 2011) cũng chọn mức một (01)

năm này. Trên các cơ sở này, tác giả quyết định chọn mốc kỳ hạn một năm để phân loại nợ ngắn hạn và nợ dài hạn.

Theo cách định nghĩa này, CTKHN dài hạn nghĩa là DN có tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ cao, và CTKHN ngắn hạn nghĩa là DN có tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nợ cao. Nếu xét về mặt phân phối của CTKHN, phân vị càng thấp thì CTKHN càng ngắn, tương ứng với tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nợ càng cao; trong khi phân vị càng cao tương ứng với tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ càng cao.

2.1.2. Hạn chế tài chính

Myers và Majluf (1984) cho thấy vấn đề lựa chọn sai (adverse selection problem) có thể dẫn đến chi phí khác biệt giữa vốn nội bộ và vốn bên ngoài. Một DN được xem là có HCTC khi chi phí vốn bên trong và vốn bên ngoài có một khoảng chênh lệch dương. Theo Kaplan và Zingales (1997) thì một DN được xem là có nhiều HCTC nếu chi phí vốn bên ngoài cao hơn nhiều so với vốn nội bộ. Đồng thời DN khi có HCTC thì cũng được xem sẽ thiếu tính linh hoạt tài chính, nghĩa là sẽ khó chuyển đổi linh hoạt giữa các nguồn tài trợ theo mong muốn của mình (Chang và cộng sự, 2009).

Sự hiện hữu của yếu tố HCTC giải thích tại sao DN khó tiếp cận nguồn vốn dài hạn vì chi phí cao hơn so với vốn ngắn hạn. Các chủ nợ không có đủ thông tin về khả năng tài chính và triển vọng của DN trong tương lai, cũng như không thể kiểm soát hoàn toàn cách sử dụng nguồn vốn vay của DN nên thường sẽ muốn cho DN vay nợ ngắn hạn hơn là dài hạn. Nguồn tài chính dài hạn chủ yếu dành cho các tập đoàn có uy tín và ít chịu ảnh hưởng bởi vấn đề bất cân xứng thông tin (Bahlous và Yusof, 2012). Như vậy, HCTC có khả năng ảnh hưởng tiêu cực, làm giảm CTKHN của DN. Thiếu vốn vay dài hạn, các DN sẽ quan ngại nhiều hơn về rủi ro thanh khoản, dẫn đến khả năng phải hủy bỏ các dự án dù tiềm năng lớn nhưng không tạo ra các dòng tiền trong thời gian ngắn để trả nợ.

Một số nghiên cứu đánh giá vai trò của nguồn vốn trong các quyết định đầu tư cho thấy tại các quốc gia phát triển như Mỹ (Fazzari và cộng sự, 1988; Cleary và cộng sự, 2007), Vương quốc Anh (Bond và cộng sự, 2003) và Nhật (Hoshi và cộng sự, 1991), đầu tư của các DN phụ thuộc nhiều vào dòng tiền nội bộ. Các nghiên cứu

này thường xem mối tương quan mạnh và có ý nghĩa thống kê giữa đầu tư và nguồn vốn nội bộ là dấu hiệu của HCTC. Tuy nhiên, nghiên cứu của Kaplan và Zingales (1997) đã bác bỏ giả thuyết về việc tương quan cao của đầu tư và dòng tiền (còn gọi là độ nhảy đầu tư – dòng tiền cao) có thể dùng để chỉ DN có HCTC. Khá nhiều nghiên cứu sau này ủng hộ quan điểm này của Kaplan và Zingales (1997), cho thấy độ nhảy đầu tư – dòng tiền không phải lúc nào cũng là thước đo tốt của HCTC DN.

Trong các nghiên cứu khác HCTC được đo bằng nhiều chỉ số. DN có tỷ lệ chi trả cổ tức cao thể hiện khả năng tài chính tốt, nên được xem là không có hoặc có ít HCTC. DN có xếp hạng trái phiếu DN có uy tín tốt hơn và chi phí vay vốn bên ngoài thường là thấp hơn, nên cũng được xem là ít HCTC. Các yếu tố khác như tỷ lệ nợ, xác suất phá sản, chi phí kiệt quệ tài chính cũng được xem là những yếu tố đại diện cho HCTC. Trong đó, các yếu tố này càng ở mức cao càng thể hiện DN gặp vấn đề trầm trọng về khả năng tài chính nên các chủ nợ sẽ phải tính chi phí vay cao hơn để bù đắp rủi ro, dẫn đến chi phí vay bên ngoài cao hơn nhiều.

Dù có nhiều thước đo khác nhau, điều dễ nhận thấy là đa phần các nghiên cứu đều sử dụng quy mô để đo lường mức độ HCTC (Duchin và cộng sự, 2010; Vermoesen và cộng sự, 2013; Hadlock và Pierce, 2010; Beck và cộng sự, 2008). Về mặt lý thuyết, các DN nhỏ thường có mâu thuẫn giữa chủ nợ và cổ đông, dẫn đến các vấn đề như chuyển đổi rủi ro và thay thế tài sản. Các giám đốc của DN nhỏ có thể sở hữu cổ phiếu nhiều hơn trong DN mà họ quản lý, nên có khả năng các giám đốc DN nhỏ quan tâm hơn đến các dự án rủi ro để thu được nhiều lợi ích cá nhân so với các nhà quản lý ở các DN lớn. Ngoài ra, các DN nhỏ cũng thường có nhiều cơ hội tăng trưởng hơn, do đó gắn với nhiều chi phí người đại diện hơn so với các DN lớn. Vì thế các chủ nợ thường muốn giảm rủi ro khi cho vay các DN nhỏ bằng cách giảm kỳ hạn nợ để tăng khả năng kiểm soát.

Các nghiên cứu thực nghiệm đã cung cấp bằng chứng ủng hộ mạnh mẽ các lý thuyết trên. Các DN càng nhỏ càng phải phụ thuộc vào nguồn tài trợ của ngân hàng, và không có cơ hội tiếp cận với thị trường vốn trái phiếu và cổ phiếu. Một số nghiên cứu khác cũng chỉ ra các DN lớn có thể vay được nợ dài hạn nhiều hơn vì có khả năng tiếp cận thị trường vốn tốt hơn, trong khi các DN nhỏ phải phụ thuộc nhiều vào

nguồn vốn cho vay của ngân hàng (Vermoesen và cộng sự, 2013; Almeida và cộng sự, 2010; Beck và cộng sự, 2008). Hadlock và Pierce (2010) cho thấy quy mô là một chỉ số tốt để đo lường tình trạng HCTC của DN. Do có nhiều nghiên cứu thống nhất về việc sử dụng quy mô DN như một thước đo tốt cho HCTC cũng như cơ sở lý thuyết vững chắc, tác giả sử dụng thước đo này trong luận án. Cụ thể, thống nhất với Guariglia (2008), khi so sánh các DN trong cùng năm t , DN có quy mô dưới trung vị là những DN nhỏ, và được xem là có nhiều HCTC. Nếu DN có quy mô lớn hơn trung vị trong năm t thì được xem là DN lớn và có ít HCTC.

2.1.3. Rủi ro thanh khoản

Rủi ro thanh khoản là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến CTKHN DN. Theo lý thuyết về rủi ro thanh khoản, các DN chọn lựa CTKHN trên cơ sở đánh đổi giữa lợi ích của nợ ngắn hạn (xử lý chi phí người đại diện và phát tín hiệu về chất lượng tín dụng) và chi phí của nợ ngắn hạn (rủi ro thanh khoản). Nợ ngắn hạn giúp làm giảm chi phí vay vốn nhưng làm tăng rủi ro tái tài trợ khi khả năng trả nợ trong tương lai của DN không được đảm bảo. Nợ ngắn hạn có thể làm tăng rủi ro phải thanh lý sớm (premature liquidation). Nếu một DN có chi phí phá sản/thanh lý sớm cao hơn chi phí do các vấn đề người đại diện gây ra, rủi ro thanh khoản có thể làm giảm động cơ sử dụng nợ ngắn hạn để xử lý vấn đề chi phí người đại diện (Johnson, 2003).

Để kiểm định các lý thuyết liên quan đến rủi ro thanh khoản, Cai và cộng sự (2008) sử dụng thước đo thanh khoản là tỷ lệ của tài sản ngắn hạn trên nghĩa vụ ngắn hạn. Tỷ lệ này cao thể hiện tài sản của DN có tính thanh khoản cao. Ngược lại, các DN có tài sản có tỷ trọng tài sản cố định càng nhiều thì càng ít thanh khoản. Leland và Toft (1996), Stohs và Mauer (1996) và Morris (1992) cho rằng các DN có đòn bẩy tài chính càng cao thì phải đối diện với rủi ro phá sản, nên phải chọn nợ dài hạn để tránh hoặc trì hoãn rủi ro phá sản. Thống nhất với các nghiên cứu trước (Leland và Toft 1996; Stohs và Mauer 1996; Morris 1992), luận án sử dụng 2 thước đo đại diện yếu tố rủi ro thanh khoản là tỷ lệ thanh khoản (tài sản ngắn hạn trên nghĩa vụ ngắn hạn) và tỷ lệ nợ (giá trị sổ sách của tổng nợ trên giá trị sổ sách của tổng tài sản).

2.1.4. Chi phí người đại diện

Các giả thuyết về vấn đề đạo đức (moral hazard) nhấn mạnh tầm quan trọng của nợ ngắn hạn trong việc xử lý chi phí liên quan đến người đại diện giữa cổ đông và chủ nợ, gồm vấn đề đầu tư dưới mức và thay thế tài sản. Myers (1977) và Barnea và cộng sự (1980) cho rằng các DN có thể sử dụng nợ ngắn hạn để xử lý chi phí người đại diện khi có vấn đề đầu tư dưới mức và thay thế tài sản. DN sẽ tránh vay nợ dài hạn vì các vấn đề này sẽ có ảnh hưởng tiêu cực hơn khi DN càng có nhiều nợ dài hạn.

Cơ hội tăng trưởng thường có tương quan dương với chi phí người đại diện, vì các DN có nhiều cơ hội tăng trưởng có bất cân xứng thông tin cao. Trong khi đó, quy mô của DN được cho là có tương quan ngược chiều với chi phí người đại diện vì các DN lớn có ít bất cân xứng thông tin và cơ chế quản trị tốt hơn. Cai và cộng sự (2008) sử dụng thước đo cho cơ hội tăng trưởng là giá trị sổ sách của tổng tài sản cộng thị giá của vốn chủ sở hữu trừ thư giá của vốn chủ sở hữu, tất cả chia cho thư giá của tổng tài sản. Tuy nhiên, tại các quốc gia đang phát triển giá cổ phiếu có thể không phản ánh tốt tiềm năng của DN. Do đó, thống nhất với Stephan và cộng sự (2011), luận án sử dụng thước đo cho cơ hội tăng trưởng là tốc độ tăng doanh thu trên tốc độ tăng tài sản.

2.2. Cơ sở lý thuyết

2.2.1. Các lý thuyết giải thích cấu trúc kỳ hạn nợ

Trong một thị trường vốn hoàn hảo theo giả định của Modigliani và Miller (1958) các quyết định về cấu trúc vốn không làm thay đổi giá trị DN. Modigliani và Miller (1963) bổ sung một yếu tố bất hoàn hảo là thuế, và cho rằng giá trị DN đi vay sẽ cao hơn nhờ hiện giá của tấm chắn thuế từ nợ vay cao hơn so với DN không đi vay. Các nghiên cứu sau đó xác định tầm quan trọng của CTKHN nhờ khả năng xử lý những bất hoàn hảo khác của thị trường như mâu thuẫn người đại diện (Myers, 1977; Barnea và cộng sự, 1980), bất cân xứng thông tin (Flannery, 1986; Kale và Noe, 1990), rủi ro thanh khoản (Diamond, 1991, 1993) và thuế (Brick và Ravid, 1985, 1991; Lewis, 1990) và điều kiện thị trường (Baker và cộng sự, 2002; Greenwood và cộng sự, 2010).

2.2.1.1. Lý thuyết chi phí người đại diện

Liên quan đến CTKHN, chi phí người đại diện tồn tại do mâu thuẫn về lợi ích giữa các nhóm đối tượng là cổ đông và chủ nợ. Lý thuyết này xem chi phí người đại diện là yếu tố quan trọng giúp giải thích kỳ hạn nợ DN. Lý thuyết này dự đoán các DN sẽ sử dụng nợ ngắn hạn để xử lý vấn đề chi phí người đại diện liên quan đến đầu tư dưới mức (underinvestment) và thay thế tài sản (asset substitution). Đầu tư dưới mức, còn gọi là vấn đề do nợ treo (debt overhang), đặc biệt gây nhiều thiệt hại cho các DN có nhiều cơ hội tăng trưởng (có chi phí người đại diện cao). Theo Myers (1977) để làm giảm vấn đề chi phí người đại diện và tạo điều kiện khai thác các cơ hội đầu tư, các DN nên giảm tỷ lệ nợ và/hoặc rút ngắn CTKHN. Bằng cách giảm tỷ lệ nợ DN hạn chế rủi ro phá sản do vay nợ và tạo điều kiện khai thác các cơ hội tăng trưởng. Hoặc, DN nên sử dụng nhiều nợ có thời gian đáo hạn trước lúc quyết định có thực hiện cơ hội đầu tư hay không, nhờ đó các cổ đông có thể có được phần lớn lợi nhuận từ cơ hội đầu tư/dự án mới. Barnea và cộng sự (1980), Leland và Toft (1996) và Stulz (2000) lập luận rằng vấn đề thay thế tài sản cũng có thể được xử lý bằng nợ ngắn hạn.

Lý thuyết của Myers (1977) cũng chỉ ra rằng tỷ lệ nợ và CTKHN có thể thay thế nhau để kiểm soát chi phí người đại diện. Nếu DN sử dụng nợ ngắn hạn để xử lý vấn đề liên quan đến đầu tư dưới mức thì không cần phải giảm tỷ lệ nợ. Johnson (2003) ủng hộ lập luận này khi cung cấp bằng chứng cho thấy giảm CTKHN giúp hạn chế tác động tiêu cực của cơ hội tăng trưởng đến tỷ lệ nợ. Tương tự, nếu DN đã có thể xử lý được vấn đề đầu tư dưới mức bằng việc giảm tỷ lệ nợ thì cũng sẽ có ít động cơ sử dụng nợ ngắn hạn.

Lý thuyết người đại diện cho rằng các DN nhỏ có chi phí người đại diện cao hơn do có thông tin bất cân xứng cao hơn, cũng như có các mâu thuẫn liên quan đến khả năng chuyển rủi ro cho chủ nợ (risk-shifting). Các DN lớn thường có thông tin minh bạch hơn, tạo điều kiện cho các chủ nợ thu thập và xử lý các thông tin về sức khỏe tài chính của DN với chi phí thấp. Hơn nữa, DN lớn có rủi ro phá sản thấp và cũng ít bị hạn chế trong khả năng tiếp cận vốn bên ngoài. Các DN nhỏ thường có rất nhiều cơ hội đầu tư so với giá trị tài sản có thể đem thế chấp (Whited, 1992), điều

này dẫn đến mâu thuẫn giữa cổ đông và chủ nợ, khiến vấn đề người đại diện trầm trọng hơn so với các DN lớn. Các vấn đề này có thể được kiểm soát thông qua sử dụng nợ ngắn hạn (Barnea và cộng sự, 1980), vì nợ ngắn hạn tạo điều kiện cho chủ nợ giám sát DN thường xuyên hơn, làm giảm bất cân xứng thông tin giữa chủ nợ và DN. Do đó lý thuyết người đại diện cho rằng DN lớn sẽ vay nợ dài hạn nhiều hơn so với các DN nhỏ do các DN lớn có chi phí người đại diện thấp hơn.

2.2.1.2. Lý thuyết khớp kỳ hạn

Khớp kỳ hạn có thể xem là phương án giảm thiểu rủi ro thanh khoản cho DN. Stohs và Mauer (1996) và Morris (1976) cho rằng DN có thể gặp rủi ro không dự phòng đủ tiền trả nợ khi kỳ hạn nợ ngắn hơn kỳ hạn tài sản của DN (nói cách khác là thời hạn trả nợ ngắn hơn so với chu kỳ tạo dòng tiền của tài sản). Hoặc, thậm chí khi kỳ hạn nợ dài hơn kỳ hạn tài sản (dòng tiền từ tài sản chấm dứt trong khi DN vẫn phải trả nợ) thì DN vẫn có rủi ro. Trong các trường hợp này, nguyên tắc khớp kỳ hạn có thể giảm rủi ro từ việc kỳ hạn tài sản và nợ không khớp nhau và cũng là một phương pháp phòng ngừa rủi ro (hedging).

2.2.1.3. Lý thuyết về thuế

Kane và cộng sự (1985) xây dựng mô hình định giá các quyền chọn (options) cho thấy CTKHN là kết quả đánh đổi giữa lợi ích thuế và các chi phí phát hành cũng như chi phí phá sản phát sinh do sử dụng nợ trong mỗi kỳ. Các tác giả này cho rằng kỳ hạn nợ nên tăng khi chi phí phát hành nợ tăng, lợi ích thuế từ nợ giảm, và độ biến động của giá trị DN giảm xuống, nghĩa là khi lợi ích vay nợ giảm và chi phí phá sản tăng. Cụ thể, nếu chi phí phát hành nợ cao hơn, kỳ hạn nợ tối ưu nên tăng vì cần nhiều thời gian hơn để phân bổ chi phí phát hành nợ. DN 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 của Kane và cộng sự (1985), kỳ hạn nợ có mối quan hệ ngược chiều với mức thuế suất đánh trên thu nhập của DN.

Brick và Ravid (1985, 1991) cho rằng nếu cấu trúc kỳ hạn lãi suất đang dốc lên và thuế suất DN là dương, DN sẽ vay nợ dài hạn để làm tăng giá trị của mình. Các kết quả này được đưa ra dựa vào tính ngẫu nhiên và không chắc chắn của lãi suất trên thị trường. Kết quả này có được 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 thì CTKHN và thuế thu nhập DN 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 được xác định đồng thời.

2.2.1.4. Lý thuyết phát tín hiệu

Do các giám đốc DN được tiếp cận về các thông tin về DN tốt hơn so với các chủ nợ, chủ nợ khó có thể phân biệt được DN nào có chất lượng tín dụng cao hay thấp, do đó hạng tín nhiệm bình quân sẽ được áp cho toàn bộ DN. Cùng với hạng tín nhiệm bình quân, các khoản nợ sẽ có chi phí cao hơn do các DN có tín nhiệm cao và ít rủi ro trong thực tế bị đánh giá thấp, trong khi các khoản nợ cho các DN có tín nhiệm thấp và rủi ro thực tế là cao có chi phí rẻ hơn vì các DN này lại được đánh giá cao.

Để giảm bất cân xứng thông tin, DN sử dụng một CTKHN nhất định theo hướng tạo ra các tín hiệu về chất lượng tín dụng (khả năng trả nợ) của DN. Nợ ngắn hạn ít nhạy cảm đối với việc định giá sai so với nợ dài hạn, vì nợ ngắn hạn tạo điều kiện cho chủ nợ giám sát DN đi vay thường xuyên hơn, nhờ đó cập nhật liên tục về điều kiện tài chính của DN và xử lý được tình trạng bất cân xứng thông tin. Flannery (1986) lập luận rằng các DN có chất lượng tín dụng tốt (có các nguồn thu nhập/dòng tiền cao hơn dự đoán) sẽ sẵn lòng vay nợ ngắn hạn khi tình trạng bất cân xứng thông tin nghiêm trọng. Ngược lại DN có chất lượng tín dụng thấp mong muốn vay nợ dài hạn nhiều hơn để tránh việc phải tái thương lượng về hợp đồng vay nợ, đặc biệt khi thông tin xấu bị tiết lộ trong tương lai. Mặt khác các DN có chất lượng tín dụng thấp cũng muốn hạn chế rủi ro thanh khoản bằng cách giảm sử dụng nợ ngắn hạn, nên ưa thích nợ dài hạn hơn. DN có chất lượng tín dụng tốt có thể gánh chịu rủi ro tái cấp vốn cũng như rủi ro về lãi suất thay đổi liên quan đến nợ ngắn hạn tốt hơn so với DN có chất lượng tín dụng kém, do đó có thể sử dụng nợ ngắn hạn nhiều hơn miễn là nợ ngắn hạn có thể hỗ trợ DN phát tín hiệu (Jun và Jen, 2003).

2.2.1.5. Lý thuyết về rủi ro thanh khoản

Lý thuyết của Diamond (1991) cho rằng nợ ngắn hạn làm tăng rủi ro thanh khoản của DN đi vay vì chủ nợ có thể từ chối cho vay khi DN có thông tin xấu, dẫn

đến trường hợp xấu nhất là các DN đi vay lâm vào tình trạng phá sản và phải thanh lý sớm. Thực vậy, Childs và cộng sự (2005) cho thấy sử dụng quá nhiều nợ ngắn hạn gây ra rủi ro thanh khoản cao, do đó làm tăng đáng kể chi phí phá sản và làm giảm khả năng vay nợ của DN. Khi tình trạng này xảy ra, DN sẽ mất quyền kiểm soát đối với các dòng tiền trong tương lai. Lý thuyết của Diamond (1991) có nhiều hàm ý quan trọng đối với sự tương tác giữa cơ hội tăng trưởng, tỷ lệ nợ và CTKHN. Cụ thể, rủi ro thanh khoản có thể khiến DN ngần ngại sử dụng nợ ngắn hạn để kiểm soát vấn đề đầu tư dưới mức. Khi DN có năng lực tài chính tốt thì khả năng xử lý rủi ro thanh khoản tốt hơn, tạo điều kiện cho DN vay nợ ngắn hạn để xử lý chi phí người đại diện liên quan đến đầu tư dưới mức. Khi DN có ít linh hoạt tài chính, các DN có khuynh hướng chọn giảm tỷ lệ nợ thay vì chọn làm giảm kỳ hạn nợ vì nợ càng ngắn sẽ càng làm tăng rủi ro thanh khoản (Childs và cộng sự, 2005).

Hàm ý của lý thuyết về rủi ro thanh khoản gồm 2 phần. Thứ nhất, Myers (1977) cho rằng có thể giảm chi phí người đại diện liên quan đến đầu tư dưới mức bằng cách hạ tỷ lệ nợ hoặc rút ngắn kỳ hạn nợ. Khi rủi ro thanh khoản cao, giảm tỷ lệ nợ có thể được ưu tiên thay vì làm giảm CTKHN để xử lý vấn đề đầu tư dưới mức, đặc biệt khi DN có nhiều cơ hội tăng trưởng tốt. Ảnh hưởng của cơ hội tăng trưởng đến CTKHN thể hiện sự đánh đổi giữa việc sử dụng nợ ngắn hạn để xử lý đầu tư dưới mức và chi phí của rủi ro thanh khoản.

Chiến lược sử dụng tỷ lệ nợ thấp và/hoặc CTKHN ngắn tạo điều kiện khai thác các cơ hội tăng trưởng tốt hơn, làm tăng mức đầu tư của DN, hay nói cách khác là làm tăng tác động tích cực của cơ hội tăng trưởng đến hiệu quả DN. Theo Aivazian và cộng sự (2005), các lập luận trên phụ thuộc hoàn toàn vào giả định cơ hội tăng trưởng được nhận diện đầy đủ và vấn đề đầu tư dưới mức có thể được kiểm soát hoàn toàn bằng cách giảm tỷ lệ nợ và rút ngắn CTKHN. Tuy nhiên, Aivazian và cộng sự (2005) cho rằng chiến lược điều chỉnh tỷ lệ nợ hoặc rút ngắn kỳ hạn nợ có thể có chi phí cao hơn so với lợi ích của việc hạn chế vấn đề đầu tư dưới mức. Khi đó, DN có thể đạt hiệu quả tốt hơn khi giữ nguyên tỷ lệ nợ hay kỳ hạn nợ, và chấp nhận cắt giảm đầu tư trong các kỳ sau đó.

Thứ hai, lý thuyết rủi ro thanh khoản đề xuất mối quan hệ cùng chiều và trực tiếp giữa tỷ lệ nợ và kỳ hạn nợ. Cụ thể, DN có CTKHN ngắn hạn (dài hạn) sẽ có rủi ro thanh khoản cao (thấp), do đó có động lực làm giảm (tăng) tỷ lệ nợ. DN tăng kỳ hạn nợ để tránh khủng hoảng thanh khoản và rủi ro phá sản. Tóm lại, dấu của mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và CTKHN được xác định là tùy thuộc vào ảnh hưởng ròng (net effect) của việc xử lý đầu tư dưới mức và rủi ro thanh khoản.

2.2.1.6. Lý thuyết về định thời điểm phát hành nợ

Ngoài những giả thuyết liên quan đến việc chọn lựa CTKHN gắn với đặc điểm nội bộ của DN, các giám đốc còn phát hành nợ với kỳ hạn khác nhau tùy thuộc đặc điểm của thị trường. Cụ thể, các mô hình về điều kiện thị trường cho rằng để nắm bắt các cơ hội tốt về chi phí tài trợ, các DN sẽ phát hành nợ ngắn hạn khi lãi suất vay nợ ngắn hạn thấp hơn so với vay nợ dài hạn, hoặc khi chờ đợi lãi suất vay dài hạn trên thị trường giảm xuống (Baker và Wurgler, 2002).

2.2.1.7. Cơ sở lý thuyết về tác động của các nhân tố đối với cấu trúc kỳ hạn nợ ở cấu trúc kỳ hạn nợ ngắn hạn và dài hạn

Tất cả các nghiên cứu về kỳ hạn nợ nêu trên được thực hiện trên giả định tác động của các nhân tố là như nhau trên toàn bộ phân phối của biến phụ thuộc là CTKHN. Tuy nhiên, ở các mức nợ ngắn hạn khác nhau DN có mức độ rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện khác nhau (Zhao, 2014). Sử dụng nhiều nợ ngắn hạn khiến DN gặp rủi ro tái cấp vốn, đặc biệt khi kinh tế gặp khó khăn hoặc khi lãi suất vay tăng mạnh. Các quan ngại về rủi ro tái cấp vốn có thể bóp méo các quyết định đầu tư, thậm chí dẫn đến phá sản (Zhao, 2014). Điều này khiến DN giảm nhu cầu vay thêm nợ ngắn hạn dù có nhu cầu sử dụng, như tranh thủ khi lãi suất vay ngắn hạn thấp hơn vay dài hạn hoặc để phát tín hiệu về chất lượng tín dụng tốt, vì không muốn làm tăng thêm rủi ro thanh khoản. Hàm ý ở đây là lý thuyết phát tín hiệu và định thời điểm vay có thể không có ý nghĩa giải thích khi tỷ lệ nợ ngắn hạn cao.

Tuy nhiên sử dụng nhiều nợ dài hạn cũng không phải là tối ưu. Các lý thuyết chi phí người đại diện chỉ ra nợ dài hạn có khuynh hướng gây ra tình trạng “debt overhang” – nợ treo. DN với các cơ hội đầu tư nhiều và khả năng sinh lời cao thì vấn đề nợ treo sẽ gây thiệt hại càng lớn (Myers, 1977). Ngoài vấn đề nợ treo, sử dụng nợ

dài hạn còn gây ra vấn đề chuyển rủi ro khi DN muốn thực hiện các dự án rất rủi ro mà các thiệt hại (nếu có) chủ yếu do chủ nợ gánh chịu. Để bù đắp cho rủi ro này chủ nợ yêu cầu mức lãi suất cho vay cao hơn, gọi là phần bù rủi ro “thay thế tài sản” (Leland và Toft, 1996). Do đó khi DN đã có nhiều nợ dài hạn (và chi phí người đại diện cao), DN sẽ ngần ngại gia tăng thêm nợ dài hạn dù có nhu cầu xử lý tình trạng thiếu thanh khoản hoặc để khớp kỳ hạn tài sản đang tăng. Vì thế, có thể lý thuyết khớp kỳ hạn tài sản – nợ hoặc lý thuyết rủi ro thanh khoản không còn giải thích tốt đối với những thay đổi trong kỳ hạn nợ khi tỷ lệ nợ dài hạn đã cao.

Những điều này cho thấy khả năng phản ứng của DN có thể không giống như dự đoán của các lý thuyết thông thường về kỳ hạn nợ, đặc biệt là ở các trường hợp CTKHN ngắn hạn/dài hạn (tương ứng nợ ngắn/dài hạn ở mức cao). Trong cơ cấu nợ có sử dụng nhiều nợ ngắn hạn khiến DN quan ngại về rủi ro tái tài trợ và rủi ro thanh khoản, trong khi nhiều nợ dài hạn dẫn đến chi phí người đại diện cao do các vấn đề chuyển rủi ro và đầu tư dưới mức. Khi DN có mối quan ngại khác nhau tại các phân vị khác nhau trong phân phối của CTKHN, tác động của các nhân tố đến kỳ hạn nợ có thể sẽ không giữ nguyên mà thay đổi độ lớn, thậm chí cả chiều tác động khi CTKHN chuyển từ ngắn hạn sang dài hạn. Cụ thể hơn, nhân tố có tác động dương làm tăng kỳ hạn nợ có thể giảm tác động khi tỷ lệ nợ ngắn hạn chuyển từ cao sang thấp. Ngược lại nhân tố có tác động âm làm giảm kỳ hạn nợ tăng dần tác động khi tỷ lệ nợ ngắn hạn chuyển từ cao sang thấp. Điều này là do khi tỷ lệ nợ ngắn hạn từ cao sang thấp sẽ tương ứng với rủi ro thanh khoản giảm dần và chi phí người đại diện tăng dần.

2.2.2. Lý thuyết về tác động của cấu trúc kỳ hạn nợ đến hiệu quả DN

Nợ ngắn hạn có tác động tích cực đến giá trị DN do các yếu tố sau. Thứ nhất, nợ đáo hạn nhanh giúp hạn chế các vấn đề đầu tư dưới mức và thay thế tài sản xuất phát từ sự bất cân xứng thông tin giữa người cho vay và người đi vay (Myers, 1977). Nợ ngắn hạn cho phép người cho vay giám sát một cách hiệu quả hơn, vì thời gian đáo hạn nợ ngắn buộc các nhà quản lý phải báo cáo cho các nhà cung cấp tài chính thường xuyên hơn để được gia hạn các khoản vay ngắn hạn, làm giảm bất cân xứng thông tin và giảm thiểu chi phí đại diện giữa hai bên (Myers, 1977; Stulz, 2000).

Appiadjei (2014) tìm thấy mối liên hệ tích cực giữa nợ ngắn hạn và hoạt động của DN, trong khi nợ dài hạn có xu hướng ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả DN. Tuy nhiên, sử dụng quá nhiều nợ ngắn hạn sẽ làm gia tăng rủi ro thanh khoản, có thể ảnh hưởng đến hiệu quả DN.

Ngược lại, nợ dài hạn tạo điều kiện cho các dự án lớn như lắp đặt máy móc và công nghệ để nâng cao hiệu suất. Jaramillo và Schiantarelli (2002) cung cấp bằng chứng rõ ràng rằng nợ dài hạn cải thiện năng suất, trong khi nợ ngắn hạn không có tác động tích cực như vậy. Dù vậy, sử dụng nhiều nợ dài hạn làm tăng chi phí người đại diện nên có thể không còn tác động tích cực, thậm chí còn làm giảm hiệu quả DN.

Cùng với lập luận ở mục 2.2.1.7, ta thấy được DN ngắn ngại vay nợ ngắn hạn khi có CTKHN ngắn và vay nợ dài hạn khi có CTKHN dài. Nếu tiếp tục vay thêm nợ dài hạn khi đang có CTKHN dài thì ảnh hưởng của chi phí người đại diện sẽ cao hơn, và sẽ tác động tiêu cực đến hiệu quả DN. Trong khi đó, tăng nợ dài hạn ở CTKHN ngắn sẽ có hiệu quả tốt hơn do giúp DN xử lý được các quan ngại về rủi ro tái tài trợ và rủi ro thanh khoản, và mạnh dạn đầu tư hơn. Với các lập luận này, nợ dài hạn được kỳ vọng có tác động phi tuyến (tùy thuộc vào CTKHN ngắn hạn hay dài hạn) đến hiệu quả DN.

2.3. Tổng quan các nghiên cứu trước

2.3.1. Các nghiên cứu về các nhân tố nội bộ doanh nghiệp

Nghiên cứu về CTKHN được thực hiện đầu tiên chủ yếu ở các quốc gia phát triển, đặc biệt là Mỹ và châu Âu. Barclay và Smith (1995) sử dụng mẫu các DN sản xuất công nghiệp Mỹ từ 1974-1992, và nhận thấy DN với cơ hội tăng trưởng cao hơn vay nhiều nợ ngắn hạn hơn, nhất quán với giả thuyết chi phí người đại diện được xử lý bằng nợ ngắn hạn của Myers (1977)). DN nhỏ chủ yếu vay nợ ngân hàng nên sẽ có kỳ hạn nợ thấp hơn so với các DN vay bằng trái phiếu. Kết quả còn cho thấy DN với chất lượng tín dụng thấp nhất và cao nhất vay ngắn hạn, trong khi DN với rủi ro tín dụng trung bình vay nợ dài hạn, phù hợp với lý thuyết rủi ro thanh khoản của Diamond (1991).

Guedes và Opler (1996) sử dụng mẫu 7,369 đợt phát hành trái phiếu và tín phiếu tại Mỹ từ 1982 đến 1993. Các tác giả cho thấy có mối quan hệ ngược chiều

giữa kỳ hạn nợ với cả cơ hội tăng trưởng và quy mô DN. Các DN có triển vọng tăng trưởng cao có khuynh hướng vay nợ ngắn hạn. Các kết quả này chỉ thống nhất một phần với lý thuyết về chi phí người đại diện (Myers, 1977). Guedes và Opler (1996) cho thấy bằng chứng ủng hộ mối quan hệ phi tuyến giữa hạng tín nhiệm và CTKHN: DN có hạng tín nhiệm cao vay nợ ngắn hạn nhiều hơn, trong khi DN có hạng tín nhiệm thấp hạn chế vay nợ ngắn hạn nhằm làm giảm rủi ro tái tài trợ.

Stohs và Mauer (1996) sử dụng dữ liệu của 328 DN sản xuất công nghiệp Mỹ từ 1980 đến 1989, và cho thấy các lý thuyết ra tín hiệu, thuế, khớp kỳ hạn có khả năng giải thích tốt đối với CTKHN của DN. Cụ thể, kỳ hạn nợ có tương quan ngược chiều với thu nhập bất thường (biến đại diện cho chất lượng tín dụng DN), kỳ hạn tài sản có tương quan cùng chiều với kỳ hạn nợ. Stohs và Mauer (1996) cung cấp bằng chứng về mối quan hệ phi tuyến giữa kỳ hạn nợ và hạng tín nhiệm trái phiếu DN: các DN có hạng cao và thấp có khuynh hướng sử dụng nợ ngắn hạn nhiều hơn so với DN có hạng trung bình. Cuối cùng lý thuyết chi phí người đại diện chỉ được ủng hộ một phần: mặc dù DN nhỏ có xu hướng sử dụng nợ ngắn hạn, nhưng các DN có nhiều cơ hội tăng trưởng lại có khuynh hướng sử dụng nợ dài hạn.

Goyal và Wang (2013) xây dựng các mô hình về bất cân xứng thông tin, cho thấy các DN lựa chọn kỳ hạn nợ tùy thuộc vào thông tin nội bộ về các khả năng phá sản, nghĩa là các DN đi vay với thông tin tốt về chất lượng tín dụng ưa thích nợ ngắn hạn, trong khi các DN có thông tin không tốt sẽ muốn vay nợ dài hạn. Goyal và Wang (2013) sử dụng mẫu 4.089 đợt phát hành nợ trong giai đoạn 1983-2003 tại Mỹ để kiểm định mô hình bất cân xứng thông tin trên. Tác giả cho thấy các DN sau khi phát hành nợ ngắn hạn càng có ít khả năng phá sản và giảm mức độ biến động giá trị tài sản (nghĩa là chất lượng tín dụng gia tăng) và ngược lại. Các kết quả này rất ủng hộ lý thuyết ra tín hiệu.

Antoniou và cộng sự (2006) nghiên cứu kỳ hạn nợ của các DN ở Anh, Pháp và Đức. Kết quả cho thấy lý thuyết người đại diện được ủng hộ tại Anh nhưng không được ủng hộ tại Đức và Pháp. Giả thuyết cấu trúc kỳ hạn lãi suất (chênh lệch giữa lãi suất vay ngắn và dài hạn) có ảnh hưởng đến kỳ hạn nợ của Brick và Ravid (1995) được ủng hộ ở cả 3 thị trường này. Tuy nhiên chất lượng tín dụng không có ý nghĩa

thống kê, cho thấy lý thuyết phát tín hiệu không được ủng hộ. Ngoài ra, biến thuế suất cũng không có ý nghĩa nên không ủng hộ lý thuyết về thuế.

So với các nghiên cứu tại các quốc gia phát triển, các nghiên cứu tại các quốc gia đang phát triển không nhiều. Shah và Khan (2009) phân tích các nhân tố ảnh hưởng kỳ hạn nợ của nhóm 266 DN niêm yết trên sàn KSE của Pakistan từ 2000-2004. Kết quả cho thấy quy mô DN có quan hệ cùng chiều với kỳ hạn nợ nhưng cơ hội tăng trưởng không có ý nghĩa thống kê, nghĩa là không ủng hộ hoàn toàn lý thuyết người đại diện. Shah và Khan (2009) cung cấp các bằng chứng ủng hộ các lý thuyết thuế và khớp kỳ hạn, trong khi lý thuyết ra tín hiệu không được ủng hộ tại Pakistan vì các kết quả cho thấy yếu tố thu nhập bất thường không có dấu như kỳ vọng hoặc không có ý nghĩa thống kê.

Cai và cộng sự (2008) sử dụng dữ liệu 259 DN Trung Quốc từ 1999 đến 2004 đã không tìm thấy bằng chứng ủng hộ lý thuyết người đại diện vì cơ hội tăng trưởng có tương quan dương với kỳ hạn nợ. Cai và cộng sự (2008) cho rằng thiếu bằng chứng ủng hộ lý thuyết người đại diện và ra tín hiệu là do có mối quan hệ chặt chẽ giữa DN và ngân hàng cho vay, khiến vấn đề bất cân xứng thông tin và người đại diện không đáng ngại ở Trung Quốc. Các DN có chất lượng tín dụng cao lại sử dụng nhiều nợ dài hạn, ngược với dự đoán của lý thuyết ra tín hiệu. Các lý thuyết thuế và rủi ro thanh khoản được ủng hộ tại Trung Quốc nhưng cũng chỉ ở mức yếu. Quy mô công ty, kỳ hạn tài sản và thanh khoản có ảnh hưởng cùng chiều đối với kỳ hạn nợ, làm tăng nhu cầu sử dụng nợ dài hạn. Các kết quả này ủng hộ các lý thuyết về thanh khoản và khớp kỳ hạn và một phần lý thuyết chi phí người đại diện tại Trung Quốc.

Arslan và Karan (2006) cho thấy các bằng chứng phù hợp với lý thuyết người đại diện, khớp kỳ hạn và ra tín hiệu: các công ty có tài chính vững mạnh và/hoặc có nhiều cơ hội tăng trưởng sử dụng nhiều nợ ngắn hạn, trong khi kỳ hạn nợ có tương quan dương với kỳ hạn tài sản. Lý thuyết thuế không nhận được sự ủng hộ tại Pakistan khi biến thuế DN không có ý nghĩa thống kê. Majumdar (2010) sử dụng mẫu các công ty trong bộ chỉ số chứng khoán BSE500 và CNX500 của Ấn Độ. Các kết quả còn cho thấy quy mô, chất lượng tín dụng, tài sản hữu hình và đòn bẩy tài chính có

ảnh hưởng đến kỳ hạn nợ. Trong khi đó không có bằng chứng về tác động của thuế, kỳ hạn tài sản và cơ hội tăng trưởng đến kỳ hạn nợ của các DN Ấn Độ.

Krishnankutty và Chakraborty (2014) xác định các nhân tố ảnh hưởng cấu trúc kỳ hạn nợ của 321 DN niêm yết cấu thành chỉ số Bombay Stock Exchange 500 trong giai đoạn 2002-2011. Kết quả cho thấy kỳ hạn nợ kỳ trước, tỷ lệ nợ và cơ hội tăng trưởng có tương quan cùng chiều với kỳ hạn nợ; trong khi thanh khoản, thuế và lãi suất cho vay có ảnh hưởng ngược chiều với kỳ hạn nợ. Tương quan dương giữa kỳ hạn nợ và cơ hội tăng trưởng thống nhất với Cai và cộng sự (2008), làm cơ sở để các tác giả cho rằng vấn đề đầu tư quá mức đáng quan tâm hơn đầu tư dưới mức. Cuối cùng, kỳ hạn tài sản không có ý nghĩa thống kê với kỳ hạn nợ DN.

Widawati và cộng sự (2015) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến CTKHN sử dụng mẫu 145 DN sản xuất có niêm yết tại Indonesia. Kết quả cho thấy không có bằng chứng đáng kể để ủng hộ lý thuyết phát tín hiệu, và các yếu tố như cơ hội tăng trưởng và sở hữu của giám đốc không có ảnh hưởng đến CTKHN của DN. Trong khi đó, tỷ lệ nợ có ảnh hưởng tích cực, làm tăng CTKHN của DN, ủng hộ lý thuyết về rủi ro thanh khoản.

Ruan và cộng sự (2014) xét các nhân tố ảnh hưởng đến các quyết định lựa chọn nợ ngắn và dài hạn trên tổng nợ tại các DN Trung Quốc từ 2001-2008. Kết quả cho thấy các DN nhà nước sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn. Điều này cho thấy khả năng các ngân hàng thương mại nhà nước có phân biệt giữa DN tư nhân và nhà nước trong quyết định cho vay. Khả năng sinh lời đóng vai trò quan trọng trong việc tiếp cận vốn vay dài hạn của DN tư nhân, nhưng DN nhà nước lại có thể vay nợ dài hạn không phụ thuộc vào suất sinh lời. Mặt khác, DN Trung Quốc nếu có chất lượng tín dụng tốt (thể hiện qua khả năng sinh lời cao) sẽ được ngân hàng cho vay nợ dài hạn, DN có hiệu quả thấp hơn phải vay nợ ngắn hạn nhiều hơn, nên không nhất quán với giả thuyết phát tín hiệu. So với đa số các nghiên cứu khác thì đây là nghiên cứu duy nhất sử dụng thước đo kỳ hạn nợ là tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nợ.

Lê Phương Dung và Nguyễn Thị Nam Thanh (2013) sử dụng dữ liệu của 39 DN chế biến thực phẩm niêm yết trên TTCK Việt Nam nhằm xác định các nhân tố ảnh hưởng việc sử dụng nợ vay ngắn hạn của các DN này. Kết quả cho thấy nợ ngắn

hạn có tương quan cùng chiều với rủi ro tín dụng (đòn bẩy tài chính cao) và nghịch chiều với tài sản hữu hình, danh tiếng DN (đo bằng số năm thành lập DN) và tỷ lệ nợ ngắn hạn kỳ trước đó.

Trần Hùng Sơn (2013) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn và cấu trúc vốn mục tiêu của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp ở thành phố Hồ Chí Minh. Nghiên cứu này cho thấy quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lời, lợi ích thuế, khấu hao, chi đầu tư, thuế thu nhập, khả năng thanh khoản có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn. Nghiên cứu này cũng chỉ ra các doanh nghiệp niêm yết (có quy mô lớn hơn và có ít hạn chế tài chính hơn so với các doanh nghiệp phi niêm yết) có xu hướng sử dụng ít nợ ngắn hạn hơn so với các doanh nghiệp phi niêm yết.

Ngô Văn Toàn và Phạm Thị Thu Hồng (2015) phân tích 265 DN niêm yết trên TTCK giai đoạn 2008-2013. Kết quả cho thấy DN lớn sử dụng nhiều nợ dài hạn, và có hành vi khớp kỳ hạn nợ với kỳ hạn tài sản, và các DN có rủi ro thanh khoản thấp thường dễ huy động nợ dài hạn. Việc tham gia vào thị trường trái phiếu không có ảnh hưởng đáng kể đến kỳ hạn nợ. Kết quả cho thấy chi phí đại diện, thanh khoản và phát tín hiệu và thuế có ảnh hưởng đối với kỳ hạn nợ DN niêm yết Việt Nam. Ngoài ra các công ty có và không có HCTC (mức độ trở ngại tài chính được phân loại tùy theo quy mô công ty, tính thanh khoản và khả năng tiếp cận thị trường trái phiếu) phản ứng khác nhau đối với rủi ro thanh khoản, do đó có các CTKHN khác nhau.

Nguyễn Thanh Nhã (2018) nghiên cứu các yếu tố có ảnh hưởng đến CTKHN của các DN niêm yết ở sàn HOSE Việt Nam trong giai đoạn 2007-2015. Kết quả cho thấy có yếu tố động và tốc độ điều chỉnh về CTKHN mục tiêu là 30 đến 40% mỗi năm. Ngành có ảnh hưởng đến CTKHN, và các yếu tố vi mô gồm biến động thu nhập, tính thanh khoản, tài sản hữu hình và quy mô có tương quan cùng chiều đối với CTKHN. Các yếu tố vĩ mô như thể chế và tăng trưởng kinh tế không có tác động, nhưng cấu trúc kỳ hạn lãi suất, lạm phát, mức độ phát triển tài chính có tương quan dương với CTKHN.

Phạm Thị Vân Trinh (2017) tập trung vào lĩnh vực bất động sản với mẫu 47 công ty kinh doanh bất động sản niêm yết ở HOSE trong giai đoạn 2010-2016. Kết quả cho thấy quy mô, thanh khoản có tương quan dương, trong khi tài sản hữu hình

có tương quan âm với CTKHN với tất cả các phương pháp ước lượng. Thuế có tương quan dương và có ý nghĩa thống kê với phương pháp System GMM, và đòn bẩy tài chính có tương quan dương với các phương pháp OLS, FEM và REM nhưng không có ý nghĩa với phương pháp System GMM. Ngô Văn Toàn (2018) sử dụng mẫu 328 DN Việt Nam trong giai đoạn 2009-2016, cho thấy chi phí đại diện, phát tín hiệu và thuế có ảnh hưởng đến CTKHN của các DN. Với yếu tố vĩ mô, tăng trưởng GDP có tác động dương và có ý nghĩa thống kê.

Stephan và cộng sự (2011) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng kỳ hạn nợ tại Ukraine sử dụng dữ liệu của 4,500 DN trong giai đoạn 2000-2006. Kết quả ủng hộ các lý thuyết chi phí người đại diện, rủi ro thanh khoản, thuế. Ngoài ra, chất lượng tín dụng và khả năng tiếp cận thị trường trái phiếu đóng vai trò quan trọng trong việc quyết định CTKHN. Đồng thời, các DN có các mức độ HCTC khác nhau có quan ngại khác nhau về rủi ro thanh khoản, nên chọn CTKHN không giống nhau. Cụ thể, Stephan và cộng sự (2011) chỉ ra các DN không bị HCTC có độ nhạy cao hơn đối với vấn đề đầu tư dưới mức và thay thế tài sản, và có điều kiện để thực hiện khó hơn kỳ hạn tốt hơn.

Một số nghiên cứu đề cập đến ảnh hưởng của các yếu tố đại diện cho quản trị DN đối với kỳ hạn nợ. Cai và cộng sự (2008) và Arslan và Karan (2006) cho thấy cơ cấu sở hữu DN (mức độ tập trung sở hữu của các cổ đông lớn nhất, sở hữu của giám đốc...) có ảnh hưởng đến kỳ hạn nợ, cho thấy cơ cấu sở hữu có liên quan đến vấn đề người đại diện. Hajiha và Akhlaghi (2011) xét tác động của sở hữu DN và các yếu tố khác đối với kỳ hạn nợ của 140 DN Iran niêm yết trên sàn chứng khoán Tehran từ 2001-2009. Kết quả hồi quy cho thấy sở hữu của ban giám đốc và nhà đầu tư tổ chức làm tăng nợ dài hạn. Ruan và cộng sự (2014) sử dụng phương pháp hồi quy Logit và OLS để xét các nhân tố ảnh hưởng đến các quyết định lựa chọn nợ ngắn và dài hạn trên tổng nợ tại các DN Trung Quốc từ 2001-2008. Kết quả cho thấy các DN nhà nước sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn. Điều này cho thấy khả năng các ngân hàng có sở hữu nhà nước có phân biệt giữa DN tư nhân và DN nhà nước trong quyết định cho vay. Khả năng sinh lời đóng vai trò quan trọng trong việc tiếp cận vốn vay dài hạn của DN tư nhân, so với DN nhà nước. Tóm lại, kết quả cho thấy các phương diện về

cơ chế quản trị DN có tác động đến các động cơ của người đại diện, do đó gián tiếp có ảnh hưởng đến CTKHN.

Tóm lại, qua tổng hợp các kết quả nghiên cứu thực nghiệm nêu trên, tác giả nhận thấy các bằng chứng thực nghiệm về CTKHN ở các nước đang phát triển ASEAN còn rất hạn chế và không nhất quán, trong khi các DN ở thị trường này có các đặc điểm riêng cần nghiên cứu xem xét. Yếu tố kỳ hạn tài sản thường có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê, cho thấy các DN quan tâm đến việc khớp kỳ hạn tài sản và nợ, phù hợp với lý thuyết khớp kỳ hạn. Đối với lý thuyết về chi phí người đại diện, các kết quả khác nhau tùy thuộc biến được sử dụng để đại diện cho chi phí người đại diện. Đa số các nghiên cứu sử dụng hai yếu tố để kiểm định chi phí người đại diện là cơ hội tăng trưởng và quy mô DN. Các nghiên cứu cho thấy DN có quy mô lớn dễ dàng tiếp cận nợ dài hạn, thống nhất với giả thuyết các DN lớn có thông tin tài chính minh bạch hơn nên làm giảm bất cân xứng thông tin, cũng như có nhiều tài sản để thế chấp nên các vấn đề về người đại diện cũng ít hơn so với các DN nhỏ. Tuy nhiên, yếu tố cơ hội tăng trưởng thì kết quả dường như khá đồng đều cho các trường hợp chiều tác động dương, âm và cả không có ý nghĩa thống kê đối với CTKHN. Yếu tố tài sản hữu hình và thanh khoản của DN trong đa số nghiên cứu được cho thấy có tác động dương, làm gia tăng CTKHN của DN.

Bằng chứng đối với yếu tố chất lượng tín dụng (nhằm kiểm định lý thuyết phát tín hiệu) có kết quả không thống nhất, mặc dù có khá nhiều bằng chứng cho thấy các DN có chất lượng tín dụng tốt vay nợ ngắn hạn để phát tín hiệu về chất lượng của mình. Bằng chứng đối với yếu tố cấu trúc kỳ hạn lãi suất cũng không có kết quả thống nhất: một số nghiên cứu cung cấp bằng chứng hỗ trợ giả thuyết định thời điểm phát hành nợ ngắn hạn/dài hạn (hệ số tương quan âm giữa CTKHN và cấu trúc kỳ hạn lãi suất), trong khi một số khác cho thấy lý thuyết về thuế liên quan đến cấu trúc kỳ hạn lãi suất được ủng hộ (hệ số tương quan dương giữa hai yếu tố này).

Tỷ lệ nợ là yếu tố dùng để đại diện cho lý thuyết thanh khoản, và kết quả đa số chỉ ra yếu tố này có tương quan dương với CTKHN, qua đó thể hiện sự phù hợp với lý thuyết thanh khoản. Tuy nhiên, cũng có một số ít nghiên cứu thực nghiệm cho thấy có mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ nợ và CTKHN, nghĩa là trong một số bối

cảnh có thể điều chỉnh giảm nợ hoặc giảm kỳ hạn nợ là các chiến lược thay thế cho nhau trong việc kiểm soát vấn đề đầu tư dưới mức. Phần lớn các nghiên cứu cho thấy có tương quan ngược chiều giữa thuế suất DN và CTKHN, qua đó ủng hộ giả thuyết các DN đánh đổi lợi ích về tầm chắn thuế và rủi ro thanh khoản khi chọn lựa CTKHN.

2.3.2. Các nghiên cứu về các nhân tố bên ngoài doanh nghiệp

Ngoài các yếu tố truyền thống ở tầm DN, các yếu tố vĩ mô cũng được các nhà nghiên cứu xem xét. Tổ chức tín dụng (như ngân hàng) thường yêu cầu một khoản phí cho việc giám sát và thu thập thông tin tín dụng, do đó vay nợ từ thị trường trái phiếu sẽ rẻ hơn vay ngân hàng. Vì vậy, các DN nếu có thể vay từ thị trường trái phiếu sẽ có khuynh hướng vay trái phiếu nhiều hơn, và sẽ có kỳ hạn nợ dài hơn so với các DN vay nợ ngân hàng. Tín phiếu (theo thiết kế có kỳ hạn ngắn) cũng là một nguồn cung tín dụng rất phổ biến ở các nước phát triển, tạo sự linh động trong sắp xếp các khoản vay. DN vay bằng tín phiếu thường sẽ có kỳ hạn nợ trung bình ngắn hơn. Kỳ hạn nợ DN tại các quốc gia đang phát triển bị ảnh hưởng bởi trình độ phát triển của thị trường tài chính, và thị trường tài chính càng phát triển sẽ giúp xử lý vấn đề hạn chế tài chính càng hiệu quả, tạo điều kiện cho DN sử dụng nợ dài hạn nhiều hơn (Love, 2003).

Demirguc-Kunt và Maksimovic (1999) sử dụng dữ liệu các DN tại 30 quốc gia đã và đang phát triển trong giai đoạn 1980 đến 1991. Các tác giả này nhận thấy các DN tại các nước đã phát triển sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn, và sự khác biệt giữa CTKHN của các DN tại các nước khác nhau là do sự khác biệt về hệ thống luật pháp, các định chế tài chính, mức độ trợ cấp của chính phủ và cả các yếu tố vĩ mô khác như mức lạm phát và tăng trưởng kinh tế. Các tác giả này lập luận rằng các chính sách thúc đẩy phát triển cơ sở hạ tầng tài chính và luật pháp cũng hỗ trợ hiệu quả cho việc tiếp cận vốn vay dài hạn cho DN. Trong đó, các chính sách nêu hỗ trợ thị trường chứng khoán chủ yếu làm lợi cho DN lớn, ngược lại các chính sách hỗ trợ hệ thống ngân hàng phát triển sẽ tạo điều kiện cho DN nhỏ tiếp cận vốn dài hạn.

Faulkender và Petersen (2006), Sufi (2009) và Custodio và cộng sự (2013) cũng phân tích các nhân tố liên quan đến yếu tố nguồn cung tín dụng. Custodio và cộng sự (2013) ghi nhận xu hướng các DN Mỹ sử dụng nợ ngắn hạn nhiều hơn. Việc

giảm kỳ hạn nợ không phải do DN không muốn vay nợ dài hạn, mà do yếu tố cung vốn vay trong thị trường trái phiếu. Ngoài ra, các kết quả còn cho thấy việc giảm kỳ hạn nợ làm tăng nguy cơ kiệt quệ tài chính trước các cú sốc tín dụng và thanh khoản.

Lemma (2012) cho thấy yếu tố vĩ mô như lạm phát, tăng trưởng GDP hay mức độ phát triển các thể chế tài chính như trình độ phát triển của khu vực ngân hàng và thị trường chứng khoán có ảnh hưởng đến kỳ hạn nợ của DN. Theo Lemma (2012), lĩnh vực ngân hàng càng phát triển thì DN có kỳ hạn nợ càng ngắn trong khi lĩnh vực chứng khoán phát triển thì DN chọn kỳ hạn nợ dài hơn, thống nhất với Giannetti (2003). Antoniou và cộng sự (2006) còn cho thấy tầm quan trọng của các yếu tố vĩ mô như thị trường chứng khoán và biến động lãi suất cho vay đối với kỳ hạn nợ DN.

Fan và cộng sự (2010) nghiên cứu tác động của các định chế đối với cấu trúc vốn và kỳ hạn nợ đối với 36.767 DN tại 39 quốc gia đã và đang phát triển từ 1991 đến 2006. Kết quả cho thấy mức độ tham nhũng, hệ thống pháp luật và thuế đã giải thích khá tốt sự khác biệt về đòn bẩy tài chính và kỳ hạn nợ của các DN ở các quốc gia. Cụ thể, DN ở quốc gia có hệ thống ngân hàng phát triển có nợ ngắn hạn nhiều hơn, trong khi DN tại các nước có các quỹ đầu tư hưu trí phát triển lại sử dụng nợ dài hạn nhiều hơn. Các quốc gia ở nước có tham nhũng cao sử dụng nhiều nợ, trong đó chủ yếu là nợ ngắn hạn, trong khi các DN với hệ thống pháp luật bảo vệ quyền lợi của chủ nợ thường có nhiều vốn cổ phần hơn, và có nhiều nợ dài hạn.

Nghiên cứu của Gonzalez và cộng sự (2015) cho thấy mức độ bảo hộ quyền lợi của chủ nợ có tương quan cùng chiều với mức nợ dài hạn của DN. Điều này cho thấy thị trường có các đạo luật bảo vệ chặt chẽ quyền lợi của chủ nợ thì DN có xu hướng vay nhiều nợ dài hạn hơn. Sự bảo hộ quyền lợi của chủ nợ giúp các đối tượng này nhận được nhiều lợi ích hơn trong trường hợp DN phá sản, giảm được rủi ro cho chủ nợ và tăng khả năng thu hồi nợ. Mặt khác, việc quyền lợi chủ nợ được bảo hộ còn giúp hạn chế khả năng các DN tham gia vào các dự án có rủi ro quá lớn hoặc thực hiện chiến lược “thay thế tài sản”. Kết quả trong nghiên cứu của Gonzalez và cộng sự (2015) thống nhất với kết quả của Qian và Strahan (2007).

Gonzalez và cộng sự (2015) còn cho thấy khi khủng hoảng tài chính xảy ra, CTKHN DN giảm mạnh nhất ở các thị trường mà ngân hàng đóng vai trò then chốt

trong việc cung cấp tín dụng cho tư nhân, và các DN lớn có CTKHN giảm ít hơn so với các DN nhỏ trong giai đoạn khủng hoảng. Các bằng chứng này có hàm ý cho thấy các DN nhỏ bị ảnh hưởng nhiều hơn do các ngân hàng chỉ muốn cho vay dài hạn đối với các DN lớn, trong khi các DN nhỏ phụ thuộc quá nhiều vào nguồn cung tín dụng của các ngân hàng.

Như vậy, tổng hợp các nghiên cứu xem xét các yếu tố vi mô cũng như vĩ mô đã đạt được một số kết quả nhất định, giúp nhận diện các yếu tố có khả năng giải thích tốt đối với CTKHN DN. Tuy nhiên, tất cả các nghiên cứu trên có một điểm chung là giả định tác động của các biến giải thích đối với biến phụ thuộc không thay đổi bất kể DN đang có CTKHN ngắn hạn hay dài hạn. Zhao (2014) là nghiên cứu đầu tiên không giả định chặt chẽ như vậy. Zhao cho thấy ở mức trung bình các DN có quy mô lớn hơn, ít biến động, có khả năng tiếp cận thị trường trái phiếu, mức tăng trưởng chậm hơn, có đòn bẩy tài chính cao hơn và có kỳ hạn tài sản dài sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn. Thu nhập bất thường làm giảm kỳ hạn nợ (lý thuyết phát tín hiệu), dòng tiền làm tăng kỳ hạn nợ, chênh lệch lãi vay ngắn và dài hạn có quan hệ ngược chiều với kỳ hạn nợ. Các DN bị HCTC có khuynh hướng sử dụng nợ ngắn hạn nhiều hơn. Zhao (2014) còn áp dụng phương pháp hồi quy phân vị và cho thấy mối quan hệ giữa kỳ hạn nợ và các nhân tố ảnh hưởng thay đổi tùy thuộc vào DN đang có CTKHN ngắn hay dài hạn. Trong đó, tại các CTKHN ngắn hạn và dài hạn (tương ứng với tỷ lệ nợ ngắn hạn rất cao và rất thấp) thì các ảnh hưởng của các nhân tố đối với kỳ hạn nợ lại càng khác so với mức trung bình.

Bảng 2.1: Tổng hợp các nghiên cứu về tác động của các biến đến CTKHN

Biến giải thích	Tác động dương lên CTKHN	Tác động âm lên CTKHN	Không có ý nghĩa
Kỳ hạn tài sản (Lý thuyết Khớp kỳ hạn)	Stohs & Mauer (1996), Costa và cộng sự (2014), Brockman & cộng sự (2010), Ozkan (2002), Shah và Khan (2009), Cai và		Trần Thị Thùy Linh & Nguyễn Thanh Nhã (2017)

	cộng sự (2008), Ngô Văn Toàn & Phạm Thị Thu Hồng (2015), Zhao (2014), Lemma & Negash (2012),		
Cơ hội tăng trưởng (Lý thuyết CPNDD)	Stohs & Mauer (1996), Datta cộng sự (2005), Cai và cộng sự (2008), Krishnankutty và Chakraborty (2014)	Barclay & Smith (1995), Guedes & Opler (1996), Zhao (2014)	Shah và Khan (2009), Trần Thị Thùy Linh & Nguyễn Thanh Nhã (2017)
Quy mô (Lý thuyết CPNDD)	Barclay & Smith (1995), Stohs & Mauer (1996), Shah và Khan (2009), Cai và cộng sự (2008), Fan và cộng sự (2010), Zhao (2014), Trần Thị Thùy Linh & Nguyễn Thanh Nhã (2017), Nguyễn Thanh Nhã (2018), Lemma và Negash (2012), Costa và cộng sự (2014)	Scherr & Hulburt (2001), Guedes & Opler (1996)	
Tỷ lệ nợ (Lý thuyết rủi ro thanh khoản)	Stohs & Mauer (1996), Scherr & Hulburt (2001), Johnson (2003), Datta cộng sự (2005), Custodio và cộng sự (2013), Krishnankutty và Chakraborty (2014), Lemma & Negash (2012)	Johnson (2003), Billet cộng sự (2007), Trần Thị Thùy Linh & Nguyễn Thanh Nhã (2017)	

Chất lượng tín dụng (Lý thuyết phát tín hiệu)	Fan và cộng sự (2010), Ruan và cộng sự (2014), Cai và cộng sự (2008)	Mitchell (1991), Goyal & Wang (2013), Barclay và Smith (1985), Deesomsak và cộng sự, 2009), Stohs & Mauer (1996)	Ozkan (2002), Shah và Khan (2009), Trần Thị Thùy Linh & Nguyễn Thanh Nhã (2017)
Cấu trúc kỳ hạn lãi suất (LT định thời điểm phát hành nợ & lý thuyết thuế)	Johnson (2003), Cai và cộng sự (2008), Deesomsak và cộng sự (2009), Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã (2017)	Barclay & Smith (1995), Guedes & Opler (1996), Datta và cộng sự (2005), Custodio và cộng sự (2013)	
Thuế (Lý thuyết thuế)	Cai và cộng sự (2008), Deesomsak và cộng sự (2009a), Trần Thị Thùy Linh & Nguyễn Thanh Nhã (2017)	Stohs & Mauer (1996), Shah và Khan (2009), Krishnankutty và Chakraborty (2014), Ngô Văn Toàn và Phạm Thị Thu Hồng (2015), Zhao 2014, Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã (2017)	Ozkan (2002)
Thanh khoản (Lý thuyết rủi ro thanh khoản)	Cai và cộng sự (2008), Ngô Văn Toàn và Phạm Thị Thu Hồng (2015), Trần Thị Thùy Linh & Nguyễn Thanh Nhã (2017)	Krishnankutty và Chakraborty (2014)	

Tài sản hữu hình (Lý thuyết CPNDD)	Fan và cộng sự (2010), Trần Thị Thùy Linh & Nguyễn Thanh Nhã (2017)		
---	---	--	--

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

2.3.3. Nghiên cứu thực nghiệm về vai trò của cấu trúc kỳ hạn nợ đối với hiệu quả doanh nghiệp

Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả DN đã được nghiên cứu rộng rãi trong các nghiên cứu trước. Modigliani và Miller (1958) cho rằng trong một số điều kiện nhất định, chẳng hạn như không có thuế, không có chi phí giao dịch liên quan đến phát hành nợ và không có thông tin bất cân xứng, cấu trúc vốn không có tác động đến giá trị của DN. Tuy nhiên theo Modigliani và Miller (1963), sử dụng nợ để tài trợ cho đầu tư sẽ có ảnh hưởng đến giá trị DN do sự tồn tại của thuế. Lý thuyết đánh đổi cho rằng mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của DN là kết quả đánh đổi giữa lợi ích thuế từ đòn bẩy tài chính và chi phí phá sản do nợ (Scott, 1977). Mặt khác, lý thuyết trật tự phân hạng dự đoán rằng các DN có lợi nhuận có xu hướng phụ thuộc nhiều hơn vào tài chính nội bộ thay vì nợ, do các nguồn tài trợ có các mức bất cân xứng thông tin khác nhau nên có chi phí khác nhau (Myers và Majluf, 1984).

Ngoài nghiên cứu về tác động của nợ nói chung đến hiệu quả DN, một hướng nghiên cứu khác xem xét mối quan hệ chi tiết hơn giữa nợ ngắn hạn và dài hạn và hiệu quả DN. Twairish (2014) nghiên cứu tác động của nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và tổng nợ đến hiệu quả DN đo bằng ROA và ROE, sử dụng mẫu 74 DN Ả Rập trong giai đoạn 2004-2012. Các thước đo này đều được chuẩn hóa bằng cách chia cho tổng tài sản. Kết quả cho thấy tất cả các thước đo nợ đều có tác động tiêu cực đến hiệu quả DN đo bằng ROA, trong khi riêng nợ dài hạn có ảnh hưởng tiêu cực đến ROE.

Toraman và cộng sự (2013) nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của các DN sản xuất ở Thổ Nhĩ Kỳ trong giai đoạn 2005-2011. Các tác giả này cũng xem xét các thước đo cấu trúc vốn là nghĩa vụ ngắn hạn trên tổng tài sản và nghĩa vụ dài hạn trên tổng tài sản và ROA là thước đo hiệu quả. Kết quả cũng cho thấy cả hai thước đo kỳ hạn nợ có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả DN.

Zeitun và Tian (2007) cho thấy tác động tiêu cực của cả nợ ngắn hạn và dài hạn đến hiệu quả hoạt động, sử dụng mẫu gồm 167 DN Jordan trong năm 1989-2003. Các thước đo về cấu trúc vốn có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả DN đo bằng các thước đo kế toán và thị trường. Ngoài ra các tác giả còn cho thấy khủng hoảng Vùng Vịnh năm 1990 – 1991 có tác động xấu đến hiệu quả của các DN Jordan.

Nguyen và Nguyen (2015) đã thực hiện nghiên cứu về tác động của nợ đến hiệu quả DN cho 147 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2006 - 2014. Nghiên cứu này cũng sử dụng các thước đo tổng nợ trên tổng tài sản, và nợ ngắn hạn và nợ dài hạn trên tổng tài sản. Kết quả cho thấy cả 3 thước đo về nợ đều có tương quan ngược chiều đến hiệu quả DN.

Zeitun và Haq (2015) kiểm định mối quan hệ giữa kỳ hạn nợ đối với hoạt động của 400 DN ở Qatar, Oman, Kuwait, UAE và Bahrain từ năm 2004 đến 2012. Zeitun và Haq thấy rằng cả nợ dài hạn và ngắn hạn đều có tác động tiêu cực đến hiệu suất của công ty và tác động của nợ ngắn hạn đến hiệu quả DN đặc biệt tiêu cực trong giai đoạn hậu khủng hoảng. Những kết quả này xác nhận ảnh hưởng tiêu cực của cả nợ ngắn hạn và dài hạn đối với hiệu quả của DN.

Salim và Yadav (2012) sử dụng các thước đo là ROA, ROE và EPS và Tobin Q để đo lường hiệu quả của 237 DN niêm yết trên sàn chứng khoán Bursa Malaysia. Kết quả cũng cho thấy có mối tương quan ngược chiều giữa các thước đo hiệu quả ROA, ROE và EPS và các thước đo của nợ (nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và tổng nợ trên tổng tài sản). Tuy nhiên, nợ ngắn hạn và nợ dài hạn trên tổng tài sản lại có tương quan dương với Tobin Q, làm tăng hiệu quả theo thước đo thị trường. Đây là một trong số rất ít nghiên cứu tìm thấy tác động tích cực của nợ ngắn hạn và dài hạn, nhưng kết quả tích cực này chỉ xuất hiện với thước đo thị trường là Tobin Q.

Có thể thấy đa phần các nghiên cứu về tác động của kỳ hạn nợ đến hiệu quả DN, và nhìn chung đều ghi nhận tác động tiêu cực của cả nợ ngắn hạn và dài hạn đến hiệu quả DN. Tuy nhiên, những phát hiện trong các nghiên cứu sử dụng tỷ lệ nợ dài hạn hoặc ngắn hạn trên tổng tài sản (Zeitun và Tian, 2007; Nguyen và Nguyen, 2015; Zeitun và Haq, 2015) có thể sai lệch trong một số trường hợp. Ví dụ, nếu một DN có tỷ lệ nợ ngắn hạn cao trên tổng tài sản, thì đó chắc chắn là một công ty có đòn bẩy

cao; do đó, ít nhất là tác động của đòn bẩy nói chung và đòn bẩy ngắn hạn nói riêng đến hiệu suất của công ty gần như không thể phân biệt được. Do đó, các nghiên cứu nhằm tìm ra tác động của kỳ hạn nợ đối với hoạt động của công ty, do đó, nên sử dụng các thước đo khác như nợ dài hạn để tổng nợ cho mục đích này (ví dụ, Jiraporn và Tong, 2010)). Điều này là do tổng các tỷ lệ nợ dài hạn và ngắn hạn trên tổng tỷ lệ nợ luôn là một, có nghĩa là hai tỷ lệ này phát triển theo hướng ngược lại. Do đó, các tình huống cả nợ dài hạn và nợ ngắn hạn có ảnh hưởng tương tự đến giá trị DN ít có khả năng và các phát hiện ít gây nhầm lẫn về việc nên sử dụng nợ ngắn hạn hay dài hạn để nâng cao giá trị DN.

2.4. Các khoảng trống nghiên cứu và hướng nghiên cứu của luận án

Từ phần tổng hợp các nghiên cứu liên quan, tác giả nhận thấy có ba khoảng trống lớn được trình bày tuần tự như sau. Đầu tiên, trừ Zhao (2014), tất cả các nghiên cứu về CTKHN được thực hiện dựa trên giả định tác động của các nhân tố là như nhau trên toàn bộ phân phối của biến phụ thuộc là CTKHN. Điều này có thể là nguyên nhân dẫn đến các nghiên cứu trước có kết quả không thống nhất về tác động của các nhân tố đến CTKHN. Lý thuyết chỉ ra ở các CTKHN ngắn và dài hạn, DN có các mức độ rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện khác nhau. Cho đến nay mới có nghiên cứu của Zhao (2014) tại Mỹ cung cấp bằng chứng thực nghiệm xác nhận tác động của các yếu tố thay đổi tùy thuộc DN đang có CTKHN dài hạn hoặc ngắn hạn. Demircuc-Kunt và Maksimovic (1999) cho thấy các quốc gia với trình độ phát triển và điều kiện kinh tế vĩ mô khác nhau có các CTKHN khác nhau: có sự khác biệt rất lớn về đặc điểm phát triển của thị trường vốn, các định chế và cơ chế pháp lý dẫn đến khác biệt lớn về chi phí tương đối của chi phí người đại diện và rủi ro thanh khoản. Do đó kết quả của Zhao (2014) có thể sẽ rất khác nếu áp dụng mô hình này vào quốc gia đang phát triển, và những nghiên cứu tương tự như Zhao (2014) cho thị trường đang phát triển là rất cần thiết.

Luận án sẽ thực hiện kiểm định lý thuyết về CTKHN đối với mẫu gồm các DN ở các quốc gia đang phát triển ASEAN, và sử dụng phương pháp hồi quy phân vị để giải quyết khoảng trống nghiên cứu nêu trên. Theo đó, luận án này đóng vai trò kiểm định “ngoài mẫu” cho các lý thuyết hiện hữu có xét đến yếu tố CTKHN ngắn

hạn hay dài hạn, hướng tiếp cận vốn chỉ mới được thực hiện tại Mỹ trong Zhao (2014). Do đặc điểm của Mỹ và các quốc gia rất khác với các nước đang phát triển nên vai trò kiểm định này càng cần thiết. Hơn nữa, nghiên cứu về CTKHN cho các nước đang phát triển ở ASEAN chưa có, trong khi các quốc gia này có mức tăng trưởng kinh tế cao và vững vàng. Đây là các đặc trưng khác biệt với các quốc gia hay nhóm quốc gia khác trong các nghiên cứu trước đây.

Khi xét tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến CTKHN tại các CTKHN dài hạn và ngắn hạn tại thị trường ASEAN, chúng ta sẽ xác định một cách gián tiếp các DN quan tâm đến yếu tố nào nhiều hơn: nhân tố đang xét, rủi ro thanh khoản hay chi phí người đại diện. Ví dụ, theo lý thuyết DN có kỳ hạn tài sản dài sẽ ưu tiên sử dụng nợ dài hạn để khớp kỳ hạn tài sản đang tăng lên. Nhưng động cơ khớp kỳ hạn này liệu có giảm khi DN đã có nhiều nợ dài hạn hay không? Nếu DN đang có CTKHN dài hạn nhưng quan tâm đến khớp kỳ hạn tài sản hơn việc xử lý chi phí người đại diện thì vẫn tiếp tục vay nhiều nợ dài hạn để khớp với kỳ hạn tài sản đang tăng. Nếu DN đang có CTKHN dài hạn và quan tâm đến xử lý chi phí người đại diện thì sẽ giảm vay nợ dài hạn dù kỳ hạn tài sản đang tăng lên.

Thứ hai, tác giả nhận thấy việc kết hợp thêm yếu tố HCTC vào các mô hình giải thích CTKHN là rất quan trọng. Các nghiên cứu trước đánh giá tác động của các biến đến CTKHN ở mức trung bình, hoặc chỉ cho thấy các DN ít HCTC có CTKHN dài hơn mà chưa tập trung đưa ra các phân tích về lý do dẫn đến chênh lệch hơn. Luận án sẽ xem xét vai trò của HCTC theo hai phương diện. Đầu tiên, các nghiên cứu trước chưa xét ảnh hưởng của HCTC có làm thay đổi tác động của các nhân tố đối với CTKHN tại các CTKHN ngắn hạn và dài hạn tại thị trường các nước đang phát triển. Luận án này sẽ xem xét HCTC có làm thay đổi tác động của tất cả các biến giải thích trong mô hình, tại các CTKHN dài hạn và ngắn hạn. Nói cách khác, tác giả sẽ tìm hiểu các động cơ tránh rủi ro thanh khoản tại CTKHN ngắn và chi phí người đại diện tại CTKHN dài hạn có thay đổi khi DN có các mức độ HCTC khác nhau.

Tiếp theo, nhiều nghiên cứu đã chỉ ra HCTC dẫn đến DN sẽ có các chiến lược khác nhau về CTKHN, và sẽ dẫn đến chênh lệch về CTKHN giữa các nhóm DN phân loại theo tiêu chí HCTC. Theo lược khảo của tác giả, chưa có nghiên cứu định lượng

yếu tố nào đặc biệt quan trọng trong giải thích chênh lệch trong CTKHN trung bình giữa 2 nhóm DN ít hay nhiều HCTC. Luận án sẽ phân rõ chênh lệch về CTKHN thành hai phần là chênh lệch giải thích được và không giải thích được. Chênh lệch giải thích được là phần chênh lệch về CTKHN do bản thân giá trị trung bình của các biến giải thích trong mô hình của hai nhóm DN có ít và có nhiều HCTC. Chênh lệch không giải thích được là do hệ số của các biến khác nhau giữa 2 nhóm DN có ít và có nhiều HCTC.

Định lượng được các phần đóng góp này tạo ra các cơ sở khoa học cho các kiến nghị nhằm thu hẹp chênh lệch về CTKHN giữa hai nhóm DN, tạo điều kiện cho các DN có nhiều HCTC vay được nhiều nợ dài hạn hơn. Cụ thể hơn, DN có nhiều HCTC nên chú trọng vào cải thiện yếu tố nào hay nên thay đổi nhận thức về tầm quan trọng của yếu tố nào hay không, để đạt được CTKHN tương đồng với CTKHN của DN có ít HCTC. Đây sẽ là nghiên cứu đầu tiên áp dụng phương pháp Oaxaca - Blinder (Oaxaca, 1973; Blinder, 1973) nhằm khắc phục hạn chế về việc thiếu các nghiên cứu định lượng một cách chi tiết đóng góp của từng biến đối với chênh lệch CTKHN của hai nhóm DN có ít và có nhiều HCTC. Đây cũng là khía cạnh thứ hai về vai trò của HCTC trong giải thích CTKHN của các DN thuộc các quốc gia đang phát triển.

Thứ ba, đến nay vẫn chưa có nghiên cứu tác động phi tuyến tính của CTKHN đối với hiệu quả DN. Các nghiên cứu trước đây chỉ đánh giá tác động tuyến tính của CTKHN đối với giá trị DN (như Jiraporn và Tong, 2010). Tuy nhiên, rõ ràng nếu bản thân DN ngần ngại vay thêm nợ dài hạn khi đã có CTKHN dài và không muốn vay thêm nợ ngắn hạn khi có CTKHN ngắn hạn thì CTKHN có thể sẽ có tác động phi tuyến đối với hiệu quả/giá trị DN. Cụ thể, nợ dài hạn nếu được sử dụng ở dưới một ngưỡng nhất định sẽ có tác động tích cực với giá trị DN (giúp giảm rủi ro thanh khoản, đảm bảo chủ động và linh hoạt trong kế hoạch kinh doanh); nhưng nếu nợ dài hạn sử dụng quá nhiều thì khả năng là chi phí người đại diện sẽ tăng cao, do đó có thể làm giảm giá trị DN. Luận án sẽ xem xét tác động phi tuyến này, và bổ sung xem xét liệu quan hệ phi tuyến này có khác nhau giữa các nhóm DN có ít và có nhiều HCTC. Kết quả phân tích quan hệ giữa CTKHN và hiệu quả DN trong luận án có nhiều vai trò quan trọng. Thứ nhất, kết quả xác nhận tính phi tuyến củng cố thêm tính vững của

kết quả phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến CTKHN, đặc biệt là rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện. Thứ hai, kết quả đảm bảo các đề xuất phù hợp trên cơ sở liên hệ đến giá trị / hiệu quả DN, là mục tiêu sau cùng của các quyết định về tài chính của DN. Cuối cùng, kết quả phần này cũng giúp lấp đầy khoảng trống nghiên cứu thực nghiệm về tác động phi tuyến nêu trên.

Tóm tắt chương 2

Chương 2 đã trình bày tổng quan các nghiên cứu về lý thuyết và thực nghiệm về CTKHN của DN. Từ đó, ba khoảng trống nghiên cứu đã được xác định, gồm có:

(1) Khoảng trống về việc phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến CTKHN tại các CTKHN dài hạn và ngắn hạn ở các quốc gia đang phát triển (ASEAN);

(2) Khoảng trống về tương tác của HCTC đối với CTKHN, phân tích theo hai hướng: Một, mối quan hệ giữa các nhân tố ảnh hưởng đến CTKHN ở các CTKHN dài hạn và ngắn hạn khác nhau như thế nào giữa hai nhóm DN có ít và có nhiều HCTC; Hai, lấp đầy khoảng trống về mặt định lượng cụ thể đóng góp của các biến giải thích đối chênh lệch về CTKHN của hai nhóm DN có ít và có nhiều HCTC.

(3) Khoảng trống về phân tích tác động phi tuyến tính của CTKHN đến hiệu quả của DN.

Các khoảng trống này được tác giả khai thác bằng các giả thuyết và mô hình và kiểm định bằng các phương pháp được nêu cụ thể trong chương 3.

CHƯƠNG 3

GIẢ THUYẾT, MÔ HÌNH VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Chương 3 trình bày các giả thuyết, mô hình và phương pháp nghiên cứu để giải quyết các khoảng trống nghiên cứu đã nêu ở chương 2. Các giả thuyết được chia làm bốn nhóm: (1) tác động trung bình của các yếu tố đến CTKHN, (2) tác động của các yếu tố đến CTKHN ở CTKHN ngắn hạn và dài hạn, (3) ảnh hưởng của yếu tố HCTC đối với mối quan hệ giữa các nhân tố và CTKHN, (4) tác động của CTKHN đến hiệu quả DN.

3.1. Các giả thuyết

3.1.1. Nhóm giả thuyết 1 về tác động trung bình của các biến đến cấu trúc kỳ hạn nợ

Dựa vào các lý thuyết và tổng hợp các nghiên cứu thực nghiệm, tác giả đưa ra các giả thuyết về kỳ vọng về tác động ở mức trung bình của các yếu tố sau đến CTKHN như sau:

Giả thuyết 1.1 (Quy mô - size):

Theo lý thuyết về chi phí người đại diện, quy mô DN càng lớn càng ít có bất cân xứng thông tin, làm giảm chi phí người đại diện. DN lớn cũng thường có nhiều tài sản hữu hình hơn, có thể làm tài sản thế chấp từ đó tạo được niềm tin cho chủ nợ cho vay nợ dài hạn. Vì thế, nghiên cứu kỳ vọng có tương quan cùng chiều giữa quy mô DN và CTKHN (Stephan và cộng sự, 2011; Cai và cộng sự, 2008; Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã, 2017; Nguyễn Thanh Nhã, 2018; Ngô Văn Toàn và Phạm Thị Thu Hồng, 2015).

Giả thuyết 1.1: quy mô DN có tương quan dương với CTKHN.

Giả thuyết 1.2 (Kỳ hạn tài sản – asset maturity):

Theo lý thuyết khớp kỳ hạn, DN sẽ khớp kỳ hạn tài sản và kỳ hạn nợ để làm giảm rủi ro nảy sinh khi dòng tiền của tài sản và nợ không phù hợp nhau. Ngoài ra, khớp kỳ hạn tài sản cũng là một cách tốt để kéo dài CTKHN mà không làm tăng chi phí người đại diện quá nhiều (Myers, 1977). Hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm cũng cho thấy có tương quan dương và có ý nghĩa thống kê giữa kỳ hạn tài sản và

CTKHN (Stohs & Mauer (1996), Costa và cộng sự (2014), Brockman & cộng sự (2010), Ozkan (2002), Shah và Khan (2009), Cai và cộng sự (2008), Ngô Văn Toàn & Phạm Thị Thu Hồng (2015), Zhao (2014), Lemma & Negash (2012)). Do đó, luận án kỳ vọng có tương quan cùng chiều giữa kỳ hạn tài sản và CTKHN của DN.

Giả thuyết 1.2: Kỳ hạn tài sản có tương quan dương với CTKHN.

Giả thuyết 1.3 (Tỷ lệ nợ - leverage):

Theo lý thuyết rủi ro thanh khoản thì DN có tỷ lệ nợ cao có xu hướng vay nợ dài hạn nhiều hơn để hạn chế rủi ro thanh khoản (Morris, 1975; Stohs và Mauer, 1996). Tuy nhiên, các nghiên cứu như Myers (1977) và Dennis và cộng sự (2000) cho rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ nợ và CTKHN là do DN muốn xử lý chi phí người đại diện. Các tác giả này cho rằng, ngoài việc giảm CTKHN, DN có thể thực hiện giảm đòn bẩy tài chính để tránh các quyết định đầu tư dưới mức. Do đó nếu mục tiêu của DN là giảm chi phí người đại diện liên quan đến vấn đề đầu tư dưới mức thì DN có thể chọn giữa giảm tỷ lệ nợ và rút ngắn CTKHN, nghĩa là mối tương quan giữa đòn bẩy tài chính và CTKHN là ngược chiều. Luận án kỳ vọng về tương quan cùng chiều giữa tỷ lệ nợ và CTKHN, vì đa số các nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra mối quan hệ cùng chiều của tỷ lệ nợ và CTKHN, do đó ủng hộ lý thuyết về rủi ro thanh khoản (Stohs & Mauer (1996), Scherr & Hulburt (2001), Johnson (2003), Datta cộng sự (2005), Custodio và cộng sự (2013), Krishnankutty và Chakraborty (2014), Lemma & Negash (2012)).

Giả thuyết 1.3: Tỷ lệ nợ có tương quan dương với CTKHN.

Giả thuyết 1.4 (Tài sản thanh khoản - liquidity):

Tài sản thanh khoản có khả năng chuyển đổi thành tiền dễ dàng khi DN cần với chi phí thấp, như khi gặp phải tình trạng kiệt quệ tài chính. Nếu DN có nhiều tài sản thanh khoản thì có thể vay được nợ bên ngoài dễ dàng hơn vì nó giúp đảm bảo khả năng trả nợ và lãi vay (Stephan và cộng sự, 2011), đặc biệt là tài sản thanh khoản dễ chuyển thành tiền mặt khi buộc phải thanh lý cho chủ nợ trong trường hợp phá sản (Myers và Rajan, 1998). Do đó, theo lý thuyết rủi ro thanh khoản sẽ có mối quan hệ cùng chiều giữa tài sản thanh khoản và CTKHN.

Tuy vậy, cũng theo Myers và Rajan (1998) chủ nợ cũng có thể ngần ngại cho vay nợ dài hạn đối với những DN có nhiều tài sản thanh khoản vì các DN này có thể tẩu tán tài sản, chuyển chúng thành tiền và sử dụng vào việc riêng mà không trả nợ. Tài sản cố định vì thế tạo điều kiện cho chủ nợ có nhiều thời gian đánh giá tình hình tài chính, cũng như chi trả cho khoản nợ. Vì vậy, ngoài tương quan cùng chiều thì thanh khoản của DN có thể có tương quan ngược chiều với CTKHN của DN. Tác giả kỳ vọng tài sản DN càng thanh khoản thì DN càng vay được nhiều nợ dài hạn theo đa số nghiên cứu thực nghiệm trước đây (Cai và cộng sự, 2008; Stephan và cộng sự, 2011).

Giả thuyết 1.4: Thanh khoản có tương quan dương với CTKHN.

Giả thuyết 1.5 (Cơ hội tăng trưởng - growth):

Các DN có nhiều cơ hội tăng trưởng được cho là có nhiều chi phí người đại diện và có bất cân xứng thông tin cao. Theo Myers (1977), các DN nhiều cơ hội tăng trưởng cần nợ ngắn hạn để xử lý bất cân xứng thông tin. Tuy vậy, Cai và cộng sự (2008) cho thấy vấn đề đầu tư quá mức đáng quan tâm hơn so với dưới mức tại Trung Quốc, một quốc gia có tốc độ tăng trưởng kinh tế cao. Do các quốc gia đang phát triển ASEAN cũng là các quốc gia có tốc độ tăng trưởng kinh tế tốt, vấn đề đầu tư quá mức cũng có thể được quan tâm nhiều hơn và DN có thể cần nợ dài hạn để kiểm soát vấn đề đầu tư quá mức. Tuy nhiên, trong luận án này tác giả kỳ vọng cơ hội tăng trưởng có tương quan âm với CTKHN do DN ở các quốc gia đang phát triển gặp nhiều vấn đề chi phí người đại diện và có bất cân xứng thông tin nghiêm trọng do tiêu chuẩn công bố thông tin chưa cao. Tương quan âm giữa hai biến này cũng là kết quả thường thấy hơn so với tương quan dương trong các nghiên cứu thực nghiệm.

Giả thuyết 5: Cơ hội tăng trưởng có tương quan âm với CTKHN.

Giả thuyết 1.6 (Thuế - tax):

Yếu tố thuế có tương quan cùng chiều hay ngược chiều với CTKHN tùy thuộc lý thuyết được sử dụng. Kane và cộng sự (1985) cho rằng có mối tương quan ngược chiều giữa thuế suất và CTKHN khi DN cân nhắc lợi ích (tắt chần thuế) và tổn thất (rủi ro phá sản, chi phí vay nợ) từ việc vay nợ. Qua đó, DN sẽ kéo dài CTKHN để lợi ích thuế từ vay nợ không ít hơn so với chi phí phát hành nợ được phân bổ trong mỗi

kỳ. Theo kỳ vọng của các tác giả này thì tương quan giữa CTKHN và thuế suất thu nhập DN là âm.

Tuy nhiên, theo Brick và Ravid (1985, 1991) trong trường hợp chắc chắn cũng như không chắc chắn về lãi suất vay trong tương lai, DN sẽ được lợi nếu sử dụng nợ dài hạn nếu đường cong kỳ hạn lãi suất (term structure of interest rates) dốc lên vì nợ dài hạn lúc này sẽ tạo tấm chắn thuế có giá trị cao hơn (làm giảm nghĩa vụ thuế) và làm tăng giá trị thị trường của DN. Theo dự đoán của Brick và Ravid (1985, 1991) thì thuế suất DN và CTKHN có tương quan cùng chiều.

Tương quan ngược chiều giữa CTKHN và thuế suất được kỳ vọng trong luận án, do kết quả thực nghiệm thường ủng hộ tương quan ngược chiều (Shah và Khan (2009), Krishnankutty và Chakraborty (2014), Ngô Văn Toàn và Phạm Thị Thu Hồng (2015), Zhao (2014), Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã (2017)).

Giả thuyết 1.6: Thuế thu nhập DN có tương quan âm với CTKHN.

Giả thuyết 1.7 (Vòng quay tài sản – Turnover):

Lý thuyết phát tín hiệu cho rằng các DN có chất lượng tín dụng càng cao càng muốn sử dụng nợ ngắn hạn để phát tín hiệu về chất lượng này. Do đó, chất lượng tín dụng càng cao thì DN càng tự tin và có nhu cầu phát tín hiệu về chất lượng của mình, để có thể nhận được các lợi ích khi thông tin về chất lượng tín dụng thật sự được tiết lộ (Flannery, 1986). Luận án kỳ vọng tương quan ngược chiều giữa chất lượng tín dụng và CTKHN, thống nhất với kết quả của nhiều nghiên cứu thực nghiệm như Mitchell (1991), Goyal & Wang (2013), Barclay và Smith (1985), Deesomsak và cộng sự (2009), Stohs & Mauer (1996)), do trình độ phát triển của các định chế và thị trường tài chính chưa cao ở các nước đang phát triển ASEAN dẫn đến bất cân xứng thông tin cao. Nghiên cứu này không xem xét giả thuyết của Diamond (1991) về mối quan hệ phi tuyến giữa CTKHN và hạng tín dụng của các DN vì hạng tín dụng của các DN chưa phổ biến ở các quốc gia đang phát triển trong khu vực ASEAN. Tác giả sử dụng biến Vòng quay tài sản để đại diện cho chất lượng tín dụng của DN.

Giả thuyết 1.7: Vòng quay tài sản có tương quan âm với CTKHN.

Giả thuyết 1.8 (Cấu trúc kỳ hạn lãi suất - term structure of interest rates):

Theo lý thuyết định thời điểm, các DN có nhu cầu khai thác thị trường bằng cách tranh thủ vay nợ ngắn hạn khi nợ ngắn hạn có lãi suất thấp hơn nợ dài hạn để làm giảm chi phí vốn trung bình. Tuy nhiên theo lý thuyết thuế, DN nên sử dụng nhiều nợ dài hạn khi cấu trúc kì hạn của lãi suất dốc lên, vì khi đó lợi ích DN nhận được từ thuế sẽ tăng và giá trị cũng tăng lên (Brick & Ravid, 1985). Nghiên cứu của Deesomsak và cộng sự (2009) cho các quốc gia phát triển và đang phát triển và Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã (2017) cho Việt Nam cho thấy có mối quan hệ cùng chiều của CTKHN và cấu trúc kỳ hạn lãi suất. Thống nhất với các nghiên cứu trên, tác giả cũng đưa ra kỳ vọng mối quan hệ ngược chiều giữa cấu trúc kỳ hạn lãi suất và CTKHN.

Giả thuyết 1.8: Cấu trúc kỳ hạn lãi suất có tương quan âm với CTKHN.

Bảng 3.1: Tổng hợp về tác động trung bình của các yếu tố đến CTKHN

Biến	Kỳ vọng dấu trung bình	Lý thuyết
Quy mô (Size)	+	Chi phí NDD
Cơ hội tăng trưởng (Growth)	-	Chi phí NDD
Kỳ hạn tài sản (Assetmat)	+	Khớp kỳ hạn
Vòng quay tài sản (Turnover)	-	Phát tín hiệu
Thuế (Tax)	-	Thuế theo Kane và cộng sự (1985)
Tỷ lệ nợ (Leverage)	+	Rủi ro thanh khoản
Cấu trúc kỳ hạn lãi suất (Term)	-	Định thời điểm
Thanh khoản (Liquidity)	+	Rủi ro thanh khoản

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

3.1.2. Nhóm giả thuyết về tác động của các biến ở các cấu trúc kỳ hạn nợ ngắn hạn và dài hạn

Theo Zhao (2014) khi tỷ lệ nợ ngắn hạn trong tổng nợ ở mức cao (CTKHN ngắn hạn), rủi ro thanh khoản và rủi ro phá sản của DN trở nên cao hơn và khiến các DN quan ngại nhiều hơn so với khi ở CTKHN dài hơn. Trong khi đó nếu tỷ lệ nợ dài hạn cao (CTKHN dài hạn) thì chi phí người đại diện cao hơn so với khi ở CTKHN ngắn hạn. Khi tỷ lệ nợ ngắn hạn giảm dần thì rủi ro thanh khoản cũng giảm nhưng chi phí người đại diện lại gia tăng (cùng với việc tỷ lệ nợ dài hạn tăng lên). Các nhân tố có tác động trung bình làm gia tăng nợ dài hạn (hệ số tương quan dương) như quy mô, kỳ hạn tài sản... như ở nhóm giả thuyết 1 có vai trò mạnh hơn, làm tăng nợ dài hạn nhiều hơn khi DN đang có tỷ lệ nợ ngắn hạn cao (gắn với rủi ro thanh khoản cao) (Zhao, 2014).

Ngược lại, các nhân tố có tác động trung bình làm giảm nợ dài hạn (hệ số tương quan âm - xem nhóm giả thuyết 1) có thể phát huy vai trò mạnh hơn khi tỷ lệ nợ dài hạn cao, tương ứng với rủi ro thanh khoản thấp và chi phí người đại diện cao. Các nhân tố có tác động trung bình làm giảm nợ dài hạn (hệ số âm) có mức ảnh hưởng yếu hơn khi DN có CTKHN ngắn hạn do DN không muốn làm tăng thêm rủi ro thanh khoản quá nhiều, cũng như khi chi phí người đại diện thấp thì nhu cầu xử lý bằng nợ ngắn hạn cũng không mạnh như khi ở CTKHN dài hơn.

Giả thuyết 2.1 & 2.2:

Giả thuyết 2.1: Tác động của các nhân tố được kỳ vọng có tương quan cùng chiều với CTKHN sẽ giảm dần khi CTKHN chuyển từ ngắn hạn sang dài hạn.

Giả thuyết 2.2: Tác động của các nhân tố được kỳ vọng có tương quan ngược chiều với CTKHN sẽ tăng dần khi CTKHN chuyển từ ngắn hạn sang dài hạn.

Bảng 3.2: Tổng hợp về tác động của các yếu tố lên CTKHN ở CTKHN ngắn hạn & dài hạn

Biến	Kỳ vọng dấu trung bình	Lý thuyết	Tác động thay đổi khi CTKHN chuyển từ ngắn sang dài hạn
Quy mô (Size)	+	Chi phí NĐD	Giảm mức dương
Cơ hội tăng trưởng (Growth)	-	Chi phí NĐD	Tăng mức âm
Kỳ hạn tài sản (Assetmat)	+	Khớp kỳ hạn	Giảm mức dương
Vòng quay tài sản (Turnover)	-	Phát tín hiệu	Tăng mức âm
Thuế (Tax)	-	Thuế theo Kane và cộng sự (1985)	Tăng mức âm
Tỷ lệ nợ (Leverage)	+	Rủi ro thanh khoản	Giảm mức dương
Cấu trúc kỳ hạn lãi suất (Term)	-	Định thời điểm	Tăng mức âm
Thanh khoản (Liquidity)	+	Rủi ro thanh khoản	Giảm mức dương

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

3.1.3. Nhóm giả thuyết về vai trò của hạn chế tài chính đối với cấu trúc kỳ hạn nợ

Điều cần lưu ý là các giả thuyết 2.1 và 2.2 ở trên dựa vào giả định các DN không gặp HCTC và thực hiện lựa chọn kỳ hạn nợ một cách hợp lý. Điều này nghĩa là các nhà quản lý DN khi chọn lựa CTKHN chỉ căn cứ vào các động lực muốn làm giảm chi phí người đại diện khi có CTKHN dài hạn hay làm giảm rủi ro thanh khoản khi có CTKHN ngắn hạn. Đồng thời, các nguồn vốn vay ngắn và dài hạn bên ngoài sẵn có và có thể tiếp cận bởi mọi DN.

Tuy nhiên, Wong và cộng sự (2009) và Stephan và cộng sự (2011) cho thấy các DN có nhiều HCTC bị động hơn và phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn nội bộ, khó tiếp cận vốn bên ngoài, đặc biệt là khó vay được nợ dài hạn so với nhóm có ít HCTC. Campello và cộng sự (2010) và Vermoesen và cộng sự (2013) cho thấy các DN có nhiều HCTC thậm chí buộc phải cắt giảm đầu tư do khó huy động vốn. Nếu trong thực tế các DN gặp khó khăn trong tiếp cận nợ do gặp phải HCTC (do quy mô DN nhỏ, uy tín chưa nhiều hoặc dòng tiền không đảm bảo) các giả thuyết 2.1 và 2.2 có thể không còn phù hợp. Ví dụ, một DN đang có tỷ lệ nợ ngắn hạn cao và mong muốn gia tăng sử dụng nợ dài hạn để giảm rủi ro thanh khoản hoặc để khớp kỳ hạn tài sản. Nếu DN này không gặp nhiều HCTC các chủ nợ có thể sẵn lòng cho vay nợ dài hạn vì rủi ro tín dụng của các DN này ít hơn. Các DN có nhiều HCTC buộc lòng phải tiếp tục vay nợ ngắn hạn hoặc không vay thêm nợ để tránh làm tăng rủi ro thanh khoản vì các chủ nợ không muốn gánh chịu nhiều rủi ro tín dụng khi cho các DN này vay dài hạn.

Ngược lại, nếu DN đang có tỷ lệ nợ ngắn hạn cao và muốn sử dụng nợ ngắn hạn để ra tín hiệu về chất lượng hoặc để giảm chi phí người đại diện khi có cơ hội tăng trưởng cao thì ngần ngại sử dụng nợ ngắn hạn do không muốn làm tăng thêm rủi ro thanh khoản. Điều này sẽ càng đúng khi DN có nhiều HCTC cao, trong khi DN với ít HCTC thì có thể sẵn sàng tiếp nhận rủi ro thanh khoản và tiếp tục vay nợ ngắn hạn nhờ vào khả năng tài chính tốt hơn (do đó nhất quán với giả thuyết 2.2). Từ các lập luận trên, có thể thấy DN ít HCTC có thể vay thêm nợ ngắn hạn để xử lý chi phí người đại diện và nợ dài hạn để giải quyết rủi ro thanh khoản một cách dễ dàng hơn so với DN nhiều HCTC, nên các DN ít HCTC có thể phản ứng phù hợp hơn với các giả thuyết 2.1 và 2.2. Vì vậy, tác giả đặt ra giả thuyết 3 như sau:

Giả thuyết 3:

Các DN có ít HCTC có hành vi phù hợp hơn với của giả thuyết 2.1 và 2.2. Cụ thể, tác giả kỳ vọng rằng so với các DN có nhiều HCTC, các biến giải thích trong trường hợp nhóm DN có ít HCTC có hệ số phù hợp với các xu hướng sau đây: tác động của các nhân tố được kỳ vọng có tương quan cùng chiều với CTKHN (hệ số dương) sẽ giảm dần khi CTKHN chuyển từ ngắn hạn sang dài hạn (giả thuyết 2.1);

tác động của các nhân tố được kỳ vọng có tương quan ngược chiều với CTKHN (hệ số âm) sẽ tăng dần khi CTKHN chuyển từ ngắn hạn sang dài hạn (giả thuyết 2.2).

3.1.4. Nhóm giả thuyết về tác động của cấu trúc kỳ hạn nợ đến hiệu quả doanh nghiệp

Theo Myers (1977) nợ ngắn hạn đóng vai trò quan trọng trong việc xử lý vấn đề đầu tư dưới mức và thay thế tài sản, nhờ đó giúp làm tăng giá trị DN. Điều này cũng hàm ý khi vay quá nhiều nợ dài hạn, hiệu quả và giá trị của DN có thể bị giảm sút do chi phí người đại diện tăng. Tương tự, theo Zhao (2014) việc các DN hạn chế vay nợ dài hạn khi đang có CTKHN dài hạn cho thấy quá nhiều nợ dài hạn sẽ làm tăng chi phí người đại diện. Tóm lại, khi DN đang có CTKHN dài hạn thì việc sử dụng thêm nợ dài hạn có thể không phù hợp nếu mục tiêu của DN là nhằm làm giảm chi phí người đại diện và tăng hiệu quả DN, và nợ ngắn hạn sẽ có vai trò tốt hơn.

Ngược lại, khi tỷ lệ nợ dài hạn của DN không quá cao, DN có thể quan tâm nhiều hơn đến rủi ro thanh khoản và nợ dài hạn sẽ được ưu tiên sử dụng để xử lý rủi ro thanh khoản. Nếu một DN gặp rủi ro thanh khoản/chi phí phá sản lớn hơn chi phí do các vấn đề người đại diện gây ra, DN sẽ ngần ngại lựa chọn nợ ngắn hạn để xử lý vấn đề chi phí người đại diện (Johnson, 2003), nghĩa là khi CTKHN dưới một ngưỡng nào đó DN sẽ ưu tiên sử dụng nợ dài hạn để làm giảm rủi ro thanh khoản. Ngoài ra, khi vay được nợ dài hạn, các DN có thể chủ động lựa chọn và thực hiện các dự án có lợi nhuận tốt và rủi ro ở mức chấp nhận được, nhờ đó có thể gia tăng giá trị của mình. Dựa trên các lý thuyết và lập luận trên, tác giả đưa ra giả thuyết như sau về tác động của CTKHN lên hiệu quả DN:

Giả thuyết 4:

Nợ dài hạn có tác động phi tuyến đến hiệu quả DN. Dưới một ngưỡng CTKHN nhất định, tăng nợ dài hạn làm tăng hiệu quả DN; trong khi vượt qua ngưỡng này, tăng nợ dài hạn làm giảm hiệu quả DN.

3.2. Các mô hình nghiên cứu

3.2.1. Mô hình nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ

Các nghiên cứu phân tích các yếu tố ảnh hưởng CTKHN thường chọn các biến giải thích như quy mô, đòn bẩy tài chính, cơ hội tăng trưởng, tài sản thế chấp, thuế

suất thuế thu nhập, chênh lệch lãi suất ngắn và dài hạn, kỳ hạn tài sản... và biến phụ thuộc đa số là tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ (Barclay và cộng sự, 1995; Stohs và Mauer, 1996; Cai & cộng sự, 2008; Stephan & cộng sự, 2011; Trần Thị Thùy Linh & Nguyễn Thanh Nhã, 2017...).

Hầu như các nghiên cứu về các nhân tố tác động đến CTKHN sử dụng các mô hình với giả định các hệ số không thay đổi ở bất kỳ phân vị nào của CTKHN. Đến nay chỉ có Zhao (2014) có xét đến việc các hệ số các nhân tố thay đổi phụ thuộc vào mức cao hay thấp của tỷ lệ nợ ngắn hạn/dài hạn trên tổng nợ, nói cách khác là ở các CTKHN dài ngắn khác nhau. Điều này đạt được nhờ sử dụng phương pháp hồi quy phân vị (Quantile regression). Tác giả kế thừa mô hình của Stephan và cộng sự (2011), Cai và cộng sự (2008), Zhao (2014) và Lemma (2012) để xây dựng mô hình của luận án có dạng như sau:

$$\begin{aligned} debtmat_{it} = & \beta_0 + \beta_1 size_{it-1} + \beta_2 growth_{it-1} + \beta_3 assetmat_{it-1} + \beta_4 efftax_{it-1} + \beta_5 turnover_{it-1} \\ & + \beta_6 leverage_{it-1} + \beta_7 liquidity_{it-1} + \beta_8 term_{t-1} + industry_dum + year_dum + \\ & country_dum + \varepsilon_{it} \quad (1) \end{aligned}$$

Mô tả biến:

Biến phụ thuộc (debtmat): đại diện cho CTKHN của DN, được đo bằng tỷ trọng của nợ dài hạn trên tổng nợ, phù hợp với đa số các nghiên cứu như Barclay và Smith (1995), Cai và cộng sự (2008), Deesomsak và cộng sự (2009), Lemma và Neegash (2012), Stephan và cộng sự (2011), Antoniou và cộng sự (2006) và Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã (2017). Mặc dù kỳ hạn nợ của DN có thể được tính bằng tích của tỷ trọng của từng khoản nợ với kỳ hạn còn lại tương ứng của từng khoản nợ, nhưng cách tính này đòi hỏi dữ liệu cụ thể của kỳ hạn còn lại và tỷ lệ của các khoản nợ với các kỳ hạn tương ứng này. Ví dụ, một DN có 50% nợ có kỳ hạn còn lại là 2 năm và 50% nợ có kỳ hạn còn lại là 3 năm thì kỳ hạn nợ trung bình của DN là $50\% \cdot 2 + 50\% \cdot 3 = 2.5$ năm. Thực tế, số DN báo cáo chi tiết tình hình nợ là rất ít nên cách tính kỳ hạn nợ này dẫn đến số quan sát thấp, không đảm bảo cho tính tin cậy của luận án.

Cho đến nay, các nghiên cứu không thống nhất về định nghĩa của nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Về cơ bản, các nghiên cứu ở Mỹ xác định nợ dài hạn ở mức trên 3 năm hoặc 5 năm (Barclay và Smith, 1995; Zhao, 2011). Tuy nhiên, đa số các nghiên cứu khác, mà đặc biệt là tại thị trường đang phát triển, đều chọn mốc kỳ hạn nợ lớn hơn một năm là đặc điểm của nợ dài hạn (Deesomsak và cộng sự, 2009; Terra, 2011; Lemma và Negash, 2012; Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã, 2017; Stephan và cộng sự, 2011). Trong luận án này, nhất quán với các nghiên cứu trước, tác giả lựa chọn đo lường CTKHN bằng tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ, với các khoản nợ dài hạn có kỳ hạn còn lại là từ một năm trở lên. Các khoản nợ được tính dựa theo giá trị sổ sách, có phát sinh lãi vay, do đó sẽ không bao gồm các khoản nợ lương, bảo hiểm xã hội, y tế hay các khoản phải trả nhà cung cấp mà không phát sinh lãi v...v.

Các biến độc lập và cách đo lường

Quy mô DN (size): là biến giải thích, đại diện cho quy mô của DN, được tính bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản. Cách tính logarit đảm bảo cho biến này của các DN không có biến động quá lớn, và cũng phù hợp với cách tính trong nhiều nghiên cứu trước (Deesomsak và cộng sự, 2009; Terra, 2011, Lemma và Negash, 2012, Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã, 2017; Stephan và cộng sự, 2011; Cai và cộng sự, 2008).

Cơ hội tăng trưởng (growth): có nhiều thước đo cho cơ hội tăng trưởng, phần lớn dựa vào tỷ lệ giữa thị giá trên thư giá của vốn chủ sở hữu của DN (Cai và cộng sự, 2008; Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã, 2017). Tuy nhiên, ở các thị trường đang phát triển, khả năng giá cổ phiếu bị thao túng là rất lớn (Khwaja và Mian, 2005; Zhou và Mei, 2003) nên luận án không sử dụng thước đo có liên quan đến thị giá của vốn cổ phần. Thống nhất với Stephan và cộng sự (2011) và Ngô Văn Toàn và Phạm Thị Thu Hồng (2015) cho mẫu gồm các quốc gia đang phát triển, tác giả sử dụng tỷ lệ giữa tăng trưởng của doanh thu trên tăng trưởng của tài sản. Nếu tỷ lệ này lớn hơn 1, cho thấy DN có tốc độ tăng trưởng của doanh thu cao hơn tăng trưởng tài sản và thể hiện DN có nhiều cơ hội tăng trưởng.

Kỳ hạn tài sản (assetmat): được đo bằng tỷ lệ của tài sản cố định ròng (đã trừ khấu hao lũy kế) trên chi phí khấu hao trong kỳ. Stohs và Mauer (1996) và Cai và

cộng sự (2008) đo lường kỳ hạn tài sản của DN bằng tổng theo trọng số của hai thành phần. Thành phần thứ nhất là tỷ lệ của tài sản ngắn hạn trên chi phí hàng bán vì các tác giả cho rằng hầu hết các tài sản ngắn hạn (trong đó có tồn kho) là để sản xuất hàng hóa, vì thế tỷ lệ này có thể thể hiện tốc độ tiêu dùng tài sản ngắn hạn hay còn gọi là kỳ hạn của tài sản ngắn hạn. Thành phần thứ hai là kỳ hạn của tài sản cố định, đo bằng tỷ lệ của tài sản cố định ròng (đã trừ khấu hao lũy kế) trên tổng chi phí khấu hao trong năm. Mặc dù đây là thước đo phù hợp và lý tưởng, nhưng nhiều nghiên cứu thực nghiệm khác chỉ đo lường kỳ hạn tài sản bằng kỳ hạn tài sản cố định do các vấn đề liên quan đến thu thập dữ liệu. Mặt khác, các DN thông thường cần nhiều nguồn tài trợ cho các tài sản cố định, trong khi các tài sản này chỉ bắt đầu tạo ra dòng tiền một khoảng thời gian dài sau khi thiết lập, nên việc khớp kỳ hạn dài của tài sản với kỳ hạn nợ mang nhiều ý nghĩa hơn so với khớp kỳ hạn nợ với kỳ hạn bình quân của tài sản. Vì thế, trong luận án tác giả lựa chọn đo kỳ hạn tài sản bằng tỷ lệ của tài sản cố định ròng trên chi phí khấu hao trong năm (Stephan và cộng sự, 2011).

Thuế suất (efftax) là biến đại diện để kiểm soát cho yếu tố thuế, đo bằng số thuế phải nộp trong kỳ chia cho lợi nhuận chịu thuế (Cai và cộng sự, 2008; Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã, 2017; Stephan và cộng sự, 2011; Ngô Văn Toàn và Phạm Thị Thu Hồng, 2015). Tỷ lệ này thấp thì tầm chắn thuế từ nợ vay (lợi ích từ nợ vay) cũng thấp.

Vòng quay tài sản (turnover) đại diện cho chất lượng tín dụng hay khả năng trả nợ của DN, đo bằng tỷ lệ tổng doanh thu trên tổng tài sản, thống nhất với Stephan và cộng sự (2011), Ngô Văn Toàn và Phạm Thị Thu Hồng (2015). Tỷ lệ tổng doanh thu trên tổng tài sản thể hiện khả năng quản lý tài sản hiệu quả để tạo dòng tiền cho DN. Do doanh thu phản ánh hoạt động kinh doanh của DN, nên phản ánh tốt khả năng tạo dòng tiền bền vững. Do đó, tỷ lệ này càng cao thể hiện khả năng thanh toán nợ cao (chất lượng tín dụng tốt) của DN.

Tỷ lệ nợ (leverage) được đo bằng tổng nợ theo giá sổ sách trên tổng tài sản theo giá sổ sách (Stephan và cộng sự, 2011; Ngô Văn Toàn và Phạm Thị Thu Hồng, 2015; Cai và cộng sự, 2008).

Tài sản thanh khoản (liquidity) đại diện mức độ thanh khoản của tài sản DN, đo bằng tỷ lệ của tài sản ngắn hạn trên nghĩa vụ ngắn hạn (Cai và cộng sự, 2008; Stephan và cộng sự, 2011; Ngô Văn Toàn và Phạm Thị Thu Hồng, 2015).

Cấu trúc kỳ hạn lãi suất (term) đại diện cho yếu tố đường cong lãi suất (term structure of interest rates), đo bằng chênh lệch lãi suất nợ vay dài hạn và lãi suất vay nợ ngắn hạn. Một số nghiên cứu sử dụng lợi tức của tín phiếu kho bạc để đo lường lãi suất vay nợ ngắn hạn và lợi tức trái phiếu để đo lường lãi suất vay nợ dài hạn (Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã, 2017; Stephan và cộng sự, 2011; Cai và cộng sự, 2008). Kỳ hạn tín phiếu được chọn là 1 năm và kỳ hạn trái phiếu được chọn là 10 năm.

Để làm giảm khả năng nội sinh do có mối quan hệ hai chiều giữa biến CTKHN và các biến giải thích, tác giả kế thừa Stephan và cộng sự (2011) và Zhao (2014), sử dụng mô hình trong đó biến phụ thuộc là hàm của các biến giải thích trong kỳ trước đó (mô hình 1).

Do luận án tập trung so sánh tác động của các biến vĩ mô gắn với các lý thuyết về CTKHN nên không đưa các biến vĩ mô vào mô hình (1), trừ biến Cấu trúc kỳ hạn lãi suất (Term). Tuy nhiên, tác giả đã bổ sung các biến giả về quốc gia (country dummies) để kiểm soát các đặc điểm phát triển và tình hình riêng ở từng quốc gia mà có thể tác động đến CTKHN của DN ở quốc gia đó. Biến giả năm (year dummies) cũng được bổ sung để kiểm soát thêm các sự kiện kinh tế để đảm bảo tác động ước lượng chủ yếu là của các biến trong mô hình. Cuối cùng, tác giả bổ sung biến giả ngành phân theo chuẩn GICS (industry dummies) để kiểm soát các đặc điểm ngành có thể ảnh hưởng đến CTKHN của DN thuộc 1 ngành nhất định.

Nghiên cứu của tác giả xem xét tác động của HCTC đối với CTKHN. Cụ thể, tác giả xem xét tương tác của HCTC đối với các biến giải thích khác, bằng việc sử dụng phương pháp hồi quy phân vị cho 2 nhóm DN có ít và có nhiều HCTC. Cụ thể, khi so sánh các DN trong cùng năm t , DN có quy mô dưới trung vị là những DN nhỏ, và do đó được xem là có nhiều HCTC. Nếu DN có quy mô nằm trên trung vị trong năm t thì được xem là DN lớn và có ít HCTC (Guariglia, 2008).

3.2.2. Mô hình nghiên cứu về tác động của cấu trúc kỳ hạn nợ đến hiệu quả doanh nghiệp

Tác giả kế thừa mô hình của Jiraporn và Tong (2010), Lin và Su (2008), Tong (2008) và Appiadjei (2014) để xây dựng mô hình có dạng như sau:

$$perform_{it} = \beta_0 + \beta_1 perform_{it-1} + \beta_2 debtmat_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 intang_{it} + \beta_5 cashflow_{it} + \beta_6 leverage_{it} + industry_dum + year_dum + country_dum + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Mô tả biến:

Biến phụ thuộc (perform): đại diện cho hiệu quả DN. Tác giả sử dụng hai thước đo cho perform để đảm bảo tính vững của các kết quả. Đầu tiên, perform được tính bằng tỷ lệ của tổng của giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu và giá trị sổ sách của nợ trên giá trị sổ sách của tài sản DN, còn gọi là Tobin Q (Jiraporn và Tong, 2010; Abu-Serdaneh và cộng sự, 2010; Khasawneh và Stayieh, 2017; Tong, 2008). Ngoài ra, luận án còn sử dụng biến ROA (Suất sinh lời trên tài sản) để làm biến phụ thuộc thứ hai, nhằm đảm bảo tính vững cho kết quả của mô hình (2).

Biến giải thích và cách đo lường:

Debtmat (cấu trúc kỳ hạn nợ): đo bằng tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ, cách tính cụ thể được giới thiệu ở phần mô hình (1).

Size (quy mô): đo bằng logarithm tự nhiên của tổng tài sản, đưa vào để kiểm soát tác động của quy mô DN (Chen và Yu, 2011; Khasawneh và Stayieh, 2017).

Cashflow (dòng tiền): là tỷ số của tổng của lợi nhuận sau thuế và chi phí khấu hao trong kỳ trên tổng tài sản (Guariglia, 2008; Tong, 2008).

Intang (tài sản vô hình): là tỷ số của tài sản vô hình trên tổng tài sản, được đưa vào để kiểm soát cho khả năng các DN có cơ hội tăng trưởng cao có giá trị cao hơn (Chen và Yu, 2012; Lin và Su, 2008).

Leverage (tỷ lệ nợ): được đo bằng tỷ số giữa tổng nợ trên tổng tài sản tính theo giá sổ sách (Lin và Su, 2008, Jiraporn và Tong, 2010). Ngoài ra, tương tự như mô hình (1) tác giả bổ sung các biến giả về ngành, quốc gia và thời gian để kiểm soát các yếu tố có thể ảnh hưởng đến hiệu quả DN. Điều này là nhằm đảm bảo kết quả

ước lượng được vững và các hệ số thể hiện tác động riêng của các yếu tố được đưa vào mô hình.

Mô hình (2) được ước lượng bằng phương pháp Moment tổng quát hệ thống (System GMM). Mô hình này giúp xử lý trường hợp nội sinh phát sinh khi đặc điểm riêng của từng DN cố định qua thời gian có tương quan với phần dư của mô hình. Ngoài ra, tác giả đặc biệt chú trọng đến trường hợp nội sinh do có thể có mối quan hệ 2 chiều giữa 2 biến giải thích là đòn bẩy tài chính và CTKHN và biến phụ thuộc là hiệu quả DN (Jiraporn và Tong (2010) và Gabrijelcic và cộng sự (2016)). Cuối cùng, System GMM xử lý được nội sinh xảy ra do việc sử dụng giá trị trễ một kỳ của biến phụ thuộc để làm biến giải thích (Roodman, 2009).

3.3. Phương pháp ước lượng mô hình

Các phương pháp ước lượng gồm: (1) để tìm hiểu tác động trung bình của các yếu tố đến CTKHN, tác giả sử dụng hồi quy OLS và hồi quy tác động ngẫu nhiên (random effects model - REM); (2) để ước lượng tác động của các yếu tố đến CTKHN ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn, tác giả sử dụng hồi quy phân vị; (3) để đánh giá ảnh hưởng của yếu tố HCTC đến mối quan hệ giữa các yếu tố và CTKHN, tác giả sử dụng 2 phương pháp: hồi quy phân vị cho 2 nhóm DN phân theo mức độ HCTC, và sử dụng phân rã chênh lệch về CTKHN trung bình giữa 2 nhóm DN phân theo mức độ HCTC; (4) để ước lượng tác động của CTKHN đến giá trị DN, tác giả sử dụng System GMM. Cụ thể như sau:

1. Đối với nhóm giả thuyết 1, tác giả sử dụng hồi quy OLS và phương pháp hồi quy mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Tác giả sử dụng mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) cũng như OLS để có thể ước lượng tác động của các yếu tố, trong đó có kiểm soát cho đặc điểm ngành (biến giả ngành) và đặc điểm quốc gia (biến giả quốc gia). Phương pháp mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) không được sử dụng do không thể ước lượng các yếu tố cố định qua thời gian, trong khi kiểm soát các yếu tố này (ngành và quốc gia) rất quan trọng.

2. Đối với nhóm giả thuyết 2, các phương pháp dữ liệu bảng phổ biến như mô hình ảnh hưởng cố định (FEM), ngẫu nhiên (REM) hay OLS hay các kỹ thuật phức tạp hơn như System GMM có một điểm chung là dựa trên giả định các hệ số của các

biến giải thích không thay đổi tại các điểm khác nhau của biến phụ thuộc. Nghĩa là, trong nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng CTKHN, dù ở các CTKHN dài hạn hay ngắn hạn thì tác động của biến như Tỷ lệ nợ không thay đổi. Điều này là không hợp lý như mục 2.2.1.7 đã thảo luận. Do đó, luận án vận dụng phương pháp hồi quy phân vị cho mô hình (1) để ước lượng tác động của các nhân tố ở một số phân vị thường được nghiên cứu để lấp đầy khoảng trống nghiên cứu này. Các phân vị 10, 25, 50, 75 và 90 là các phân vị thường được phân tích trong các nghiên cứu sử dụng hồi quy phân vị (xem Zhao (2014) và Koenker (2005)).

3. Đối với nhóm giả thuyết 3, tác giả sử dụng 2 phương pháp. Một, hồi quy phân vị cho mô hình (1) với hai nhóm DN phân loại theo mức HCTC. Mặt khác, luận án này vận dụng phương pháp phân rã Oaxaca Blinder cho mục tiêu định lượng mức đóng góp của các nhân tố trong việc giải thích chênh lệch của CTKHN của 2 nhóm DN phân theo mức HCTC.

4. Đối với nhóm giả thuyết 4, tác giả sử dụng hồi quy System GMM cho mô hình (2). Trong các mô hình nghiên cứu thực nghiệm đã được xây dựng, bên cạnh các biến độc lập khác độ trễ bậc 1 của biến phụ thuộc cũng được xem là một biến độc lập, hình thành mô hình dữ liệu bảng động (Dynamic panel data model). Mô hình dữ liệu bảng động thường được ước lượng bằng phương pháp System GMM do các ưu điểm đặc thù trong việc xử lý nội sinh.

Do các phương pháp ước lượng dữ liệu bảng truyền thống là OLS, mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed effects model), mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random effects model) và System GMM là các phương pháp phổ biến và tiêu chuẩn trong các nghiên cứu, tác giả sẽ trình bày vắn tắt về các phương pháp này. Các phương pháp còn lại gồm phân rã Oaxaca – Blinder và hồi quy phân vị là các phương pháp ít phổ biến hơn, và sự phù hợp của các phương pháp này đối với mục tiêu của luận án cũng cần làm rõ. Do đó, phần tiếp theo của luận án sẽ trình bày chủ yếu về các phương pháp ít phổ biến này.

3.3.1. Phương pháp ước lượng thông thường

3.3.1.1. Phương pháp OLS, FEM và REM

Phương pháp ước lượng OLS, gọi là bình phương tối thiểu thông thường, là phương pháp ước lượng các hệ số của biến giải thích lên giá trị trung bình của biến phụ thuộc dựa trên nguyên tắc tối thiểu hóa tổng các bình phương phần dư của mô hình. Trong đó, phần dư là chênh lệch giữa giá trị thực tế của biến phụ thuộc và giá trị dự đoán của biến này theo hàm của các biến giải thích.

Phương pháp ước lượng sử dụng mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) đặc biệt phù hợp hơn với các đặc điểm của dữ liệu bảng, nếu các đơn vị trong dữ liệu có các đặc điểm riêng không thay đổi theo thời gian và có thể tương quan với phần dư của mô hình. Trong thực tế, điều này thường tồn tại nên việc ước lượng mô hình sẽ không hiệu quả nếu không cân nhắc nó.

Phương pháp ước lượng sử dụng mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) phù hợp hơn với các phương pháp ước lượng OLS và mô hình ảnh hưởng cố định (FEM), nếu các đơn vị có các đặc điểm riêng mang tính ngẫu nhiên, không tương quan với phần dư của mô hình. Một ưu điểm của phương pháp này là nó có thể ước lượng tác động của các biến có đặc điểm không thay đổi theo thời gian, như ngành, quốc gia nơi DN hoạt động, loại hình DN (giả định các yếu tố này thực sự không thay đổi). Trong khi đó, mô hình ảnh hưởng cố định không thể thực hiện được việc ước lượng như vậy.

3.3.1.2. Phương pháp System GMM

Ước lượng sử dụng phương pháp OLS không vững và hiệu quả khi có tồn tại các hiện tượng phương sai thay đổi, tự tương quan và nội sinh. Mô hình động (mô hình 2 trong luận án) là mô hình đưa độ trễ bậc 1 của biến phụ thuộc perform để làm một trong các biến giải thích. Phần dư của mô hình này sẽ có tương quan với độ trễ bậc 1 của biến phụ thuộc. Mặt khác, một số biến giải thích khác trong mô hình cũng không hoàn toàn ngoại sinh (như biến Leverage và Debtmat) nên cần xử lý nội sinh. Với các nguyên nhân gây ra nội sinh này, các phương pháp đơn giản hơn như OLS, FEM và REM không đáp ứng đủ và System GMM là một lựa chọn khá phổ biến.

Antoniou và cộng sự (2006) đã chứng minh System GMM là phương pháp phù hợp để ước lượng mô hình động. Các tác giả này khuyến nghị sử dụng System GMM để loại bỏ các vấn đề nội sinh, và phương pháp này cũng cho các ước lượng vững khi có hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan. Để đảm bảo các ước lượng theo phương pháp System GMM là phù hợp, kiểm định Sargan và/hoặc Hansen được sử dụng, kèm theo kiểm định về tự tương quan bậc 2 (Roodman, 2009). Kiểm định Sargan xem xét tính phù hợp của bộ biến công cụ trong mô hình, trong đó giả thuyết H_0 là biến công cụ là biến ngoại sinh. Do đó, kết quả kiểm định cần cho ra p-value lớn hơn 10%. Ngoài ra, kiểm định tự tương quan bậc 2 (autocorrelation of order 2) cũng được thực hiện để đảm bảo các biến công cụ được sử dụng từ độ trễ 2 là phù hợp vì không có hiện tượng tự tương quan bậc 2 (Arellano và Bond, 1991).

3.3.2. Phương pháp phân rã Oaxaca – Blinder (Oaxaca – Blinder decomposition)

Đây là phương pháp thường sử dụng nhằm xem xét yếu tố nào đóng vai trò chính trong việc giải thích chênh lệch về giá trị trung bình của biến phụ thuộc giữa các nhóm (phân theo giới tính, địa điểm thành thị hay nông thôn...). Quy trình ước lượng được thể hiện trong nghiên cứu của Blinder (1973) và Oaxaca (1973), trong đó phần chênh lệch về biến phụ thuộc giữa 2 nhóm được tách thành nhóm “giải thích được” (là do chênh lệch về giá trị trung bình của các biến giữa 2 nhóm) và phần không thể giải thích được. Phần “không thể giải thích được” này thường được xem là thước đo cho “phân biệt đối xử” (discrimination) (Jann, 2008). Nghiên cứu sử dụng phương pháp này phổ biến trong các lĩnh vực về tiền lương hay các lĩnh vực có liên quan đến phân biệt đối xử (như thành thị nông thôn) (Stanley và Jarrell, 1998; Weichselbaumer và Winter-Ebmer, 2005). Tuy nhiên, phương pháp này vẫn có giá trị đối với các lĩnh vực khác (Jann, 2008). Tác giả sẽ vận dụng phương pháp này để phân tích chênh lệch trong lĩnh vực tài chính DN (Brendel và Rudolph, 2014).

Phương pháp này được trình bày tổng quát như sau:

Cho 2 nhóm A và B, và biến phụ thuộc Y cùng X là vector gồm các biến giải thích như một mô hình hồi quy thông thường. Trong luận án này thì A và B là hai nhóm DN có ít và có nhiều HCTC. Câu hỏi đặt ra là bao nhiêu trong phần chênh lệch

trong giá trị trung bình của Y của 2 nhóm DN trên được giải thích bởi sự khác biệt trong các biến giải thích X của 2 nhóm.

$$Y_A = X'_A \beta_A + \varepsilon_A \text{ trong đó giả định phần dư } E(\varepsilon_A) = 0$$

$$Y_B = X'_B \beta_B + \varepsilon_B \text{ trong đó giả định phần dư } E(\varepsilon_B) = 0$$

Trong đó X là vectơ gồm các biến giải thích, β chứa các hệ số trong đó có hệ số chặn và gọi R là chênh lệch giữa các giá trị dự đoán ở mức trung bình theo mô hình trên thì:

$$R = E(Y_A) - E(Y_B) = E(X_A)' \beta_A - E(X_B)' \beta_B \quad (*)$$

Do $E(Y_l) = E(X'_l \beta_l + \varepsilon_l) = E(X'_l \beta_l) + E(\varepsilon_l) = E(X_l)' \beta_l$ vì $E(\beta_l) = \beta_l$ với $l \in \{A, B\}$ với giả định $E(\varepsilon_l) = 0$

(*) có thể tách chi tiết thành 3 thành phần như sau:

$$R = [E(X_A) - E(X_B)]' \beta_B + E(X_B)' (\beta_A - \beta_B) + [E(X_A) - E(X_B)]' (\beta_A - \beta_B) \quad (**)$$

Vế phải phương trình (**) gồm 3 thành phần, và đây cũng chính là lý do gọi là phương pháp phân rã 3 thành phần “three-fold decomposition”.

Đặt $E = [E(X_A) - E(X_B)]' \beta_B$: đây là phần chênh lệch giữa $E(Y_A)$ và $E(Y_B)$ được giải thích bởi khác biệt trong giá trị của các biến (gọi là endowment effect) của 2 nhóm

Đặt $C = E(X_B)' (\beta_A - \beta_B)$: đây là phần chênh lệch giữa $E(Y_A)$ và $E(Y_B)$ được cho là do khác biệt của các hệ số (trong đó có hệ số chặn) của 2 nhóm

Đặt $I = [E(X_A) - E(X_B)]' (\beta_A - \beta_B)$: đây là biến tương tác thể hiện thực tế khác biệt trong giá trị của các biến và cả hệ số có thể tồn tại đồng thời giữa 2 nhóm C và I đều thuộc thành phần “không giải thích được”. Các ước lượng của các thành phần E, C, I được mô tả cụ thể trong Jann (2008). Đặc biệt, không chỉ dừng lại ở việc ước lượng C, E và I, phương pháp Oaxaca và Blinder còn cung cấp từng thành phần cụ thể hơn của C và E, nghĩa là cung cấp phần giải thích của từng biến (trong E) và từng hệ số (trong C), nhờ đó sẽ giúp ta xác định được biến nào có ý nghĩa quan trọng đối với chênh lệch về biến phụ thuộc. Tác giả sử dụng phân tích về thành phần E và C, và có so sánh với phần còn lại là I để đánh giá yếu tố nào đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích chênh lệch về giá trị trung bình của biến CTKHN giữa hai nhóm DN được phân loại theo tiêu chí HCTC.

Cơ chế xác định phần đóng góp của từng biến gồm nhiều bước, và được diễn giải chi tiết trong Jann (2008). Luận án sử dụng kết quả phân rã chi tiết cho từng biến để kết luận về mức độ quan trọng của từng biến trong việc giải thích chênh lệch về CTKHN trung bình giữa hai nhóm DN có ít và có nhiều HCTC.

Sự phù hợp của phương pháp phân rã Oaxaca – Blinder đối với mục tiêu của luận án

Như phần trên đã trình bày, phân rã Oaxaca – Blinder giúp tách phần chênh lệch về biến phụ thuộc giữa 2 nhóm được tách thành nhóm “giải thích được” (là do chênh lệch về giá trị trung bình của các biến giữa 2 nhóm, hay chênh lệch về đặc tính của 2 nhóm) và phần không thể giải thích được. Sử dụng phân rã Oaxaca – Blinder, tác giả có thể định lượng cụ thể chênh lệch về giá trị trung bình của yếu tố nào làm tăng hay giảm đáng kể mức sử dụng nợ dài hạn của 2 nhóm DN có ít và nhiều HCTC, gọi là chênh lệch giải thích được. Với chênh lệch không giải thích được, phân rã này cũng giúp đánh giá việc DN có ít và có nhiều có sự quan tâm khác nhau đối với cùng một yếu tố nào đó thì dẫn đến chênh lệch về mức nợ dài hạn của 2 nhóm là bao nhiêu.

Các mô hình ước lượng truyền thống không giúp đánh giá được các mức đóng góp cụ thể như vậy, nên không thể định lượng được yếu tố nào quan trọng hơn yếu tố nào. Vì các lý do này, phân rã Oaxaca – Blinder rất phù hợp với mục tiêu của luận án là tìm hiểu yếu tố nào đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích chênh lệch CTKHN trung bình giữa 2 nhóm DN có ít và có nhiều HCTC.

3.3.3. Phương pháp hồi quy phân vị (quantile regression)

Phương pháp hồi quy phân vị có điểm tương đồng với phương pháp hồi quy OLS ở chỗ cả hai đều hỗ trợ ước lượng mối quan hệ tuyến tính giữa biến phụ thuộc và các biến giải thích. Tuy nhiên, trong khi hồi quy OLS giúp ước lượng giá trị trung bình của biến phụ thuộc, phương pháp hồi quy phân vị lại ước lượng giá trị của biến phụ thuộc tại từng phân vị τ của biến phụ thuộc (với τ thuộc khoảng $(0,1)$). $\tau = 0.5$ thể hiện trung vị.

Đối với hồi quy OLS, các hệ số thể hiện mức độ tác động của các biến giải thích được ước lượng qua nguyên tắc tối thiểu hóa: $\sum_{i=1}^n (y_i - \mu)^2$

Trong đó, giá trị trung bình có điều kiện của y là $\mu(X) = X\beta$, nghĩa là hàm của các biến giải thích X cho trước. Triển khai vào phương trình trên, ta có hệ số β được ước lượng dựa vào nguyên tắc tối thiểu hóa: $\sum_{i=1}^n (y_i - x_i^T \beta)^2$

Trong khi đó, hồi quy phân vị cũng được thực hiện dựa trên nguyên tắc tương tự, bằng cách chỉ định rõ mô hình cho phân vị τ như sau:

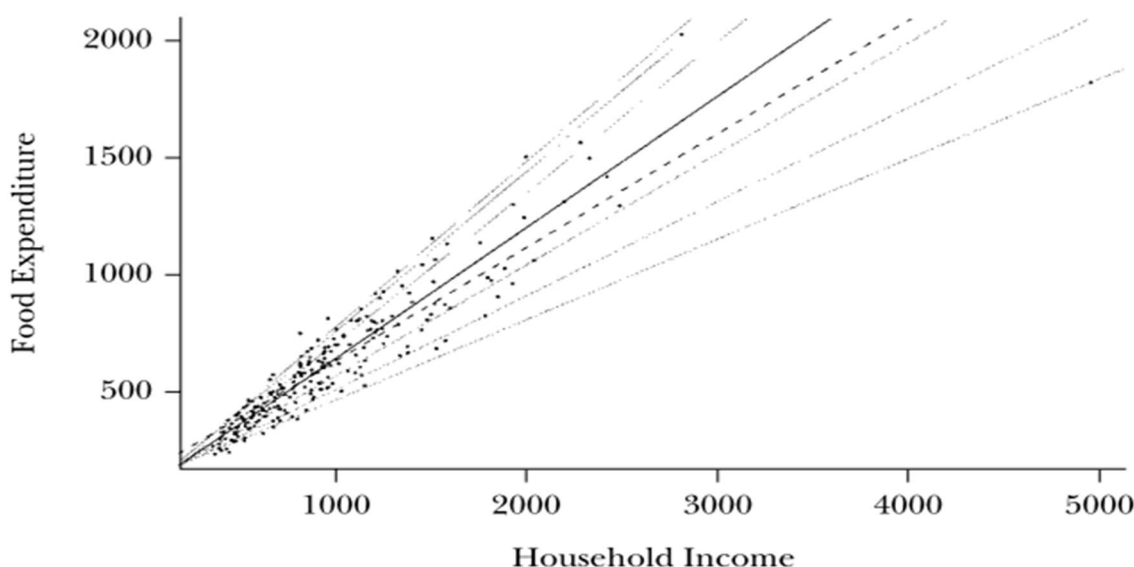
$$Q_y(\tau|X) = X\beta(\tau).$$

Ước lượng hệ số của các β tại từng phân vị τ (gọi là $\beta(\tau)$ dựa trên nguyên tắc tối thiểu hóa: $\sum_{i=1}^n \rho_\tau(y_i - x_i^T \beta)$

Trong đó, $\rho_\tau(z)$ là hàm tuyến tính và có các giá trị: $z(\tau - 1)$ nếu $z < 0$ và $z\tau$ nếu z không âm. Hệ số $\beta(\tau)$ cho thấy các hệ số của các biến giải thích X có thể khác tùy thuộc phân vị τ của biến phụ thuộc.

Tóm lại, khác với phương pháp OLS hay các phương pháp khác mà việc ước lượng các hệ số được thực hiện qua quy tắc tối thiểu hóa bình phương phần dư, phương pháp hồi quy phân vị ước lượng các hệ số thông qua tối thiểu hóa các phần dư lấy theo giá trị tuyệt đối theo trọng số. Để minh họa cho ứng dụng của phương pháp hồi quy phân vị, tác giả Koenker (2005) đã sử dụng bộ dữ liệu về mối quan hệ giữa thu nhập và chi tiêu cho thực phẩm của hộ gia đình. Điểm nổi bật của kết quả là mối quan hệ giữa chi tiêu và thu nhập rất khác nhau giữa các hộ có chi tiêu cao so với hộ có chi tiêu thấp (xem Biểu đồ 3.1). Các đường thể hiện các mức tác động khác nhau của thu nhập đối với chi tiêu thực phẩm của hộ gia đình, và các phân vị được nghiên cứu là 10%, 25%, 50%, 75% và 90%.

Biểu đồ 3.1: Minh họa về ứng dụng của hồi quy phân vị theo Koenker và Hallock (2001)



Ghi chú: Food expenditure: chi tiêu cho thực phẩm; Household income: thu nhập của hộ gia đình. Nguồn: Koenker và Hallock (2001)

Sự phù hợp của hồi quy phân vị trong đối với mục tiêu trong luận án

Phương pháp hồi quy phân vị giúp ta xác định được tác động của biến X đối với biến Y tại các phân vị khác nhau của biến Y, do đó cho ta thấy được bức tranh toàn diện hơn về tác động của X đối với Y. Trong khi đó, các phương pháp truyền thống ước lượng trên quy tắc tối thiểu hóa bình phương sai số chỉ ước lượng được tác động của biến X đối với biến Y ở mức trung bình, do các phương pháp này tập trung vào phần giữa trong phân phối của biến Y (Koenker và Basset, 1978). Khi ta muốn ước lượng tác động của biến X đối với biến Y tại các phân vị khác của Y, phương pháp OLS sẽ không còn phù hợp mà thay vào đó hồi quy phân vị sẽ là phương pháp rất phù hợp với mục đích ước lượng này. Đồng thời, không như OLS, phương pháp ước lượng hồi quy phân vị cho kết quả chuẩn vững (robust) trong trường hợp có các giá trị bất thường (outliers).

Mục tiêu của luận án là xem các biến có tác động thay đổi khi ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn, nghĩa là xem hệ số của các biến có thay đổi khi ở các phân vị khác nhau của biến phụ thuộc. Điều này hoàn toàn có thể được kiểm định bằng cách sử dụng phương pháp hồi quy phân vị như minh họa trong trường hợp mối quan hệ

của thu nhập và chi tiêu thực phẩm của hộ gia đình. Hơn nữa, mặc dù ta có thể sử dụng hồi quy OLS hay mô hình ảnh hưởng cố định/ngẫu nhiên để ước lượng các hệ số tại từng phân vị riêng biệt, điều này làm giảm mạnh số mẫu quan sát và vấn đề các giá trị bất thường vẫn không được xử lý. Trong khi đó, hồi quy phân vị mặc dù ước lượng hệ số của các biến giải thích tại từng phân vị của biến phụ thuộc, phương pháp này vẫn sử dụng toàn bộ quan sát và xử lý được các giá trị bất thường.

Luận án chọn sử dụng các phân vị 10, 25, 50, 75 và 90, nhất quán với một số nghiên cứu sử dụng hồi quy phân vị trong các nghiên cứu về cấu trúc vốn và CTKHN, trong đó có Zhao (2014), Fattouh và cộng sự (2005), Nguyễn Thị Cành và cộng sự (2017).

3.4. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu của nghiên cứu được thu thập từ Thomson Reuters, bao gồm các DN phi tài chính và niêm yết trên sàn chứng khoán ở các quốc gia đang phát triển Đông Nam Á. Các quốc gia được lựa chọn gồm: Malaysia, Indonesia, Thái Lan, Philippines và Việt Nam. Các DN không có vay nợ bị loại do yêu cầu do mục tiêu nghiên cứu này là xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến CTKHN của DN, và các DN phải có ít nhất là 3 năm tài chính mới được giữ lại. Luận án sử dụng bộ dữ liệu lớn gồm trên DN thuộc các phân ngành khác nhau theo chuẩn GICS (đã loại ngành tài chính – ngân hàng) trong thời gian từ 2007-2016 được cung cấp bởi bộ dữ liệu uy tín Thomson Reuters Eikon. Các dữ liệu vĩ mô như cấu trúc kỳ hạn lãi suất (Term) được lấy từ Thomson Reuters, trong khi các dữ liệu về quy mô vốn hóa trên GDP và tổng lượng tín dụng trên GDP được lấy từ World Bank Indicators.

Dữ liệu sau khi thực hiện các bước sàng lọc và xử lý các giá trị bất thường bao gồm 2.026 DN trong khoảng thời gian 2007-2016, nên tổng số quan sát là 11.372. Do các đặc điểm chuẩn mực kế toán của DN tại các nước có thể khác nhau nên các dữ liệu nếu thu thập trực tiếp từ bảng báo cáo tài chính của DN có thể không so sánh với nhau được. Vì thế, tác giả sử dụng lựa chọn “chuẩn hóa” (standardized) của Thomson Reuters nhằm làm giảm các khác biệt đến mức thấp nhất có thể. Các khoản mục trong báo cáo tài chính được gom trong một biến theo chuẩn mực của Thomson Reuters để so sánh các DN thuộc các quốc gia khác nhau.

Tóm tắt chương 3

Chương 3 đã trình bày các giả thuyết và mô hình và phương pháp ước lượng, trong đó có đề xuất các hướng giải quyết về vấn đề nội sinh có thể tồn tại trong việc ước lượng các mô hình. Các giả thuyết được chia làm bốn nhóm:

- (1) Tác động trung bình của các yếu tố đến CTKHN,
- (2) Tác động của các yếu tố đến CTKHN ở CTKHN ngắn hạn và dài hạn,
- (3) Ảnh hưởng của yếu tố hạn chế tài chính đối với mối quan hệ giữa các nhân tố và CTKHN,
- (4) Tác động của CTKHN đến hiệu quả DN.

Về phần phương pháp, tác giả trình bày các phương pháp ước lượng thông thường là OLS, mô hình ảnh hưởng cố định (FEM), ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) và Moment tổng quát hệ thống (System GMM). Tiếp theo, luận án này mô tả hai phương pháp ít được sử dụng là hồi quy phân vị và phân rã Oaxaca – Blinder và sự phù hợp cũng như cần thiết của các phương pháp này đối với mục tiêu nghiên cứu của luận án. Cuối chương tác giả trình bày nguồn dữ liệu, với cách xử lý để các dữ liệu DN thuộc các quốc gia khác nhau có thể so sánh được. Chương 4 tiếp theo sẽ mô tả tình hình CTKHN và các yếu tố ảnh hưởng đến CTKHN DN các nước đang phát triển khu vực ASEAN. Chương 5 trình bày về kết quả phân tích định lượng các mô hình nghiên cứu, đồng thời thảo luận và diễn giải các kết quả ước lượng.

CHƯƠNG 4

TỔNG QUAN VỀ TÌNH HÌNH CẤU TRÚC KỲ HẠN NỢ VÀ CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG CỦA DN NY ASEAN

Chương 4 giới thiệu về ASEAN và các DN ở ASEAN. Tiếp theo, chương này sẽ mô tả thực trạng tình hình về CTKHN và các yếu tố tác động của DN ở một số quốc gia đang phát triển khu vực ASEAN, được phân tích theo nhiều cấp độ như ngành, quốc gia. Sự biến động của các biến qua thời gian cùng với ma trận các hệ số tương quan giữa các yếu tố tác động và CTKHN được sử dụng làm cơ sở đánh giá sơ khởi về việc các nhân tố có ảnh hưởng như thế nào đến CTKHN của DN ở khu vực này.

4.1. Tổng quan về ASEAN và các doanh nghiệp ASEAN

4.1.1. Giới thiệu

Các quốc gia Đông Nam Á đã có những thành tựu kinh tế nổi bật trong thời gian qua, chấn chấn trong đó có đóng góp không nhỏ từ các DN năng động của khu vực này. Trong phần này tác giả đánh giá thực trạng của CTKHN và biến động của các yếu tố tài chính để đưa ra những nhận định sơ khởi về các lý do giải thích biến động của CTKHN trong thời gian từ 2007-2016.

Trong nghiên cứu này, tác giả lựa chọn mẫu gồm các nước ASEAN thường được nghiên cứu trong lĩnh vực cấu trúc vốn vì các điểm tương đồng (đều là các thị trường đang phát triển): Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam. Các quốc gia đang phát triển này thuộc khối ASEAN với các thể chế và trình độ phát triển thị trường không quá chênh lệch, đồng thời có các cơ chế thúc đẩy sự nhất thể hóa về thị trường chứng khoán, công cụ tài chính và ngân hàng. Các DN trong mẫu là các DN niêm yết tại các quốc gia này trong giai đoạn 2007-2016, và có đòn bẩy tài chính khác không (nghĩa là DN trong mẫu phải có quan sát trong 3 năm tài chính và có vay nợ trong các năm này). Đối tượng chính được quan tâm phân tích trong chương này là thực trạng và biến động của CTKHN, được đo bằng tỷ lệ của nợ dài hạn trên tổng nợ, và các yếu tố tác động đến nó.

4.1.2. Tổng quan về ASEAN

Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á (ASEAN) là một hiệp hội kinh tế bao gồm 10 quốc gia thành viên, đã thành lập được 50 năm. ASEAN ra đời với mục đích gắn kết các quốc gia thành viên, tăng cường sự ổn định kinh tế và chính trị trong khu vực. Cho đến những năm 1990, các quốc gia ASEAN nỗ lực thúc đẩy tự do hóa thương mại trong khu vực bằng việc liên tục mở rộng quy mô thành viên, tạo đà phát triển kinh tế vượt bậc để trở thành những con hổ châu Á.

Cộng đồng kinh tế ASEAN đã chứng minh sự hiệu quả trong và sau giai đoạn khủng hoảng tài chính 2008 bắt đầu tại Mỹ. Trong khi phần còn lại của thế giới đã phải trải qua giai đoạn suy thoái kinh tế nghiêm trọng, tốc độ tăng trưởng của ASEAN gần như không hề hấn gì, mặc dù đạt mức không quá cao nhưng ổn định. Các nghiên cứu cho thấy ASEAN đã trở nên “đàn hồi” và học hỏi kinh nghiệm ứng phó tốt hơn sau các cú sốc liên tiếp như khủng hoảng châu Á 1997 và khủng hoảng năm 2000. Những thành tựu này chủ yếu là nhờ nuôi dưỡng một nền thương mại quốc tế đủ vững để chống đỡ được các cú sốc khác nhau, tích cực tranh thủ giao thương với bên ngoài. Các quốc gia ASEAN có thể mạnh xuất khẩu, có cơ chế điều chỉnh tỷ giá hợp lý, có nguồn lao động chất lượng cao, tạo điều kiện cho ASEAN tham gia các chuỗi giá trị toàn cầu.

Trong bối cảnh mới, ASEAN có nhiều thuận lợi để phát triển nhanh về các mặt, trong đó có việc đưa công nghệ số vào sản xuất và đời sống so với các quốc gia đã phát triển. Điều này là nhờ có dân số trẻ được trang bị điện thoại thông minh, sự thâm nhập của internet và hội nhập sâu rộng trong khối. Công nghệ số được kỳ vọng làm thay đổi rất nhiều trong kinh tế và cuộc sống của các quốc gia ASEAN. Mặc dù ASEAN vẫn cần nhiều thời gian để bắt kịp với các quốc gia phát triển trong lĩnh vực về các ngành công nghiệp truyền thống như công nghiệp sản xuất, nhưng lĩnh vực số hóa thì có thể đi tắt đón đầu. Nền kinh tế điện tử đã tạo được doanh thu khoảng 150 tỷ USD một năm cho khu vực này (CNBC, 2017).

Các mối liên kết trong khu vực tiếp tục được nâng lên tầm cao mới khi Cộng đồng Kinh tế ASEAN (AEC) được thành lập hướng tới các mục tiêu: có môi trường đơn nhất, đảm bảo tự do lưu chuyển hàng hóa và dịch vụ, vốn và lao động; một khu

vực kinh tế cạnh tranh, phát triển kinh tế cân bằng, phát triển DN vừa và nhỏ (SME) và thực hiện sáng kiến hội nhập nhằm thu hẹp khoảng cách phát triển trong ASEAN; hội nhập vào kinh tế toàn cầu, thông qua tham vấn chặt chẽ trong đàm phán với các đối tác và trong tiến trình tham gia vào mạng lưới WTO. Mục tiêu thành lập cộng đồng là hướng tới sự hội nhập thị trường tài chính- tiền tệ ASEAN sâu rộng vào năm 2020. Lộ trình tập trung vào 4 lĩnh vực: Phát triển thị trường vốn; Tự do hoá tài khoản vốn; Tự do hoá lĩnh vực dịch vụ tài chính ASEAN và Hợp tác tiền tệ ASEAN.

4.1.3. Tổng quan về các doanh nghiệp ASEAN

Các DN ASEAN liên tục đẩy mạnh xuất khẩu và thực hiện các đầu tư mới trong khu vực. Đầu tư trong nội bộ ASEAN rất lớn, tăng lên mức 22,1 tỷ USD trong năm 2015, chiếm khoảng 19% trong tổng đầu tư FDI vào khu vực. Các hoạt động M&A trong khối này cũng tăng mạnh, giúp đẩy mạnh đầu tư trong khu vực. Dòng vốn FDI đầu tư vào khu vực tăng hay giảm tùy vào lĩnh vực. FDI đầu tư vào khu vực sản xuất tăng 61%, từ mức 18 tỷ USD trong 2014 lên 29 tỷ trong năm 2015. Tuy nhiên, lĩnh vực dịch vụ lại giảm mạnh 21% xuống còn 79 tỷ USD (và giảm mạnh nhất là trong ngành tài chính). Các ngành cơ bản như nông nghiệp, lâm nghiệp và khai mỏ không thay đổi, và có mức đầu tư khoảng 12 tỷ USD trong năm 2015. Ngoại trừ các ngành thuộc cơ sở hạ tầng như điện, vận chuyển và kho, và thông tin liên lạc, hầu hết các ngành dịch vụ đều có mức FDI giảm.

Đặc điểm đầu tư các nước ASEAN là các DN có quy mô nhỏ và vừa (DNNVV) chiếm chủ đạo trong số DN thành lập mới, và đóng góp lớn trong việc giải quyết công ăn việc làm và tăng trưởng GDP trong khu vực. Các DN này đóng vai trò quan trọng như là nhà cung ứng dịch vụ và vật liệu hoặc nhà thầu cho các DN tập đoàn đa quốc gia. Các DNNVV qua thời gian dần lớn mạnh trở thành các DN toàn cầu, tận dụng các nền tảng số và các mô hình tăng trưởng nhanh trong khu vực cũng như vươn ra quốc tế (như Java Offshore, Indonesia, CMC Malaysia, KLT Fruits Philippines, QUO Global Thái Lan và Phibious Việt Nam).

Đối với DN có quy mô lớn, ASEAN là nơi đăng ký trụ sở của 49 DN trong danh sách thương hiệu uy tín Forbes Global 2000 trong năm 2006. Vào năm 2013, con số này tăng lên 74. Ngoài ra, ASEAN cũng có 227 DN có doanh thu lớn hơn 1

tỷ USD, chiếm 3% tổng số DN trên thế giới (McKinsey, 2014). Như vậy ASEAN cũng là nơi có nhiều DN có quy mô từ lớn đến rất lớn, và có uy tín cao trên trường quốc tế. Bảng 4.1 thể hiện mối quan hệ chặt chẽ giữa tăng trưởng kinh tế và các DN niêm yết (DN có quy mô lớn). Ta thấy có sự liên hệ mật thiết giữa tăng trưởng kinh tế với tình hình DN niêm yết và vốn hóa của thị trường chứng khoán. Cụ thể, giai đoạn tăng trưởng kinh tế giảm thường là giai đoạn mà số DN/vốn hóa trên thị trường bị giảm sút mạnh, hoặc có tăng thì cũng tăng ít. Sự sụt giảm mạnh của tất cả các chỉ số ở các quốc gia từ năm 2007 sang 2008 thể hiện rất rõ điều này. Ngược lại, giai đoạn kinh tế tăng thì thường là giai đoạn có số DN hoặc vốn hóa thị trường tăng rất mạnh. Có thể thấy sự liên hệ giữa chỉ số tăng trưởng kinh tế và số lượng hay mức vốn hóa của các DN trên thị trường chứng khoán ở tất cả các quốc gia trong mẫu.

Tóm lại, phần giới thiệu về các đặc điểm liên kết về kinh tế, tài chính và ngân hàng cho thấy các quyết tâm xây dựng một thể chế vững mạnh nhưng vẫn có sự linh hoạt cần thiết để có thể vượt qua các cú sốc và khủng hoảng kinh tế hiệu quả. Các bằng chứng từ mức tăng trưởng GDP, giảm nghèo, sự ổn định và gia tăng của dòng vốn FDI nội khối... cho thấy thành quả của các cơ chế hợp tác hiệu quả này. Đặc điểm các DN ASEAN cho thấy đây là các DN năng động, có quy mô ngày càng tăng và còn nhiều tiềm năng để tiếp tục phát triển. Sự phát triển của các DN niêm yết gắn liền với quá trình phát triển kinh tế, hàm ý về sự đóng góp rất lớn của các DN này đối với khu vực kinh tế ASEAN. Các DN đã dần bước ra khỏi cái bóng gia công, tự tin tham gia vào chuỗi giá trị toàn cầu. Mục tiếp theo sẽ trình bày về CTKHN và các đặc điểm tài chính của các DN niêm yết ở các nước ASEAN.

Bảng 4.1: Tăng trưởng kinh tế, số lượng và vốn hóa của các DNNY ASEAN

Chỉ tiêu	QG	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
TT GDP		6.4	6	4.6	6.2	6.2	6	5.6	5	4.9	5
Số DNNY	ID	383	396	398	420	440	459	483	506	521	537
Vốn hóa		211.7	98.8	214.9	360.4	390.1	428.2	346.7	422.1	353.3	425.8
TT GDP		6.3	3.3	-2.5	7	5.3	5.5	4.7	6	5	4.2
Số DNNY	ML	983	972	952	948	932	911	900	895	892	893
Vốn hóa		325.3	189.2	289.2	408.7	395.6	466.6	500.4	459	383	359.8
TT GDP		6.6	4.2	1.1	7.6	3.7	6.7	7.1	6.1	6.1	6.9
Số DNNY	PH	242	244	246	251	251	252	254	260	262	262
Vốn hóa		102.9	52	86.3	157.3	165.1	229.3	217.3	261.8	238.8	239.7
TT GDP		5.4	1.7	-0.7	7.5	0.8	7.2	2.7	0.9	2.9	3.2
Số DNNY	TL	523	525	535	541	545	558	584	613	639	656
Vốn hóa		197.2	103.1	177	277.7	268.5	389.8	354.4	430.4	348.8	433
TT GDP		7.1	5.7	5.4	6.4	6.2	5.2	5.4	6	6.7	6.2
Số DNNY	VN	-	162	188	267	294	301	301	305	307	320
Vốn hóa		-	9.5	26.5	30.1	21.6	32.6	40.1	46.1	51.9	66.4

Ghi chú: Đơn vị: Tăng trưởng GDP (%); Vốn hóa thị trường (Tỷ USD). Việt Nam (Số DNNY và Vốn hóa là của riêng sàn HOSE). Nguồn: Tổng hợp từ World Bank Indicators.

4.2. Thực trạng cấu trúc kỳ hạn nợ doanh nghiệp các nước ASEAN

4.2.1. Cấu trúc kỳ hạn nợ tổng thể

Trong mục này, mẫu trong nghiên cứu được lọc theo các tiêu chí là các DN có ít nhất 3 năm quan sát và có tổng mức nợ vay khác 0 (vì mục tiêu của luận án là nghiên cứu thực trạng về CTKHN, nghĩa là bản thân DN trong mẫu phải có vay nợ). Các biến cũng đã được xử lý để loại các giá trị quá lớn hoặc quá nhỏ, hoặc không hợp lý như quan sát có tài sản cố định lớn hơn tổng tài sản. Kết quả cuối cùng là mẫu gồm 2.026 DN thuộc 8 ngành theo chuẩn phân ngành GICS (Global Industry Classification Standard): Consumer Discret (Ngành sản xuất sản phẩm không thiết yếu), Consumer Staples (Ngành nhu yếu phẩm), Energy (Năng lượng), Health Care (Y tế), Industrials (Công nghiệp) gồm các DN sản xuất hàng hóa là đầu vào cho các ngành xây dựng và sản xuất, Information Technology (Công nghệ thông tin), Materials (Ngành công nghiệp vật liệu & khai mỏ) và Telecommunication (Viễn thông).

Nghiên cứu của Custodio và cộng sự (2013) cho thấy các DN Mỹ sử dụng ngày càng nhiều nợ ngắn hạn hơn, nhưng xu hướng này không giống nhau cho tất cả

DN Mỹ. Cụ thể, tỷ trọng nợ dài hạn trên tổng nợ của các DN nhỏ nhất giảm mạnh từ 53% trong năm 1976 xuống 6% trong năm 2008; trong khi đó, các DN lớn thì tỷ trọng nợ dài hạn không thay đổi nhiều. Custodio và cộng sự (2013) cho rằng việc rút ngắn CTKHN chỉ xảy ra với các DN có bất cân xứng thông tin cao, đồng thời các nhân tố về cung và cầu nợ đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích về xu hướng giảm CTKHN này.

Trong khi đó, tổng quan cho thấy CTKHN của cả mẫu không biến động quá nhiều ngay cả khi có khủng hoảng tài chính, thể hiện sự ổn định cao về mặt CTKHN của các quốc gia ASEAN. Khủng hoảng tài chính quốc tế không có ảnh hưởng đáng kể đến CTKHN trung bình của các DN khu vực ASEAN. Cụ thể trong năm khủng hoảng tài chính xuất phát từ các ngân hàng Mỹ, CTKHN bị giảm, nhưng không đáng kể (khoảng 1.5%), nhưng sau đó đã mau chóng phục hồi và tăng lên 38% vào năm 2009. Giai đoạn sau năm 2009 thì CTKHN giảm rất nhẹ xuống còn 35.7% vào năm 2013. Sau đó, CTKHN đã có một đà tăng liên tục lên lại mức 37% vào năm 2015 và 37,7% vào năm 2016, kết thúc giai đoạn nghiên cứu ở mức xấp xỉ năm 2007, năm trước khi khủng hoảng tài chính xảy ra.

Thống kê về CTKHN trung bình của tất cả DN ASEAN từ 2007 đến 2016 cho thấy một số điểm quan trọng. Đầu tiên, dù giai đoạn kéo dài 10 năm nhưng bình quân CTKHN của cả mẫu không thay đổi nhiều, dao động trong mức 36% đến 38%, nghĩa là các DN niêm yết ASEAN về trung bình có khoảng 36%-38% nợ dài hạn trong tổng nợ (Bảng 4.2). Đối với khu vực ASEAN, trung bình các DN không thay đổi tỷ trọng nợ dài hạn quá nhiều, thậm chí so với đầu giai đoạn thì có xu hướng gia tăng sử dụng nợ dài hạn dù không đáng kể. Như vậy, ta thấy đã có cải thiện trong cơ cấu kỳ hạn nợ tại các quốc gia đang phát triển tại ASEAN, có thể do cải thiện trong các điều kiện thể chế, giảm bất cân xứng thông tin và phát triển của các thị trường tài chính làm giảm chênh lệch về CTKHN giữa 2 nhóm nước phát triển và đang phát triển. Đây là một cải thiện rất đáng được hoan nghênh, giúp DN có được sự chủ động tốt hơn trong việc lên kế hoạch sản xuất, thực hiện các dự án dài hạn hơn.

CTKHN trung bình trong giai đoạn là 36%-38%, đây là mức vừa phải, không quá cao mà cũng không quá thấp so với các nghiên cứu như Demirguc-Kunt và Maksimovic (1999) đối với mẫu gồm các nước đã và đang phát triển. So với các DN ở các quốc gia phát triển, các DN ASEAN vẫn có CTKHN ngắn hơn. Cụ thể, theo số liệu của Antonio và cộng sự (2006), trung bình CTKHN các DN của Pháp là 59%, Đức 53%, cao hơn CTKHN trung bình các DN ASEAN.

So sánh với CTKHN của DN tại các quốc gia đang phát triển Nam Mỹ trong nghiên cứu của Terra (2011): Argentina (33,7%), Brazil (37,9%), Chile (40,8%), Colombia (37,5%), Mexico (43,3%) và Peru là 27,9% thì CTKHN DN ASEAN khá tương đồng. Trong khi đó, số liệu CTKHN các DN Mỹ trong cùng nghiên cứu của Terra (2011) lên đến 52,5%, một lần nữa khẳng định CTKHN của các DN ở quốc gia phát triển có CTKHN trung bình cao hơn ở các quốc gia đang phát triển. Nghiên cứu của Lemma (2012) cho các quốc gia châu Phi cũng thể hiện mức CTKHN DN tương đồng với DN ở các quốc gia Mỹ La tinh như trong nghiên cứu của Terra (2011), nhưng thấp hơn các DN của Mỹ, Pháp và Anh và Đức, cho thấy các DN ở các quốc gia châu Phi có CTKHN gần với CTKHN các DN ASEAN. Nhìn chung, các nghiên cứu trước đây cho thấy các DN tại các quốc gia đang phát triển có CTKHN trung bình ngắn hơn so với các DN tại các quốc gia phát triển, và thực trạng của các DN ASEAN trong nghiên cứu này cũng không nằm ngoài xu hướng này.

Bảng 4.2: Cấu trúc kỳ hạn nợ các DN niêm yết ASEAN

	Indonesia	Malaysia	Philippines	Thailand	Vietnam	Cả mẫu
2007	0.579	0.378	0.443	0.340	0.339	0.371
2008	0.591	0.372	0.411	0.304	0.344	0.356
2009	0.562	0.403	0.490	0.330	0.347	0.380
2010	0.567	0.403	0.519	0.337	0.290	0.373
2011	0.476	0.400	0.460	0.332	0.268	0.363
2012	0.376	0.396	0.503	0.372	0.218	0.358
2013	0.367	0.410	0.504	0.363	0.218	0.357
2014	0.367	0.406	0.486	0.375	0.245	0.361
2015	0.391	0.421	0.448	0.385	0.257	0.370
2016	0.407	0.437	0.466	0.389	0.261	0.377

Nguồn: Tính toán của tác giả từ dữ liệu của Thomson Reuters

4.2.2. Cấu trúc kỳ hạn nợ theo quốc gia

Sau khi xem xét thực trạng CTKHN DN trung bình của toàn bộ mẫu, tác giả phân tích xu hướng của CTKHN DN ở từng quốc gia. Một xu hướng dễ nhận thấy là qua các năm nghiên cứu, Philippines, Malaysia và Thái Lan có CTKHN gia tăng (nhưng không nhiều) và Indonesia và Việt Nam thì CTKHN giảm tương đối (khoảng 17% đối với Indonesia và 8% đối với Việt Nam so với đầu giai đoạn) (Bảng 4.2).

DN niêm yết ở Indonesia có CTKHN trung bình cao nhất ở năm 2007 (gần 58%) nhưng giảm mạnh xuống còn 41% vào năm 2016. Điều đáng chú ý là trong 2 năm liên tiếp 2011 và 2012, CTKHN trung bình của DN ở Indonesia giảm liên tục khoảng 10%/năm, trước khi tăng nhẹ trở lại trong các năm sau đó. Theo Báo cáo của Indonesia (The Report Indonesia, trang 62) sự sụt giảm của vay dài hạn của các DN là do hạn chế của tiền gửi khiến cho các ngân hàng khó cho vay dài hạn. Các DN Indonesia có CTKHN tương đối dài do mẫu nghiên cứu gồm nhiều DN thuộc ngành viễn thông, năng lượng và y tế, vốn là các ngành có tỷ lệ nợ dài hạn cao (Bảng 4.3). Trong suốt giai đoạn nghiên cứu, tỷ lệ nợ dài hạn của các DN ở quốc gia này giảm nhiều và tiệm cận về mức trung bình của cả mẫu.

DN niêm yết ở Philippines có CTKHN ở vị trí cao thứ nhì ở đầu giai đoạn nghiên cứu và lên cao nhất trong số các quốc gia ở cuối giai đoạn nghiên cứu, ở mức 46,6% là nợ dài hạn. Cơ cấu kỳ hạn nợ tại Philippines cao dường như không phụ thuộc vào các ngành có nợ dài hạn cao như năng lượng, viễn thông... vì các ngành này có rất ít DN. CTKHN có xu hướng tăng nhẹ từ năm 2007 đến 2010, và từ 2011 đến năm 2016 CTKHN biến động liên tục. Khi khủng hoảng tài chính xảy ra trong năm 2008, tỷ lệ nợ dài hạn trung bình chỉ giảm 3%. Mẫu của các DN ở Philippines nhỏ nhất so với các quốc gia khác, nên đây cũng có thể là nguyên nhân dẫn đến biến động thường xuyên của CTKHN qua các năm.

Các DN niêm yết Malaysia có CTKHN bình quân đứng thứ ba ở đầu (37.8%) và thứ hai ở cuối giai đoạn nghiên cứu (ở mức 43.7%). Trong giai đoạn này, xu hướng chung là CTKHN liên tục tăng, từ mức 37.8% năm 2007 lên mức 43.7% năm 2016. Malaysia có tỷ trọng các DN thuộc ngành viễn thông cao. Như vậy, với mức tăng liên tục xung quanh giai đoạn khủng hoảng cho đến cuối giai đoạn, các DN Malaysia cho

thấy sự cải thiện rõ rệt về cấu trúc nợ, giúp hạn chế rủi ro thanh khoản và tạo sự linh động hơn trong việc lựa chọn các cơ hội đầu tư.

Các DN Thái Lan có CTKHN bình quân giống như các DN Việt Nam trong năm 2007 (34% là nợ dài hạn). Cũng như các DN Philippines, các DN Thái Lan có CTKHN giảm khoảng 4% trong năm 2008 (sau khủng hoảng tài chính) nhưng ngay sau đó đã tăng dần trở lại. Thái Lan đã cho thấy thế mạnh về ngành y tế khi quốc gia này có nhiều DN thuộc ngành này nhất trong mẫu nghiên cứu. Ngành y tế trong giai đoạn hội nhập quốc tế đã có những bước chuyển tích cực, tăng cường đầu tư máy móc hiện đại (nhằm phục vụ nhu cầu du lịch chữa bệnh) và do đó cũng có CTKHN tăng để tài trợ cho loạt máy móc mới này.

Các DN Việt Nam có CTKHN bình quân thấp nhất trong năm 2007 (ở mức 34%) nhưng sau đó đã có xu hướng tăng nhẹ lên 34.7% vào năm 2009. Sau đó, CTKHN có xu hướng giảm liên tục đến năm 2013 ở mức 21.8% trước khi tăng liên tục và kết thúc ở mức 26.1% trong năm 2016. Trong mẫu nghiên cứu của các DN Việt Nam không có DN thuộc ngành viễn thông mà lại có nhiều DN thuộc các ngành có CTKHN thấp như sản xuất công nghiệp và các ngành sản xuất hàng tiêu dùng. Do đó, có thể thấy trừ Việt Nam và Indonesia, các DN ở các quốc gia khác đều có CTKHN cải thiện so với đầu giai đoạn. Sự cải thiện này có thể do hội nhập tài chính thế giới, giúp các DN trong khu vực dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn vay bằng trái phiếu với kỳ hạn nợ cao hơn nhiều so với vay ngân hàng. Việc các DN Việt Nam có CTKHN thấp, ứng với sử dụng nhiều nợ ngắn hạn, có thể gây mất chủ động trong việc triển khai các dự án đòi hỏi nhiều vốn dài hạn để nâng cấp công nghệ hoặc công suất.

4.2.3. Cấu trúc kỳ hạn nợ theo ngành

Đặc điểm của ngành cũng có thể ảnh hưởng đến CTKHN nên tác giả thực hiện đánh giá xu hướng biến động của CTKHN DN thuộc các ngành khác nhau. Các ngành được phân loại theo tiêu chuẩn phân ngành quốc tế GICS (Global Industry Classification Standards) bao gồm 8 ngành: Consumer Discret (Ngành không thiết yếu), Consumer Staples (Ngành nhu yếu phẩm), Energy (Năng lượng), Health Care (Y tế), Industrials (Công nghiệp) gồm các DN sản xuất hàng hóa là đầu vào cho xây

dựng và sản xuất, Information Technology (Công nghệ thông tin), Materials (Ngành công nghiệp vật liệu & khai mỏ) và Telecommunication (Viễn thông). Các DN thuộc ngành Tài chính – Ngân hàng (Financials) không thuộc mẫu nghiên cứu do DN thuộc các ngành này có nhiều đặc điểm khác với các DN phi tài chính (Cai và cộng sự, 2008; Stephan và cộng sự, 2011).

Bảng 4.3 cho thấy trong 8 ngành với tổng số DN là 2.026 của 5 quốc gia, ngành có nhiều DN nhất là ngành Sản xuất công nghiệp với 635 DN. Tiếp đến, mẫu gồm 392 DN trong ngành sản xuất các mặt hàng không thiết yếu (Consumer Discret) và 351 DN trong ngành Vật liệu & Khai mỏ (Materials). Các DN sản xuất mặt hàng nhu yếu phẩm chiếm khoảng 10% mẫu với 258 DN, ngành Năng lượng, Y tế và Viễn thông có số lượng ít nhất.

Các DN Indonesia có nhiều DN thuộc ngành năng lượng (26/255 DN) và viễn thông (12/255 DN). Malaysia có nhiều DN thuộc ngành sản xuất công nghiệp (209/645 DN) và ngành Công nghệ tin học (80/645 DN). Philippines không có ngành nào chiếm nổi bật so với quốc gia khác, trong khi Thái Lan có nhiều DN thuộc ngành Y tế (28/499 DN) và Công nghệ thông tin (41/499 DN). Việc đầu tư máy móc hiện đại và tốn kém cần nhiều vốn và lịch chi trả các khoản tài trợ sẽ cần nhiều thời gian. Thái Lan và Singapore có nhiều dịch vụ chăm sóc sức khỏe quốc tế và có sử dụng tiếng Anh. Việt Nam có nhiều DN nhất trong lĩnh vực năng lượng (35/507) là các DN có CTKHN cao, tuy nhiên CTKHN trung bình của các DN Việt Nam lại thấp nhất trong mẫu. Điều này có thể do có nhiều DN khác thuộc ngành sản xuất hàng thiết yếu, xa xỉ, sản xuất công nghiệp và ít tỷ trọng các DN trong các ngành công nghệ thông tin và viễn thông.

Bảng 4.3: Phân bổ doanh nghiệp theo ngành và quốc gia

	ID	ML	PH	TL	VN	Toàn bộ
Consumer discre	66	114	30	123	59	392
Consumer staples	42	76	22	58	60	258
Energy	26	31	8	24	35	124
Healthcare	14	20	1	28	15	78
Industrials	52	209	27	131	216	635
Info technology	9	80	11	41	16	157
Materials	34	107	19	85	106	351
Telecom	12	8	2	9	0	31
Tổng cộng	255	645	120	499	507	2026

Chú thích: Consumer Discret (Ngành không thiết yếu), Consumer Staples (Ngành nhu yếu phẩm), Energy (Năng lượng), Health Care (Y tế), Industrials (Sản xuất công nghiệp) gồm các DN sản xuất hàng hóa là đầu vào cho việc xây dựng và sản xuất, Information Technology (Công nghệ thông tin), Materials (Công nghiệp vật liệu & khai mỏ) và Telecommunication (Viễn thông). Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu của Thomson Reuters.

Biểu đồ 4.1 cho thấy xu hướng biến động của CTKHN của các DN phân theo ngành theo chuẩn GICS trong giai đoạn 2007 đến 2016. Kết quả cho thấy có thể chia làm 3 nhóm ngành căn cứ vào mức CTKHN, trong đó nhóm có CTKHN ngắn nhất (từ 30 – 40% nợ là nợ dài hạn vào năm 2016) gồm các ngành Sản xuất hàng xa xỉ (consumer discre), Nhu yếu phẩm (consumer staples), Công nghệ thông tin (information tech), Sản xuất công nghiệp (industrials), Y tế (health-care), Vật liệu và khai mỏ (materials). Bản thân các ngành sản xuất hàng hóa tiêu dùng, công nghệ thông tin, sản xuất công nghiệp, y tế và vật liệu (nhóm CTKHN thấp nhất) cần ít vốn đầu tư hơn, so với các ngành và viễn thông và năng lượng, vốn cần đầu tư dài hạn rất lớn và thu hồi vốn chậm. Nhóm có CTKHN dài ở giữa là ngành Viễn thông (telecom) với khoảng 50% nợ là nợ dài hạn và nhóm còn lại (nhóm DN thuộc ngành Năng lượng (energy) có CTKHN dài nhất (khoảng 70% nợ là nợ dài hạn).

Nhóm có CTKHN thấp nhất có CTKHN ít biến động nhất trong giai đoạn nghiên cứu. Ngành Materials (Vật liệu và Khai mỏ) không có nhiều thay đổi về CTKHN so với đầu giai đoạn nghiên cứu, kết thúc ở mức khoảng 30%. Ngành Công nghệ thông tin (Information Technology) có xu hướng tăng nhẹ từ giữa giai đoạn

nghiên cứu, kết thúc ở mức 36.5%, phù hợp với việc trong thời gian gần đây các DN công nghệ thông tin có thể đang phải đầu tư nhiều hơn trong bối cảnh “internet-of-things”. Với Ngành sản xuất hàng tiêu dùng thiết yếu (Staple) có thể thấy có rất ít biến động, nên đầu và cuối giai đoạn CTKHN không thay đổi đáng kể. Điều này cũng phù hợp với bản chất của ngành tiêu dùng thiết yếu: dù các giai đoạn kinh tế có biến động, nhu cầu xã hội đối với các sản phẩm thiết yếu không thay đổi nhiều so với các sản phẩm không thiết yếu. Do đó, đây cũng có thể là lý do khiến cơ cấu tài trợ bằng nợ của các DN trong ngành này không biến động nhiều. Nhóm ngành y tế (Health) có CTKHN biến động tương đối cao trong nhóm các ngành có CTKHN thấp, có lúc tăng lên gần 50% vào năm 2009 nhưng giảm xuống còn 35% vào năm 2012. Sau đó, các DN ngành này có CTKHN có xu hướng khôi phục và kết thúc giai đoạn nghiên cứu ở mức 40%.

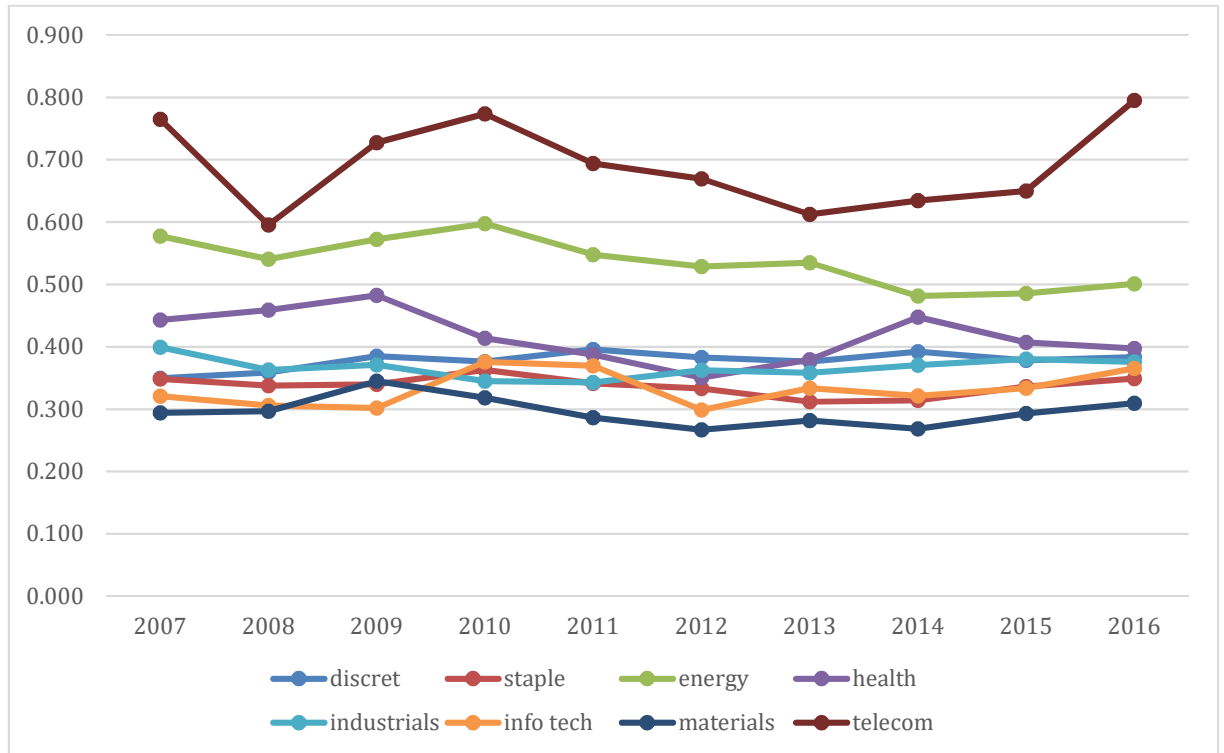
Hầu hết các ngành có CTKHN tăng nhẹ so với đầu giai đoạn nghiên cứu là năm 2007. Tuy nhiên, DN thuộc nhóm ngành năng lượng có CTKHN trung bình theo xu hướng giảm kể từ năm 2010. Việc các DN ngành này ít sử dụng nợ dài hạn cho thấy có thể các DN đang cạnh tranh theo hướng khác, không đẩy mạnh đầu tư công nghệ để khai thác năng lượng nên không tăng sử dụng nợ dài hạn.

Đối với nhóm DN ngành viễn thông có CTKHN dài nhất, tài sản thiết bị trong ngành có giá trị lớn, và đòi hỏi phải đầu tư nhiều nên nợ dài hạn chiếm đa số trong CTKHN của ngành này. CTKHN của ngành viễn thông giảm mạnh nhất (gần 20%) trong năm khủng hoảng tài chính 2008, sau đó tăng mạnh cho đến năm 2010, và lại giảm sâu trước khi tăng mạnh mẽ trở lại vào các năm cuối giai đoạn nghiên cứu. Theo báo cáo của PwC (2017) cạnh tranh của ngành viễn thông trong khu vực sẽ ngày càng khốc liệt và các dịch vụ miễn phí như VoLTE cho người dùng ngày càng phổ biến. Các công nghệ mới như NFC, hạ tầng mạng 4G và 5G cũng dần được đưa vào cuộc sống hàng ngày để quản lý chất lượng kết nối, bảo mật, tính riêng tư và thực hiện các khoản thanh toán.

Tóm lại, phân tích thực trạng CTKHN theo ngành cho thấy có sự khác biệt giữa các ngành. Có thể thấy các DN ngành có CTKHN thấp có lẽ có cấu trúc kỳ hạn nợ mục tiêu do trong thời gian quan sát không có thay đổi nhiều xoay quanh giá trị

mục tiêu này. Trong khi đó các DN ngành viễn thông và năng lượng có CTKHN biến động khá nhiều, nên khả năng là không có CTKHN mục tiêu với các ngành này. Đa số ngành có tỷ lệ nợ dài hạn từ 40% trở xuống, trong khi ngành viễn thông và năng lượng (cần vốn đầu tư ở quy mô lớn cũng như tài sản cần thời gian khấu hao dài) có tỷ lệ nợ dài hạn cao nhất.

Biểu đồ 4.1: Cấu trúc kỳ hạn nợ của các ngành theo chuẩn GICS



Nguồn: Tác giả tính toán

4.3. Mối tương quan giữa các yếu tố tác động và cấu trúc kỳ hạn nợ doanh nghiệp ASEAN

Phần này trình bày thực trạng về các đặc điểm tài chính và so sánh biến động của các chỉ số này với CTKHN. Từ các xu hướng biến động giữa các yếu tố và căn cứ vào các lý thuyết, tác giả đưa ra những nhận định ban đầu về các lý do giải thích sự biến động của CTKHN của các DN trong khu vực. Các yếu tố ảnh hưởng đến biến CTKHN được phân tích gồm các quy mô, tỷ lệ nợ, cơ hội tăng trưởng, vòng quay tài

sản, thanh khoản, thuế và cấu trúc kỳ hạn lãi suất. Mẫu được phân tích theo tuần tự là cả mẫu, mẫu các DN nhiều HCTC và ít HCTC.

4.3.1. Mẫu toàn bộ doanh nghiệp

Bảng 4.4 cung cấp các thống kê tổng quát về mẫu. Trung bình CTKHN là 36,7 %, nghĩa là trung bình có 36,7% nợ dài hạn trong tổng nợ. Mức này tương đối thống nhất với bình quân các quốc gia đang phát triển, và thấp hơn so với các quốc gia phát triển. Kỳ hạn tài sản bình quân là 16,9 năm, nghĩa là trung bình tồn khoảng 17 năm để khấu hao hết giá trị của tài sản. Kỳ hạn tài sản càng dài sẽ đòi hỏi các khoản tài chính càng dài hạn. Tỷ lệ nợ của các DN niêm yết trong khu vực ASEAN không cao, chỉ khoảng 23,2%, cho thấy gần $\frac{1}{4}$ tài sản của DN được tài trợ bằng nợ. Các DN ASEAN có vòng quay tài sản có giá trị trung bình là 1,048.

Thanh khoản trung bình của DN ASEAN là 2,183, nghĩa là trung bình 1 đồng nghĩa vụ ngắn hạn được bảo đảm bởi 2,183 đồng tài sản ngắn hạn. Mức thanh khoản này thấp hơn so với mẫu trong nghiên cứu của Stephan và cộng sự (2011) là 2,834. Mức thuế suất thu nhập DN trung bình ở mức 21,4%, tương đối cao so với mức thuế của các DN Ukraina là 13,4% (Stephan và cộng sự, 2011). Thuế suất cao có thể dự báo trước yếu tố thuế sẽ có ý nghĩa trong việc lựa chọn CTKHN của các DN ở khu vực ASEAN, vì thuế cao có thể làm tăng giá trị của tấm chắn thuế. Biến Cấu trúc kỳ hạn lãi suất (Term) có mức trung bình là 1,176%, cho thấy chênh lệch bình quân của lãi suất vay dài hạn và ngắn hạn trong khu vực là gần 1,2%. Như vậy, vay dài hạn vẫn có chi phí cao hơn so với vay ngắn hạn trong khoảng thời gian nghiên cứu.

Bảng 4.4: Thống kê mô tả của các biến trong mô hình

Biến	Số QS	Trung bình	Sai số	Min	Max
debtmat	11,372	0.367	0.319	0.000	1.000
size	11,372	18.277	1.640	12.559	24.953
efftax	11,372	0.214	0.192	-0.970	1.990
lev	11,372	0.232	0.172	0.000	0.960
liquid	11,372	2.183	2.652	0.050	67.467
grow	11,372	0.795	4.982	-37.941	36.442
turnover	11,372	1.048	0.802	0.001	10.726
term	11,372	1.176	0.818	-1.005	3.581
assetmat	11,372	16.882	22.972	0.135	199.014

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 4.5 trình bày giá trị trung bình của các biến giải thích trên cho toàn bộ DN qua các năm, và bảng 4.6 cung cấp các hệ số tương quan giữa các cặp biến. Quy mô (size) của các DN được đo bằng logarith tự nhiên của tổng tài sản. Với dữ liệu cả mẫu, quy mô DN tăng dần theo thời gian, trừ năm 2008, thể hiện tác động của khủng hoảng kinh tế. Cùng với xu hướng phát triển kinh tế mạnh mẽ của khu vực ASEAN, các DN trong khu vực cũng liên tục tăng trưởng và ngày càng có nhiều DN có quy mô lớn và mang tầm vóc đa quốc gia. Điều này theo lý thuyết sẽ dẫn đến gia tăng CTKHN, và thực tế có thể thấy CTKHN trung bình có xu hướng tăng rất nhẹ trong nửa sau giai đoạn nghiên cứu. Quy mô DN lớn hơn tạo niềm tin tốt hơn đối với các chủ nợ, và cũng có nhiều nhà phân tích đánh giá thông tin về DN lớn hơn là DN nhỏ, dẫn đến DN lớn ít bất cân xứng thông tin hơn. Mặt khác, Lorente và cộng sự (2016) đã chỉ ra, ở các quốc gia đang phát triển các DN lớn có xu hướng tiếp cận thị trường trái phiếu quốc tế và nhận được các khoản vay có thời hạn rất dài từ syndicate ngân hàng, nên đã tăng được tỷ lệ nợ dài hạn. Điều này giúp các DN có quy mô lớn chủ động hơn trong kinh doanh và phòng ngừa rủi ro thanh khoản. Phân tích tương quan trong bảng 4.6 cũng khẳng định điều này: có hệ số tương quan cùng chiều và có ý nghĩa thống kê (0.2892) giữa quy mô và CTKHN của DN.

Tỷ lệ nợ được đo bằng tỷ lệ của tổng nợ trên tổng tài sản, tất cả dựa theo giá trị sổ sách. Tỷ lệ nợ của các DN trong suốt giai đoạn không thay đổi nhiều, nằm trong khoảng từ 23%-24%. Như vậy, có thể thấy nợ ít được các DN thuộc các quốc gia đang phát triển ở ASEAN sử dụng. Mức đòn bẩy tài chính của các DN ASEAN thấp có thể phản ánh việc các DN này là DN niêm yết, và vốn cổ phiếu cũng là kênh tài trợ hiệu quả khi mà thị trường chứng khoán tại các quốc gia này đang phát triển rất nhanh chóng và dần có quy mô lớn hơn. Theo số liệu của World Bank Indicators, tỷ lệ giữa vốn hóa thị trường chứng khoán trên GDP tăng gấp nhiều lần trong giai đoạn từ 2008 đến 2016: Việt Nam từ 9,6% lên 32,3% (tăng gần 4 lần), Thái Lan từ 35,4% lên 106,4% (tăng hơn 3 lần). Phân tích tương quan (bảng 4.6) cho thấy có xu hướng biến động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê (0.081) giữa tỷ lệ nợ và CTKHN, cho

thấy có bằng chứng ủng hộ lý thuyết rủi ro thanh khoản: DN càng có tỷ lệ nợ cao thì càng có nhu cầu vay nợ dài hạn để làm giảm rủi ro thanh khoản.

Cơ hội tăng trưởng (grow) được đo bằng tỷ lệ giữa tăng trưởng của doanh thu và tăng trưởng tài sản. Cơ hội tăng trưởng phản ánh khá rõ ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính vào năm 2008, vì tăng trưởng giảm mạnh vào năm này. Đa số giá trị trung bình của biến cơ hội tăng trưởng nhỏ hơn 1, nghĩa là doanh thu của DN tăng trưởng nói chung thấp hơn so với tăng trưởng của tài sản. Nhìn chung cơ hội tăng trưởng trung bình có xu hướng giảm mạnh, có thể do các DN niêm yết ASEAN gặp phải cạnh tranh mạnh mẽ không những bởi các DN khác trong khối ASEAN và bên ngoài khối. Phân tích tương quan (bảng 4.6) cho kết quả là hệ số âm, thể hiện mối tương quan ngược chiều giữa CTKHN và cơ hội tăng trưởng. Điều này cho kết quả ban đầu ủng hộ lý thuyết chi phí người đại diện liên quan đến bất cân xứng thông tin do có cơ hội tăng trưởng nhiều khiến DN phải chọn nợ ngắn hạn nhiều hơn.

Biến turnover (tỷ lệ doanh thu trên tài sản hay vòng quay tài sản) đại diện cho chất lượng tín dụng của DN (Stephan và cộng sự, 2011; Ngô Văn Toàn và Phạm Thị Thu Hồng, 2015). Năng lực quản lý tài sản tốt tạo điều kiện cho doanh thu tăng mạnh hơn so với gia tăng trong tài sản. DN sử dụng tài sản để tạo doanh thu và dòng tiền, và đây cũng là một trong những nguồn tài chính quan trọng để DN có thể trả nợ một cách bền vững. Theo dự đoán của lý thuyết phát tín hiệu, biến này nếu càng tăng (thể hiện khả năng trả nợ của DN càng tốt) thì CTKHN sẽ càng giảm do nhu cầu phát tín hiệu càng nhiều. Bảng 4.5 cho thấy xu hướng biến này có sự giảm sút, thống nhất với xu hướng của biến Cơ hội tăng trưởng (grow) vốn cũng có đà suy giảm mạnh trong khoảng thời gian nghiên cứu. Khi vòng quay tài sản suy giảm thì theo lý thuyết phát tín hiệu DN sẽ ít có nhu cầu phát tín hiệu bằng cách sử dụng nợ ngắn hạn. Như vậy, trong những năm cuối giai đoạn nghiên cứu xu hướng giảm của biến vòng quay tài sản phù hợp với xu hướng gia tăng của CTKHN. Phân tích tương quan cũng thể hiện mối tương quan ngược chiều giữa chất lượng và CTKHN (hệ số âm) và có ý nghĩa thống kê (-0.285).

Biến thanh khoản được đo bằng tỷ lệ của tài sản ngắn hạn trên nghĩa vụ ngắn hạn. Biến thanh khoản giảm từ năm 2008 có thể phản ánh ảnh hưởng của khủng hoảng

tài chính và có xu hướng giảm liên tục đến 2010. Sau đó, thanh khoản có sự cải thiện và có xu hướng tăng trở lại trong nửa sau giai đoạn nghiên cứu. Ta thấy trong giai đoạn nghiên cứu thanh khoản và CTKHN có biến động cùng chiều với nhau rất mạnh, đặc biệt là nửa sau giai đoạn nghiên cứu. Phân tích về hệ số tương quan cũng cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa hai yếu tố này (0.084), ủng hộ lập luận rằng thanh khoản cao làm chủ nợ tin tưởng hơn trong việc cho vay nợ dài hạn đối với DN. Tài sản càng thanh khoản sẽ dễ chuyển thành tiền mặt trong khoảng thời gian ngắn để trả nợ, do đó sẽ tạo niềm tin cho chủ nợ tốt hơn.

Thuế (đo bằng tỷ lệ giữa thuế phải nộp và thu nhập chịu thuế) có xu hướng không rõ ràng và tăng giảm liên tục trong giai đoạn nghiên cứu. Xu hướng biến động của thuế không có chiều hướng rõ ràng để có thể rút ra kết luận về mối quan hệ so với CTKHN của DN, do đó có thể thuế không có mối quan hệ có ý nghĩa so với CTKHN. Tuy nhiên, phân tích hệ số tương quan cho thấy biến thuế có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê (-0,0361), cho thấy các DN có thuế suất cao có xu hướng vay nợ ngắn hạn nhiều hơn như Kane và cộng sự (1985) dự đoán.

Biến cấu trúc kỳ hạn lãi suất (term) được đo bằng chênh lệch kỳ hạn của lãi suất vay nợ dài hạn (lãi suất trái phiếu 10 năm) và vay nợ ngắn hạn (lãi suất trái phiếu 1 năm). Biến term luôn có giá trị trung bình lớn hơn 0 trong suốt giai đoạn nghiên cứu, thể hiện bình quân lãi suất vay dài hạn cao hơn vay ngắn hạn. Biến term có biến động liên tục trong giai đoạn nghiên cứu. Phân tích hệ số tương quan cho thấy biến cấu trúc kỳ hạn lãi suất (term) có hệ số âm và không có ý nghĩa thống kê, cho thấy khả năng là các DN ở ASEAN không căn cứ vào tình hình thị trường để xác định kỳ hạn nợ của các khoản vay mới nhằm làm giảm chi phí vốn trung bình.

Biến kỳ hạn tài sản (assetmat) được đo bằng tỷ lệ của tài sản cố định ròng trên chi phí khấu hao trong kỳ. Biến này theo lý thuyết có tương quan dương, cùng chiều với CTKHN vì các DN muốn khớp kỳ hạn tài sản và kỳ hạn nợ để tránh các rủi ro do dòng tiền của 2 yếu tố này không khớp với nhau. Ta nhận thấy xu hướng của kỳ hạn tài sản và kỳ hạn nợ là gia tăng, và phân tích hệ số tương quan cho thấy 2 yếu tố này có hệ số tương quan dương và có ý nghĩa thống kê (0.091). Do đó, yếu tố kỳ hạn tài

sản có thể là một yếu tố quan trọng giúp giải thích CTKHN của các DN niêm yết ASEAN.

Bảng 4.5: Giá trị trung bình các yếu tố của DN ASEAN theo thời gian

	debtmat	size	assetmat	efftax	lev	liquid	grow	turnover	term
2007	0.371	18.053	14.940	0.190	0.233	2.289	0.904	1.042	1.006
2008	0.356	17.950	14.185	0.195	0.231	2.182	0.618	1.120	0.297
2009	0.380	18.062	14.854	0.199	0.236	2.114	0.635	1.031	2.165
2010	0.373	18.267	14.893	0.215	0.232	2.073	1.117	1.050	1.380
2011	0.363	18.268	16.253	0.221	0.234	2.118	1.120	1.081	0.482
2012	0.358	18.367	17.556	0.220	0.232	2.183	0.947	1.114	0.799
2013	0.357	18.373	18.386	0.219	0.234	2.114	0.641	1.058	1.609
2014	0.361	18.419	18.534	0.216	0.235	2.177	0.775	1.038	1.167
2015	0.370	18.332	18.353	0.226	0.226	2.284	0.667	1.005	1.296
2016	0.377	18.455	18.354	0.221	0.226	2.272	0.607	0.972	1.365
TB	0.367	18.277	16.882	0.214	0.232	2.183	0.795	1.048	1.176

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 4.6: Ma trận tương quan của DN ASEAN

	debtmat	size	efftax	lev	liquid	grow	turnover	assetmat
debtmat	1							
size	0.2892*	1						
efftax	-0.0361*	0.0233*	1					
lev	0.0810*	0.2091*	0.0088	1				
liquid	0.0840*	-0.1027*	-0.0483*	-0.3540*	1			
grow	-0.0155*	-0.0076	0.0096	-0.0059	-0.0008	1		
turnover	-0.2850*	-0.1634*	0.0166*	0.0153	-0.1146*	0.0743*	1	
assetmat	0.0912*	0.1495*	0.0470*	0.0558*	-0.0136	-0.0125	-0.1281*	1
term	-0.004	0.0398*	0.0046	0.0284*	-0.0406*	-0.0127	-0.0289*	-0.0887*

*Chú thích: * có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Nguồn: Tính toán của tác giả*

4.3.2. Mẫu phân theo mức hạn chế tài chính

Luận án xem xét mối quan hệ giữa HCTC và CTKHN. Ở đây, tác giả đánh giá biến động của biến giải thích và CTKHN của các DN được phân làm hai nhóm, có nhiều hay ít HCTC, để làm nổi bật tác động của HCTC đối với CTKHN. Do HCTC có ảnh hưởng đến CTKHN (Stephan và cộng sự, 2011), xem xét yếu tố này sẽ bổ sung cái nhìn toàn diện hơn về các yếu tố ảnh hưởng đến CTKHN của DN ASEAN. HCTC ở đây được đo bằng quy mô của DN (Stephan và cộng sự, 2011), và được phân làm 2 nhóm DN: nhóm DN nhỏ là nhóm có quy mô thấp hơn trung vị của toàn

bộ DN trong từng năm (gọi là nhóm có nhiều HCTC), và nhóm lớn là nhóm có quy mô lớn hơn trung vị của toàn bộ DN (nhóm có ít HCTC).

4.3.2.1. Nhóm doanh nghiệp có nhiều hạn chế tài chính

Bảng 4.7 trình bày giá trị trung bình của các biến và bảng 4.8 trình bày hệ số tương quan của các cặp biến. Đối với nhóm có nhiều HCTC (DN nhỏ), CTKHN ít biến động. Mặc dù cả giai đoạn thì CTKHN giảm, nhưng từ năm 2012 đến cuối giai đoạn thì có xu hướng tăng nhẹ. Biến động từ năm 2012 đến nay cho thấy xu hướng của DN nhiều HCTC tại ASEAN khác biệt với xu hướng giảm CTKHN đối với các DN nhỏ ở một số quốc gia khác (Lorente và cộng sự, 2016).

Các DN có nhiều HCTC có **tỷ lệ nợ (Lev)** thấp hơn so với trung bình cả mẫu, và trung bình đạt mức 20% trong giai đoạn nghiên cứu. Xu hướng biến động của tỷ lệ nợ khá phức tạp, lên xuống liên tục. Hệ số tương quan mang giá trị âm và có ý nghĩa thống kê (-0.048), cho thấy các DN có nhiều HCTC có thể gặp khó khăn trong việc tiếp cận nợ dài hạn để làm giảm rủi ro thanh khoản. Khi DN có quy mô nhỏ, uy tín thường không cao nên với các DN này nếu có đòn bẩy tài chính càng cao thì rủi ro vỡ nợ cao, khiến các chủ nợ ngần ngại cho vay nợ dài hạn. Theo Myers (1977), hành vi rút ngắn kỳ hạn nợ khi đòn bẩy tài chính tăng lên là để xử lý chi phí người đại diện liên quan đến đầu tư dưới mức (Myers, 1977). Điều này cho thấy các DN nhiều HCTC chịu ảnh hưởng rất lớn từ chi phí người đại diện gắn với vấn đề đầu tư quá mức.

Cơ hội tăng trưởng (Grow) có biến động khá mạnh và có xu hướng giảm từ 2007 đến 2016. Giá trị trung bình của biến này là 0,819, cho thấy bình quân tốc độ tăng trưởng của doanh thu bằng 81,9% tăng trưởng tài sản. Tốc độ này cao hơn so với trường hợp các DN có ít HCTC, cho thấy các DN lớn thường là các DN đã qua giai đoạn tăng trưởng nhanh (Dickinson, 2011). Trong giai đoạn nghiên cứu thì chủ yếu biến cơ hội tăng trưởng có khuynh hướng biến động ngược chiều với CTKHN, nhưng kiểm tra tương quan cho thấy có hệ số âm và không có ý nghĩa thống kê. Điều này không hẳn phản bác DN nhỏ với nhiều cơ hội tăng trưởng không chịu chi phí

người đại diện cao. Có thể DN nhiều HCTC đã chọn rút ngắn kỳ hạn nợ khi tỷ lệ nợ tăng lên để xử lý chi phí người đại diện.

Biến Thanh khoản (Liquidity) được đo bằng tỷ số giữa tài sản ngắn hạn trên nghĩa vụ ngắn hạn. Thanh khoản của DN có nhiều HCTC (trung bình đạt mức 3,539) cao hơn các DN ít HCTC có khả năng là do tỷ lệ tài sản ngắn hạn của DN nhiều HCTC cao hơn. Bù lại, các DN ít HCTC có nhiều tài sản cố định hơn với kỳ hạn cao hơn. Thanh khoản trong giai đoạn nghiên cứu có xu hướng tăng, cho thấy thanh khoản của các DN nhiều HCTC ngày càng được cải thiện. Biến thanh khoản nhìn chung có biến động cùng chiều với CTKHN đối với nhóm DN có nhiều HCTC. Phân tích tương quan cũng xác nhận về hệ số tương quan dương và có ý nghĩa thống kê (0,1397), hàm ý với các DN có nhiều HCTC thì tài sản càng thanh khoản giúp cho DN vay được nhiều nợ dài hạn hơn.

Biến Vòng quay tài sản (Turnover) được đo bằng tỷ số giữa doanh thu và tài sản. Năng lực quản lý tài sản tốt giúp tạo ra doanh thu lớn, làm tăng khả năng trả nợ. Trong giai đoạn nghiên cứu, biến chất lượng có giá trị trung bình là 1,130, cho thấy trung bình doanh thu cao hơn tài sản khoảng 13%. Biến Vòng quay tài sản có biến động ngược chiều so với CTKHN và có ý nghĩa thống kê (-0,212) theo phân tích tương quan. DN có Vòng quay tài sản cao có xu hướng sử dụng nhiều nợ ngắn hạn hơn, điều này cung cấp bằng chứng cho lý thuyết phát tín hiệu. Điều này hàm ý dù có gặp khó khăn tài chính, các DN nhiều HCTC vẫn nỗ lực sử dụng thêm nợ ngắn hạn khi điều kiện cho phép để phát tín hiệu.

Biến thuế (Tax) không có tương quan rõ ràng đối với biến động của CTKHN của nhóm DN có nhiều HCTC. Kiểm tra ma trận tương quan, ta thấy có tương quan âm và có ý nghĩa thống kê (-0.065) giữa thuế và CTKHN. Như vậy, có bằng chứng cho thấy các DN căn cứ vào thuế suất để lựa chọn CTKHN và điều này ủng hộ lý thuyết Kane và cộng sự (1985).

Biến cấu trúc kỳ hạn lãi suất (Term) có giá trị dương trong tất cả các năm, cho thấy lãi suất vay dài hạn có xu hướng cao hơn so với lãi suất vay ngắn hạn. Biến cấu trúc kỳ hạn lãi suất (Term) có biến động ngược chiều với CTKHN, và phân tích

hệ số tương quan cũng xác nhận điều này với hệ số âm có ý nghĩa thống kê (-0.071). Xu hướng này khác với xu hướng của các DN ít HCTC, cho thấy các DN có nhiều HCTC quan tâm khai thác thị trường nhiều bằng việc tranh thủ làm giảm chi phí vốn trung bình của mình, phù hợp với lý thuyết định thời điểm vay. Khác với các DN ít HCTC, các DN có nhiều HCTC không có nhiều cơ hội tiếp cận với nguồn vốn như vốn cổ phiếu trái phiếu trong nước và quốc tế. Do đó, khi DN phụ thuộc vào vốn vay nợ thì sẽ ưu tiên lựa chọn phương án vay rẻ hơn. Tuy nhiên hành vi này có thể ảnh hưởng tiêu cực lên hiệu quả đầu tư, vì một phần nguồn tài trợ của vốn đầu tư (nợ dài hạn/ngắn hạn) của DN bị ảnh hưởng bởi điều kiện lãi suất trên thị trường mà không phải là phụ thuộc vào đặc điểm của cơ hội đầu tư.

Biến kỳ hạn tài sản (assetmat) được đo bằng tỷ lệ của tài sản cố định ròng trên chi phí khấu hao trong kỳ. Kỳ hạn tài sản có xu hướng gia tăng mạnh trong giai đoạn nghiên cứu, tăng từ mức 12,6 năm trong năm 2007 lên mức 15,8 năm trong năm 2016. Kỳ hạn tài sản tăng phù hợp với xu hướng tăng đầu tư cho tài sản cố định trong giai đoạn mới để có năng lực cạnh tranh tốt hơn, tuy nhiên kỳ hạn tài sản của nhóm có nhiều HCTC vẫn thấp hơn so với nhóm ít HCTC. Biến động của yếu tố CTKHN và kỳ hạn tài sản nhìn chung là cùng chiều với nhau, và phân tích ma trận tương quan cho thấy 2 yếu tố này có hệ số tương quan dương và có ý nghĩa thống kê (0.058). Hệ số dương và có ý nghĩa thống kê này cho thấy các DN có nhiều HCTC quan tâm đến việc khớp kỳ hạn tài sản để giảm bớt rủi ro thanh khoản do việc không khớp được kỳ hạn của 2 yếu tố này.

Bảng 4.7: Giá trị trung bình của các yếu tố của nhóm DN có nhiều HCTC

	debtmat	size	efftax	lev	liquid	grow	turnover	assetmat	term
2007	0.320	16.800	0.170	0.202	2.679	0.799	1.134	12.604	0.969
2008	0.317	16.729	0.185	0.202	2.558	0.393	1.242	11.176	0.113
2009	0.311	16.799	0.201	0.205	2.330	0.844	1.118	12.022	2.014
2010	0.312	17.028	0.221	0.200	2.255	1.086	1.134	12.244	1.303
2011	0.314	17.032	0.217	0.207	2.337	1.032	1.137	13.323	0.200
2012	0.300	17.100	0.221	0.210	2.368	1.074	1.216	13.817	0.821
2013	0.292	17.091	0.216	0.208	2.289	0.979	1.132	14.919	1.670
2014	0.307	17.129	0.214	0.206	2.379	0.957	1.112	15.265	1.334
2015	0.310	17.051	0.216	0.201	2.616	0.664	1.081	14.554	1.408

2016	0.313	17.188	0.219	0.189	2.635	0.355	1.041	15.789	1.454
Tổng	0.309	17.015	0.210	0.203	2.444	0.819	1.130	13.778	1.164

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 4.8: Ma trận tương quan nhóm DN có nhiều HCTC

	debtmat	size	efftax	lev	liquid	grow	turnover	assetmat
debtmat	1							
size	0.0552*	1						
efftax	-0.0648*	0.0450*	1					
lev	-0.0476*	0.1472*	0.0018	1				
liquid	0.1397*	-0.0458*	-0.0441*	-0.3504*	1			
grow	-0.0142	-0.0026	0.0223*	-0.0005	-0.0051	1		
turnover	-0.2115*	-0.1154*	0.0077	0.0771*	-0.1408*	0.0455*	1	
assetmat	0.0580*	0.0863*	0.0400*	0.0607*	0.001	-0.0114	-0.1197*	1
term	-0.0710*	0.0176	0.0285*	0.0253*	-0.0405*	0.01	-0.0081	-0.0726*

*Chú thích: * có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Nguồn: Tính toán của tác giả*

4.3.2.2. Nhóm doanh nghiệp có ít hạn chế tài chính

Bảng 4.9 cung cấp giá trị trung bình của các biến qua các năm và bảng 4.10 trình bày hệ số tương quan cho các cặp biến trong trường hợp các DN có ít HCTC. Với các DN ít HCTC (DN lớn), CTKHN cao hơn khá nhiều và có biến động lên xuống nhưng khoảng biến động tối đa chỉ khoảng 3% (dao động từ 42% đến 45%). Trong giai đoạn khủng hoảng CTKHN trung bình giảm không đáng kể, khoảng 2,7% (42,3% xuống còn 39,6% năm 2008), nhưng sau đó lại phục hồi nhanh chóng lên mức 45% trong năm 2009. Xu hướng đối với biến CTKHN của nhóm DN lớn là tăng nhẹ vào cuối giai đoạn tương tự như xu hướng đối với cả mẫu.

Biến Quy mô có xu hướng tăng liên tục trong các năm, trừ năm 2008 và 2015. Biến động của biến quy mô theo sát với biến động của CTKHN của nhóm DN ít HCTC. Phân tích ma trận tương quan khẳng định lần nữa về mối quan hệ cùng chiều (0,3593) giữa yếu tố quy mô và CTKHN, cho thấy quy mô lớn giúp các DN ít HCTC dễ dàng vay được nợ dài hạn do các DN lớn có uy tín và ít bất cân xứng thông tin. Hệ số tương quan của biến quy mô của nhóm DN có ít HCTC cao hơn đáng kể so với nhóm có nhiều HCTC.

Biến Tỷ lệ nợ của nhóm ít HCTC khá thấp (25-27%) và không thay đổi nhiều qua các năm. Dù vậy tỷ lệ nợ của nhóm ít HCTC cao hơn 5-7% so với nhóm có nhiều HCTC, và có chiều hướng lên xuống liên tục. Phân tích tương quan cho thấy quy mô và CTKHN có tương quan dương và có ý nghĩa thống kê (0.145), hàm ý các DN ít HCTC có thể làm giảm rủi ro thanh khoản khi có đòn bẩy tài chính cao bằng cách vay thêm nợ dài hạn. Trong khi đó, biến tỷ lệ nợ của nhóm nhiều HCTC có tương quan âm, cho thấy so với nhóm ít HCTC nhóm nhiều HCTC có thể vừa gặp khó khăn thanh khoản do khó vay được nợ dài hạn khi có đòn bẩy tài chính cao, vừa chịu chi phí người đại diện cao nên có xu hướng chọn nợ ngắn hạn để xử lý đầu tư dưới mức (Myers, 1977).

Biến Cơ hội tăng trưởng có giá trị biến động lớn trong kỳ nghiên cứu, như nhóm có nhiều HCTC. Biến này chỉ có 3 năm có giá trị lớn hơn 1 và các năm còn lại thậm chí xuống mức 0.303 trong năm 2013, cho thấy nhóm ít HCTC có thể cũng gặp khó khăn trong việc cạnh tranh dẫn đến tăng trưởng trong doanh thu không theo kịp tăng trưởng trong tài sản. Tuy nhiên, vào các năm cuối giai đoạn nghiên cứu yếu tố này dần được cải thiện trở lại nên đó cũng là một tín hiệu khả quan, trong khi các DN có nhiều HCTC có cơ hội tăng trưởng giảm nên rất đáng lo ngại. Phân tích ma trận tương quan cho thấy cơ hội tăng trưởng và CTKHN không có tương quan có ý nghĩa thống kê. Việc cả mẫu thì cơ hội tăng trưởng âm và có ý nghĩa thống kê, nhưng trong từng nhóm thì không còn ý nghĩa thống kê cũng thống nhất với kết quả trong nghiên cứu của Stephan và cộng sự (2011).

Biến Vòng quay tài sản của nhóm ít HCTC không có biến động nhiều qua các năm, nhưng xu hướng có thể chia làm 2 giai đoạn. Trước năm 2012 là xu hướng tăng (trừ năm 2008), sau đó giảm liên tục xuống còn 0.903 vào năm 2016. Do đó có thể thấy xu hướng sau năm 2012 ngược chiều với CTKHN, thể hiện sự phù hợp với lý thuyết phát tín hiệu của các DN có chất lượng tín dụng cao. Do vòng quay tài sản giảm trong kỳ, nên nhu cầu phát tín hiệu cũng giảm đi và như thế việc sử dụng nợ ngắn hạn cũng ít hơn. So với nhóm DN nhiều HCTC thì vòng quay tài sản của nhóm ít HCTC thấp hơn một chút, nhưng hệ số tương quan âm (-0.3416) của nhóm ít HCTC

mạnh hơn, cho thấy DN ít HCTC sẵn sàng dùng nợ ngắn hạn để phát tín hiệu. Điều này hàm ý các DN nhiều HCTC dù có vòng quay tốt hơn nhưng tiềm lực tài chính nói chung không tốt bằng nên không muốn làm gia tăng thêm rủi ro thanh khoản bằng cách vay nhiều nợ ngắn hạn để phát tín hiệu.

Biến Thanh khoản tăng giảm liên tục nhưng kết thúc ở mức 1,909, không thay đổi nhiều so với 1,900 ở năm 2007. Trung bình các DN lớn có chỉ số thanh khoản không tốt bằng các DN nhỏ, cho thấy có khả năng các DN lớn có tiềm lực tài chính tốt và điều kiện tiếp cận vốn dễ dàng nên không quan tâm nhiều đến rủi ro thanh khoản như các DN nhỏ. Phân tích hệ số tương quan cũng xác nhận hệ số dương và có ý nghĩa thống kê (0.0577). Các DN có tài sản càng thanh khoản và có uy tín cao thì dễ vay được nợ dài hạn, vì chủ nợ cảm thấy ít rủi ro liên quan đến vấn đề chuyển đổi tài sản (asset substitution). DN có tài sản thanh khoản cao nếu không có uy tín có thể chuyển đổi tài sản thanh khoản thành tiền và dùng vào mục đích khác không phải để trả nợ vay, gây thiệt hại cho chủ nợ. Hệ số tương quan dương của biến Thanh khoản của nhóm ít HCTC cũng cao hơn nhóm nhiều HCTC.

Biến Thuế có biến động lên xuống liên tục, nhưng biên độ không lớn và xu hướng nhìn chung là ngược chiều với CTKHN: các năm thuế suất giảm thì CTKHN tăng và ngược lại. Tuy nhiên, kiểm tra hệ số tương quan cho thấy có hệ số âm nhưng không có ý nghĩa thống kê, cho thấy có thể có mối tương quan ngược chiều giữa CTKHN và yếu tố thuế nhưng không đáng kể. Nếu yếu tố này có ý nghĩa thống kê như với nhóm nhiều HCTC thì có bằng chứng cho thấy các DN có ít HCTC có đánh đổi giữa lợi ích (giá trị tầm chắn thuế) và chi phí từ nợ (rủi ro thanh khoản/phá sản).

Biến Kỳ hạn tài sản được đo bằng tỷ lệ của tài sản cố định ròng trên chi phí khấu hao trong kỳ. Kỳ hạn tài sản của nhóm ít HCTC có xu hướng tăng, từ 17,28 năm lên 22,16 năm vào năm 2015 nhưng cuối giai đoạn nghiên cứu lại rơi xuống 21 năm. Mức kỳ hạn tài sản này cao hơn so với kỳ hạn tài sản của nhóm nhiều HCTC. Ta nhận thấy biến động của yếu tố CTKHN và kỳ hạn tài sản cùng chiều, và phân tích hệ số tương quan cho thấy 2 yếu tố này có hệ số tương quan dương và có ý nghĩa thống kê (0.077). Nhóm DN ít HCTC có kỳ hạn tài sản trung bình cao hơn cho thấy

các DN này có tài sản hiện đại và có giá trị cao hơn nên cần nhiều thời gian để khấu hao, và điều này cũng phù hợp với đặc điểm của hai nhóm DN này trong nghiên cứu của Stephan và cộng sự (2011).

Biến Cấu trúc kỳ hạn lãi suất có giá trị dương trong suốt giai đoạn nghiên cứu, cho thấy lãi suất vay nợ dài hạn cao hơn lãi suất vay nợ ngắn hạn. Cấu trúc kỳ hạn lãi suất thay đổi liên tục. Phân tích hệ số tương quan cho thấy tương quan giữa cấu trúc kỳ hạn lãi suất và CTKHN là dương và có ý nghĩa thống kê (0.058), nghĩa là cấu trúc kỳ hạn lãi suất càng dốc lên DN có ít HCTC càng có xu hướng vay nhiều nợ dài hạn. Khi cấu trúc kỳ hạn lãi suất dốc lên nghĩa là lãi suất vay dài hạn càng cao hơn so với lãi suất vay ngắn hạn thể hiện kinh tế đang phát triển tốt nên có thể các DN ít HCTC tranh thủ vay thêm nợ dài hạn để nâng cao năng suất sản xuất nhằm khai thác cơ hội mới từ thị trường. Trong khi đó các DN có nhiều HCTC lại tranh thủ vay nợ ngắn hạn để tiết kiệm chi phí theo lý thuyết định thời điểm phát hành nợ, cho thấy các DN này gặp khó khăn nhiều hơn và thiếu sự chủ động khai thác các cơ hội kinh doanh.

Bảng 4.9: Giá trị trung bình của các yếu tố của nhóm DN có ít HCTC

	debtmat	size	efftax	lev	liquid	grow	turnover	assetmat	term
2007	0.423	19.305	0.210	0.263	1.900	1.008	0.951	17.277	1.042
2008	0.396	19.172	0.205	0.260	1.806	0.842	0.998	17.200	0.481
2009	0.450	19.327	0.197	0.266	1.897	0.426	0.944	17.691	2.317
2010	0.435	19.508	0.209	0.265	1.890	1.147	0.965	17.547	1.457
2011	0.412	19.507	0.224	0.260	1.898	1.208	1.025	19.188	0.765
2012	0.416	19.637	0.219	0.254	1.998	0.821	1.012	21.301	0.776
2013	0.423	19.655	0.221	0.260	1.938	0.303	0.985	21.853	1.548
2014	0.416	19.708	0.219	0.265	1.976	0.592	0.963	21.804	1.000
2015	0.429	19.615	0.236	0.252	1.951	0.670	0.929	22.157	1.185
2016	0.440	19.723	0.223	0.263	1.909	0.859	0.903	20.919	1.275
Tổng	0.424	19.541	0.218	0.261	1.922	0.770	0.966	19.988	1.188

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 4.10: Ma trận tương quan nhóm DN có ít HCTC

	debtmat	size	efftax	lev	liquid	grow	turnover	assetmat
debtmat	1							
size	0.3593*	1						
efftax	-0.0171	-0.0077	1					
lev	0.1446*	0.1199*	0.0091	1				
liquid	0.0577*	-0.0482*	-0.0539*	-0.3613*	1			
grow	-0.0157	-0.0086	-0.0043	-0.0102	0.0053	1		
turnover	-0.3416*	-0.1558*	0.0314*	-0.0153	-0.1033*	0.1107*	1	
assetmat	0.0770*	0.0654*	0.0491*	0.0159	-0.0018	-0.0129	-0.1183*	1
term	0.0576*	0.0647*	-0.021	0.0273*	-0.0396*	-0.0391*	-0.0511*	-0.1088*

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.4. Nhận định về các ưu điểm và nhược điểm trong thực trạng về cấu trúc kỳ hạn nợ

4.4.1. Nhận định chung

Trong khi tại một số khu vực trên thế giới thậm chí là tại các nước phát triển như Mỹ thì CTKHN của DN bị rút ngắn (Custodio và cộng sự, 2013), CTKHN trung bình của các DN ở khu vực ASEAN lại giữ vững và có xu hướng gia tăng (trong nửa cuối giai đoạn nghiên cứu), thể hiện sự ổn định và vững vàng trong cơ cấu nợ. Mặt khác, so sánh biến động của CTKHN trong giai đoạn 2007 – 2009 cho thấy khủng hoảng tài chính quốc tế cũng chỉ có tác động làm giảm nhẹ (0 – 3%) CTKHN trung bình của các DN niêm yết vào năm 2008 trong khu vực này. Sau năm 2008 các CTKHN trung bình đều có sự gia tăng hồi phục trở lại, cho thấy CTKHN của cả mẫu không biến động quá nhiều và ổn định của DN thuộc các quốc gia ASEAN. Điều này có thể là nhờ các cải thiện trong thể chế, các quy định công bố thông tin làm giảm chênh lệch về CTKHN giữa 2 nhóm nước phát triển và đang phát triển, và các cơ chế phối hợp, hỗ trợ nhau trong khối ASEAN.

DN ở các nước có CTKHN trung bình xấp xỉ 36,7%, cao hơn một ít với các DN ở các nước đang phát triển trong các nghiên cứu trước. Trong khi đó, DN ở Việt Nam có CTKHN khoảng 25% và cũng là quốc gia các DN có CTKHN giảm tương đối nhiều, và điều này có thể do Việt Nam gồm nhiều DN thuộc ngành sản xuất công nghiệp và hàng tiêu dùng vốn là các ngành không cần tỷ lệ nợ dài hạn quá cao như các ngành năng lượng và viễn thông. Trong khi đó, DN ở các quốc gia khác như

Indonesia và Thái Lan có nhiều DN trong khu vực năng lượng, y tế và viễn thông, vốn là các ngành mà nhu cầu tại ASEAN cũng như quốc tế đang rất cao. Cạnh tranh mạnh mẽ trong các ngành này đòi hỏi phải bổ sung nhiều công nghệ hiện đại, do đó cần nguồn vốn dài hạn, trong đó có nợ, để tài trợ cho các đầu tư này.

Khi đánh giá CTKHN theo ngành, tác giả nhận thấy ngành là yếu tố có ảnh hưởng đối với CTKHN. Thực vậy, khi phân ngành theo chuẩn GICS thì các DN thuộc một số ngành có CTKHN xoay quanh giá trị trung bình ngành trong suốt thời gian nghiên cứu. Có thể thấy mỗi ngành gần như có cấu trúc kỳ hạn nợ mục tiêu do trong thời gian quan sát không có thay đổi nhiều xoay quanh giá trị mục tiêu này. Đa số ngành có tỷ lệ nợ dài hạn từ 40% trở xuống, trong khi ngành viễn thông (ngành cần vốn đầu tư ở quy mô lớn cũng như tài sản cần thời gian khấu hao dài) có tỷ lệ nợ dài hạn cao nhất. Cuối cùng, các DN có ít HCTC có CTKHN cao hơn khá nhiều, phù hợp với nghiên cứu của Stephan và cộng sự (2011).

4.4.2. Các ưu điểm về cấu trúc kỳ hạn nợ

Tỷ lệ nợ dài hạn trong cơ cấu nợ không thay đổi nhiều và không giảm như một số khu vực khác, tạo điều kiện cho DN các nước ASEAN giảm bớt các lo ngại về rủi ro thanh khoản, nhờ đó mạnh dạn đầu tư vào các công nghệ hiện đại, giúp tăng sức cạnh tranh. Đây là ưu điểm rất lớn, đặc biệt trong bối cảnh một số nghiên cứu chỉ ra xu hướng các DN ở các khu vực khác ngày càng sử dụng nhiều nợ ngắn hạn hơn (Custodio và cộng sự, 2013). Custodio và cộng sự (2013) cũng cho thấy giảm kỳ hạn nợ là do vấn đề bất cân xứng thông tin ngày càng trầm trọng hơn, ngay cả ở Mỹ khiến cho các DN nhỏ khó vay được nợ dài hạn.

Các DN ASEAN đã liên tục gia tăng quy mô tài sản để có thể tăng khả năng cạnh tranh trong giai đoạn mới. Quy mô tài sản tăng cũng giúp DN có điều kiện vay được nợ dài hạn nhiều hơn, do cải thiện trong bất cân xứng thông tin và uy tín (theo lý thuyết chi phí người đại diện của Myers (1977)).

Kỳ hạn của tài sản đã gia tăng trong giai đoạn nghiên cứu, thể hiện các DN đã chú trọng xây dựng và nâng cấp tài sản cố định, hiện đại hóa công nghệ để tăng sức cạnh tranh của mình. Ngoài ra, các DN cũng áp dụng tốt nguyên tắc khớp kỳ hạn tài

sản và kỳ hạn nợ để làm giảm rủi ro thanh khoản từ việc dòng tiền từ tài sản và nợ không khớp nhau.

4.4.3. Các nhược điểm liên quan đến cấu trúc kỳ hạn nợ

Các số liệu cho thấy vòng quay tài sản các DN trong khu vực giảm, làm giảm nhu cầu sử dụng nợ ngắn hạn để thực hiện phát tín hiệu. Năng lực quản lý tài sản giảm là điều đáng lo ngại, nhưng việc này có thể do các DN ASEAN đang tập trung thay thế tài sản theo hướng tăng tài sản cố định, hiện đại hóa các máy móc hiện có nên khối lượng tài sản lớn, dẫn đến vòng quay giảm. Xu hướng hiện đại hóa tài sản được minh chứng rõ qua kỳ hạn tài sản trung bình tăng dần trong giai đoạn nghiên cứu. Mặc dù vậy, các DN vẫn nên chú trọng khai thác tốt các tài sản và nhanh chóng đưa vào sử dụng để có thể tiếp cận thị trường nhanh và tạo dòng tiền sớm hơn.

Cấu trúc kỳ hạn lãi suất được đo bằng chênh lệch lãi suất vay dài hạn và ngắn hạn trên thị trường và biến này có tương quan âm và có ý nghĩa thống kê với CTKHN đối với mẫu toàn bộ DN và các DN nhỏ. Xét ở một khía cạnh, việc các DN căn cứ vào tình hình chênh lệch lãi suất trên thị trường để ra quyết định kỳ hạn nợ để vay giúp giảm chi phí vốn bình quân (WACC). Việc giảm chi phí nợ giúp DN có thể hạ giá thành sản phẩm, tăng khả năng cạnh tranh, nhưng có thể khiến cho DN mất chủ động trong việc chọn lựa các cơ hội đầu tư. Chẳng hạn, nếu có cơ hội đầu tư tốt với dòng tiền dự đoán bắt đầu có trong dài hạn nhưng điều kiện lãi suất trên thị trường khiến DN muốn chọn vay ngắn hạn để tiết kiệm chi phí. Khi đó dòng tiền từ dự án sẽ không khớp với kỳ hạn nợ mới dễ gây khó khăn trong việc chuẩn bị nguồn lực trả nợ. Vì vậy, trong thực tế việc lựa chọn các cơ hội đầu tư nên căn cứ vào các điều kiện cơ bản như suất sinh lời dự kiến và rủi ro, chứ không nên chỉ vì kỳ hạn nợ ngắn hay dài mà phải chọn cơ hội đầu tư không tối ưu.

Thuế ít có vai trò trong CTKHN của nhóm DN ít HCTC, như vậy các DN này không khai thác lợi ích về tấm chắn thuế từ nợ vay. Các DN nên cân nhắc yếu tố này để có thể khai thác thêm một lợi ích khác từ việc vay nợ.

Nhóm có ít HCTC quan tâm đến việc giảm rủi ro thanh khoản khi có tỷ lệ nợ nâng cao (và phân tích thực trạng cũng cho thấy đòn bẩy tài chính của DN có ít HCTC cao hơn một ít so với nhóm có nhiều HCTC). Nhóm có nhiều HCTC lại có khuynh

hướng vay nợ ngắn hạn khi có tỷ lệ nợ tăng, điều này phù hợp với lý thuyết về chi phí người đại diện liên quan đến đầu tư dưới mức. Xu hướng biến động ngược chiều giữa 2 yếu tố này với nhóm nhiều HCTC càng thể hiện rõ vấn đề khó khăn về tài chính của nhóm DN này.

Tóm tắt chương 4

Chương 4 đã thực hiện đánh giá thực trạng về CTKHN và yếu tố ảnh hưởng đến CTKHN của DN niêm yết tại khu vực ASEAN. Thực trạng về CTKHN được đánh giá cả về tổng thể, theo từng quốc gia và theo ngành để giúp nhận diện các xu hướng phát triển của CTKHN các DN niêm yết ASEAN. Nghiên cứu cũng chỉ ra DN có ít HCTC có CTKHN dài hơn, và các tương quan giữa các biến giải thích và CTKHN có khác nhau giữa 2 nhóm DN, chủ yếu cho thấy các DN nhiều HCTC gặp phải vấn đề về chi phí người đại diện và rủi ro thanh khoản nhiều hơn. Kết quả cũng chỉ ra một số ưu và nhược điểm liên quan đến CTKHN của các DN, đặc biệt là chỉ ra một số hạn chế trong CTKHN của các DN có nhiều HCTC, có thể dẫn đến mất chủ động trong việc lựa chọn các cơ hội đầu tư và làm giảm giá trị DN.

CHƯƠNG 5

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU ĐỊNH LƯỢNG

Chương này trình bày các kết quả ước lượng các mô hình (1) và (2) nhằm kiểm định các nhóm giả thuyết từ 1 đến 4. Nhóm giả thuyết 1 kiểm định tác động trung bình của các yếu tố đến CTKHN; nhóm giả thuyết 2 kiểm định tác động của các yếu tố đến CTKHN tại các CTKHN ngắn hạn và dài hạn; giả thuyết 3 kiểm định liệu DN có ít HCTC có các hành vi phù hợp với nhóm giả thuyết 2 nhiều hơn; giả thuyết 4 kiểm định tác động của CTKHN đến hiệu quả DN. Mô hình nghiên cứu được kiểm định đa cộng tuyến, và các kết quả ước lượng sẽ dùng cả sai số có và không có chuẩn vững.

5.1. Kết quả hồi quy kiểm định tác động trung bình (giả thuyết 1)

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến cho thấy VIF trung bình là $1,07 < 10$ và hệ số VIF cho từng biến khá thấp (xem phụ lục), cho thấy đa cộng tuyến không phải là vấn đề đáng ngại của mô hình (1). Tiếp theo, tác giả sử dụng hồi quy OLS và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Tác giả không sử dụng mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) vì mô hình này không thể kiểm soát cho các yếu tố cố định không thay đổi qua thời gian của các DN như quốc gia và ngành. Trong khi đó, phần mô tả thực trạng đã cho thấy các quốc gia và các ngành khác nhau có CTKHN trung bình khác biệt, do đó kiểm soát cho các yếu tố này rất quan trọng. Các hệ số ước lượng đều xét ở trường hợp có và không có các sai số chuẩn vững.

Bảng 5.1 trình bày kết quả hồi quy OLS đối với mô hình (1). Kết quả cho thấy **Quy mô (Size)** có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, như vậy các DN có quy mô lớn hơn có thể vay nhiều nợ dài hạn hơn. DN với quy mô lớn được cho là có ít bất cân xứng thông tin nhờ được phân tích bởi nhiều nhà phân tích hơn, cũng như có nhiều uy tín và tài sản để thế chấp do đó có thể làm giảm bớt chi phí người đại diện gắn với việc có CTKHN dài hạn. Điều này phù hợp với giả thuyết 1.1 về chi phí người đại diện liên quan đến quy mô.

Biến Kỳ hạn tài sản (Assetmat) có hệ số dương khá nhỏ nhưng có ý nghĩa thống kê, cho thấy ở mức trung bình các DN chú trọng khớp kỳ hạn tài sản và kỳ hạn nợ để làm giảm rủi ro thanh khoản, và kết quả này ủng hộ giả thuyết 1.2.

Biến Cơ hội tăng trưởng (Grow) không có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy ở mức trung bình thì các DN không quan tâm đến việc xử lý chi phí người đại diện liên quan đến đầu tư dưới mức bằng cách vay nợ ngắn hạn. Kết quả này không phù hợp với giả thuyết 1.5.

Biến Thanh khoản (Liquidity) có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đối với hồi quy OLS. Điều này cho thấy ở mức trung bình các DN có tài sản càng thanh khoản càng có thể vay được nhiều nợ dài hạn, do đó chứng tỏ tài sản thanh khoản tạo niềm tin tốt về khả năng trả nợ của DN, tạo điều kiện cho DN vay nợ dài hạn tốt hơn. Kết quả này phù hợp với giả thuyết 1.4 về rủi ro thanh khoản. Đồng thời, biến tỷ lệ nợ có hệ số dương và có ý nghĩa ở mức 1%, cho thấy các DN có đòn bẩy tài chính cao có xu hướng vay nhiều nợ dài hạn hơn, phù hợp với giả thuyết 1.3 về rủi ro thanh khoản.

Biến Vòng quay tài sản (Turnover) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này phù hợp với giả thuyết 1.7 về phát tín hiệu, và cho thấy các DN có vòng quay tài sản càng cao muốn vay nợ ngắn hạn nhiều hơn để phát tín hiệu về chất lượng của DN. Việc vay nợ ngắn hạn sẽ có nhiều rủi ro và chi phí cao đối với các DN có chất lượng thấp (có vòng quay tài sản thấp), nên chủ yếu chỉ có các DN có chất lượng tín dụng cao mới sử dụng nhiều nợ ngắn hạn để phát tín hiệu.

Biến Cấu trúc kỳ hạn lãi suất (Term) có hệ số âm nhưng không có ý nghĩa thống kê, do đó không phù hợp với giả thuyết 1.8. Kết quả này cho thấy các DN có thể không quan tâm đến yếu tố định thời điểm vay nợ dài hạn hay ngắn hạn tùy thuộc tình hình thị trường như kỳ vọng trong giả thuyết 1.8: nếu lãi suất vay dài hạn cao hơn ngắn hạn thì DN có xu hướng vay nợ ngắn hạn nhiều hơn, và ngược lại. Hành vi này giúp làm giảm chi phí vốn trung bình của DN và phù hợp với giả thuyết, nhưng có thể ảnh hưởng đến các hoạt động đầu tư nếu vốn đầu tư cho các dự án được huy động tùy thuộc vào điều kiện trên thị trường. Kết quả này cho thấy sau khi kiểm soát

các yếu tố khác thì tương quan giữa cấu trúc kỳ hạn lãi suất và CTKHN không còn ý nghĩa thống kê như chương 4.

Biên Thuế (Tax) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% với hồi quy OLS. Thuế có hệ số âm cho thấy nhu cầu đánh đổi lợi ích thuế từ vay nợ (tắt hẳn thuế) và chi phí (khả năng kiệt quệ tài chính) do vay nợ (Kane và cộng sự, 1985), phù hợp với giả thuyết 1.6.

Bảng 5.1: Kết quả hồi quy OLS của cả mẫu (mô hình 1)

F.debtmat	Kỳ vọng	OLS sai số thường			OLS sai số chuẩn vững		
		Hệ số	Sai số	P>t	Hệ số	Sai số	P>t
size	+	0.038	0.002	0.000	0.038	0.002	0.000
assetmat	+	0.000	0.000	0.012	0.000	0.000	0.017
lev	+	0.115	0.021	0.000	0.115	0.023	0.000
efftax	-	-0.081	0.019	0.000	-0.081	0.018	0.000
grow	-	-0.001	0.001	0.317	-0.001	0.001	0.305
liquid	+	0.010	0.001	0.000	0.010	0.002	0.000
turnover	-	-0.089	0.004	0.000	-0.089	0.007	0.000
term	-	-0.005	0.006	0.365	-0.005	0.006	0.373
country_dum		Yes			Yes		
gic_dum		Yes			Yes		
year_dum		Yes			Yes		

Nguồn: Tính toán của tác giả

Tác giả thực hiện kiểm định Breusch Pagan để xác định phương pháp OLS hay REM sẽ phù hợp hơn. Giả thuyết đặt ra là phương pháp OLS phù hợp hơn do phương sai không thay đổi, nghĩa là không có yếu tố ngẫu nhiên. Kết quả kiểm định cho thấy $p\text{-value} = 0.000 < 0.1$, nên ta bác bỏ giả thuyết H_0 , và mô hình REM phù hợp hơn so với OLS. Bảng 5.2 thể hiện kết quả hồi quy sử dụng mô hình REM, có và không có sai số chuẩn vững. Kết quả rất thống nhất với Bảng 5.1, nghĩa là các yếu tố cấu trúc kỳ hạn lãi suất và cơ hội tăng trưởng cũng không có ý nghĩa thống kê, trong khi các biến còn lại đều có ý nghĩa ở mức dưới 5%. Do tác giả đã sử dụng phương pháp ước lượng có và không có sai số chuẩn vững và kết quả vẫn thống nhất, nên các kiểm định như phương sai thay đổi và tự tương quan được rút gọn không thực hiện.

Tóm lại, nhóm giả thuyết 1 về tác động trung bình của các yếu tố được kiểm định trong phần này. Tác giả sử dụng cả hai phương pháp hồi quy OLS và mô hình

ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) với các trường hợp có và không có sai số chuẩn vững khi có phương sai thay đổi và/hoặc tự tương quan để kiểm tra tính vững của kết quả. Ngoài ra, các mô hình đều được kiểm soát cho các yếu tố về quốc gia, ngành và yếu tố thời gian để loại trừ các ảnh hưởng vĩ mô khác. Kết quả nghiên cứu cho thấy có bằng chứng ủng hộ các giả thuyết về chi phí người đại diện (yếu tố quy mô có hệ số dương), rủi ro thanh khoản (yếu tố thanh khoản và tỷ lệ nợ có hệ số dương), phát tín hiệu (yếu tố vòng quay tài sản có hệ số âm), và yếu tố thuế (có hệ số âm) ở mức trung bình. Yếu tố cơ hội tăng trưởng và cấu trúc kỳ hạn lãi suất có hệ số âm nhưng không có ý nghĩa thống kê ở mức trung bình.

Bảng 5.2: Kết quả hồi quy REM của cả mẫu

F.debtmat	Kỳ vọng	REM Sai số thường			REM Sai số chuẩn vững		
		Hệ số	Sai số	P>z	Hệ số	Sai số	P>z
size	+	0.035	0.004	0.000	0.035	0.004	0.000
assetmat	+	0.001	0.000	0.001	0.001	0.000	0.004
lev	+	0.153	0.024	0.000	0.153	0.030	0.000
efftax	-	-0.036	0.015	0.018	-0.036	0.015	0.020
grow	-	0.000	0.000	0.276	0.000	0.000	0.246
liquid	+	0.007	0.001	0.000	0.007	0.003	0.005
turnover	-	-0.065	0.006	0.000	-0.065	0.009	0.000
term	-	-0.006	0.004	0.107	-0.006	0.005	0.187
cons		-0.053	0.088	0.542	-0.053	0.089	0.550
country_dum		Yes			Yes		
gic_dum		Yes			Yes		
year_dum		Yes			Yes		
Breusch							
Pagan test (P-value)		0.000			0.000		
Số quan sát		8272			8272		
Prob > Chi2		0.000			0.000		

Nguồn: Trích kết quả ước lượng bằng Stata 14

5.2. Kết quả hồi quy phân vị (giả thuyết 2.1, 2.2 và 3)

Phần 5.1 đã kiểm định tác động của các biến giải thích lên CTKHN ở mức trung bình (giả thuyết 1). Phần này sẽ kiểm định giả thuyết 2.1 và 2.2 bằng phương pháp hồi quy phân vị, nhằm xem xét các tác động trung bình trên có thay đổi ở các CTKHN ngắn và dài hạn không. Giả thuyết 3 về vai trò của HCTC đối với CTKHN

được kiểm định thông qua việc sử dụng phương pháp hồi quy phân vị cho 2 nhóm DN có ít và có nhiều HCTC.

5.2.1. Hồi quy phân vị cho mẫu toàn bộ doanh nghiệp

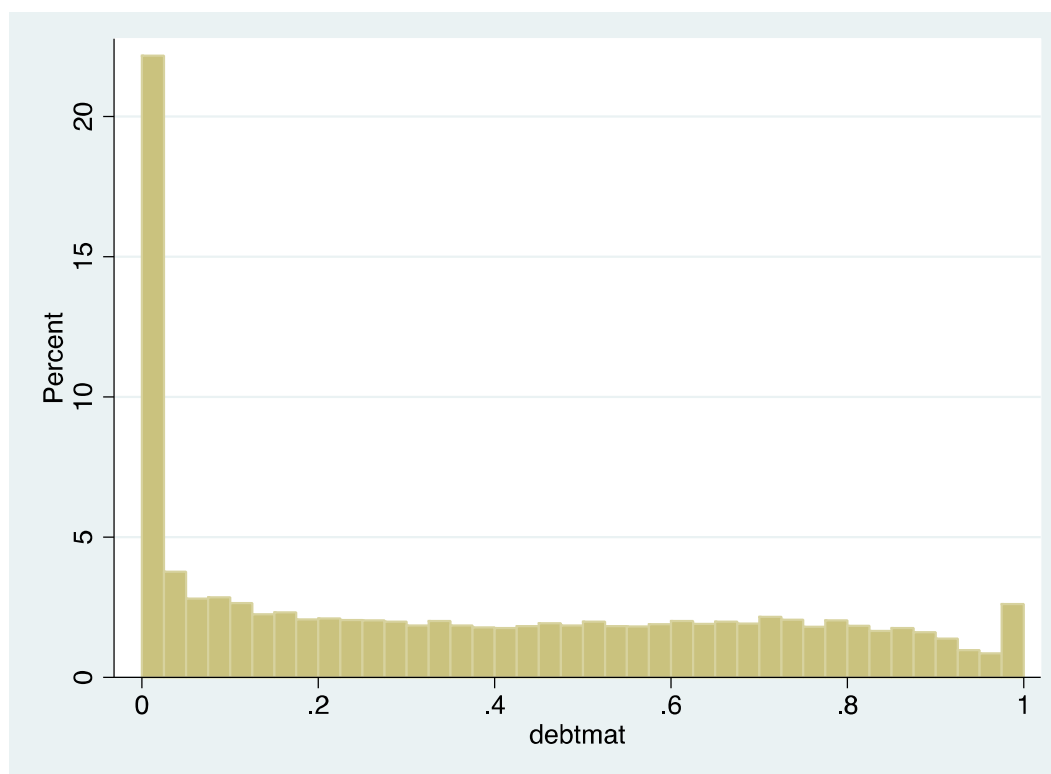
Hồi quy tuyến tính được dùng để ước lượng các hệ số dựa vào giá trị trung bình của biến phụ thuộc, và giá trị trung bình này sẽ phụ thuộc vào giá trị của các biến độc lập. Khi sử dụng hồi quy tuyến tính, điều mà các nhà nghiên cứu muốn giải thích là sự biến động của biến phụ thuộc chung quanh giá trị trung bình của nó. Các biến trong hồi quy tuyến tính được giả định là có phân phối chuẩn, và các vi phạm các giả định này có thể ảnh hưởng tới tính hiệu lực của các kiểm định. Các ước lượng bởi phương pháp này có thể bị sai lệch khi phân phối của biến phụ thuộc khác với phân phối chuẩn (Foote, 2018).

Petscher và Logan (2013) và Koenker (2005) nhấn mạnh sự khác biệt giữa hồi quy tuyến tính thông thường và hồi quy phân vị. Đầu tiên các nhà nghiên cứu này cho rằng cho rằng hồi quy phân vị có ưu thế xử lý được dữ liệu không có phân phối chuẩn, và có tồn tại phương sai không đồng đều. Tiếp theo, lợi ích đặc biệt của hồi quy phân vị là dùng toàn bộ dữ liệu để ước lượng mối quan hệ giữa X và Y tại các phân vị của biến phụ thuộc Y, nên ước lượng sẽ hiệu quả hơn phương pháp OLS. Bằng cách tạo các nhóm quan sát dựa vào giá trị của Y, như tạo tứ phân vị, ngũ phân vị hoặc thập phân vị, hồi quy tuyến tính cũng có thể ước lượng các hệ số của biến giải thích tại các phân vị khác nhau của biến phụ thuộc. Tuy nhiên, hướng tiếp cận này thường bị chỉ trích như trong Heckman (1979) vì đã cắt các khoảng giá trị dẫn đến các hệ số ước lượng bị lệch do các ảnh hưởng từ lựa chọn mẫu. Hồi quy phân vị có thể xử lý được vấn đề này nhờ sử dụng ma trận các trọng số để có thể bao gồm tất cả dữ liệu trên và dưới một phân vị nhất định trong quá trình ước lượng.

Trong luận án, sự phù hợp của phương pháp hồi quy phân vị không những được thể hiện qua khả năng ước lượng ở các phân vị khác nhau như trên, mà còn qua việc kiểm định dữ liệu không theo phân phối chuẩn, đặc biệt là biến phụ thuộc. Hình 5.2 là đồ thị phân tán của biến phụ thuộc. Đồ thị phân tán cho thấy khác biệt rất lớn so với đồ thị phân phối chuẩn. Kết quả kiểm định phương sai thay đổi cho thấy giá trị kiểm định $\text{Chi}^2(19)$ là 483.28, tương ứng với $p\text{-value} = 0.000 < 0.05$. Kết quả này

bác bỏ H_0 về phương sai không thay đổi. Vì vậy, dữ liệu luận án không theo phân phối chuẩn nên hồi quy phân vị có thể được sử dụng để ước lượng tại các phân vị khác nhau.

Hình 5.1: Đồ thị phân tán của biến debtmat



Nguồn: đồ thị được vẽ bằng Stata 14.

Để kiểm định giả thuyết 2.1 và 2.2, nghiên cứu sử dụng hồi quy phân vị cho mô hình (1) nhằm xem xét tác động của các yếu tố có thay đổi tại các phân vị khác nhau của biến CTKHN (bảng 5.3). Một biến X_1 được coi là phù hợp với giả thuyết 2.1 khi biến X_1 có hệ số dương thì hệ số giảm dần khi ở phân vị cao dần. Một biến X_2 có hệ số được coi là phù hợp với giả thuyết 2.2 nếu biến X_2 có hệ số âm thì hệ số càng âm khi ở phân vị cao dần.

Biến Quy mô (Size) có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở tất cả các phân vị, trong đó ở phân vị 50 biến này có hệ số mạnh nhất (0,0513). Hệ số tăng dần từ phân vị 10 đến 50, sau đó giảm dần, hàm ý rằng các DN tranh thủ tăng vay nợ dài hạn khi có ít chi phí người đại diện để làm giảm rủi ro thanh khoản ở những phân vị thấp (từ 10 đến 50). Khi ở các phân vị 75 và 90 các DN có quy mô càng lớn càng giảm mức vay nợ dài hạn, cho thấy các DN có quan ngại về chi phí người đại diện

khi đã có nhiều nợ dài hạn. Hệ số của biến Quy mô không đạt giá trị cao nhất tại phân vị thấp nhất của biến CTKHN, **nhưng từ phân vị 50 thì có giảm theo kỳ vọng của giả thuyết 2.1**. Các hệ số ở phân vị 10 và 25 không ở mức cao nhất không hẳn do DN không muốn sử dụng nhiều nợ dài hạn nhất, mà có thể do các DN khó thuyết phục chủ nợ cho vay nợ dài hạn do rủi ro thanh khoản cao nhất tại các phân vị này.

Biến Kỳ hạn tài sản (Assetmat) có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở phân vị 50 đến 90, và ở phân vị 50 hệ số là cao nhất (0,0007). Việc các hệ số không có ý nghĩa thống kê ở các phân vị thấp là 10 và 25 cho thấy khớp kỳ hạn tài sản và kỳ hạn nợ có thể không được đánh giá cao như công cụ xử lý rủi ro khi kỳ hạn của 2 yếu tố này không khớp nhau. Ngoài ra, tương tự như trường hợp với biến Quy mô, các DN có thể khó vay được nợ dài hạn để khớp kỳ hạn tài sản với nợ ở các phân vị thấp nhất do các chủ nợ sẽ quan ngại về rủi ro vỡ nợ tại các phân vị này. Tuy nhiên hành vi của DN đối với biến Assetmat **không phù hợp với kỳ vọng của giả thuyết 2.1**, kể cả khi tính từ phân vị 50 khi ở phân vị 90 hệ số lại tăng lên 0,0006.

Biến Tỷ lệ nợ (Lev) có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê từ phân vị 10 đến 75, dạng U ngược, với hệ số cao nhất ở phân vị 25 (0,1778). So với yếu tố Kỳ hạn tài sản và Quy mô, biến Tỷ lệ nợ có hệ số cao hơn nhiều, cho thấy tỷ lệ nợ càng cao làm gia tăng mạnh rủi ro thanh khoản, đặc biệt là ở các phân vị thấp như 10-25, nên các DN phải vay nhiều nợ dài hạn để làm giảm rủi ro này. Ở phân vị 25, hệ số biến tỷ lệ nợ là cao nhất, sau đó giảm ở phân vị 50 và 75 và ở phân vị 90 thì mất ý nghĩa thống kê. Hệ số của biến Tỷ lệ nợ qua các phân vị khá **phù hợp với giả thuyết 2.1**.

Biến Thanh khoản (Liquidity) có hệ số âm (-0,0007) và có ý nghĩa thống kê ở phân vị 10, và chuyển sang dương và có ý nghĩa thống kê ở phân vị 50 tới 90. Ở các phân vị thấp là 10, tài sản càng thanh khoản thì DN có xu hướng phải sử dụng nợ ngắn hạn. Thanh khoản của tài sản càng cao thì các giám đốc có thể tận dụng tài sản thanh khoản, thay vì chuyển đổi chúng thành nguồn để trả nợ. Điều này khiến cho việc cho vay nợ dài hạn tại các CTKHN ngắn hạn nên quá rủi ro cho các chủ nợ. Ở các phân vị cao hơn khi rủi ro thanh khoản đã giảm đi thì các DN lại có thể sử dụng mức độ thanh khoản của tài sản để tạo niềm tin về khả năng trả nợ của mình, nhờ đó có thể gia tăng mức vay nợ dài hạn ở phân vị 50 và 75, nhưng ở phân vị 90 thì bắt

đầu giảm do chi phí người đại diện đã cao và DN không muốn làm tăng loại chi phí này quá nhiều nữa. **Hệ số yếu tố thanh khoản của tài sản không phù hợp với kỳ vọng của giả thuyết 2.1.**

Biến Cơ hội tăng trưởng (Grow) chỉ có ý nghĩa ở phân vị 75 và 90 với hệ số âm, và ở phân vị 90 hệ số âm của biến Cơ hội tăng trưởng là cao nhất (-0.0022). Ở các phân vị thấp, các DN có nhiều cơ hội tăng trưởng chịu nhiều bất cân xứng thông tin và cũng có nhiều rủi ro thanh khoản nên không ưu tiên vay nợ ngắn hạn để xử lý chi phí người đại diện liên quan đến vấn đề đầu tư dưới mức. Do đó, chỉ khi đến phân vị 75 yếu tố Cơ hội tăng trưởng mới có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê. Grow có hệ số âm, ủng hộ giả thuyết chi phí người đại diện. Chỉ khi DN bớt rủi ro thanh khoản khi ở các phân vị CTKHN cao hơn thì DN mới vay thêm nợ ngắn hạn để giảm bớt chi phí này. **Hành vi của các DN đối với yếu tố cơ hội tăng trưởng phù hợp với kỳ vọng của giả thuyết 2.2.**

Biến Thuế (Tax) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở phân vị 10 đến 90, thể hiện các DN có hành vi đánh đổi lợi ích thuế từ nợ vay và CTKHN: DN tăng kỳ hạn nợ khi lợi ích thuế giảm để phần lợi ích còn lại không ít hơn chi phí vay nợ được phân bổ, nhất quán với lý thuyết thuế của Kane và cộng sự (1985). Kane và cộng sự (1985) đã đưa thuế vào khi phân tích CTKHN tối ưu và đề xuất DN nên tăng kỳ hạn nợ khi: 1) chi phí vay nợ tăng, để có thêm nhiều thời gian phân bổ chi phí vay nợ này; 2) tắc chắn thuế từ lãi vay giảm, một lần nữa vì DN cần nhiều thời gian hơn để phân bổ chi phí vay nợ. Ở phân vị 10 yếu tố thuế dù có ý nghĩa thống kê nhưng hệ số âm nhỏ nhất (-0,0096), cho thấy DN không vì tập trung khai thác tắc chắn thuế mà gia tăng thêm rủi ro thanh khoản quá nhiều khi mà rủi ro thanh khoản cao nhất ở các phân vị thấp nhất của CTKHN. Hệ số của biến Tax âm và tăng mạnh đến phân vị 50 (-0,0939), nhưng sau đó giảm mức âm xuống còn -0,0687 thay vì tiếp tục tăng mạnh nhất khi ở phân vị 75 và 90 vốn là phân vị được cho là có chi phí người đại diện cao nhất. Vì vậy, **các hệ số của yếu tố thuế qua các phân vị không phù hợp với giả thuyết 2.2.**

Biến Vòng quay tài sản (Turnover) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở tất cả phân vị, với hệ số âm tăng mạnh qua các phân vị, trừ phân vị 90 có giảm mức độ âm. Điều này cho thấy các DN có HCTC muốn tăng nợ ngắn hạn để phát tín hiệu về

chất lượng, đặc biệt ở môi trường có nhiều bất cân xứng thông tin như tại các quốc gia đang phát triển. Hành vi của DN đối với yếu tố chất lượng tương đối phù hợp với **kỳ vọng của giả thuyết 2.2.**

Biến Cấu trúc kỳ hạn lãi suất (Term) không có ý nghĩa thống kê ở bất kỳ phân vị nào. Theo lý thuyết định thời điểm, việc giảm chi phí vốn bằng cách khai thác vay nợ ngắn hạn hay dài hạn được thực hiện tùy thuộc lãi suất kỳ hạn nợ nào rẻ hơn trên thị trường. Các DN không vay nợ ngắn hạn khi lãi suất vay nợ ngắn hạn thấp hơn nợ dài hạn ở tất cả các phân vị, hàm ý các DN không quan tâm đến việc tận dụng cơ hội chênh lệch lãi suất trên thị trường để làm giảm chi phí vay.

Tóm lại, kết quả hồi quy phân vị đối với mẫu gồm toàn bộ DN cho thấy các yếu tố **quy mô, tỷ lệ nợ chỉ tương đối phù hợp với giả thuyết 2.1**, đặc biệt là từ phân vị 50 trở đi. Yếu tố thanh khoản chỉ phù hợp giả thuyết 2.1 từ phân vị 75 trở đi. Đối với các biến có kỳ vọng hệ số trung bình là âm thì Cơ hội tăng trưởng có hệ số âm tăng ở phân vị cao và phù hợp với giả thuyết 2.2, nhưng biến Vòng quay tài sản và thuế lại có hệ số giảm âm ở phân vị cao nhất nên chỉ tương đối phù hợp với giả thuyết 2.2. Cuối cùng, biến cấu trúc kỳ hạn lãi suất (term) không có ý nghĩa.

So với kết quả kiểm định giả thuyết 1 ở mục 5.1, có một số điểm đáng lưu ý như sau. Ở mục 5.1, biến quy mô, kỳ hạn tài sản, tỷ lệ nợ, thanh khoản có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê, nhưng các hệ số dương này hàm ý rằng ở tất cả CTKHN, bất kể CTKHN dài hay ngắn hạn, các yếu tố này có tác động như nhau. Tuy nhiên, kết quả ở phần kiểm định giả thuyết 2.1 cho thấy thực sự các DN có quan tâm đến việc giảm nợ dài hạn ở các CTKHN dài hạn, và tăng sử dụng nợ dài hạn ở các CTKHN ngắn hạn nên hệ số các biến có thay đổi ở các CTKHN khác nhau. Ví dụ, biến Tỷ lệ nợ thậm chí có hệ số mất ý nghĩa thống kê khi ở CTKHN dài nhất, và biến kỳ hạn tài sản mất ý nghĩa thống kê ở phân vị thấp nhất. Các biến khác như Quy mô tài sản và Thanh khoản thì có hệ số giảm ở phân vị cao nhất, vốn là phân vị gắn với chi phí người đại diện nhiều nhất. Biến Thanh khoản còn có dấu âm và có ý nghĩa ở phân vị thấp nhất, cho thấy Thanh khoản không phải lúc nào cũng tạo sự tin tưởng cho chủ nợ, mà thậm chí còn gây khó cho DN khi muốn vay nợ dài hạn ở CTKHN ngắn.

Tương tự, các biến Vòng quay tài sản, Thuế có hệ số âm và ý nghĩa thống kê ở mức trung bình, trong khi kết quả kiểm định giả thuyết 2.2 cho thấy các yếu tố này nhìn chung có hệ số âm mạnh hơn ở các CTKHN dài hạn, cho thấy các DN không muốn tăng thêm rủi ro thanh khoản ở CTKHN ngắn hạn và tránh tăng thêm chi phí người đại diện ở CTKHN dài hạn. Cuối cùng, cơ hội tăng trưởng không có ý nghĩa thống kê ở mức trung bình, nhưng kết quả hồi quy phân vị cho thấy cơ hội tăng trưởng chỉ có ý nghĩa ở phân vị 75 và phân vị 90. Chỉ có biến Cấu trúc kỳ hạn lãi suất là có sự phù hợp giữa kết quả kiểm định tác động ở mức trung bình và ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn.

Bảng 5.3: Hồi quy phân vị cho mẫu toàn bộ DN (mô hình 1)

	q10	q25	q50	q75	q90
size	0.0036*** (0.0008)	0.0283*** (0.0023)	0.0513*** (0.0033)	0.0345*** (0.0026)	0.0287*** (0.0021)
assetmat	0.0001 (0.0001)	0.0004 (0.0003)	0.0007*** (0.0002)	0.0005** (0.0002)	0.0006*** (0.0001)
lev	0.0472*** (0.0091)	0.1916*** (0.0152)	0.1778*** (0.0308)	0.0868*** (0.0280)	-0.0116 (0.0225)
efftax	-0.0096* (0.0050)	-0.0599*** (0.0141)	-0.0939*** (0.0297)	-0.0712*** (0.0239)	-0.0687*** (0.0216)
grow	0.0001 (0.0001)	-0.0002 (0.0004)	-0.0008 (0.0008)	-0.002** (0.0010)	-0.0022*** (0.0008)
liquid	-0.0007*** (0.0002)	-0.001 (0.0020)	0.0221*** (0.0041)	0.028*** (0.0026)	0.0204*** (0.0014)
turnover	-0.0104*** (0.0021)	-0.0672*** (0.0040)	-0.1194*** (0.0026)	-0.1241*** (0.0086)	-0.0879*** (0.0074)
term	-0.0001 (0.0013)	0.0032 (0.0035)	-0.0108 (0.0076)	-0.0056 (0.0091)	-0.0036 (0.0066)
country dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
gic dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
year dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Chú thích: *, **, *** thể hiện có ý nghĩa thống kê ở 10%, 5% và 1%. Sai số chuẩn vững (robust standard errors) được sử dụng. Số trong ngoặc là sai số.

5.2.2. Hồi quy phân vị cho mẫu các doanh nghiệp ít hạn chế tài chính

Phân kiểm định giả thuyết 2.1 cho thấy các DN có khuynh hướng hoặc không vay nợ dài hạn ở phân vị 10, hoặc vay được nợ dài hạn tại phân vị 10 nhưng hệ số thấp hơn so với các phân vị 25 hay 50. Điều này không nhất quán với giả thuyết DN

muốn tăng vay nợ dài hạn nhiều nhất ở các phân vị thấp nhất, hàm ý các DN có thể gặp khó khăn trong việc thuyết phục chủ nợ cho vay nợ dài hạn khi rủi ro thanh khoản cao do đang sử dụng nhiều nợ ngắn hạn. Tác giả tiếp tục sử dụng phương pháp hồi quy phân vị cho mô hình (1) cho hai nhóm DN có ít và có nhiều HCTC với 2 mục đích: thứ nhất, để kiểm định giả thuyết 3 nhằm xem xét có phải DN có nhiều HCTC có hành vi ít phù hợp với giả thuyết 2.1 và 2.2 so với các DN có ít HCTC; thứ hai, nhằm cung cấp bằng chứng trả lời có phải các hệ số dương không đạt mức cao nhất ở các phân vị thấp nhất là do DN khó thuyết phục chủ nợ, nghĩa là vấn đề về phía cung, không phải do bản thân DN không muốn vay nợ dài hạn nhiều nhất ở các phân vị thấp nhất. Nếu đúng như lập luận này, tác giả dự đoán kết quả hồi quy sẽ thể hiện nhóm DN có ít HCTC sẽ có hệ số dương cao và có ý nghĩa thống kê nhiều hơn ở các phân vị thấp nhất, so với các DN có nhiều HCTC.

Bảng 5.4 trình bày kết quả hồi quy phân vị đối với mẫu gồm các DN có quy mô lớn và được xem là có ít HCTC. **Biến Quy mô (Size)** có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở tất cả các phân vị, trong đó ở phân vị 25 biến này có hệ số mạnh nhất (0,0841). Hệ số tăng dần từ phân vị 10 đến 25, sau đó giảm dần, hàm ý rằng các DN tranh thủ tăng nợ dài hạn khi có ít chi phí người đại diện để hạn chế rủi ro thanh khoản ở những phân vị thấp (từ 10 đến 25). Khi ở các phân vị cao hơn các DN có quy mô càng lớn càng giảm mức vay nợ dài hạn để hạn chế sự gia tăng về chi phí người đại diện khi DN đã có nhiều nợ dài hạn. Hệ số ở phân vị 10 không ở mức cao nhất không hẳn do DN không muốn sử dụng nhiều nợ dài hạn nhất, mà có thể do các DN khó thuyết phục chủ nợ cho vay nợ dài hạn do rủi ro thanh khoản cao nhất tại phân vị này. **Hành vi của các DN có ít HCTC đối với biến Quy mô rất phù hợp với giả thuyết 2.1.**

Biến Kỳ hạn tài sản (Assetmat) có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở phân vị thấp nhất (0,0002). Hành vi khớp kỳ hạn của tài sản và nợ cho thấy là hành vi quan trọng giúp các DN ít HCTC xử lý rủi ro từ việc không khớp giữa dòng tiền từ nợ và tài sản. Hành vi này đặc biệt phù hợp khi chỉ có ý nghĩa thống kê ở phân vị thấp nhất, nghĩa là khi có rủi ro thanh khoản cao nhất. Ở các phân vị cao hơn khi rủi ro thanh khoản đã giảm đi và chi phí người đại diện cao hơn thì các DN ít HCTC ít

có động cơ khớp kỳ hạn. **Hệ số của biến Kỳ hạn tài sản qua các phân vị phù hợp với giả thuyết 2.1.**

Biến Tỷ lệ nợ (Lev) có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê từ phân vị 10 đến 50, trong đó phân vị 25 có hệ số cao nhất (0,3159). So với yếu tố Kỳ hạn tài sản và Quy mô, biến Tỷ lệ nợ có hệ số cao hơn nhiều, cho thấy đòn bẩy tài chính làm gia tăng rủi ro vỡ nợ, đặc biệt là ở các phân vị thấp như 10-25, nên các DN phải vay nhiều nợ dài hạn để làm giảm rủi ro này. Ở phân vị 25, hệ số biến tỷ lệ nợ là cao nhất, sau đó giảm ở phân vị 50 và 75 và mất ý nghĩa ở phân vị 90. Ở phân vị cao khi CTKHN là dài nhất, DN không còn động cơ vay nợ dài hạn để hạn chế rủi ro vỡ nợ do đòn bẩy tài chính, để kiểm soát cho chi phí người đại diện, **phù hợp với kỳ vọng của giả thuyết 2.1.**

Biến Thanh khoản (Liquidity) có hệ số âm ở phân vị 10 (-0,0035), và hệ số dương có ý nghĩa thống kê ở phân vị 50 đến 90. Ở phân vị thấp tài sản càng thanh khoản càng khiến cho các chủ nợ ngần ngại vì xuất hiện khả năng các giám đốc tẩu tán tài sản thanh khoản, thay vì chuyển chúng thành tiền và trả nợ, dẫn đến việc cho vay nợ dài hạn trở nên quá rủi ro. Do đó, tài sản thanh khoản đối với DN đang có CTKHN ngắn hạn khiến DN phải vay nợ ngắn hạn. Ở các phân vị cao hơn khi rủi ro thanh khoản đã giảm đi thì các DN có thể sử dụng mức độ thanh khoản của tài sản để tạo niềm tin về khả năng trả nợ của mình, nhờ đó có thể gia tăng mức vay nợ dài hạn. Từ phân vị 50 đến 90 hệ số của thay đổi rất ít (0,0203 đến 0,0209). **Hệ số biến Thanh khoản của DN có ít HCTC không phù hợp với giả thuyết 2.1.**

Biến Cơ hội tăng trưởng (Grow) có hệ số dương ở phân vị 10 (0,0008) và âm ở phân vị 90 (-0,0024). Để bảo toàn cơ hội tăng trưởng (hedging) khi CTKHN ngắn hạn, các DN ít HCTC vay thêm nợ dài hạn. Trong khi đó, ở các phân vị cao hơn Biến Cơ hội tăng trưởng có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở phân vị 90 thể hiện nhu cầu làm giảm chi phí người đại diện ở mức cao nhất. **Hành vi của các DN đối với yếu tố cơ hội tăng trưởng phù hợp với kỳ vọng của giả thuyết 2.2.**

Biến Thuế (Tax) có hệ số âm và ý nghĩa thống kê ở phân vị 90, thể hiện các DN ít HCTC có quan tâm đến việc cân bằng chi phí và lợi ích vay nợ, khác với khi phân tích tương quan ở chương 4. Kane và cộng sự (1985) đã đưa thuế vào trong phân

tích CTKHN tối ưu và đề xuất DN tăng kỳ hạn nợ khi: 1) chi phí vay nợ tăng, để có thêm nhiều thời gian phân bổ chi phí vay nợ này; 2) tẩm chắn thuế từ lãi vay giảm, một lần nữa vì DN cần nhiều thời gian hơn để phân bổ chi phí vay nợ. Ở các phân vị thấp yếu tố thuế không có ý nghĩa thống kê cho thấy DN không vì khai thác tẩm chắn thuế mà gia tăng thêm rủi ro thanh khoản khi mà rủi ro thanh khoản đã cao ở các phân vị thấp của CTKHN. Tuy nhiên, ở phân vị cao nhất khi chi phí người đại diện nhiều hơn DN ít HCTC tăng vay nợ ngắn hạn để vừa khai thác lợi ích từ thuế vừa làm giảm chi phí người đại diện. **Hệ số của biến Thuế qua các phân vị phù hợp với kỳ vọng của giả thuyết 2.2.**

Biến Vòng quay tài sản (Turnover) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở tất cả phân vị, với hệ số âm tăng mạnh và mạnh nhất ở phân vị 50, nhưng giảm ở các phân vị 90. Điều này cho thấy các DN ít HCTC muốn tăng nợ ngắn hạn để phát tín hiệu về chất lượng, đặc biệt ở trong môi trường có nhiều bất cân xứng thông tin như tại các quốc gia đang phát triển. Ở phân vị thấp thì rủi ro thanh khoản cao, nên các DN ít HCTC sử dụng ít nợ ngắn hạn để phát tín hiệu (hệ số âm ít), nhưng tăng dần mức sử dụng nợ ngắn hạn khi ở các phân vị cao hơn (hệ số âm tăng). Việc DN ít HCTC vay nợ ngắn hạn ngay ở phân vị 10 cho thấy các DN này có tiềm lực tài chính tốt hơn trung bình mẫu, có thể vay nợ ngắn hạn khi rủi ro thanh khoản là cao nhất để phát tín hiệu. **Tuy vậy, hệ số âm ở phân vị 75 và 90 giảm độ lớn, do đó hành vi của các DN ít HCTC không phù hợp với giả thuyết 2.2 do hệ số âm giảm ở các phân vị cao nhất.**

Biến Cấu trúc kỳ hạn lãi suất (Term) có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở phân vị 10. Việc giảm chi phí vốn bằng cách khai thác vay nợ ngắn hạn hay dài hạn được thực hiện tùy thuộc lãi suất kỳ hạn nợ nào rẻ hơn trên thị trường. Tuy nhiên, việc khai thác này dường như không có vai trò quan trọng đối với các DN ít HCTC. Điều này có thể do các DN ít HCTC có nhiều nguồn tài chính có thể tiếp cận nên không phụ thuộc chủ yếu vào việc lựa chọn giữa nợ dài hạn và ngắn hạn khi lãi suất vay trên thị trường thay đổi. Ngược lại, các DN ít HCTC lại vay nhiều nợ dài hạn để khai thác cơ hội nhu cầu sản phẩm cao: vay nợ để nâng cao năng lực sản xuất, tăng sản lượng để đáp ứng nhu cầu về sản phẩm cao hơn. Khi thị trường khởi sắc thường

là lúc cấu trúc kỳ hạn lãi suất dốc lên. Các DN ít HCTC có hành vi phù hợp khi tăng nợ dài hạn ở phân vị thấp nhất, do đó phù hợp giả thuyết 2.2.

Bảng 5.4: Hồi quy phân vị đối với mẫu các DN ít HCTC (mô hình 1)

	q10	q25	q50	q75	q90
size	0.0503*** (0.0035)	0.0841*** (0.0046)	0.0794*** (0.0041)	0.0484*** (0.0028)	0.0350*** (0.0027)
assetmat	0.0002** (0.0001)	0.0002 (0.0003)	0.0002 (0.0003)	0.0000 (0.0001)	0.0004 (0.0003)
lev	0.2315*** (0.0159)	0.3159*** (0.0223)	0.2495*** (0.0396)	0.1212*** (0.0283)	-0.004 (0.0278)
efftax	-0.008 (0.0117)	0.0096 (0.0300)	-0.0348 (0.0296)	-0.0039 (0.0258)	-0.0461** (0.0217)
grow	0.0008*** (0.0003)	0.001 (0.0008)	-0.0005 (0.0011)	-0.0012 (0.0013)	-0.0024* (0.0013)
liquid	-0.0035*** (0.0004)	-0.0041 (0.0038)	0.0208*** (0.0077)	0.0209*** (0.0045)	0.0203*** (0.0032)
turnover	-0.061*** (0.0040)	-0.1143*** (0.0056)	-0.162*** (0.0053)	-0.1447*** (0.0111)	-0.0853*** (0.0118)
term	0.0109*** (0.0034)	0.0096 (0.0082)	-0.0028 (0.0096)	0.0014 (0.0085)	0.0143 (0.0091)
Country dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Gic dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Chú thích: *, **, *** thể hiện có ý nghĩa thống kê ở 10%, 5% và 1%. Sai số chuẩn vững (robust standard errors) sử dụng. Số trong ngoặc là sai số.

5.2.3. Hồi quy phân vị cho mẫu các doanh nghiệp có nhiều hạn chế tài chính

Bảng 5.5 trình bày kết quả hồi quy phân vị đối với nhóm DN nhỏ, được xem là có nhiều HCTC. Yếu tố Quy mô (size) không có ý nghĩa thống kê ở bất kỳ phân vị nào, cho thấy với các DN có nhiều HCTC, quy mô tăng lên không đủ để làm giảm chi phí người đại diện hay làm tăng lòng tin cho các chủ nợ để cho vay dài hạn như trường hợp của các DN có ít HCTC.

Tương tự, **biến Kỳ hạn tài sản (assetmat)** có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở 3 phân vị từ 50 đến 90, trong đó phân vị 75 có hệ số dương cao nhất (0,002). Như thế, các DN nhiều HCTC có quan tâm đến việc khớp kỳ hạn tài sản và kỳ hạn nợ để làm giảm rủi ro thanh khoản nếu không khớp hai yếu tố này. Đến phân vị 90 thì hệ số dù đã giảm về độ lớn nhưng vẫn có ý nghĩa thống kê, cho thấy các DN nhiều

HCTC quan tâm nhiều đến khớp kỳ hạn nợ và tài sản, mà ít quan tâm đến việc hạn chế chi phí người đại diện. Trong khi đó các DN ít HCTC có hệ số của biến Kỳ hạn tài sản rất phù hợp với giả thuyết 2.1: dương và chỉ có ý nghĩa thống kê ở phân vị 10. Do đó, có thể thấy so với các DN **nhiều HCTC, hệ số biến Kỳ hạn tài sản của các DN ít HCTC phù hợp hơn với giả thuyết 2.1.**

Biến Tỷ lệ nợ (Lev) có dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở phân vị 25 và 50, đến phân vị 90 chuyển sang dấu âm và có ý nghĩa thống kê (-0,1012). Ở phân vị thấp, biến đòn bẩy tài chính không có ý nghĩa thống kê có thể do các DN nhiều HCTC không thể vay thêm nợ dài hạn do rủi ro vỡ nợ quá cao làm cho chủ nợ ngần ngại cho vay nợ dài hạn. Các DN này chỉ có thể gia tăng vay nợ dài hạn khi rủi ro thanh khoản đã giảm đi, giúp chủ nợ an tâm hơn về khả năng trả nợ của các DN khi ở các CTKHN dài hơn (phân vị 25 và 50). Càng ở phân vị cao thì các DN nhiều HCTC càng quan tâm tới chi phí người đại diện, do đó không còn tăng vay nợ dài hạn (ở phân vị 75) hay thậm chí tăng nợ ngắn hạn ở phân vị 90 để xử lý chi phí người đại diện (hệ số âm tại phân vị 90). **Hành vi của các DN có nhiều HCTC tương đối phù hợp với kỳ vọng của giả thuyết 2.1, nhưng không phù hợp bằng trường hợp của các DN ít HCTC**, do các DN ít HCTC vay được nợ dài hạn ở phân vị thấp nhất (phân vị 10) và hệ số dương cao nhất ở phân vị 25 thay vì ở phân vị 50 như của các DN nhiều HCTC. Điều này cũng thể hiện rõ ràng các khó khăn của các DN nhiều HCTC trong tiếp cận nguồn nợ dài hạn nói riêng và nợ nói chung so với các DN ít HCTC.

Biến Thanh khoản (Liquidity) có dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở các phân vị 50 tới 90, với phân vị 75 hệ số biến này cao nhất. Ở phân vị thấp thanh khoản của tài sản càng cao càng khiến cho các chủ nợ ngần ngại vì khả năng các giám đốc tẩu tán tài sản thanh khoản, thay vì chuyển chúng thành tiền và trả nợ, khiến cho việc cho vay nợ dài hạn trở nên quá rủi ro. Điều này khiến cho các DN khó vay được nợ dài hạn khi ở CTKHN ngắn hạn. Ở các phân vị cao hơn khi rủi ro thanh khoản đã giảm đi thì các DN lại có thể sử dụng mức độ thanh khoản của tài sản để tạo niềm tin về khả năng trả nợ của mình, nhờ đó có thể gia tăng mức vay nợ dài hạn. **Hành vi của DN đối với yếu tố thanh khoản của tài sản không phù hợp với kỳ vọng của**

giả thuyết 2.1. Tương tự, biến Thanh khoản của các DN ít HCTC cũng không phù hợp với giả thuyết 2.1.

Biến Cơ hội tăng trưởng (Grow) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê phân vị 90. Các DN có nhiều HCTC có thể quan ngại và quan tâm chủ yếu đến vấn đề đầu tư dưới mức, do đó ưu tiên sử dụng nợ ngắn hạn để xử lý vấn đề đầu tư dưới mức. Điều này cũng rất hợp lý do các DN có nhiều HCTC gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận các nguồn tài chính và khi có sự xuất hiện của nợ có rủi ro thì các DN nhiều HCTC sẽ ngần ngại thực hiện các cơ hội đầu tư vì lợi tức từ các dự án đầu tư mới sẽ thuộc về các chủ nợ dài hạn là chủ yếu (Myers, 1977). Tuy nhiên các DN này không muốn làm gia tăng rủi ro thanh khoản bằng cách gia tăng vay nợ ngắn hạn để xử lý đầu tư dưới mức. Ở phân vị cao nhất (khi mà rủi ro thanh khoản đã giảm) các DN này vay nợ ngắn hạn để xử lý chi phí người đại diện. Do đó có thể thấy sự tương đồng của 2 nhóm DN đối với hệ số của biến Cơ hội tăng trưởng. Dù vậy nhóm DN ít HCTC thậm chí còn có thể vay nợ dài hạn để bảo vệ các cơ hội tăng trưởng khi ở **CTKHN ngắn hạn, nên có thể xem là có hệ số biến Grow còn phù hợp với giả thuyết 2.2 hơn so với nhóm DN nhiều HCTC.**

Biến thuế (Tax) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở phân vị 25 đến 90, thể hiện các DN có đánh đổi lợi ích thuế từ nợ vay và CTKHN: DN tăng kỳ hạn nợ khi lợi ích thuế giảm để phần lợi ích còn lại không ít hơn chi phí vay nợ được phân bổ. Ở phân vị 10 khi rủi ro thanh khoản cao nhất, thuế không có ý nghĩa thống kê cho thấy DN nhiều HCTC không vì khai thác tấm chắn thuế mà gia tăng thêm rủi ro thanh khoản. Ở các phân vị 50 và 75 khi rủi ro thanh khoản giảm bớt, các DN nhiều HCTC có thể sử dụng nhiều nợ ngắn hạn hơn để tối ưu chi phí và lợi ích từ tấm chắn thuế. Tuy nhiên, tại phân vị cao nhất hệ số biến thuế giảm độ lớn, trong khi đây là phân vị gắn với nhiều chi phí người đại diện nhất. **Trong trường hợp các DN ít HCTC hệ số của biến Tax chỉ âm và có ý nghĩa thống kê ở phân vị cao nhất cho thấy phù hợp hơn với kỳ vọng giả thuyết 2.2, so với nhóm DN nhiều HCTC.**

Biến Vòng quay tài sản (Turnover) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở phân vị 25 tới 90, trong đó 75 là cao nhất. Điều này cho thấy các DN nhiều HCTC muốn tăng nợ ngắn hạn để phát tín hiệu về chất lượng, đặc biệt ở trong môi trường

có nhiều bất cân xứng thông tin như tại các quốc gia đang phát triển. Hệ số của biến Vòng quay tài sản tăng dần từ phân vị 25 tới 75, và giảm độ lớn ở phân vị 90 nên hành vi của DN đối với yếu tố Vòng quay tài sản không phù hợp hoàn toàn với kỳ vọng của giả thuyết 2.2. Với các DN ít HCTC, hệ số âm tăng dần từ phân vị 10 đến 50, sau đó giảm dần đến phân vị 90. **So sánh với nhóm DN ít HCTC, ta thấy các DN nhiều HCTC hạn chế vay nợ ngắn hạn ở phân vị thấp nhất, và có hệ số tăng dần đến phân vị 75 mới bắt đầu giảm nên vẫn phù hợp hơn với giả thuyết 2.2.**

Biến Cấu trúc kỳ hạn lãi suất (Term) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở các phân vị 25 đến 90, với phân vị 75 cao nhất (-0,031). Việc giảm chi phí vốn bằng cách khai thác vay nợ ngắn hạn hay dài hạn được thực hiện tùy thuộc lãi suất kỳ hạn nợ nào rẻ hơn trên thị trường. Tuy nhiên, việc khai thác này được phát huy mạnh hơn khi DN có nhiều chi phí đại diện hơn khi ở các phân vị CTKHN cao. Tuy nhiên, hệ số âm giảm ở phân vị cao nhất là 90 nên có sự không phù hợp hoàn toàn với giả thuyết 2.2. Trong khi đó, với nhóm DN ít HCTC thì biến Cấu trúc kỳ hạn lãi suất có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê chỉ ở phân vị 10. Mặc dù biến này không có dấu như kỳ vọng trung bình, nhưng việc hệ số dương chỉ có ý nghĩa ở phân vị thấp nhất sẽ phù hợp với giả thuyết 2.2. **Do đó, với biến Cấu trúc kỳ hạn lãi suất thì các DN ít HCTC có hành vi phù hợp hơn, trong khi hệ số của biến này trong nhóm DN nhiều HCTC không phù hợp hoàn toàn với giả thuyết 2.2.**

Tóm lại, mục này kiểm định giả thuyết 2.1, 2.2 và 3. Đối với giả thuyết 2.1 kết quả từ hồi quy phân vị sử dụng mẫu toàn bộ DN cho thấy có một sự phù hợp nhất định vì hệ số dương của các biến có giảm ở các phân vị cao nhất, và các DN có tăng vay nợ dài hạn khi ở CTKHN ngắn hạn. Đối với giả thuyết 2.2, kết quả cho thấy biến có hệ số âm thì có xu hướng có hệ số âm nhỏ ở các phân vị thấp và lớn hơn ở các phân vị cao hơn của biến CTKHN. Mặc dù các biến có hệ số tương đối phù hợp ở các phân vị thấp nhất và cao nhất, các hệ số vẫn không hẳn phù hợp hoàn toàn với kỳ vọng của giả thuyết 2.1 và 2.2. Điều này có thể do mẫu gồm cả DN ít và nhiều HCTC, trong đó các DN nhiều HCTC gặp khó khăn trong việc tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài nên dù có động cơ muốn làm giảm chi phí người đại diện hay rủi ro thanh khoản thì cũng không thể thuận lợi như các DN ít HCTC.

Tác giả kiểm định giả thuyết 3 nhằm đánh giá liệu HCTC có phải là yếu tố khiến DN không có hành vi phù hợp với các giả thuyết 2.1 và 2.2, bằng cách áp dụng hồi quy phân vị cho mô hình (1) cho 2 nhóm DN có ít và nhiều HCTC. Thống nhất với giả thuyết 3, kết quả cho thấy chủ yếu là các DN có ít HCTC có các hành vi phù hợp với kỳ vọng của giả thuyết 2.1 và 2.2. Điều này cho thấy các DN khi có điều kiện tốt sẽ ưu tiên xử lý chi phí người đại diện khi có CTKHN dài hạn và rủi ro thanh khoản khi có CTKHN ngắn hạn.

Bảng 5.5: Kết quả hồi quy phân vị của nhóm DN nhiều HCTC (mô hình 1)

	q10	q25	q50	q75	q90
size	0.0000 (0.0003)	-0.0011 (0.0020)	0.0066 (0.0079)	0.0135 (0.0112)	0.0042 (0.0092)
assetmat	0.0000 (0.0000)	0.0001 (0.0002)	0.0011** (0.0005)	0.002*** (0.0007)	0.0016*** (0.0002)
lev	0.0032 (0.0028)	0.0774*** (0.0155)	0.1145*** (0.0403)	-0.0136 (0.0466)	-0.1012** (0.0414)
efftax	-0.0008 (0.0020)	-0.0469*** (0.0140)	-0.1368*** (0.0318)	-0.1886*** (0.0394)	-0.1461*** (0.0316)
grow	0.0000 (0.0000)	-0.0002 (0.0003)	-0.0005 (0.0007)	-0.0013 (0.0010)	-0.0041*** (0.0008)
liquid	-0.0002 (0.0003)	0.0001 (0.0020)	0.0145*** (0.0055)	0.02*** (0.0021)	0.0136*** (0.0014)
turnover	-0.0005 (0.0006)	-0.0168*** (0.0038)	-0.056*** (0.0057)	-0.0939*** (0.0130)	-0.0851*** (0.0116)
term	-0.0002 (0.0003)	-0.0039 (0.0036)	-0.0193* (0.0106)	-0.031* (0.0183)	-0.022* (0.0120)
Country_dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Gic_dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dum	Yes	Yes	yes	Yes	Yes

Chú thích: *, **, *** thể hiện có ý nghĩa thống kê ở 10%, 5% và 1%. Sai số chuẩn vững (robust standard errors) được sử dụng. Số trong ngoặc là sai số.

5.3. Kết quả phân tích phân rẽ chênh lệch Oaxaca – Blinder

Các phân tích ở phần hồi quy phân vị cho cả mẫu và phân nhóm DN theo mức HCTC cho thấy so với các DN ít HCTC, DN có nhiều HCTC không linh hoạt trong việc lựa chọn CTKHN. Do đó, ngoài việc xem xét các hành vi khác nhau của 2 nhóm DN có ít và có nhiều HCTC đối với sự thay đổi về mức chi phí người đại diện và rủi ro thanh khoản ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn bằng phương pháp hồi quy phân

vị, luận án đi sâu phân tích chênh lệch về CTKHN giữa 2 nhóm DN ít và nhiều HCTC để xác định yếu tố nào góp phần quan trọng trong việc giải thích chênh lệch này. Từ đó, luận án sẽ đóng góp thông qua đưa ra các đề xuất giải quyết các vấn đề cốt lõi nhất để làm giảm chênh lệch này, tạo điều kiện cho DN nhiều HCTC có thể sử dụng được nhiều nợ dài hạn hơn mà không làm tăng đáng kể chi phí người đại diện. Khi các DN nhiều HCTC có thể tiếp cận nợ dài hạn tốt hơn thì cũng sẽ ít bị động hơn, và có hành vi phù hợp hơn trong việc xử lý chi phí người đại diện ở CTKHN dài hạn và rủi ro thanh khoản ở CTKHN ngắn hạn.

Bảng 5.6 cho thấy CTKHN trung bình của nhóm có ít HCTC là 42,6% (cao hơn so với mức trung bình chung của mẫu) và của nhóm có nhiều HCTC chỉ là 31,5% (thấp hơn so với mặt bằng chung). Chênh lệch CTKHN giữa hai nhóm do đó ở mức 11,1% (bằng $(11,1\%/31,5\%)*100\% = 35,23\%$ mức CTKHN của nhóm có nhiều HCTC). Như vậy, có thể thấy chênh lệch của hai nhóm là đáng kể, và việc xem xét các yếu tố giải thích mức chênh lệch này là cần thiết.

Bảng 5.6: Chênh lệch về CTKHN trung bình của nhóm DN có ít và có nhiều HCTC

f.debtmat	CTKHN			
	trung bình	Sai số	z	P>z
Nhóm ít HCTC	0.426	0.005	87	0.000
Nhóm nhiều HCTC	0.315	0.005	65	0.000
Chênh lệch	0.111	0.007	16	0.000

Nguồn: Kết quả trích xuất từ phân rã Oaxaca - Blinder

Bảng 5.7 cho thấy, chênh lệch giải thích được là 18,0%. Trong phần chênh lệch 18,0% này, chênh lệch về biến quy mô (Size) dẫn tới chênh lệch 16,4%, nghĩa là do DN ít HCTC có quy mô trung bình lớn hơn so với DN nhiều HCTC, tạo điều kiện cho DN ít HCTC sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn 16,4% so với DN nhiều HCTC. Điều này cho thấy thực sự quy mô có ý nghĩa rất lớn trong việc giải thích chênh lệch CTKHN của hai nhóm DN. Tiếp theo, kỳ hạn tài sản của DN ít HCTC cao hơn so với DN có HCTC, dẫn tới chênh lệch CTKHN tăng khoảng 0,2% (không đáng kể về mặt kinh tế). Tỷ lệ nợ của DN có ít HCTC cao hơn so với tỷ lệ nợ của các DN nhiều

HCTC, nhưng chênh lệch này chỉ khiến DN có ít HCTC sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn 0,4% (không đáng kể) so với DN có nhiều HCTC.

Tiếp theo, nhóm DN ít HCTC có tài sản ít thanh khoản hơn, dẫn đến giảm chênh lệch CTKHN 0,4% (cũng không đáng kể). Cuối cùng, trung bình vòng quay tài sản của DN ít HCTC thấp hơn so với các DN có nhiều HCTC, dẫn đến tăng chênh lệch 1,5%. Điều cần lưu ý ở đây là biến doanh thu/tài sản chỉ thể hiện được khả năng khai thác tài sản để tạo ra doanh thu, nghĩa là chỉ thể hiện được một mặt nào đó về khả năng thanh toán nợ của doanh nghiệp. Như vậy, tóm lại chênh lệch giải thích được liên quan đến biến CTKHN chủ yếu là do **các DN ít HCTC có quy mô lớn hơn, và vòng quay tài sản tương đối thấp hơn nhóm DN có nhiều HCTC.**

Bảng 5.7: Chênh lệch giải thích được về CTKHN giữa 2 nhóm DN

f.debtmat	Hệ số	Sai số	z	P>z
size	0.164	0.007	22.4	0.000
assetmat	0.002	0.001	2.20	0.026
lev	0.004	0.001	3.20	0.001
efftax	0.000	0.000	-1.40	0.171
grow	0.000	0.000	0.40	0.710
liquid	-0.004	0.001	-3.60	0.000
turnover	0.015	0.002	7.90	0.000
term	0.000	0.000	-0.90	0.348
Tổng	0.180	0.007	24.30	0.000

Nguồn: Kết quả trích xuất từ phân rã Oaxaca - Blinder

Đối với chênh lệch không giải thích được, phân rã Oaxaca - Blinder cho ra 2 bảng kết quả chính. Đầu tiên là hồi quy OLS với sai số chuẩn vững cho 2 mẫu DN có ít và nhiều HCTC (Bảng 5.8). Tiếp theo là dựa vào các hệ số thu được ở Bảng 5.8, Bảng 5.9 thể hiện kết quả quy đổi về mức đóng góp của từng biến đối với chênh lệch về CTKHN của hai nhóm DN. Biến Quy mô của các DN ít HCTC có tác động làm tăng mạnh khả năng vay nợ dài hạn (0,076), trong khi quy mô của các DN nhiều HCTC có ít ảnh hưởng hơn (0,027). Biến Quy mô có hệ số cao hơn trong nhóm ít HCTC so với nhóm nhiều HCTC, cho thấy quy mô tăng một đơn vị lại giúp các DN ít HCTC có thể vay được nhiều nợ dài hạn hơn. Kết quả này thống nhất với kết quả hồi quy phân vị cho 2 nhóm DN ít và nhiều HCTC, trong đó với nhóm nhiều HCTC biến quy mô không có ý nghĩa thống kê ở tất cả các phân vị nghiên cứu. Do có sự

chênh lệch về hệ số này dẫn tới quy mô làm tăng chênh lệch 86,5% giữa hai nhóm có ít và có nhiều HCTC (Bảng 5.9).

Yếu tố tỷ lệ nợ làm tăng mức vay nợ dài hạn đối với nhóm DN ít HCTC, nhưng lại khiến cho DN nhiều HCTC có xu hướng vay nợ ngắn hạn nhiều hơn (bảng 5.8). Như vậy, ở mức trung bình các DN có ít HCTC có khả năng thuyết phục các chủ nợ cho vay dài hạn tốt hơn so với nhóm có nhiều HCTC. Sự khác biệt về hệ số của biến này dẫn đến việc các DN có ít HCTC sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn khoảng 4,9% (bảng 5.9). Tỷ lệ nợ làm giảm nợ dài hạn đối với DN có nhiều HCTC (hệ số lev là -0,042), có thể do bản thân DN nhiều HCTC có rủi ro hơn so với DN ít HCTC nên khó có thể vay được nợ dài hạn. Điều này càng nhấn mạnh khó khăn khi rủi ro tăng lên do đòn bẩy tài chính gia tăng. Ngoài ra, hệ số âm của tỷ lệ nợ đối với nhóm nhiều HCTC cho thấy các DN nhóm này lựa chọn giảm CTKHN khi đòn bẩy tài chính tăng lên, phù hợp với lập luận của Myers (1977) về mối tương quan ngược chiều giữa 2 yếu tố này như là một cách thức xử lý chi phí người đại diện.

Với yếu tố Vòng quay tài sản, nhóm DN có ít HCTC có hệ số âm mạnh hơn (hệ số -0,116) so với nhóm DN có nhiều HCTC (hệ số -0,072) (bảng 5.8), cho thấy nhóm DN có ít HCTC sẵn sàng sử dụng nhiều nợ ngắn hạn hơn để phát tín hiệu về khả năng trả nợ của mình. Trong khi đó, mặc dù có vòng quay tài sản cao hơn nhưng các DN có nhiều HCTC ít nhu cầu phát tín hiệu hơn, có thể do vòng quay cao hơn không đáng kể và các DN này cũng quan ngại sẽ làm tăng nhiều rủi ro thanh khoản nếu sử dụng nợ ngắn hạn nhiều hơn. Chênh lệch về nhu cầu phát tín hiệu dẫn đến việc các DN có ít HCTC sử dụng nhiều nợ ngắn hạn hơn, làm CTKHN của nhóm này giảm 4,8% (bảng 5.9).

Với yếu tố Cấu trúc kỳ hạn lãi suất, nhóm các DN có ít HCTC không quan tâm khai thác sự chênh lệch giữa lãi suất vay ngắn hạn và dài hạn để làm giảm chi phí vay trung bình của DN (hệ số biến cấu trúc kỳ hạn lãi suất không có ý nghĩa thống kê) (bảng 5.8). Các DN có nhiều HCTC lại quan tâm đến việc khai thác chênh lệch lãi suất vay ngắn và dài hạn (hệ số -0,017 có ý nghĩa thống kê), cho thấy đầu tư của các DN này bị động và dễ bị bóp méo nếu phụ thuộc nhiều vào vốn vay bên ngoài và xu hướng vay vốn này lại dễ bị thay đổi tùy thuộc điều kiện thị trường. Chênh lệch

về hệ số của biến cấu trúc kỳ hạn lãi suất giữa hai nhóm dẫn đến nhóm DN có ít HCTC sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn ở mức 3% so với nhóm DN có nhiều HCTC (bảng 5.9).

Các DN nhiều HCTC có nhu cầu khai thác lợi ích từ thuế nhiều hơn so với các DN ít HCTC. Ở mức trung bình hệ số của biến Thuế của DN ít HCTC không có ý nghĩa thống kê, trong khi hệ số của nhóm DN nhiều HCTC là âm và có ý nghĩa thống kê (-0,121) (Bảng 5.8). Khác biệt về hệ số của biến Thuế dẫn đến tăng chênh lệch 2,7% (Bảng 5.9).

Mặc dù đa phần các yếu tố trong mô hình lý giải tại sao DN có ít HCTC sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn, vẫn có các yếu tố khác chưa được đưa vào mô hình khiến DN có ít HCTC sử dụng nhiều nợ ngắn hạn hơn (hằng số có hệ số -0,985 tương đương -98,5%) (bảng 5.9). Nghĩa là, có nhiều yếu tố khác chưa được đưa vào mô hình, và các yếu tố đó có xu hướng làm DN ít HCTC sử dụng nhiều nợ ngắn hạn hơn nhóm DN nhiều HCTC. Kết quả tổng hợp là phân chênh lệch không giải thích được là các DN có ít HCTC sử dụng ít nợ dài hạn hơn các DN có nhiều HCTC ở mức 6,9%.

Bảng 5.8: Hồi quy OLS – Chênh lệch không giải thích được

	Ít HCTC			Nhiều HCTC		
	Hệ số	Sai số	P>t	Hệ số	Sai số	P>t
fdebtmat						
size	0.076	0.004	0.00	0.027	0.006	0.00
assetmat	0.000	0.000	0.08	0.000	0.000	0.14
lev	0.170	0.028	0.00	-0.042	0.030	0.16
efftax	0.007	0.025	0.79	-0.121	0.028	0.00
grow	0.000	0.001	0.99	0.000	0.001	0.87
liquid	0.006	0.002	0.01	0.010	0.002	0.00
turnover	-0.116	0.006	0.00	-0.072	0.006	0.00
term	0.009	0.005	0.10	-0.017	0.005	0.00
Hằng số	-1.026	0.070	0.00	-0.041	0.106	0.70
Adj R-squared	0.214			0.069		
Số quan sát	4260			4012		

Chú thích: Phân rã Oaxaca-Blinder phần không giải thích được được tách thành 2 bảng: Bảng 5.8 thể hiện hệ số của hồi quy OLS của 2 mẫu DN có nhiều và có ít HCTC. Nguồn: Kết quả trích xuất từ phân rã Oaxaca - Blinder

Bảng 5.9: Phân rã chênh lệch không giải thích được

f.debtmat	Mức đóng góp	Sai số	z	P>z
size	0.865	0.124	7.0	0.000
assetmat	-0.001	0.005	-0.3	0.783
lev	0.049	0.010	4.6	0.000
efftax	0.027	0.008	3.6	0.000
grow	0.000	0.001	0.1	0.932
liquid	-0.007	0.010	-0.7	0.507
turnover	-0.048	0.014	-3.4	0.001
term	0.030	0.009	3.4	0.001
Hằng số	-0.985	0.127	-7.8	0.000
Tổng	-0.069	0.010	-7.1	0.000

Chú thích: Phân rã Oaxaca-Blinder phần không giải thích được được tách thành 2 bảng: Nếu hệ số của 1 biến khác nhau nhiều trong bảng 5.8, thì chênh lệch không giải thích được liên quan đến biến đó sẽ có giá trị đáng kể về mặt kinh tế và có ý nghĩa thống kê trong bảng 5.9. Nguồn: Kết quả trích xuất từ phân rã Oaxaca - Blinder

5.4. Mối quan hệ giữa cấu trúc kỳ hạn nợ và giá trị doanh nghiệp (giả thuyết 4)

Kết quả từ phần kiểm định giả thuyết 2.1, 2.2 và 3 cho thấy các DN có quan tâm đến rủi ro thanh khoản ở CTKHN ngắn hạn (ở các phân vị thấp của CTKHN) và đến chi phí người đại diện ở CTKHN dài hạn (ở các phân vị cao của CTKHN). Các DN có hành vi hạn chế vay thêm nợ dài hạn khi có CTKHN dài hạn, nghĩa là khi có chi phí người đại diện cao. Do đó, sử dụng thêm nợ dài hạn khi cấu trúc nợ đã có nhiều nợ dài hạn có thể mang lại hiệu quả tiêu cực vì điều này làm gia tăng chi phí người đại diện.

Mục 5.4 kiểm định tác động của CTKHN lên hiệu quả của DN. Để đảm bảo kết quả vững, tác giả sử dụng cả hai thước đo cho biến phụ thuộc của mô hình (2): hiệu quả theo sổ sách là ROA và hiệu quả thị trường là Tobin Q (Jiraporn và Tong, 2010). Tác giả cũng chia mẫu ra hai nhóm DN ít và nhiều HCTC để kiểm tra tác động của CTKHN lên hiệu quả DN có khác nhau giữa hai nhóm này hay không. Tác giả kiểm định liệu có hiệu quả tiêu cực đi cùng với việc sử dụng thêm nợ dài hạn khi cơ cấu nợ đã có nhiều nợ dài hạn bằng cách chia mẫu ra 2 nhóm: nhóm có CTKHN cao hơn trung vị được xem là nhóm có CTKHN cao và dưới trung vị là nhóm có CTKHN thấp. Kế thừa các nghiên cứu trước về hiệu quả DN (Goddard và cộng sự, 2004;

Muchtar và cộng sự, 2018), tác giả sử dụng mô hình động trong đó hiệu quả kỳ trước có tương quan đến hiệu quả của kỳ hiện tại. Các biến giả về quốc gia, ngành và năm được bổ sung để loại các tác động vĩ mô có thể ảnh hưởng đến CTKHN DN. Tác giả sử dụng phương pháp GMM hệ thống (System GMM) để ước lượng mô hình động.

Bảng 5.10 cung cấp các giá trị thống kê mô tả cho các biến trong mô hình về tác động của CTKHN đến hiệu quả DN. Đối với các thước đo về hiệu quả, ROA trung bình đạt mức 7.6%, và TobinQ là 1.304, cho thấy hiệu quả tương đối tốt của các DN. Biến debtmat vẫn có giá trị trung bình là 36.7% và trung bình đòn bẩy tài chính đạt mức 23.2%, nghĩa là các DN có mức nợ dài hạn thấp và tổng nợ cũng thấp. Giá trị tài sản vô hình trung bình là 66.8%, và dòng tiền trung bình khoảng 50.8 triệu USD.

Bảng 5.10: Thống kê mô tả cho các biến trong mô hình 2

Biến	Số QS	Trung bình	Sai số	Min	Max
roa	11,372	0.076	0.198	-0.064	11.077
tobinq	10,416	1.304	0.961	0.230	9.582
debtmat	11,372	0.367	0.319	0.000	1.000
lev	11,372	0.232	0.172	0.000	0.960
size	11,372	18.277	1.640	12.559	24.953
intang	11,372	0.668	0.214	0.030	1.000
cashflow	11,372	50,800,000	241,000,000	-1,797,834	7,180,000,000

Nguồn: Tính toán của tác giả

5.4.1. Kết quả với nhóm doanh nghiệp ít hạn chế tài chính

Bảng 5.11 và 5.12 cho thấy kết quả hồi quy về tác động của CTKHN đến ROA cho nhóm DN có ít HCTC. Đối với trường hợp CTKHN thấp (Bảng 5.11), sử dụng thêm nợ dài hạn có hiệu quả tích cực đối với hiệu quả (hệ số biến debtmat là 0,019 và có ý nghĩa thống kê). Ở CTKHN thấp, rủi ro thanh khoản có thể là mối quan ngại nhiều hơn so với chi phí người đại diện. Rủi ro thanh khoản có thể khiến DN đối diện với rủi ro thanh lý sớm, làm chi phí tái vay nợ cao hơn, khiến cho các hoạt động đầu tư không tối ưu v...v, nên xử lý rủi ro này bằng cách vay thêm nợ dài hạn giúp cải thiện hiệu quả DN rõ rệt. Kiểm định AR (2) là có p value là $0,365 > 0,1$, cho thấy không có hiện tượng tự tương quan bậc 2. Kiểm định Hansen cho GMM hai bước có p value là 0,302, cho thấy tính xác định quá mức được thỏa hay các biến công cụ được sử dụng là phù hợp. Như vậy, kết quả ước lượng của bảng 5.10 là đáng tin cậy.

Bảng 5.11: Kết quả hồi quy về tác động của CTKHN đến ROA, nhóm DN ít HCTC có CTKHN thấp hơn trung vị

roa	Hệ số	Sai số	t	P>t
roa (t-1)	0.335	0.043	7.7	0
debtmat	0.019	0.007	2.9	0.004
lev	-0.092	0.020	-4.6	0
size	-0.031	0.006	-4.8	0
intang	0.160	0.029	5.5	0
cashflow	7.64E-10	8.42E-11	9.1	0
gics dum	Yes			
country dum	Yes			
year dum	Yes			
KĐ AR (1)	0.065			
KĐ AR (2)	0.365			
Kiểm định Hansen	0.302			
Số quan sát	1816			
Prob > F	0.000			

Nguồn: Trích kết quả ước lượng Stata

Đối với trường hợp CTKHN cao (Bảng 5.12), sử dụng thêm nợ dài hạn không còn hiệu quả tích cực đối với hiệu quả (hệ số biến debtmat không có ý nghĩa thống kê). Như vậy, kết quả này thống nhất với kết quả kiểm định tác động của các nhân tố đến CTKHN tại các CTKHN ngắn hạn và dài hạn. Theo đó, các DN ít HCTC quan tâm đến việc hạn chế chi phí người đại diện nên giảm sử dụng nợ dài hạn tại các CTKHN dài hạn, chứng tỏ có khả năng sử dụng thêm nhiều nợ dài hạn sẽ có tác động tiêu cực, hay ít nhất là không còn có tác động tích cực như kết quả trong bảng 5.12 thể hiện, đến hiệu quả DN. Kiểm định AR (2) là có p-value là $0,871 > 0,1$, cho thấy không có hiện tượng tự tương quan bậc 2. Kiểm định Hansen cho GMM hai bước có p-value là $0,113 > 0,1$, cho thấy tính xác định quá mức được thỏa hay các biến công cụ được sử dụng là phù hợp. Như vậy, kết quả ước lượng của bảng 5.12 là đáng tin cậy.

Bảng 5.12: Kết quả hồi quy về tác động của CTKHN đến ROA, nhóm DN ít HCTC có CTKHN cao hơn trung vị

	Hệ số	Sai số	t	P>t
roa (t-1)	0.244	0.042	5.88	0.000
debtmat	-0.006	0.008	-0.80	0.424
lev	-0.127	0.021	-5.90	0.000
size	-0.024	0.005	-4.40	0.000
intang	0.041	0.021	1.90	0.055
cashflow	5.12E-11	2.59E-11	2.00	0.049
gics dum	yes			
country dum	yes			
year dum	yes			
KĐ AR1	0.000			
KĐ AR2	0.871			
KĐ Hansen	0.113			
Số quan sát	2252			
Prob > F	0.000			

Nguồn: Trích kết quả ước lượng Stata

5.4.2. Kết quả với nhóm doanh nghiệp nhiều hạn chế tài chính

Đối với các DN nhiều HCTC, khi CTKHN thấp thì sử dụng thêm nhiều nợ dài hạn giúp tăng hiệu quả (hệ số 0,008 có ý nghĩa thống kê) (Bảng 5.13). CTKHN thấp có nhiều rủi ro thanh khoản khiến DN khó vay nợ dài hạn nhằm thực hiện các dự án dài hạn để nâng cao năng suất, cải thiện chất lượng sản phẩm. Mặt khác, so với các DN ít HCTC DN nhiều HCTC gặp khó khăn trong việc tiếp cận nợ dài hạn nên việc vay được nợ dài hạn là rất cần để cải thiện rủi ro thanh khoản. Kiểm định AR (2) là có p value là $0,579 > 0,1$, cho thấy không có hiện tượng tự tương quan bậc 2. Kiểm định Hansen cho GMM hai bước có p value là $0,335 > 0,1$, cho thấy tính xác định quá mức được thỏa hay các biến công cụ được sử dụng là phù hợp. Như vậy, kết quả ước lượng của bảng 5.13 là đáng tin cậy.

Bảng 5.13: Kết quả hồi quy về tác động của CTKHN đến ROA, nhóm DN nhiều HCTC có CTKHN thấp hơn trung vị

roa	Hệ số	Sai số	t	P>t
roa (t-1)	0.010	0.031	0.3	0.736
debtmat	0.008	0.004	2.1	0.040
lev	-0.013	0.017	-0.8	0.449
size	-0.072	0.006	-13	0.000
intang	0.094	0.021	4.4	0.000
cashflow	2.32E-08	6.19E-10	38	0.000
KĐ AR1	0.449			
KĐ AR2	0.579			
KĐ Hansen	0.335			
Số quan sát	2.234			
Prob > F	0.000			

Nguồn: Trích kết quả ước lượng Stata

Đối với các DN nhiều HCTC (Bảng 5.14), khi CTKHN cao thì sử dụng thêm nhiều nợ dài hạn không những không giúp tăng hiệu quả mà còn có tác động tiêu cực (hệ số debtmat là -0,012 và có ý nghĩa thống kê). So với các DN ít HCTC, các DN nhiều HCTC nhỏ hơn và có cơ hội tăng trưởng cao hơn, do đó có khả năng bị ảnh hưởng nhiều hơn bởi chi phí người đại diện. Khi có CTKHN cao thì chi phí người đại diện này lại càng đẩy lên cao, nên việc sử dụng thêm nợ dài hạn lúc này có tác động tiêu cực, chứ không phải không có tác động đáng kể như trường hợp với các DN ít HCTC. Kiểm định AR (2) là có p value là 0,410 > 0,1, cho thấy không có hiện tượng tự tương quan bậc 2. Kiểm định Hansen cho GMM hai bước có p value là 0,968 > 0,1, cho thấy tính xác định quá mức được thỏa hay các biến công cụ được sử dụng là phù hợp. Như vậy, kết quả ước lượng của bảng 5.14 là đáng tin cậy.

Bảng 5.14: Kết quả hồi quy về tác động của CTKHN đến ROA, nhóm DN nhiều HCTC có CTKHN cao hơn trung vị

roa	Hệ số	Sai số	t	P>t
roa (t-1)	0.060	0.011	5.4	0.000
debtmat	-0.012	0.006	-1.9	0.057
lev	0.054	0.022	2.5	0.013
size	-0.067	0.005	-14	0.000
intang	0.059	0.017	3.4	0.001
cashflow	0.000	0.000	21	0.000
gics dum	yes			
country dum	yes			
year dum	yes			
KĐ AR1	0.000			
KĐ AR2	0.410			
KĐ Hansen	0.968			
Số quan sát	1670			
Prob > F	0.000			

Nguồn: Trích kết quả ước lượng Stata

Tác giả tiếp tục kiểm định giả thuyết 4 về tác động phi tuyến của CTKHN đến hiệu quả DN với thước đo biến phụ thuộc là Tobinq và sử dụng mô hình (2). Nếu như thước đo ROA là thước đo mang tính sổ sách, thì Tobinq thể hiện cái nhìn của thị trường đối với việc sử dụng nợ dài hạn của DN. Kết quả cho thấy sự thống nhất với các kết quả từ bảng 5.11 tới 5.14. Cụ thể, các DN dù có ít hay nhiều HCTC thì tác động của tăng nợ dài hạn làm tăng hiệu quả nếu đang có CTKHN thấp, vì giúp làm giảm rủi ro thanh khoản, tạo điều kiện cho DN hoạt động tốt hơn. Tuy nhiên, điểm khác nhau giữa hai nhóm là tác động của tăng nợ dài hạn đối với hiệu quả DN khi có CTKHN cao. Nhóm DN có ít HCTC thì tăng nợ dài hạn không còn có tác động tích cực nữa, trong khi với nhóm DN có nhiều HCTC thì thậm chí còn có tác động tiêu cực đến hiệu quả. Các kiểm định tương tự về tự tương quan bậc 2 và kiểm định Hansen đều thỏa, cho thấy các ước lượng đáng tin cậy. Kết quả ước lượng này ủng hộ giả thuyết 4, hàm ý nợ dài hạn không phải có quan hệ tuyến tính đối với hiệu quả DN, mà là phi tuyến: có tác động tích cực hay tiêu cực tùy thuộc vào việc DN đang có ít hay nhiều nợ dài hạn. Các kết quả này giúp củng cố thêm các phát hiện khi kiểm

định giả thuyết 2.1 và 2.2 khi cho thấy các DN có ngân ngại vay nợ dài hạn khi có CTKHN quá cao và tranh thủ vay thêm nợ dài hạn khi có CTKHN thấp.

Bảng 5.15: Kết quả hồi quy về tác động của CTKHN đến Tobinq, nhóm DN ít HCTC có CTKHN thấp hơn trung vị

tobinq	Hệ số	Sai số	t	P>t
tobinq (t-1)	0.684	0.009	75	0.000
debtmat	0.101	0.041	2.5	0.015
lev	-0.083	0.113	-0.7	0.464
size	-0.165	0.053	-3.1	0.002
intang	-0.062	0.173	-0.4	0.721
cashflow	0.000	0.000	5.0	0.000
country dum	yes			
gic dum	yes			
year dum	yes			
KĐ AR1	0.032			
KĐ AR2	0.262			
KĐ Hansen	0.186			
Số quan sát	1716			
prob > F	0.000			

Nguồn: Trích kết quả ước lượng Stata

Bảng 5.16: Kết quả hồi quy về tác động của CTKHN đến Tobinq, nhóm DN ít HCTC có CTKHN thấp hơn trung vị

tobinq	Hệ số	Sai số	t	P>t
tobinq (t-1)	0.774	0.022	36	0.000
debtmat	-0.034	0.109	-0.3	0.756
lev	-0.794	0.199	-4	0.000
size	0.070	0.038	1.8	0.069
intang	0.182	0.202	0.9	0.368
cashflow	0.000	0.000	-2.4	0.016
country dum	yes			
gic dum	yes			
year dum	yes			
KĐ AR1	0.000			
KĐ AR2	0.237			
KĐ Hansen	0.620			
Số quan sát	1415			
Prob > F	0.000			

Nguồn: Trích kết quả ước lượng Stata

Bảng 5.17: Kết quả hồi quy về tác động của CTKHN đến Tobinq, nhóm DN nhiều HCTC có CTKHN thấp hơn trung vị

tobinq	Hệ số	Sai số	t	P>t
tobinq (t-1)	0.374	0.033	11	0.000
debtmat	0.130	0.067	2	0.051
lev	-1.000	0.195	-5.1	0.000
size	0.077	0.065	1.2	0.235
intang	-0.097	0.307	-0.3	0.751
cashflow	0.000	0.000	2	0.049
country dum	yes			
gic dum	yes			
year dum	yes			
KĐ AR1	0.015			
KĐ AR2	0.476			
KĐ Hansen	0.481			
obs	1941			
prob > F	0.000			

Nguồn: Trích kết quả ước lượng Stata

Bảng 5.18: Kết quả hồi quy về tác động của CTKHN đến Tobinq, nhóm DN nhiều HCTC có CTKHN cao hơn trung vị

tobinq	Hệ số	Sai số	t	P>t
tobin (t-1)	0.70878	0.028	25.53	0.000
debtmat	-0.23849	0.124	-1.92	0.060
lev	0.4288	0.295	1.45	0.150
size	-0.09102	0.091	-1.00	0.320
intang	-0.45872	0.266	-1.73	0.090
cashflow	7.05E-08	0.000	5.06	0.000
country dum	Yes			
gic dum	Yes			
year dum	Yes			
KĐ AR (1)	0.008			
KĐ AR (2)	0.2373			
KĐ Hansen	0.62			
Obs	1415			
Prob > F	0			

Nguồn: Trích kết quả ước lượng Stata

Tóm tắt chương 5

Chương 5 áp dụng các phương pháp hồi quy dữ liệu bảng và hồi quy phân vị để ước lượng tác động của các yếu tố đối với CTKHN ở mức trung bình và ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn. Kết quả phân tích cho thấy tác động của các yếu tố không giữ nguyên mà thay đổi tùy thuộc DN đang có CTKHN ngắn hạn hay dài hạn, do đó cung cấp bằng chứng cho thấy sự cần thiết của việc xem xét các CTKHN ngắn hạn và dài hạn khi phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến CTKHN. Kết quả cho thấy các DN có nhiều HCTC khó tiếp cận nợ dài hạn hơn so với các DN có ít HCTC. Chương 5 sử dụng phương pháp phân rã Oaxaca – Blinder, kết quả chỉ ra chênh lệch không giải thích được về CTKHN của 2 nhóm DN có ít và có nhiều HCTC chủ yếu là do các yếu tố về quy mô, tỷ lệ nợ, thuế, kỳ hạn tài sản và vòng quay tài sản. Cuối cùng, chương 5 cung cấp bằng chứng về tác động phi tuyến tính của CTKHN đối với giá trị DN. Kết quả này củng cố các kết quả khác trong luận án về tầm quan trọng của việc xử lý rủi ro thanh khoản ở CTKHN ngắn hạn và chi phí người đại diện ở CTKHN dài hạn. Các kết quả định lượng trong chương này là cơ sở để tác giả đề xuất các hàm ý ở chương 6.

CHƯƠNG 6

KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

6.1. Tóm lược kết quả chính

Mục tiêu chính của luận án là thực hiện kiểm định tác động của các nhân tố đối với CTKHN DN niêm yết ở một số quốc gia đang phát triển ở ASEAN. Mục tiêu phụ là kiểm định tác động của CTKHN đến hiệu quả các DN trên, nhằm củng cố các kết quả có được từ việc xử lý mục tiêu chính. Kết quả của luận án có thể được tóm tắt gồm các điểm chính như sau:

Đầu tiên, luận án so sánh tác động của các biến giải thích đối với CTKHN ở mức trung bình (nhóm giả thuyết 1) và ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn (nhóm giả thuyết 2.1 và 2.2). Các kết quả kiểm định nhóm giả thuyết 1 cho thấy bằng chứng ủng hộ lý thuyết rủi ro thanh khoản (đại diện bởi biến Thanh khoản và Tỷ lệ nợ), khóp kỳ hạn, chi phí người đại diện (liên quan đến quy mô), thuế và phát tín hiệu ở mức trung bình. Kết quả này vẫn dựa trên giả định tác động của các biến không thay đổi trên toàn bộ phân phối của CTKHN, nghĩa là giữ nguyên tác động bất kể DN đang có CTKHN ngắn hạn hay dài hạn.

Để phân tích tác động của các nhân tố tại CTKHN ngắn hạn và dài hạn, tác giả xây dựng các giả thuyết 2.1 và 2.2. Theo giả thuyết 2.1, các biến có dấu kỳ vọng là dương ở mức trung bình có hệ số giảm dần khi DN có CTKHN chuyển từ ngắn hạn sang dài hạn. Theo giả thuyết 2.2, các biến có dấu kỳ vọng là âm ở mức trung bình có hệ số tăng dần mức âm khi DN có CTKHN chuyển từ dài hạn sang ngắn hạn. Kết quả hồi quy phân vị đối với mẫu gồm toàn bộ DN cho thấy xu hướng chung là các DN ngần ngại vay nợ ngắn hạn khi có nhiều nợ ngắn hạn và giảm mức vay nợ dài hạn khi có nhiều nợ dài hạn, nên nhìn chung phù hợp với giả thuyết 2.1 và 2.2. Tuy nhiên, sự phù hợp với các giả thuyết 2.1 và 2.2 chỉ ở mức tương đối có thể do mẫu gồm cả các DN có nhiều HCTC, nghĩa là các DN có khó khăn trong tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài nên không linh hoạt để có các hành vi phù hợp với giả thuyết 2.1 và 2.2.

Kết quả nghiên cứu kiểm định giả thuyết 1 cũng như phần lớn các nghiên cứu trước đây về các nhân tố ảnh hưởng đến CTKHN chỉ dừng lại ở việc phân tích tác động ở mức trung bình của các nhân tố. Tuy nhiên, kết quả ở phần kiểm định giả thuyết 2.1 và 2.2 của luận án cho thấy thực sự các DN có quan tâm đến việc giảm nợ dài hạn ở các CTKHN dài hạn, và tăng sử dụng nợ dài hạn ở các CTKHN ngắn hạn nên hệ số các biến có thay đổi ở các CTKHN khác nhau. Kết quả này cho thấy việc áp dụng hồi quy phân vị là cần thiết và cho cái nhìn cụ thể hơn về tác động của các biến đối với CTKHN ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn.

Tiếp theo, luận án kết hợp phân tích tương tác của HCTC đối với mối liên hệ giữa các biến và CTKHN, sử dụng cả hai phương pháp hồi quy phân vị và phân rã Oaxaca – Blinder. Kết quả hồi quy phân vị cho thấy, các DN có nhiều HCTC khó vay nợ dài hạn ở phân vị thấp do rủi ro vỡ nợ rất cao khiến chủ nợ khó cho vay dài hạn. Nhờ khả năng tiếp cận vốn dễ dàng hơn, các DN ít HCTC chủ động hơn trong việc lựa chọn CTKHN, và có hành vi phù hợp hơn với các giả thuyết 2.1 và 2.2 so với các DN nhiều HCTC. Kết quả này cung cấp bằng chứng ủng hộ lập luận ở cuối đoạn 3 trong mục này.

Các nghiên cứu trước đây chủ yếu chỉ xoay quanh việc xem xét yếu tố nào có ý nghĩa (thống kê) trong việc giải thích cơ cấu kỳ hạn nợ DN, nhưng không thể hiện được cụ thể yếu tố nào quan trọng hơn yếu tố nào trong việc chọn lựa CTKHN. Trong luận án này, yếu tố quan trọng hay không được xác định cụ thể bằng % đóng góp vào việc giải thích chênh lệch về CTKHN trung bình giữa hai nhóm DN có ít và nhiều HCTC. Chênh lệch tổng được chia nhỏ thành chênh lệch giải thích được và không giải thích được. Phân rã Oaxaca – Blinder cho thấy chênh lệch về giá trị trung bình của tỷ lệ nợ và quy mô (chênh lệch giải thích được) dẫn đến các DN có ít HCTC có CTKHN trung bình cao hơn.

Chênh lệch không giải thích được chủ yếu là do các DN có các mức quan tâm khác nhau đối với các yếu tố khớp kỳ hạn tài sản và nợ, giảm rủi ro thanh khoản do việc tăng đòn bẩy tài chính gây ra, phát tín hiệu, định thời điểm và thuế. Phương pháp phân rã Oaxaca – Blinder cho biết cụ thể sự khác biệt về giá trị trung bình và hệ số của từng yếu tố đóng góp bao nhiêu % trong chênh lệch về CTKHN trung bình giữa

2 nhóm DN. Nhờ định lượng được một cách cụ thể yếu tố nào quan trọng, các nhà quản trị DN hay cơ quan quản lý có thể tìm hướng để sử dụng CTKHN phù hợp hơn, và chủ yếu làm tăng tỷ lệ nợ dài hạn mà không làm gia tăng các chi phí liên quan, trong đó có chi phí người đại diện.

Cuối cùng, luận án thực hiện kiểm định vai trò của CTKHN đối với giá trị DN, một là nhằm thể hiện hướng tiếp cận hệ thống trong đánh giá các nhân tố ảnh hưởng CTKHN, và hai là lấp đầy khoảng trống nghiên cứu về vai trò của CTKHN đối với hiệu quả DN. Trong các nghiên cứu về các nhân tố quyết định CTKHN mà vai trò của CTKHN đối với hiệu quả DN không được xem xét đồng thời, các kết luận về động cơ sử dụng CTKHN nhất định có thể không có nhiều cơ sở vững chắc. Mặt khác, tác giả nhận thấy chưa có nghiên cứu về tính phi tuyến của CTKHN đối với giá trị DN, mặc dù đã có các cơ sở lý thuyết vững chắc về rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện.

Luận án cung cấp bằng chứng cho thấy khi CTKHN ở dưới một ngưỡng nhất định (trung vị của mẫu), gia tăng CTKHN (gia tăng nợ dài hạn) giúp nâng cao hiệu quả của DN, hàm ý rằng ở CTKHN ngắn hạn thì DN có rủi ro thanh khoản cao nên cần nợ dài hạn để xử lý rủi ro này. Qua một ngưỡng nhất định (trung vị của mẫu), gia tăng CTKHN không có lợi cho hiệu quả DN, hàm ý quá nhiều nợ dài hạn sẽ dẫn đến chi phí người đại diện tăng cao và có tác động tiêu cực đến giá trị DN. Kết quả hồi quy của tác động của CTKHN đến hiệu quả DN của cả hai nhóm có ít và nhiều HCTC cho thấy hiệu quả nhóm DN nhiều HCTC giảm khi sử dụng quá nhiều nợ dài hạn, trong khi nhóm ít HCTC thì tác động tiêu cực này không đáng kể. Các kết quả này hàm ý DN nên cân trọng trong việc sử dụng nợ dài hạn: nên sử dụng nợ dài hạn để xử lý rủi ro thanh khoản và nên tránh vay nợ dài hạn khi cơ cấu nợ đã có nhiều nợ dài hạn vì khi đó DN đang có chi phí người đại diện cao, đặc biệt là với DN nhiều HCTC.

6.2. Các hàm ý cho các đối tượng liên quan

6.2.1. Đối với nhà quản trị doanh nghiệp

6.2.1.1. Hàm ý từ kết quả phân tích tác động của CTKHN lên giá trị DN

Từ kết quả phân tích cho thấy, dưới một ngưỡng nhất định của CTKHN, nghĩa là DN đang có CTKHN tương đối ngắn hạn (gắn với rủi ro thanh khoản cao), thì nợ dài hạn tăng lên giúp rủi ro thanh khoản giảm bớt. Khi rủi ro thanh khoản đã giảm thì các DN, đặc biệt là DN có nhiều HCTC, có được sự chủ động tốt hơn trong việc lựa chọn cơ hội đầu tư và hạn chế rủi ro bị thanh lý sớm. Tuy nhiên, nếu CTKHN của DN đã dài và trên một ngưỡng nhất định, sử dụng thêm nợ dài hạn sẽ làm gia tăng mạnh chi phí người đại diện. Vì thế, các nhà quản trị DN cần cân trọng không nên cứ tranh thủ gia tăng sử dụng nợ dài hạn, mà chỉ nên tăng khi DN đang có nhiều rủi ro thanh khoản do ở CTKHN ngắn hạn; hoặc DN có thể kết hợp tăng CTKHN để khớp kỳ hạn tài sản do phương pháp này không làm tăng chi phí người đại diện (Myers, 1977). Các nghiên cứu về CTKHN như Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã (2017) chủ yếu nghiên cứu về hướng làm tăng CTKHN, nhưng chưa xem xét mối liên kết giữa CTKHN và giá trị DN. Như vậy, hàm ý này của luận án rất quan trọng, giúp DN nhận thức không phải tăng CTKHN là tốt trong mọi hoàn cảnh.

Ở các quốc gia đang phát triển ASEAN như Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam, các DN có thể phải chịu ảnh hưởng nhiều hơn từ rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện. Khi thị trường có mức bất cân xứng thông tin cao, ở mức nợ ngắn hạn cao (CTKHN ngắn hạn) các chủ nợ khó lòng cho vay nợ dài hạn để cải thiện rủi ro thanh khoản. Nếu rủi ro thanh khoản cao thì DN sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc chọn lựa các cơ hội đầu tư, thậm chí phải bỏ qua các cơ hội có NPV dương, dẫn đến hiện tượng đầu tư dưới mức. Ngược lại, khi DN có nhiều nợ dài hạn thì chi phí người đại diện sẽ cao hơn. Trong môi trường mà bất cân xứng thông tin càng cao thì chi phí người đại diện này có thể gia tăng mạnh hơn ở các quốc gia nơi thị trường tài chính phát triển và cơ chế chia sẻ thông tin tốt hơn, và khả năng cao là nợ dài hạn sẽ có tác động tiêu cực hơn đối với giá trị DN. Tóm lại, các DN ở các quốc gia đang phát triển ASEAN càng nên chú trọng đến tác động phi tuyến của CTKHN đối với giá trị DN, và nên thực hiện thận trọng như đề xuất ở trên.

6.2.1.2. Hàm ý từ kết quả phân tích tác động của các nhân tố đến CTKHN

Phần này tác giả trình bày các hàm ý từ các kết quả phân tích tác động của các nhân tố đến CTKHN, sử dụng kết hợp phương pháp hồi quy phân vị và phân rã Oaxaca – Blinder.

Đối với **yếu tố quy mô**, nhìn chung DN nhỏ ở ASEAN (có nhiều HCTC) khó vay được nợ dài hạn khi có rủi ro thanh khoản cao. Quy mô nhỏ thường gắn với bất cân xứng thông tin và chi phí người đại diện cao, nên các chủ nợ không sẵn lòng cho vay khi có CTKHN ngắn hạn. Trong trường hợp đó, các DN này nên liên hệ với các Quỹ Bảo lãnh tín dụng để có thể nhận bảo lãnh vay nợ nếu không có tài sản thế chấp. Hình thức bảo lãnh vay nợ khi không có tài sản thế chấp đã được triển khai tại một số quốc gia, và cho thấy có hiệu quả khá tốt theo nghiên cứu của Abraham và Schmukler (2017) của World Bank. Để có thể thực hiện theo hướng này, rất cần chính sách khuyến khích phát triển các loại hình Quỹ bảo lãnh. Một hình thức khác là có thể tận dụng uy tín của các đối tượng mua hàng để sử dụng các loại hình bảo lãnh tín dụng.

Đối với **tỷ lệ nợ**, kết quả luận án cho thấy ở mức trung bình, tăng nợ làm tăng rủi ro vỡ nợ/thanh khoản nên các DN có xu hướng vay thêm nợ dài hạn để làm giảm rủi ro vỡ nợ/thanh khoản. Kết quả hồi quy phân vị cho thấy rõ hơn các DN có nhiều HCTC không thể vay thêm nợ dài hạn ở phân vị thấp (10) nên rủi ro thanh khoản lại càng cao hơn. Các DN chỉ có thể tăng vay nợ dài hạn khi rủi ro thanh khoản đã giảm (khi ở các phân vị cao hơn của CTKHN). Hàm ý ở đây là khi quyết định gia tăng nợ trong cơ cấu vốn, các DN nhỏ nên chuẩn bị kỹ càng kế hoạch trả nợ và đối phó với rủi ro thanh khoản cao, đặc biệt là khi có nhiều nợ ngắn hạn vì nó có thể ảnh hưởng đến khả năng vay thêm nợ dài hạn trong tương lai.

Cụ thể, các DN ASEAN khi đã có nhiều nợ ngắn hạn (CTKHN ngắn hạn) thì càng cần nắm rõ tình hình luân chuyển dòng tiền, vấn đề vốn lưu động (như tăng hiệu quả thu hồi các khoản phải thu, đặc biệt là các khoản tín dụng thương mại cho các đối tác nước ngoài), nhằm làm giảm bớt áp lực thanh khoản. Muốn như vậy, các nhà quản lý DN trước hết cần đánh giá và đổi mới hệ thống quản trị nếu cần thiết, tăng cường huấn luyện các cán bộ trong công tác phân tích và quản lý tài chính và dòng

tiền, kỹ năng lập kế hoạch... Nếu tỷ lệ nợ tăng khi DN đang có nhiều nợ ngắn hạn nhưng DN ASEAN có các hướng khắc phục và làm giảm tác động của rủi ro thanh khoản như trên, tác động tiêu cực của tỷ lệ nợ cũng sẽ giảm và chủ nợ có thể cung cấp thêm tín dụng theo nhu cầu của DN.

Cùng liên quan đến yếu tố tỷ lệ nợ, kết quả phân rã cho thấy các DN ít HCTC quan tâm đến việc làm giảm rủi ro thanh khoản khi tăng tỷ lệ nợ nên tranh thủ vay thêm nợ dài hạn, trong khi các DN nhiều HCTC quan tâm nhiều hơn đến xử lý chi phí người đại diện nên tăng vay nợ ngắn hạn. Nếu cơ chế quản trị của DN nhiều HCTC tốt hơn và không phải quan tâm đến chi phí người đại diện nhiều thì các DN nhiều HCTC có thể vay nhiều nợ dài hạn hơn, đặc biệt khi đòn bẩy tài chính gia tăng. Cơ chế quản trị cần kiện toàn gồm nhiều yếu tố như vấn đề sở hữu, các quy định bảo vệ cổ đông lớn và nhỏ, quyền phủ quyết, bộ phận kiểm soát nội bộ v.v.

Đối với **yếu tố thanh khoản**, kết quả luận án cho thấy tác động trung bình của thanh khoản là làm tăng CTKHN, nhưng tác động này không đồng đều ở các phân vị khác nhau của CTKHN. Ở các phân vị thấp thì DN có tài sản càng thanh khoản thì chủ nợ càng quan ngại về rủi ro thay thế và tẩu tán tài sản, do đó DN sẽ khó vay được nợ dài hạn (hệ số biến này không có ý nghĩa thống kê ở phân vị thấp hoặc hệ số âm). Kết quả này cũng thể hiện tầm quan trọng của tài sản thế chấp là các tài sản cố định (có tính thanh khoản thấp) khi các DN đang có rủi ro thanh khoản cao. Hàm ý rút ra ở đây là ở các phân vị CTKHN thấp các nhà quản trị DN ASEAN có thể ký kết thêm một số điều khoản cam kết không chuyển các tài sản thanh khoản thành tiền ở một số thời điểm nhất định để chủ nợ an tâm hơn và có thể cho vay nợ dài hạn. Mặt khác, các giám đốc DN cũng nên chia sẻ thông tin thường xuyên về tình hình tài sản thanh khoản của DN như hàng tồn kho, các chứng khoán và các khoản đầu tư ngắn hạn v...v để chủ nợ cập nhật thông tin nhanh chóng hơn.

Đối với **kỳ hạn tài sản**, kết quả nhìn chung cho thấy DN quan tâm đến việc khớp kỳ hạn tài sản, nghĩa là kỳ hạn tài sản càng tăng thì kỳ hạn nợ cũng được kéo dài nhằm tránh từ việc kỳ hạn nợ và tài sản không khớp với nhau. Kết quả hồi quy phân vị cho thấy nguyên tắc này được các DN ít HCTC quan tâm thực hiện khi có CTKHN ngắn hạn nên rất phù hợp. Trong khi đó, các DN có nhiều HCTC lại ưu tiên

thực hiện khớp kỳ hạn ở các phân vị cao hơn. Các DN có nhiều HCTC nên là đối tượng quan tâm đến yếu tố khớp kỳ hạn tài sản để tránh rủi ro thanh khoản tốt hơn. Điều này thể hiện sự không phù hợp trong hành vi của các DN có nhiều HCTC. Hàm ý đối với biến kỳ hạn tài sản là các DN nhiều HCTC cần chú trọng nếu có thể nên khớp kỳ hạn nợ và tài sản ở những phân vị thấp của CTKHN để tác dụng làm giảm rủi ro thanh khoản của nguyên tắc này được phát huy tốt hơn.

Đối với **cơ hội tăng trưởng**, kết quả cho thấy ở mức trung bình, cơ hội tăng trưởng không có ý nghĩa thống kê. Kết quả hồi quy phân vị cho thấy yếu tố cơ hội tăng trưởng làm tăng nhu cầu vay nợ dài hạn để bảo vệ cơ hội tăng trưởng khi DN ít HCTC có CTKHN ngắn hạn. Đây là hành vi rất phù hợp, và cần được phát huy với nhóm DN nhiều HCTC. Tuy nhiên, muốn làm được trước tiên vẫn cần giải quyết rất nhiều đối với vấn đề bất cân xứng thông tin về triển vọng của các cơ hội đầu tư. Các DN cần chia sẻ thông tin khi có nhiều cơ hội đầu tư tiềm năng, nhưng phải bỏ qua nếu chủ nợ không cho vay nợ.

Đối với **yếu tố thuế**, về mặt trung bình, thuế suất có ý nghĩa thống kê và tương quan âm với CTKHN. Nghĩa là, DN 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. Hồi quy phân vị cho thấy các DN nhiều HCTC lại gia tăng vay nợ ngắn hạn từ phân vị 25 – 75 và phân vị 90 vốn có nhiều chi phí người đại diện nhất lại giảm mức vay nợ ngắn hạn. Hàm ý ở đây là các DN nhiều HCTC nên tiếp tục tăng mạnh vay nợ ngắn hạn khi thuế suất tăng, đặc biệt là khi có nhiều nợ dài hạn nhất để xử lý chi phí người đại diện hiệu quả hơn mà vẫn khai thác được lợi ích từ thuế.

Đối với yếu tố **phát tín hiệu**, về mặt trung bình, các DN có nhu cầu phát tín hiệu về chất lượng tín dụng của mình trong môi trường bất cân xứng thông tin. Nợ ngắn hạn giúp nhanh chóng cập nhật thông tin mới, ít nhạy cảm với bất cân xứng thông tin và tạo điều kiện cho DN được nhận các gói vay ưu đãi hơn khi thông tin tốt về DN được tiết lộ sau đó. Nhờ đó, chi phí vay nợ của DN có thể giảm nhiều hơn. Kết quả hồi quy phân vị cho thấy các DN có vay nợ ngắn hạn và tăng mức vay khi ở các phân vị cao hơn của CTKHN để phát tín hiệu. Tuy nhiên ở mức phân vị cao nhất

mức vay nợ ngắn hạn lại giảm (hệ số ở phân vị 90 bớt âm). Do đó, các DN nên vay nợ ngắn hạn nhiều nhất khi ở CTKHN dài nhất để vừa đạt hiệu quả trong phát tín hiệu, vừa có thể xử lý được chi phí người đại diện tốt hơn.

Kết quả phân rã cho thấy các DN ít HCTC quan tâm đến phát tín hiệu nhiều hơn, và đây là yếu tố giúp làm giảm chênh lệch về CTKHN giữa 2 nhóm DN. Thực chất, DN cần phát tín hiệu chủ yếu trong hai trường hợp. Đầu tiên, trong môi trường càng bất cân xứng thông tin thì càng cần trao đổi thông tin với các đối tượng bên ngoài. Thứ hai, bản thân DN nếu càng nhỏ thì khả năng là càng có ít thông tin về DN này, dẫn đến việc các chủ nợ sẽ ngần ngại cho các DN nhỏ vay nợ dài hạn vì thiếu thông tin về chất lượng tín dụng. Vì thế, DN có nhiều HCTC phải sử dụng nhiều nợ ngắn hạn hơn để phát tín hiệu về khả năng trả nợ. Hàm ý ở đây là nếu DN có nhiều HCTC có thể dùng các biện pháp khác để gia tăng lượng thông tin trao đổi với chủ nợ hoặc các đối tượng bên ngoài thì nhóm DN có nhiều HCTC (DN nhỏ) có thể vay được nhiều nợ dài hạn hơn. Ví dụ, các DN nên nâng tần suất thông báo thông tin tài chính nhiều hơn, hợp đồng với các công ty kiểm toán có uy tín để tạo điều kiện cho ngân hàng có thể thẩm định các tài sản một cách đáng tin cậy hơn.

Đối với yếu tố **cấu trúc kỳ hạn lãi suất**, kết quả hồi quy phân vị cho thấy sự khác biệt trong hành vi của hai nhóm DN: nhóm ít HCTC vay thêm nợ dài hạn chỉ ở phân vị 10, trong khi các DN nhiều HCTC quan tâm khai thác để vay nợ ngắn hạn khi cấu trúc kỳ hạn lãi suất dốc lên ở các phân vị 50 đến 90. Hành vi của các DN nhiều HCTC khá hợp lý và phù hợp với đề xuất của Baker và Wurgler (2002): nếu DN nào cần giảm chi phí vay vốn có thể thực hiện vay nhiều nợ ngắn hạn khi lãi suất vay nợ ngắn hạn thấp hơn nợ dài hạn. Hàm ý ở đây là khi DN nên tiếp tục thực hiện theo phương pháp này khi có nhiều nợ dài hạn, và hạn chế thực hiện khi có nhiều nợ ngắn hạn.

Hồi quy phân vị cũng cho thấy các DN ít HCTC không vay nợ ngắn hạn khi lãi suất vay ngắn hạn thấp hơn vay dài hạn. Điều này có thể do 2 lý do. Một, các DN ít HCTC có uy tín tốt hơn nên chi phí vay nợ dài hạn cũng thấp hơn so với các DN nhiều HCTC, do đó không bị ảnh hưởng nhiều bởi chênh lệch lương giữa lãi suất vay nợ ngắn hạn và dài hạn trên thị trường. Hai, các DN ít HCTC không muốn vì mục

tiêu làm giảm chi phí nợ trung bình mà tập trung vay nhiều nợ ngắn hạn, có thể ảnh hưởng đến việc khai thác các cơ hội đầu tư. DN có nhiều HCTC thì quan tâm đến yếu tố này. Tuy nhiên, DN nhiều HCTC cần cân nhắc liệu việc giảm chi phí vốn có lợi ích nhiều hơn so với các thiệt hại phát sinh do đầu tư bị xáo trộn. Mặt khác, nếu vì tranh thủ cơ hội vay nợ ngắn hạn với chi phí rẻ mà vay quá nhiều nợ ngắn hạn, rủi ro thanh khoản cũng sẽ tăng lên. Tóm lại các DN có nhiều HCTC nên cân nhắc các yếu tố này khi quyết định tận dụng cơ hội về chi phí vay vốn rẻ từ thị trường.

6.2.2. Đối với các cơ quan quản lý và hoạch định chính sách

Các nghiên cứu về bất cân xứng thông tin cho thấy nhu cầu cho vay dài hạn sẽ tăng khi thông tin được tăng cường trao đổi trong nền kinh tế. Vấn đề bất cân xứng thông tin ít có ảnh hưởng đối với các quyết định tài trợ/cản trở việc tiếp cận vốn ở những quốc gia phát triển (Levine, 2002). Tuy nhiên, tại các quốc gia đang phát triển các bất hoàn hảo trên lại là đặc trưng, và có ảnh hưởng mạnh đến khả năng tiếp cận vốn dài hạn của DN (Murinde, 2012). Kết quả nghiên cứu của luận án cho thấy các DN nhỏ (nhiều HCTC) khó tiếp cận nguồn vốn dài hạn, đặc biệt khi có nhiều nợ ngắn hạn trong tổng nợ. Như vậy, kết quả này thống nhất với các nghiên cứu trước về việc các DN nhỏ gặp nhiều khó khăn trong tiếp cận vốn dài hạn, một phần là do các DN nhỏ có ít uy tín cũng như chịu tác động lớn từ bất cân xứng thông tin.

Thị trường cổ phiếu và hệ thống ngân hàng

Nếu **thị trường chứng khoán** phát triển mạnh mẽ, thông tin tài chính về DN sẽ được phân tích tường tận và thường xuyên hơn bởi nhiều nhà phân tích và đầu tư, giá cả cổ phiếu cập nhật nhanh chóng theo sức khỏe tài chính của DN, nhờ đó giảm bớt bất cân xứng thông tin trong thị trường. Do đó, hàm ý ở đây là các nhà quản lý nên tạo điều kiện cho sự phát triển của thị trường chứng khoán. Các nhà hoạch định chính sách cần tạo môi trường pháp lý đẩy mạnh nguồn hàng cho thị trường chứng khoán, đặt ra và thực thi nghiêm chỉnh các quy định về công bố thông tin tài chính của các DN, phạt nặng các trường hợp công bố thông tin chậm hoặc sai sự thật.

Với **hệ thống ngân hàng**, việc chia sẻ thông tin tín dụng của các DN giữa các ngân hàng cũng sẽ giúp cho các DN được tiếp cận với nợ dài hạn nhiều hơn. Các DN quy mô nhỏ gặp khó khăn hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn từ thị trường trái phiếu

và cổ phiếu, và chủ yếu dựa vào nguồn tài trợ của ngân hàng. Sự phát triển không đầy đủ của ngân hàng có thể gây khó khăn cho các DN nhỏ trong việc huy động vốn do các DN này gặp các vấn đề về chi phí người đại diện, bất cân xứng thông tin rất lớn. Các ngân hàng cũng có thể tận dụng sự hiểu biết sâu sắc của mình về DN nhằm cùng DN tháo gỡ các khó khăn, tái cấu trúc các khoản nợ cho phù hợp với kỳ hạn tài sản...

Các DN ở môi trường càng ít bất cân xứng thông tin và có sự bảo hộ quyền lợi của chủ nợ càng cao thì có điều kiện vay nợ dài hạn nhiều hơn. Các cơ quan quản lý nên hỗ trợ và tạo điều kiện cho sự chia sẻ thông tin tín dụng về DN (như việc các ngân hàng, tổ chức tín dụng hoặc các tổ chức kinh doanh thông tin tín dụng tư nhân nên chia sẻ thông tin với nhau về tình trạng tài chính của DN), từ đó làm giảm bất cân xứng thông tin và giúp DN kéo dài kỳ hạn nợ. Các tổ chức chia sẻ thông tin giúp phát triển thị trường tín dụng tư nhân, làm giảm hạn chế tài chính mà DN gặp phải ở các quốc gia đang phát triển như ASEAN. Việc chia sẻ thông tin giúp các chủ nợ sàng lọc được các đối tượng cho vay có chất lượng cao, nhờ đó xử lý được vấn đề rủi ro đạo đức của người đi vay, giảm tình trạng nợ xấu và chi phí cho vay cao, giảm được tham nhũng trong vay vốn ngân hàng, đặc biệt làm giảm động cơ chọn lựa các dự án cho vay rủi ro. Chia sẻ thông tin cũng làm giảm động lực vay nợ ngắn hạn để phát tín hiệu của DN vì các hoạt động này có chi phí cao. Khi các cơ chế chia sẻ thông tin giúp xử lý được vấn đề rủi ro đạo đức của người đi vay, các ngân hàng sẽ phụ thuộc ít hơn vào việc cho vay ngắn hạn như một công cụ để giám sát DN, do đó sẽ cho vay dài hạn hơn. Mặt khác, khi thông tin tín dụng DN được chia sẻ, chi phí của việc không trả nợ hay có tín nhiệm thấp là rất cao vì các thông tin này sẽ được chia sẻ trong hệ thống các chủ nợ. Điều này sẽ gây khó khăn cho DN trong việc vay vốn trong tương lai, buộc DN có trách nhiệm hơn và trả nợ đúng hạn.

Thị trường trái phiếu

Ở các thị trường trái phiếu phát triển mạnh, DN có thể gia tăng CTKHN cao hơn nhiều so với thị trường ngân hàng phát triển mạnh. Nghiên cứu của nhóm chuyên gia World Bank (Cortina và cộng sự, 2017) đề xuất các DN ở các quốc gia đang phát triển có thể tận dụng các thị trường trái phiếu quốc tế để tài trợ cho các khoản vay dài

hạn và thị trường trái phiếu nội địa cho các khoản vay ngắn hạn. Các sáng kiến hợp tác giữa các tổ chức xếp hạng tín nhiệm quốc tế và hiệp hội các tổ chức xếp hạng tín nhiệm châu Á đã được ký kết, và được kỳ vọng sẽ hỗ trợ sự phát triển của các tổ chức tín nhiệm trong nước và các tiêu chuẩn xếp hạng ở Châu Á, tạo điều kiện cho DN vay được nhiều nợ dài hạn hơn.

Hàm ý rút ra ở đây là các nhà quản lý có thể học hỏi kinh nghiệm từ các sáng kiến hợp tác này, và hỗ trợ cho sự phát triển của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm DN trong khu vực ASEAN. Ngoài ra, với sự hỗ trợ của Ngân hàng phát triển châu Á (Asian Development Bank) và các chính phủ Nhật Bản và Trung Quốc, ASEAN đã thực hiện cơ chế thúc đẩy sự thành lập thị trường trái phiếu châu Á. Chủ yếu trong khuôn khổ này là phát triển thị trường trái phiếu bằng tiền nội địa của quốc gia, đảm bảo vận hành thị trường trái phiếu hiệu quả và tăng cường khả năng tiếp cận thị trường của DN đi vay và nhà đầu tư. Điều này được kỳ vọng sẽ giúp tăng mức nắm giữ trái phiếu bằng đồng nội địa của nhà đầu tư nước ngoài tại thị trường ASEAN (Hack và Close, 2013). Đây là một lợi thế rất lớn mà các nhà lãnh đạo cần tạo điều kiện cho các DN khai thác thị trường trái phiếu với quy mô lớn bằng cách tiếp tục nỗ lực kiện toàn các hành lang pháp lý bảo vệ nhà đầu tư, thực hiện các chính sách ưu đãi thu hút các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào trái phiếu DN khu vực ASEAN.

6.3. Hạn chế và đề xuất hướng nghiên cứu tiếp theo

Mục tiêu của luận án là kiểm định liệu các nhân tố truyền thống có tác động khác nhau đối với CTKHN khi DN có các CTKHN ngắn hạn và dài hạn sử dụng phương pháp hồi quy phân vị. Do giới hạn về dữ liệu nên mặc dù tác giả phải loại bỏ các yếu tố khác liên quan đến quản trị DN như cơ cấu sở hữu, kiểm toán độc lập và nội bộ, đặc điểm của CEO (tuổi, giới tính, kinh nghiệm) v...v nhằm đánh giá liệu các yếu tố này cũng có tác động khác nhau khi DN đang có nhiều nợ dài hạn hay ngắn hạn. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu về thực trạng CTKHN cho thấy khủng hoảng tài chính năm 2007-2008 chỉ làm CTKHN trung bình của các DN các nước ASEAN giảm không đáng kể. Các nghiên cứu trong tương lai có thể xem xét tại sao khủng hoảng không có ảnh hưởng đáng kể tại khu vực này, trong khi có ảnh hưởng mạnh ở một số khu vực khác trên thế giới như Vermoesen và cộng sự (2013).

Một hạn chế khác của luận án là chưa khai thác các thước đo khác đại diện cho HCTC. Guariglia (2008) cho thấy HCTC trong và ngoài (internal and external financial constraints) có các ảnh hưởng khác nhau đối với đầu tư của DN. Các nghiên cứu tới có thể mở rộng bằng cách sử dụng các thước đo khác để đánh giá liệu các HCTC trong và ngoài DN có tác động khác nhau đối với CTKHN.

Tóm lược chương 6

Chương 6 đã trình bày ngắn gọn các kết quả nghiên cứu chính, trong đó có tác động của các nhân tố lên CTKHN ở mức trung bình và tại các CTKHN ngắn hạn và dài hạn, các yếu tố ảnh hưởng đến chênh lệch của CTKHN của nhóm DN có ít và có nhiều HCTC, và tác động của CTKHN đến hiệu quả DN. Căn cứ vào các kết quả này, tác giả đưa ra các hàm ý về CTKHN và các yếu tố ảnh hưởng CTKHN theo hướng giảm chi phí người đại diện và rủi ro thanh khoản nhằm nâng cao hiệu quả DN. Các đối tượng có liên quan trong phần hàm ý gồm các nhà quản trị DN và các cơ quan quản lý và hoạch định chính sách. Các đề xuất liên quan đến hoạch định chính sách bao gồm cả thị trường chứng khoán, trái phiếu và ngân hàng nhằm khơi thông nguồn vốn dài hạn cho DN. Cuối cùng, tác giả trình bày các hạn chế của luận án, và hướng nghiên cứu tiếp theo nhằm khắc phục các hạn chế này.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ

TẠP CHÍ

- 1) **Financial constraints, corporate debt maturity and firm performance: The case of firms in Southeast Asian countries (2018).** Afro – Asian Journal of Finance and Accounting, thuộc danh mục Scopus).
- 2) **Hạn chế tài chính và cấu trúc kỳ hạn nợ DN Việt Nam (2018).** Tạp chí Nghiên cứu và Kinh doanh Châu Á, Đại học Kinh tế Tp. Hồ Chí Minh.
- 3) **Internal financial constraints, external financial constraints and corporate debt maturity structure of Vietnamese firms (2018).** Pacific Business Review International, Volume 10, Issue 9 (thuộc danh mục ESCI).
- 4) **Cấu trúc kỳ hạn nợ các quốc gia đang phát triển ở Đông Nam Á: Tiếp cận hồi quy phân vị (2018).** Tạp chí Khoa học Quản lý & Kinh tế, Đại học Kinh tế Huế.
- 5) **Determinants of capital structure of listed firms in Vietnam: A quantile regression approach (2017).** Journal of Economic Development, quyển 24, số 2.

KỶ YẾU HỘI THẢO

- 1) **The impact of short-term debt on accruals-based earnings management: Evidence from Vietnam (2019).** Econometrics and Statistical Methods – Applications in Economics and Finance.
- 2) **Corporate debt maturity structure: quantile regression and Oaxaca-Blinder decomposition approaches (2017).** International Conference for Young researchers in Economics and Business 2017.
- 3) **Determinants of capital structure of listed firms in Vietnam: A quantile regression approach (2016).** ICUEH 2016.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tài liệu tiếng Việt

- Lê Phương Dung & Nguyễn Thị Nam Thanh (2013). Các nhân tố ảnh hưởng đến nợ vay ngắn hạn ngân hàng. *Tạp chí Khoa học Xã hội và Nhân văn*, 8, pp. 46-54
- Ngô Văn Toàn (2018). Các yếu tố tác động đến kỳ hạn nợ của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế Đối ngoại*, 103, pp. 1-13
- 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, pp. 27-41
- Trần Hùng Sơn (2013). *Xây dựng cấu trúc vốn mục tiêu cho các DN sản xuất công nghiệp tại Tp. Hồ Chí Minh*. Luận án tiến sĩ Đại học Kinh tế - Luật, Tp. Hồ Chí Minh.
- 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
- Nguyễn Thanh Nhã (2018). Các nhân tố tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty tại Việt Nam. Luận án tiến sĩ Đại học Kinh tế, Tp. Hồ Chí Minh.

Tài liệu tiếng Anh

- Abraham, F., and Schmukler, S. L. (2017). Are public credit guarantees worth the hype? World Bank Working Paper No. 11.
- Abu-Serdaneh, J., Zuriekat, M. I., & Al-Sheikh, I. (2010). Ownership structure and corporate performance in the Jordanian manufacturing companies. *Jordan Journal of Business Administration*, 6(3), 426-440
- Aivazian, V. A., Ying, G., & Jiaping, Q. (2005). Debt maturity structure and firm investment. *Financial management*, 34(4), 107-119.
- Almeida, H., Campello, M., Laranjeira, B., & Weisbenner, S. (2012). Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis. *Critical Finance Review*, 1(1), 3-58.
- 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.
- Appiadjei, E. A. (2014). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Ghana Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(16), 37-43

- Arslan, O., & 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(1), 312-324.
- Bahlous, M., & Yusof, R. M (2012). Financing patterns, debt maturity and growth: Evidence from East Asia and the GCC countries. *Journal of Applied Finance & Banking*, 2(3).
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57, 1-32.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*, 50(2), 609-631
- Barnea, A., Robert, A. H., & Lemma, W. S. (1980). A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework. *Journal of Finance*, 35, 1223-1234
- Barron, J.M. and Staten, M., 2003, „The Value of Comprehensive Credit Reports: Lessons from the US Experience“ in M. Miller (2003), *Credit Reporting Systems and the International Economy*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Barth, J., C. Lin, P. Lin and F. Song, 2007, Corruption in Bank Lending to Firms: Do Competition and Information Sharing Matter?, *Journal of Financial Economics*, forthcoming
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2008). Financing patterns around the world: Are small firms different? *Journal of Financial Economics*, 89, 467–487.
- Billet, M. T., King, T. D., & Mauer, D. C. (2007). Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity and covenants. *Journal of Finance*, 62(2), 697-730.
- Blinder, A. S. (1973). Wage Discrimination: Reduced Form and Structural Estimates. *The Journal of Human Resources*, 8: 436–455
- Bond, S., Elston, J. A., Mairesse, J., and Mulkay, B. (2003). Financial factors and investment in Belgium, France, Germany, and the UK: A comparison using company panel data. *Review Of Economics And Statistics*, 85(1):153–165, February 2003.
- Brendel, M., Rudolph, C. (2014). A corporate finance application of the Oaxaca – Blinder decomposition: Causes of the diversification discount. Midwest Finance Association Conference 2014 Annual Meeting. Orlando, FL, USA.
- Brick, I. E., & Ravid, S. A. (1985). On the relevance of debt maturity structure. *Journal of Finance*, 40, 1423-1437.

- Brick, I. E., & Ravid, S. A. (1991). Interest rate uncertainty and the optimal debt maturity structure. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 26, 63-81.
- Brockman, P., Martin, X., & Unlu, E. (2010). Executive compensation and the maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance*, 65(3), 1123-1161.
- Brown, M., T. Jappelli and M. Pagano, 2009, Information sharing and credit market performance: firm-level evidence from transition countries, *Journal of Financial Intermediation* 18(2), 151-172
- Cai, K., Fairchild, R., & Guney, Y. (2008). Debt maturity structure of Chinese companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(3), 268-297.
- Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470–487.
- Chang, X., Faff, R., Kwok, W. C., & Wong, G. (2009). Financial constraints, mispricing and corporate investment. *Financial markets and Portfolio management*.
- Chen, C., & Yu, C. J. (2012). Managerial ownership, Diversification, and Firm performance: Evidence from an Emerging Market. *International Business Review*, 21(3), 518-534
- Childs, P.D., D.C. Mauer, and S.H. Ott (2005), 'Interactions of Corporate Financing
- Cleary, S., Povel, P., & Raith, M. (2007). The U-shaped investment curve: theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 1-40
- CNBC, 2017. Southeast Asian firms can become champions in this field. Truy xuất ngày 21.05.2018. Nguồn: <https://www.cnn.com/2017/05/12/southeast-asian-firms-can-become-champions-in-this-field.html>
- Cortina, J. J., Didier, T., and Schmukler, S. L. (2017). Corporate debt maturity in developing countries. World Bank Policy Working Paper No. 8222.
- Costa, S., Laureano, L. M. S., & Laureano, R. M. S. (2014). The debt maturity of Portuguese SMEs: the aftermath of the 2008 financial crisis. *Procedia Social and Behavioral Science*, 150, pp. 172-181
- Custodio, C., Ferreira, M. A., & Laureano, L. (2013). Why are US firms using more short term debt? *Journal of Financial Economics*, 108(1), 182-212
- Datta, S., M., Iskandar-Datta, M., & Raman, K. (2005). Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance*, 60(5), 2333-2350
- Deesomsak, R., Paudyal, K., Pescetto, G., 2009. Debt maturity structure and the 1997 Asian financial crisis. *Journal of Multinational Financial Management*, 19(1), pp. 26-42

- Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1999). Institutions, financial markets and firm debt maturity. *Journal of Financial Economics*, 54, 295-336
- Diamond, D. W. (1991). Debt maturity structure and liquidity risk. *Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 719-737
- Diamond, D. W. (1993). Seniority and maturity of debt contracts. *Journal of Financial Economics*, 33, 341-368
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994
- Duchin, R., Ozbas, O., & Sensoy, B. A. (2010). Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 418–435.
- Fan, J. P. H., Titman, S., & Twite, G. (2010). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. NBER Working Paper Series No. 16445.
- Fattouh, B., Scaramozzino, P., & Harris, L. (2005). Capital structure in South Korea: a quantile regression approach. *Journal of Development Economics*, 76, 231-250
- Faulkender, M., & Petersen, M., (2006). Does the source of capital affect capital structure? *Review of Financial Studies*, 19, 45-79.
- Fazzari, S. M. Hubbard, R. G., Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141-206.
- Flannery, E. F. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice, *Journal of Finance*, 41(1), 18-38.
- Gabrijelcic, M., Herman, U., & Lenarcic, A. (2016). Firm performance and foreign debt financing before and during the crisis: Evidence from firm-level data. European Stability Mechanism Working Paper No. 15.
- Galindo, A. and Miller, M. (2001). Can Credit Registries Reduce Credit Constraints? Empirical Evidence on the Role of Credit Registries in Firm Investment Decisions, Working Paper, Inter-American Development Bank
- Giannetti, M. (2003). Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 1, 185-212.
- Goddard, J., Molyneux, P., & Wilson, J. O. S. (2004). The profitability of European banks: A cross-sectional and dynamic panel analysis. *The Manchester School*, 72(3), 363-381

- Gonzalez, V. M. (2015). The financial crisis and corporate debt maturity: The role of banking structure. *Journal of Corporate Finance*, 310-328.
- Goyal, V. K., & Wang, W. (2013). Debt maturity and asymmetric information: Evidence from default risk changes. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(3), pp. 789-817
- Graham, J. R., & Leary, M. T. (2011). A review of empirical capital structure research and directions for the future. *Annual Review of Financial Economics*, 3, 309-345
- Greenwood, R., Hanson, S., & Stein, J. C. (2010). A gap-filling theory of corporate debt maturity choice. *Journal of Finance*, 65(3), 993-1028.
- Guariglia, A. (2008). Internal financial constraints, external financial constraints and investment choice: Evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking & Finance*, 32, 1795-1809.
- Guedes, J., & Opler, T. (1996). The determinants of the maturity of corporate debt issues. *The Journal of Finance*, 11 (1), 1809-1833.
- Guney, Y., & Ozkan, A. (2005). New insights on the importance of agency costs for corporate debt maturity decisions. *Applied Financial Economics Letters*, 1, 233-2
- Hack, M., and Close, C. (2013). East Asian Corporate Bond Markets. Reserve Bank of Australia Bulletin (September Quarter), 55–63.
- Hadlock, C. J., & Pierce, J. R., 2010. New evidence on measuring financial constraints: moving beyond the KZ Index. *The Review of Financial Studies*, 23(5), 1909-1940
- Hajiha, Z., & Akhlaghi, H. A. (2011). Ownership structure and debt maturity structure: an empirical study on Iranian firms. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 9(6), 814-825.
- Harris, M., & Raviv A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46, 297-356.
- Highfield, M. J. 2008. On the maturity of incremental corporate debt issues. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 47(2), 45-67
- Hoshi, T., Anil, K., and Scharfstein, D. (1991). Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups, *Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 33-60
- Houston, J., C. Lin, P, Lin and Y. Ma, 2010, Creditor rights, information sharing, and bank risk taking, *Journal of Financial Economics*, forthcoming

- IAEA (2017). Southeast Asia Energy Outlook 2017. World Energy Outlook Special Report. www.iea.org.
- Jann, B. (2008). The Blinder-Oaxaca decomposition for linear regression models. *The Stata Journal*, 8(4), 453-479
- Jappelli, T. and Pagano, M. (2002), Information sharing, lending, and defaults: Cross-country evidence, *Journal of Banking and Finance*, 26, 2017-2045
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360
- Jiraporn, P., & Tong, S. (2010). Debt Maturity Structure, Agency Costs, and Firm Value: Evidence from 1973–2004. Pennsylvania State University, College Station, PA.
- Johnson, S.A. (2003). Debt maturity and the effects of growth opportunities and liquidity risk on leverage. *Review of Financial Studies*, 16, 209–236
- Jun, S., & Jen, F. C. (2003). Trade off model of debt maturity structure. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20, 5-34.
- Kale, J. R., & Noe, T. H. (1990). Risky debt maturity choice in a sequential game equilibrium. *The Journal of Financial Research*, 13(2), 155-155
- 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, 479-499.
- Kaplan, S., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics*, 112, 169-215.
- Khasawneh, A. Y., & Staytieh, K. S. (2017). Impact of foreign ownership on capital structure and firm value in emerging market: case of Amman Stock Exchange listed firms. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 7(1), 35-64
- Khwaja, A., and Mian, A. (2005). Unchecked intermediaries: Price manipulation in an emerging stock market. *Journal of Financial Economics*, 78, 203–41
- Koenker, R. (2005). Quantile Regression. (Econometric Society Monographs). Cambridge University Press.
- Koenker, R. & Basset, G. (1978). Regression quantiles. *Econometrica*, 46(1), 33-50.
- Koenker, R., & Hallock, K. F., 2001. Quantile regression, *Journal of Economic Perspectives*, 15(4), 143-156

- Krishnankutty, R., & Chakraborty, K. S. (2014). The determinants of corporate debt maturity: a study on listed companies of Bombay Stock Exchange 500 index. *The Romanian Economic Journal*, 51, 67-90
- Leland, H. E., Toft, K. B. (1996). Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads. *Journal of Finance*, 51, 987-1019.
- Lemma (2012), Capital and debt maturity structures of a firm: Evidence from selected African countries. PhD thesis University of The Witwatersrand, Johannesburg.
- Lemma, T., & Negash, M. (2012). Debt maturity choice of a firm: Evidence from African countries. *Journal of Business and Policy Research*, 7(2), 60–92.
- Levine, R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: which is better? *Journal of Financial Intermediation*, 11(4), 398-428
- Lewis, C. M. (1990). A multiperiod theory of corporate financial policy under taxation. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 25, 24-44
- Lin, C., and Su, D., (2008). Industrial diversification, partial privatization and firm valuation: Evidence from publicly listed firms in China. *Journal of Corporate Finance*, 14, 405-417
- Lorente, C., Didier, T., and Schmukler, S. L. (2016). How long do corporates borrow? Evidence from capital raising activity. World Bank Working Paper
- Love, I. (2003). Financial development and financing constraints: International evidence from the structural investment model. *Review of Financial Studies*, 16(3), 765-791.
- Majumdar, R. (2010). The determinants of corporate debt maturity: A study of Indian firms. *IUP. J. Appl. Financ.*, 16(2), 70-81.
- Marks, J., & Shang, C. (2017). Does stock liquidity affect corporate debt maturity structure? Working paper.
- Mateus, C., & Terra, P. (2013). Leverage and the Maturity Structure of Debt in Emerging Markets. *Journal of Mathematical Finance*, Special Issue in Corporate Finance
- Mitchell, K. (1993). The debt maturity choice: an empirical investigation. *Journal of Financial Research*, 16, 309-320
- 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.
- Morris, J. R. (1976). On corporate debt maturity strategies. *The Journal of Finance*, 31(1), 29-37

- Muchtar, D., Nor, F. M., Albra, W., Arifai, M., & Ahmar, A. S. (2018). Dynamic performance of Indonesian public companies: An analysis of financial decision behavior. *Cogent Economics & Finance*, 6, 1-14
- Murinde, V. (2012). Financial Development and Economic Growth: Global and African Evidence, *Journal of African Economies*, 21(1): 10-56.
- Myers, 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 1977. 147-175.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Myers, S. C., and Rajan, R. (1998) The Paradox of Liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*, 113, 733-771.
- Canh, N., Liem, N., & Son, T. (2017). Determinants of capital structure of listed firms in Vietnam: A quantile regression approach. *Journal of Economic Development*, 24(2)
- Oaxaca, R. (1973). Male-female wage differentials in urban labor markets. *International Economic Review*, 14(3), 693-709
- Ozkan, A. (2002). The determinants of corporate debt maturity: Evidence from UK firms. *Applied Financial Economics*, 12(1), 19-24
- Petscher, Y., & Logan, J. A. R. (2014). Quantile regression in the study of developmental sciences. *Child Development*, 85(3), 861-881
- PwC, 2017. Five trends to watch in South East Asian Telecoms in 2017.
- Qian, J., & Strahan, P. E. (2007). How laws and institutions shape financial contracts: The case of bank loans. *The Journal of Finance*, 62(6), 2803-2934
- Rey, P. and J. Stiglitz, 1993, Short-term contracts as a monitoring device, NBER Working Paper 4514
- Ruan, W., Cullen, G., Ma, S. & Xiang, E. (2014). Ownership control and debt maturity structure: evidence from China. *International Journal of Managerial Finance*, 10(3), 385-403.
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *International Congress on Interdisciplinary Business and Social Science*, 65, 156-166

- Scherr, F. C., & Hulburt, H. M. (2001). The debt maturity structure of small firms. *Financ. Manage.*, 30, 85-111
- Shah, A., & Khan, S. A. (2009). Empirical investigation of debt-maturity structure: Evidence from Pakistan. *The Pakistan Development Review*, 48(4), 565-578.
- Stanley, T; Jarrell, S. B. (1998). Gender wage discrimination bias? A meta-regression analysis. *Journal of Human Resources*, 33(4)
- Stephan, A., Talavera, O., Tsapin., S. (2011). Corporate debt maturity choice in emerging financial markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51, 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, R. M., (2000). Does financial structure matter for economic growth? A corporate finance perspective. Unpublished working paper.
- Sufi, A., (2009). Bank lines of credit in corporate finance: An empirical analysis. *Review of Financial Studies*, 22, 1057-1088.
- Terra, P. R. S., (2011). Determinants of corporate debt maturity in Latin America. *European Business Review*, 23(1), 45-70
- Tong, Z. (2008). Deviations from optimal CEO ownership and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 32, 2462-2470
- Twairesh, A. E. M. (2014). The impact of capital structure on firm's performance Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Applied Finance & Banking*, 4(2), 183-193
- Vermoesen, V., Deloof, M., Laveren, E. (2013). Long term debt maturity and financing constraints of SMEs during the global financial crisis. *Small Bus Econ*, 41, 433-448
- Weichselbaumer, D., & Winter-Ebmer, R. (2005). A meta-analysis of the international gender wage gap. *Journal of Economic Surveys*, 19(3), 479-511
- Whited, T. (1992). Debt liquidity constraints and corporate investment: Evidence from panel data. *Journal of Finance*, 47, 1425-1460.
- Widawati, I. A. P., Sudarna, M., Rahayu, M., 2015. Determinants of debt financing structure and debt maturity (Empirical studies of manufacturing company on Indonesia Stock exchange). *American Journal of Economics*, 2015, 5(3), 321-332.
- Wong, G., and Robert, F. W., Kwok, C. and Xin, C. (2009). Financial Constraints, Mispricing and Corporate Investment. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1101361>

- Zeitun, R., & Tian, G. (2007). Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting and Finance Journal*, 1, 40-53
- Zhao, S. (2014). Three essays in empirical finance. PhD thesis. Universite de Grenoble, 2014.
- Zhou, C., and Mei, J. (2003). Behavior Based Manipulation. Working Paper. Available online: <https://ssrn.com/abstract=1299470> (accessed on 4 September 2017).

PHỤ LỤC

Bảng 4.4 – Thống kê mô tả

```
. su debtmat size efftax lev liquid grow2 turnover tang term assetmat cashflow intang
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
debtmat	11,372	.3666275	.3194405	0	1
size	11,372	18.27738	1.639768	12.55873	24.95301
efftax	11,372	.2136792	.1920539	-.97	1.99
lev	11,372	.2317591	.1724432	2.17e-06	.960358
liquid	11,372	2.182772	2.651652	.0502675	67.46741
grow2	11,372	.7945476	4.982134	-37.94102	36.44212
turnover	11,372	1.048011	.8015512	.0005038	10.72575
tang	11,372	.3321027	.2137108	.0001029	.9704136
term	11,372	1.176288	.8184329	-1.005	3.581
assetmat	11,372	16.88157	22.97238	.1348005	199.0143
cashflow	11,372	5.08e+07	2.41e+08	-1797834	7.18e+09
intang	11,372	.6678973	.2137108	.0295864	.9998971

Bảng 4.5– Thống kê mô tả theo thời gian

```
. tabstat debtmat size efftax lev liquid grow2 turnover term assetmat,stat(mean) by(time)
```

Summary statistics: mean
by categories of: time

time	debtmat	size	efftax	lev	liquid	grow2	turnover	term	assetmat
2007	.3712812	18.05282	.1898077	.2325609	2.289124	.9035697	1.04238	1.005505	14.94012
2008	.3561988	17.9495	.1954162	.2309967	2.182305	.617538	1.12017	.297172	14.1849
2009	.380346	18.06176	.1987867	.235595	2.113605	.6347951	1.03079	2.164952	14.85364
2010	.3731906	18.2668	.2147522	.2324864	2.072678	1.116566	1.049671	1.380237	14.89254
2011	.3630453	18.26829	.2206753	.2336896	2.1177	1.119994	1.081146	.4824477	16.25301
2012	.3582606	18.36727	.2198997	.2319629	2.183364	.9473013	1.114171	.7988287	17.556
2013	.3573681	18.37305	.2185449	.2344413	2.113617	.641093	1.05831	1.60886	18.38609
2014	.3614732	18.41868	.2163931	.2353216	2.177374	.7745889	1.037642	1.167049	18.53438
2015	.3697037	18.33223	.2261362	.2262794	2.284192	.6670639	1.004769	1.296277	18.35284
2016	.3768555	18.45539	.2208409	.2259348	2.271583	.6067393	.9716126	1.364583	18.35429
Total	.3666275	18.27738	.2136792	.2317591	2.182772	.7945476	1.048011	1.176288	16.88157

Bảng 4.6 – Ma trận tương quan

```
. pwcorr debtmat size efftax lev liquid grow2 turnover term assetmat,star(.1)
```

	debtmat	size	efftax	lev	liquid	grow2	turnover	term	assetmat
debtmat	1.0000								
size	0.2892*	1.0000							
efftax	-0.0361*	0.0233*	1.0000						
lev	0.0810*	0.2091*	0.0088	1.0000					
liquid	0.0840*	-0.1027*	-0.0483*	-0.3540*	1.0000				
grow2	-0.0155*	-0.0076	0.0096	-0.0059	-0.0008	1.0000			
turnover	-0.2850*	-0.1634*	0.0166*	0.0153	-0.1146*	0.0743*	1.0000		
term	-0.0040	0.0398*	0.0046	0.0284*	-0.0406*	-0.0127	-0.0289*	1.0000	
assetmat	0.0912*	0.1495*	0.0470*	0.0558*	-0.0136	-0.0125	-0.1281*	-0.0887*	1.0000

Kiểm định VIF – mô hình (1)

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
-----+-----		
lev	1.19	0.843522
liquid	1.17	0.857525
size	1.10	0.910471
turnover	1.07	0.938004
assetmat	1.05	0.953949
term	1.01	0.986142
grow2	1.01	0.994145
efftax	1.01	0.994679
-----+-----		
Mean VIF	1.07	

Bảng 5.1 – Kết quả hồi quy OLS

```
. reg f.debtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum*
note: gic_dum1 omitted because of collinearity
note: gic_dum9 omitted because of collinearity
note: ctry_dum1 omitted because of collinearity
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	8,272
-----+-----				F(19, 8252)	=	101.16
Model	157.699263	19	8.29996122	Prob > F	=	0.0000
Residual	677.085065	8,252	.082051026	R-squared	=	0.1889
-----+-----				Adj R-squared	=	0.1870
Total	834.784328	8,271	.100929069	Root MSE	=	.28645

F.debtmat	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
-----+-----					
size	.0375079	.0022387	16.75	0.000	.0331195 .0418963
assetmat	.0004481	.0001804	2.48	0.013	.0000945 .0008016
lev	.1147761	.0207715	5.53	0.000	.0740588 .1554934
efftax	-.0827607	.018935	-4.37	0.000	-.119878 -.0456434
grow2	-.0007007	.0006437	-1.09	0.276	-.0019624 .000561
liquid	.0102922	.0013764	7.48	0.000	.0075941 .0129902
turnover	-.0886437	.004274	-20.74	0.000	-.0970218 -.0802656
term	-.0056035	.0040991	-1.37	0.172	-.0136387 .0024317
gic_dum1	0	(omitted)			
gic_dum2	-.1588438	.0260418	-6.10	0.000	-.2098922 -.1077954
gic_dum3	-.2219969	.0265045	-8.38	0.000	-.2739524 -.1700414
gic_dum4	-.0275274	.0284957	-0.97	0.334	-.0833861 .0283312
gic_dum5	-.1414229	.0290843	-4.86	0.000	-.1984354 -.0844104
gic_dum6	-.1925255	.0258071	-7.46	0.000	-.243114 -.141937
gic_dum7	-.2056052	.028053	-7.33	0.000	-.2605962 -.1506143
gic_dum8	-.2537948	.0264365	-9.60	0.000	-.3056171 -.2019726
gic_dum9	0	(omitted)			
ctry_dum1	0	(omitted)			
ctry_dum2	.0289206	.0138407	2.09	0.037	.0017894 .0560517
ctry_dum3	.060069	.0193737	3.10	0.002	.0220916 .0980464
ctry_dum4	.0086289	.0144087	0.60	0.549	-.0196158 .0368736
ctry_dum5	-.039346	.0155023	-2.54	0.011	-.0697344 -.0089575
_cons	-.0731107	.0536805	-1.36	0.173	-.178338 .0321165

Bảng 5.1. – OLS đã kiểm soát cho phương sai thay đổi và tự tương quan

```
. reg f.debtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum*
ctry_dum*,cluster(id)
```

Linear regression	Number of obs	=	8,272
	F(19, 1799)	=	30.04
	Prob > F	=	0.0000
	R-squared	=	0.1889
	Root MSE	=	.28645

(Std. Err. adjusted for 1,800 clusters in id)

F.debtmat	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	.0375079	.0042731	8.78	0.000	.0291271	.0458887
assetmat	.0004481	.0002819	1.59	0.112	-.0001048	.0010009
lev	.1147761	.0383985	2.99	0.003	.0394659	.1900864
efftax	-.0827607	.0231977	-3.57	0.000	-.128258	-.0372635
grow2	-.0007007	.0006313	-1.11	0.267	-.0019387	.0005374
liquid	.0102922	.0028764	3.58	0.000	.0046507	.0159336
turnover	-.0886437	.0127457	-6.95	0.000	-.1136417	-.0636457
term	-.0056035	.0037444	-1.50	0.135	-.0129474	.0017404
gic_dum1	0	(omitted)				
gic_dum2	-.1588438	.046399	-3.42	0.001	-.2498453	-.0678423
gic_dum3	-.2219969	.0474601	-4.68	0.000	-.3150796	-.1289142
gic_dum4	-.0275274	.0513116	-0.54	0.592	-.1281641	.0731093
gic_dum5	-.1414229	.0543428	-2.60	0.009	-.2480046	-.0348412
gic_dum6	-.1925255	.0458584	-4.20	0.000	-.2824669	-.1025841
gic_dum7	-.2056052	.0521821	-3.94	0.000	-.3079491	-.1032614
gic_dum8	-.2537948	.0472412	-5.37	0.000	-.3464482	-.1611415
gic_dum9	0	(omitted)				
ctry_dum1	0	(omitted)				
ctry_dum2	.0289206	.0252336	1.15	0.252	-.0205696	.0784107
ctry_dum3	.060069	.0360231	1.67	0.096	-.0105825	.1307205
ctry_dum4	.0086289	.0260622	0.33	0.741	-.0424864	.0597442
ctry_dum5	-.039346	.0279462	-1.41	0.159	-.0941564	.0154644
_cons	-.0731107	.1035253	-0.71	0.480	-.2761531	.1299317

Bảng 5.2. Random effects - Robust standard errors

```
. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (1800) = 1.5e+18
Prob>chi2 = 0.0000

. xtserial fdebtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum*

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first order autocorrelation
F( 1, 1223) = 202.843
Prob > F = 0.0000

. xtreg f.debtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum*
i.time, re cluster(id)
Random-effects GLS regression                    Number of obs =      8,272
Group variable: id                               Number of groups =    1,800

R-sq:                                             Obs per group:
    within = 0.0286                               min =      1
    between = 0.1994                               avg =     4.6
    overall = 0.1846                               max =      9

Wald chi2(27) = 622.45
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                      Prob > chi2 = 0.0000
```

(Std. Err. adjusted for 1,800 clusters in id)

F.debtmat	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
size	.0347672	.0041451	8.39	0.000	.0266429	.0428915
assetmat	.0006595	.0002278	2.90	0.004	.000213	.0011059
lev	.1525944	.0300527	5.08	0.000	.0936923	.2114966
efftax	-.0356128	.0152654	-2.33	0.020	-.0655324	-.0056932

grow2		-.0004957	.0004273	-1.16	0.246	-.0013333	.0003418
liquid		.0070757	.0025327	2.79	0.005	.0021117	.0120396
turnover		-.0654879	.0085301	-7.68	0.000	-.0822066	-.0487691
term		-.0063896	.0048446	-1.32	0.187	-.0158848	.0031057
gic_dum1		0	(omitted)				
gic_dum2		-.2027797	.0396176	-5.12	0.000	-.2804288	-.1251307
gic_dum3		-.2636164	.0400835	-6.58	0.000	-.3421785	-.1850543
gic_dum4		-.0827446	.0439078	-1.88	0.059	-.1688023	.003313
gic_dum5		-.1662025	.0480781	-3.46	0.001	-.2604338	-.0719712
gic_dum6		-.2265612	.0388565	-5.83	0.000	-.3027185	-.1504038
gic_dum7		-.2306829	.0447804	-5.15	0.000	-.318451	-.1429149
gic_dum8		-.2969844	.0398196	-7.46	0.000	-.3750295	-.2189394
gic_dum9		0	(omitted)				
ctry_dum1		.0140413	.0257146	0.55	0.585	-.0363583	.064441
ctry_dum2		.0745249	.01782	4.18	0.000	.0395983	.1094514
ctry_dum3		.0827271	.0309676	2.67	0.008	.0220318	.1434225
ctry_dum4		.0438415	.017278	2.54	0.011	.0099771	.0777058
ctry_dum5		0	(omitted)				
time							
2008		.0205481	.0097285	2.11	0.035	.0014805	.0396157
2009		.0163883	.0120929	1.36	0.175	-.0073134	.0400901
2010		-.0090433	.0110815	-0.82	0.414	-.0307627	.0126761
2011		-.0177586	.011479	-1.55	0.122	-.0402571	.0047398
2012		-.0222392	.0113208	-1.96	0.049	-.0444275	-.000051
2013		-.0223825	.0118805	-1.88	0.060	-.0456678	.0009028
2014		-.0062493	.0120069	-0.52	0.603	-.0297823	.0172837
2015		-.008802	.0123847	-0.71	0.477	-.0330756	.0154716
_cons		-.0533511	.0891636	-0.60	0.550	-.2281085	.1214064

sigma_u		.23237442					
sigma_e		.18134403					
rho		.62149721	(fraction of variance due to u_i)				

**Bảng 5.3 – Hồi quy phân vị ở các phân vị 10, 25, 50, 75, 90 –
Phân vị 10**

```
. greg fdebtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum*
y*,quantile(10) vce(robust)
.1 Quantile regression                                Number of obs =      8,272
Raw sum of deviations 307.8402 (about 0)
Min sum of deviations 304.3678                        Pseudo R2      =      0.0113
```

fdebtmat		Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]

size		.0035877	.0008423	4.26	0.000	.0019367 .0052388
assetmat		.0000655	.0000864	0.76	0.448	-.0001038 .0002348
lev		.0471994	.0091349	5.17	0.000	.0292928 .0651061
efftax		-.0095561	.0049806	-1.92	0.055	-.0193193 .0002071
grow2		.0000904	.0001248	0.72	0.469	-.0001542 .000335
liquid		-.0007213	.0001801	-4.00	0.000	-.0010744 -.0003683
turnover		-.0103767	.0021267	-4.88	0.000	-.0145457 -.0062078
term		-.0000652	.0013189	-0.05	0.961	-.0026507 .0025202
gic_dum1		0	(omitted)			
gic_dum2		-.2144923	.1087254	-1.97	0.049	-.4276216 -.0013631
gic_dum3		-.2156026	.1087488	-1.98	0.047	-.4287776 -.0024276
gic_dum4		-.1397825	.1113978	-1.25	0.210	-.3581503 .0785852
gic_dum5		-.2068273	.1088198	-1.90	0.057	-.4201414 .0064869
gic_dum6		-.2135906	.1087221	-1.96	0.049	-.4267133 -.000468
gic_dum7		-.2205265	.1087144	-2.03	0.043	-.4336342 -.0074189
gic_dum8		-.2177856	.1087101	-2.00	0.045	-.4308847 -.0046864
gic_dum9		0	(omitted)			
ctry_dum1		.0040127	.0044712	0.90	0.369	-.0047519 .0127773
ctry_dum2		.0151704	.0034231	4.43	0.000	.0084603 .0218805
ctry_dum3		-.0002369	.0037574	-0.06	0.950	-.0076023 .0071285
ctry_dum4		.0026698	.0018931	1.41	0.159	-.0010412 .0063809
ctry_dum5		0	(omitted)			
y1		.0037059	.003186	1.16	0.245	-.0025396 .0099513
y2		.0043165	.0034936	1.24	0.217	-.0025317 .0111648
y3		-.000153	.00308	-0.05	0.960	-.0061906 .0058846

y4		-.00086	.002161	-0.40	0.691	-.0050961	.0033762
y5		-.0026873	.0032871	-0.82	0.414	-.0091308	.0037562
y6		-.0008149	.0025233	-0.32	0.747	-.0057612	.0041315
y7		-.002267	.0029508	-0.77	0.442	-.0080512	.0035173
y8		-.0011568	.0022669	-0.51	0.610	-.0056005	.0032869
y9		0	(omitted)				
y10		0	(omitted)				
_cons		.1564522	.1100054	1.42	0.155	-.0591862	.3720905

Phân vị 25

```
. greg fdebtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum*
y*,quantile(25) vce(robust)
```

```
.25 Quantile regression                                Number of obs =      8,272
Raw sum of deviations 752.4258 (about .05118397)
Min sum of deviations 684.0235                        Pseudo R2      =      0.0909
```

		Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]

fdebtmat						
size		.0282542	.002291	12.33	0.000	.0237633 .0327451
assetmat		.0004191	.0002615	1.60	0.109	-.0000935 .0009316
lev		.1916194	.0151721	12.63	0.000	.1618782 .2213606
efftax		-.0599334	.0140626	-4.26	0.000	-.0874996 -.0323671
grow2		-.0002065	.0003706	-0.56	0.577	-.000933 .00052
liquid		-.0009963	.0020281	-0.49	0.623	-.0049719 .0029793
turnover		-.0672262	.0039525	-17.01	0.000	-.0749741 -.0594782
term		.0032206	.0034554	0.93	0.351	-.0035529 .009994
gic_dum1		0	(omitted)			
gic_dum2		-.3798015	.0250124	-15.18	0.000	-.4288321 -.330771
gic_dum3		-.3927337	.0248727	-15.79	0.000	-.4414903 -.343977
gic_dum4		-.2295176	.0259475	-8.85	0.000	-.2803812 -.178654
gic_dum5		-.3648078	.025911	-14.08	0.000	-.4155999 -.3140158
gic_dum6		-.3928204	.0241679	-16.25	0.000	-.4401955 -.3454452
gic_dum7		-.4069029	.0255914	-15.90	0.000	-.4570684 -.3567374
gic_dum8		-.4161485	.0242063	-17.19	0.000	-.463599 -.368698
gic_dum9		0	(omitted)			
ctry_dum1		.0211211	.0124988	1.69	0.091	-.0033797 .045622
ctry_dum2		.0672861	.0066104	10.18	0.000	.0543281 .0802442
ctry_dum3		.0615447	.019568	3.15	0.002	.0231864 .099903
ctry_dum4		.02307	.0048757	4.73	0.000	.0135125 .0326276
ctry_dum5		0	(omitted)			
y1		.0099577	.0090047	1.11	0.269	-.0076937 .0276092
y2		.0286304	.0123	2.33	0.020	.0045194 .0527414
y3		.0003867	.0099737	0.04	0.969	-.0191643 .0199377
y4		-.0058149	.008722	-0.67	0.505	-.0229122 .0112825
y5		-.0016359	.0118104	-0.14	0.890	-.0247873 .0215154
y6		-.0042738	.0093532	-0.46	0.648	-.0226084 .0140608
y7		-.0147492	.0081074	-1.82	0.069	-.0306418 .0011434
y8		-.0000359	.0093534	-0.00	0.997	-.0183709 .0182991
y9		0	(omitted)			
y10		0	(omitted)			
_cons		-.0249115	.0471326	-0.53	0.597	-.1173032 .0674802

Phân vị 50

```
. greg fdebtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum*
y*,quantile(50) vce(robust)
```

```
Median regression                                Number of obs =      8,272
Raw sum of deviations 1153.06 (about .32439849)
Min sum of deviations 982.9209                        Pseudo R2      =      0.1476
```

		Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]

fdebtmat						
size		.0512976	.0033379	15.37	0.000	.0447546 .0578407
assetmat		.0006894	.0001858	3.71	0.000	.0003251 .0010536
lev		.1777502	.0307729	5.78	0.000	.1174274 .2380729
efftax		-.0939225	.0296582	-3.17	0.002	-.1520601 -.0357849
grow2		-.0007867	.0008226	-0.96	0.339	-.0023992 .0008258
liquid		.0221375	.004121	5.37	0.000	.0140593 .0302156

turnover		-.119447	.002648	-45.11	0.000	-.1246376	-.1142563
term		-.0108433	.0076358	-1.42	0.156	-.0258114	.0041247
gic_dum1		0	(omitted)				
gic_dum2		-.1769695	.0240542	-7.36	0.000	-.2241217	-.1298173
gic_dum3		-.2639002	.0218669	-12.07	0.000	-.3067648	-.2210355
gic_dum4		-.0202887	.0234705	-0.86	0.387	-.0662967	.0257193
gic_dum5		-.1752643	.0349984	-5.01	0.000	-.2438699	-.1066587
gic_dum6		-.2410485	.022751	-10.60	0.000	-.2856462	-.1964507
gic_dum7		-.2312896	.0303592	-7.62	0.000	-.2908013	-.1717778
gic_dum8		-.2838222	.0232751	-12.19	0.000	-.3294472	-.2381972
gic_dum9		0	(omitted)				
ctry_dum1		.0482959	.0238049	2.03	0.043	.0016323	.0949595
ctry_dum2		.0850568	.0138738	6.13	0.000	.0578606	.1122529
ctry_dum3		.1547048	.0263643	5.87	0.000	.1030242	.2063855
ctry_dum4		.0767192	.0136169	5.63	0.000	.0500266	.1034119
ctry_dum5		0	(omitted)				
y1		-.0163405	.0193143	-0.85	0.398	-.0542013	.0215204
y2		.0076611	.0258386	0.30	0.767	-.0429892	.0583113
y3		.0173338	.0227917	0.76	0.447	-.0273435	.0620112
y4		-.0258033	.0200309	-1.29	0.198	-.0650689	.0134622
y5		-.0456362	.0215148	-2.12	0.034	-.0878107	-.0034618
y6		-.0412352	.0187937	-2.19	0.028	-.0780755	-.0043949
y7		-.0356721	.0186979	-1.91	0.056	-.0723247	.0009805
y8		-.0182429	.0187903	-0.97	0.332	-.0550766	.0185908
y9		0	(omitted)				
y10		0	(omitted)				
_cons		-.3625596	.0700479	-5.18	0.000	-.499871	-.2252482

Phân vị 75

```
. greg fdebtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum*
y*,quantile(75) vce(robust)
.75 Quantile regression                                Number of obs =      8,272
    Raw sum of deviations 910.7964 (about .65123451)
    Min sum of deviations 792.8394                      Pseudo R2      =      0.1295
```

fdebtmat		Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]

size		.0345068	.0026065	13.24	0.000	.0293975 .0396161
assetmat		.0004861	.0002076	2.34	0.019	.0000792 .0008931
lev		.0867837	.0279781	3.10	0.002	.0319395 .1416279
efftax		-.0712306	.0239065	-2.98	0.003	-.1180934 -.0243679
grow2		-.0020059	.001014	-1.98	0.048	-.0039937 -.0000182
liquid		.0280458	.0025793	10.87	0.000	.0229896 .033102
turnover		-.1240848	.0085749	-14.47	0.000	-.1408938 -.1072759
term		-.0055577	.0090852	-0.61	0.541	-.023367 .0122515
gic_dum1		0	(omitted)			
gic_dum2		-.0645818	.0159957	-4.04	0.000	-.0959373 -.0332262
gic_dum3		-.1789138	.0187383	-9.55	0.000	-.2156455 -.142182
gic_dum4		.0300256	.0118491	2.53	0.011	.0067984 .0532527
gic_dum5		-.0380399	.0204605	-1.86	0.063	-.0781476 .0020677
gic_dum6		-.1085492	.0158944	-6.83	0.000	-.1397062 -.0773922
gic_dum7		-.128088	.0265123	-4.83	0.000	-.1800589 -.0761172
gic_dum8		-.2127379	.0168302	-12.64	0.000	-.2457293 -.1797465
gic_dum9		0	(omitted)			
ctry_dum1		.0580845	.0219626	2.64	0.008	.0150323 .1011367
ctry_dum2		.0582484	.0175405	3.32	0.001	.0238646 .0926323
ctry_dum3		.1404603	.0228989	6.13	0.000	.0955727 .1853479
ctry_dum4		.0748831	.018185	4.12	0.000	.039236 .1105302
ctry_dum5		0	(omitted)			
y1		-.0005424	.0206471	-0.03	0.979	-.0410159 .039931
y2		.02988	.016979	1.76	0.078	-.0034032 .0631632
y3		.0057443	.0194948	0.29	0.768	-.0324703 .0439589
y4		-.0242842	.0212849	-1.14	0.254	-.066008 .0174396
y5		-.0153426	.0204144	-0.75	0.452	-.05536 .0246748
y6		-.0172225	.0194723	-0.88	0.376	-.055393 .020948
y7		-.0218057	.0169506	-1.29	0.198	-.0550333 .0114218
y8		-.0103888	.0193085	-0.54	0.591	-.0482383 .0274608
y9		0	(omitted)			
y10		0	(omitted)			
_cons		.0945937	.0575042	1.64	0.100	-.018129 .2073164

Phân vị 90

```
. qreg fdebtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum*
y*, quantile(90) vce(robust)
. 9 Quantile regression                                Number of obs =      8,272
Raw sum of deviations 452.5601 (about .83521789)
Min sum of deviations 413.5319                        Pseudo R2      =      0.0862
```

		Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
fdebtmat							
size		.0287321	.0021112	13.61	0.000	.0245936	.0328705
assetmat		.000592	.0001441	4.11	0.000	.0003096	.0008745
lev		-.0116026	.0224883	-0.52	0.606	-.0556853	.0324801
efftax		-.0686946	.0215534	-3.19	0.001	-.1109448	-.0264445
grow2		-.0021897	.0008227	-2.66	0.008	-.0038025	-.0005769
liquid		.0204239	.0013906	14.69	0.000	.0176979	.0231498
turnover		-.0878699	.0074053	-11.87	0.000	-.1023862	-.0733537
term		-.0035932	.0065946	-0.54	0.586	-.0165203	.0093339
gic_dum1		0	(omitted)				
gic_dum2		-.0430141	.0212958	-2.02	0.043	-.0847591	-.001269
gic_dum3		-.0934162	.0233098	-4.01	0.000	-.1391092	-.0477232
gic_dum4		.0646178	.0321407	2.01	0.044	.0016138	.1276217
gic_dum5		-.0369894	.0245849	-1.50	0.132	-.085182	.0112033
gic_dum6		-.0689057	.0208676	-3.30	0.001	-.1098114	-.028
gic_dum7		-.0880625	.0243125	-3.62	0.000	-.1357212	-.0404038
gic_dum8		-.1688705	.023716	-7.12	0.000	-.2153598	-.1223813
gic_dum9		0	(omitted)				
ctry_dum1		.0173961	.0175911	0.99	0.323	-.0170869	.0518791
ctry_dum2		.0103481	.0152281	0.68	0.497	-.0195029	.040199
ctry_dum3		.04007	.01758	2.28	0.023	.0056088	.0745312
ctry_dum4		.0157507	.0152421	1.03	0.301	-.0141276	.0456289
ctry_dum5		0	(omitted)				
y1		.001314	.0170599	0.08	0.939	-.0321277	.0347557
y2		.0338318	.0170905	1.98	0.048	.00033	.0673335
y3		.0150471	.0189308	0.79	0.427	-.022062	.0521562
y4		-.0288762	.0163161	-1.77	0.077	-.0608598	.0031074
y5		-.0134799	.0116228	-1.16	0.246	-.0362634	.0093036
y6		-.0109533	.0116966	-0.94	0.349	-.0338816	.011975
y7		-.014076	.0140341	-1.00	0.316	-.0415864	.0134344
y8		.0008986	.0104733	0.09	0.932	-.0196316	.0214289
y9		0	(omitted)				
y10		0	(omitted)				
_cons		.3722889	.0489658	7.60	0.000	.2763036	.4682742

Bảng 5.4 – Hồi quy phân vị ở các phân vị 10, 25, 50, 75, 90
Phân vị 10

```
. qreg fdebtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum* y*
if large==1, quantile(10) vce(robust)
. 1 Quantile regression                                Number of obs =      4,260
Raw sum of deviations 181.5295 (about 0)
Min sum of deviations 170.8793                        Pseudo R2      =      0.0587
```

		Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
fdebtmat							
size		.0502949	.003542	14.20	0.000	.0433508	.057239
assetmat		.0002431	.0001091	2.23	0.026	.0000293	.000457
lev		.2315375	.0158636	14.60	0.000	.2004366	.2626384
efftax		-.0080438	.0117366	-0.69	0.493	-.0310537	.0149661
grow2		.0008432	.0002749	3.07	0.002	.0003043	.001382
liquid		-.0035211	.0003763	-9.36	0.000	-.0042589	-.0027834
turnover		-.0609817	.0039619	-15.39	0.000	-.0687492	-.0532142
term		.0108675	.0034335	3.17	0.002	.004136	.0175989
gic_dum1		0	(omitted)				
gic_dum2		-.1514211	.0977198	-1.55	0.121	-.3430031	.040161
gic_dum3		-.1693931	.0975072	-1.74	0.082	-.3605583	.0217721
gic_dum4		-.0787453	.0979261	-0.80	0.421	-.2707318	.1132413

gic_dum5		-.1108793	.0976893	-1.14	0.256	-.3024017	.0806431
gic_dum6		-.1542774	.0975098	-1.58	0.114	-.3454478	.036893
gic_dum7		-.2009471	.0972428	-2.07	0.039	-.3915939	-.0103003
gic_dum8		-.1791049	.097309	-1.84	0.066	-.3698816	.0116717
gic_dum9		0	(omitted)				
ctry_dum1		.0149633	.0100715	1.49	0.137	-.004782	.0347087
ctry_dum2		.028916	.0053582	5.40	0.000	.0184111	.0394208
ctry_dum3		.0004736	.0084451	0.06	0.955	-.0160831	.0170303
ctry_dum4		.0042049	.0051265	0.82	0.412	-.0058458	.0142557
ctry_dum5		0	(omitted)				
y1		.0452401	.0050703	8.92	0.000	.0352997	.0551805
y2		.0521739	.0085013	6.14	0.000	.0355069	.0688409
y3		.0201497	.0074247	2.71	0.007	.0055933	.034706
y4		.0176674	.0079616	2.22	0.027	.0020585	.0332763
y5		.0393549	.0073868	5.33	0.000	.0248729	.0538369
y6		.0231979	.006483	3.58	0.000	.0104877	.035908
y7		.0103357	.0064639	1.60	0.110	-.0023369	.0230083
y8		.0052877	.00681	0.78	0.438	-.0080635	.0186389
y9		0	(omitted)				
y10		0	(omitted)				
_cons		-.8050213	.1225968	-6.57	0.000	-1.045375	-.5646673

Phân vị 25

```
. qreg fdebtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum* y*
if large==1,quantile(25) vce(robust)
.25 Quantile regression                                Number of obs =          4,260
Raw sum of deviations 425.9155 (about .11028719)
Min sum of deviations 355.8558                        Pseudo R2      =          0.1645
```

fdebtmat		Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	

size		.0841344	.0046484	18.10	0.000	.075021	.0932477
assetmat		.0001993	.000348	0.57	0.567	-.000483	.0008817
lev		.315905	.0223498	14.13	0.000	.2720876	.3597224
efftax		.0095844	.029961	0.32	0.749	-.0491548	.0683236
grow2		.0009825	.0008375	1.17	0.241	-.0006594	.0026245
liquid		-.0040714	.0038412	-1.06	0.289	-.0116021	.0034592
turnover		-.1142701	.0056464	-20.24	0.000	-.1253401	-.1032002
term		.0095841	.0081626	1.17	0.240	-.0064189	.025587
gic_dum1		0	(omitted)				
gic_dum2		-.1364046	.035464	-3.85	0.000	-.2059327	-.0668765
gic_dum3		-.1956457	.0330665	-5.92	0.000	-.2604734	-.130818
gic_dum4		-.0703851	.0373836	-1.88	0.060	-.1436765	.0029063
gic_dum5		-.1663274	.0352967	-4.71	0.000	-.2355274	-.0971273
gic_dum6		-.1893115	.031843	-5.95	0.000	-.2517404	-.1268826
gic_dum7		-.2587401	.0324446	-7.97	0.000	-.3223485	-.1951318
gic_dum8		-.2340152	.0321645	-7.28	0.000	-.2970746	-.1709559
gic_dum9		0	(omitted)				
ctry_dum1		.0268165	.0177171	1.51	0.130	-.0079183	.0615512
ctry_dum2		.0201142	.0136544	1.47	0.141	-.0066555	.0468839
ctry_dum3		-.0016889	.0223097	-0.08	0.940	-.0454276	.0420498
ctry_dum4		-.0044769	.0124781	-0.36	0.720	-.0289406	.0199868
ctry_dum5		0	(omitted)				
y1		.0387116	.0208579	1.86	0.064	-.0021809	.0796041
y2		.0659547	.0185709	3.55	0.000	.0295461	.1023634
y3		.0169316	.0204762	0.83	0.408	-.0232125	.0570757
y4		.0008589	.0138077	0.06	0.950	-.0262114	.0279293
y5		.0172079	.0166982	1.03	0.303	-.0155294	.0499452
y6		.0083265	.0201881	0.41	0.680	-.0312528	.0479058
y7		-.0178643	.0166258	-1.07	0.283	-.0504595	.0147309
y8		-.0002773	.0155911	-0.02	0.986	-.0308441	.0302895
y9		0	(omitted)				
y10		0	(omitted)				
cons		-1.266764	.1045177	-12.12	0.000	-1.471673	-1.061854

Phân vị 50

```
. qreg fdebtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum* y*
if large==1,quantile(50) vce(robust)
```

Median regression
 Raw sum of deviations 599.2838 (about .41884008)
 Min sum of deviations 483.032
 Number of obs = 4,260
 Pseudo R2 = 0.1940

		Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
fdebtmat							
size		.079423	.0041264	19.25	0.000	.071333	.087513
assetmat		.0001969	.0002859	0.69	0.491	-.0003637	.0007575
lev		.249514	.0396379	6.29	0.000	.1718029	.327225
efftax		-.0348084	.0295919	-1.18	0.240	-.092824	.0232073
grow2		-.0005204	.0010968	-0.47	0.635	-.0026707	.0016299
liquid		.0208316	.0076821	2.71	0.007	.0057705	.0358926
turnover		-.1620205	.0052938	-30.61	0.000	-.1723992	-.1516419
term		-.0028111	.0096033	-0.29	0.770	-.0216386	.0160165
gic_dum1		0	(omitted)				
gic_dum2		-.0052771	.0329343	-0.16	0.873	-.0698456	.0592913
gic_dum3		-.114808	.0305682	-3.76	0.000	-.1747377	-.0548783
gic_dum4		.0276859	.0347655	0.80	0.426	-.0404727	.0958446
gic_dum5		-.1123545	.0451816	-2.49	0.013	-.2009342	-.0237748
gic_dum6		-.1264026	.0313008	-4.04	0.000	-.1877685	-.0650367
gic_dum7		-.2086868	.043501	-4.80	0.000	-.2939715	-.1234021
gic_dum8		-.2132815	.0311194	-6.85	0.000	-.2742918	-.1522711
gic_dum9		0	(omitted)				
ctry_dum1		.0444367	.028165	1.58	0.115	-.0107815	.0996549
ctry_dum2		.0190592	.0166895	1.14	0.254	-.0136611	.0517794
ctry_dum3		.092191	.0290406	3.17	0.002	.0352563	.1491258
ctry_dum4		.0431531	.0189625	2.28	0.023	.0059766	.0803296
ctry_dum5		0	(omitted)				
y1		.0007907	.025788	0.03	0.976	-.0497673	.0513487
y2		.0408146	.0285482	1.43	0.153	-.0151549	.0967841
y3		.0427351	.028422	1.50	0.133	-.012987	.0984572
y4		-.0393536	.024771	-1.59	0.112	-.0879178	.0092106
y5		-.029419	.0225256	-1.31	0.192	-.0735811	.014743
y6		-.0163929	.0231771	-0.71	0.479	-.0618322	.0290464
y7		-.0409632	.0235099	-1.74	0.082	-.087055	.0051286
y8		-.0186623	.022419	-0.83	0.405	-.0626154	.0252908
y9		0	(omitted)				
y10		0	(omitted)				
_cons		-.9930567	.0942975	-10.53	0.000	-1.177929	-.8081842

Phân vị 75

greg fdebtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum* y* if
 large==1,quantile(75) vce(robust)
 .75 Quantile regression
 Raw sum of deviations 449.5121 (about .70741111)
 Min sum of deviations 380.3331
 Number of obs = 4,260
 Pseudo R2 = 0.1539

		Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
fdebtmat							
size		.0483769	.0028017	17.27	0.000	.0428841	.0538697
assetmat		-.000023	.0001386	-0.17	0.868	-.0002948	.0002487
lev		.1211858	.0282892	4.28	0.000	.0657241	.1766475
efftax		-.0039116	.0257935	-0.15	0.879	-.0544804	.0466572
grow2		-.0012298	.0012632	-0.97	0.330	-.0037064	.0012468
liquid		.020908	.0045486	4.60	0.000	.0119904	.0298256
turnover		-.1446916	.0110629	-13.08	0.000	-.1663806	-.1230025
term		.001383	.0085049	0.16	0.871	-.015291	.018057
gic_dum1		0	(omitted)				
gic_dum2		.0094097	.0160583	0.59	0.558	-.022073	.0408925
gic_dum3		-.1039717	.0230897	-4.50	0.000	-.1492396	-.0587038
gic_dum4		.0175798	.0160188	1.10	0.273	-.0138255	.0489851
gic_dum5		-.0230907	.0305626	-0.76	0.450	-.0830094	.0368279
gic_dum6		-.0601769	.0121791	-4.94	0.000	-.0840543	-.0362994
gic_dum7		-.1581868	.0200979	-7.87	0.000	-.1975893	-.1187843
gic_dum8		-.171565	.0203803	-8.42	0.000	-.211521	-.1316089
gic_dum9		0	(omitted)				
ctry_dum1		.0623163	.031675	1.97	0.049	.0002167	.124416

ctry_dum2		-.0163614	.0300524	-0.54	0.586	-.0752798	.042557
ctry_dum3		.0640613	.0308002	2.08	0.038	.0036767	.1244458
ctry_dum4		.0233986	.0300328	0.78	0.436	-.0354814	.0822787
ctry_dum5		0	(omitted)				
y1		-.0070807	.0217686	-0.33	0.745	-.0497585	.0355971
y2		.0567173	.016909	3.35	0.001	.0235668	.0898679
y3		.0169393	.0203184	0.83	0.405	-.0228955	.056774
y4		-.0254433	.0174375	-1.46	0.145	-.0596299	.0087434
y5		-.0230842	.0173577	-1.33	0.184	-.0571144	.0109459
y6		.0002621	.0144213	0.02	0.985	-.0280111	.0285354
y7		-.0262729	.0174411	-1.51	0.132	-.0604666	.0079207
y8		-.0188906	.0144954	-1.30	0.193	-.0473092	.009528
y9		0	(omitted)				
y10		0	(omitted)				
_cons		-.1755759	.0696157	-2.52	0.012	-.3120592	-.0390926

Phân vị 90

```
qreg fdebtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum* y* if
large==1,quantile(90) vce(robust)
```

		Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
size		.0483769	.0028017	17.27	0.000	.0428841 .0538697
assetmat		-.000023	.0001386	-0.17	0.868	-.0002948 .0002487
lev		.1211858	.0282892	4.28	0.000	.0657241 .1766475
efftax		-.0039116	.0257935	-0.15	0.879	-.0544804 .0466572
grow2		-.0012298	.0012632	-0.97	0.330	-.0037064 .0012468
liquid		.020908	.0045486	4.60	0.000	.0119904 .0298256
turnover		-.1446916	.0110629	-13.08	0.000	-.1663806 -.1230025
term		.001383	.0085049	0.16	0.871	-.015291 .018057
gic_dum1		0	(omitted)			
gic_dum2		.0094097	.0160583	0.59	0.558	-.022073 .0408925
gic_dum3		-.1039717	.0230897	-4.50	0.000	-.1492396 -.0587038
gic_dum4		.0175798	.0160188	1.10	0.273	-.0138255 .0489851
gic_dum5		-.0230907	.0305626	-0.76	0.450	-.0830094 .0368279
gic_dum6		-.0601769	.0121791	-4.94	0.000	-.0840543 -.0362994
gic_dum7		-.1581868	.0200979	-7.87	0.000	-.1975893 -.1187843
gic_dum8		-.171565	.0203803	-8.42	0.000	-.211521 -.1316089
gic_dum9		0	(omitted)			
ctry_dum1		.0623163	.031675	1.97	0.049	.0002167 .124416
ctry_dum2		-.0163614	.0300524	-0.54	0.586	-.0752798 .042557
ctry_dum3		.0640613	.0308002	2.08	0.038	.0036767 .1244458
ctry_dum4		.0233986	.0300328	0.78	0.436	-.0354814 .0822787
ctry_dum5		0	(omitted)			
y1		-.0070807	.0217686	-0.33	0.745	-.0497585 .0355971
y2		.0567173	.016909	3.35	0.001	.0235668 .0898679
y3		.0169393	.0203184	0.83	0.405	-.0228955 .056774
y4		-.0254433	.0174375	-1.46	0.145	-.0596299 .0087434
y5		-.0230842	.0173577	-1.33	0.184	-.0571144 .0109459
y6		.0002621	.0144213	0.02	0.985	-.0280111 .0285354
y7		-.0262729	.0174411	-1.51	0.132	-.0604666 .0079207
y8		-.0188906	.0144954	-1.30	0.193	-.0473092 .009528
y9		0	(omitted)			
y10		0	(omitted)			
_cons		-.1755759	.0696157	-2.52	0.012	-.3120592 -.0390926

Bảng 5.5. Hồi quy phân vị ở các phân vị 10, 25, 50, 75, 90

Phân vị 10

```
qreg fdebtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum* y* if
large==0,quantile(10) vce(robust)
```

```
.1 Quantile regression                                Number of obs =      4,012
    Raw sum of deviations 126.3107 (about 0)
    Min sum of deviations 125.8662                    Pseudo R2      =      0.0035
```

		Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
size		-.0000314	.0002567	-0.12	0.903	-.0005348 .0004719

assetmat		1.30e-07	.0000126	0.01	0.992	-.0000245	.0000248
lev		.0031761	.0028162	1.13	0.259	-.0023453	.0086975
efftax		-.0007692	.0020295	-0.38	0.705	-.0047482	.0032099
grow2		-2.36e-06	.000033	-0.07	0.943	-.0000671	.0000623
liquid		-.0001557	.0002541	-0.61	0.540	-.0006538	.0003425
turnover		-.0005193	.000611	-0.85	0.395	-.0017173	.0006787
term		-.0001812	.0002694	-0.67	0.501	-.0007094	.0003471
gic_dum1		0	(omitted)				
gic_dum2		-.2305023	.1082706	-2.13	0.033	-.4427732	-.0182314
gic_dum3		-.23039	.108273	-2.13	0.033	-.4426657	-.0181143
gic_dum4		-.2283466	.1088399	-2.10	0.036	-.4417337	-.0149595
gic_dum5		-.2297287	.10828	-2.12	0.034	-.442018	-.0174393
gic_dum6		-.2300057	.1082735	-2.12	0.034	-.4422824	-.017729
gic_dum7		-.2303249	.1082766	-2.13	0.033	-.4426077	-.0180421
gic_dum8		-.2302167	.1082728	-2.13	0.034	-.4424921	-.0179414
gic_dum9		0	(omitted)				
ctry_dum1		.0004474	.0010007	0.45	0.655	-.0015147	.0024094
ctry_dum2		.0075174	.0037946	1.98	0.048	.0000779	.0149569
ctry_dum3		.0000287	.0009169	0.03	0.975	-.0017689	.0018264
ctry_dum4		.0008743	.000789	1.11	0.268	-.0006725	.0024211
ctry_dum5		0	(omitted)				
y1		-.0001835	.0010702	-0.17	0.864	-.0022817	.0019146
y2		-.0001803	.0009738	-0.19	0.853	-.0020895	.0017289
y3		-.0001655	.0006086	-0.27	0.786	-.0013586	.0010277
y4		-.0001582	.0009565	-0.17	0.869	-.0020334	.001717
y5		-.0008067	.0010222	-0.79	0.430	-.0028108	.0011973
y6		-.0003838	.0007119	-0.54	0.590	-.0017795	.0010119
y7		-.0001963	.0006709	-0.29	0.770	-.0015116	.0011191
y8		.0000203	.0008601	0.02	0.981	-.0016659	.0017065
y9		0	(omitted)				
y10		0	(omitted)				
_cons		.2314755	.1083653	2.14	0.033	.019019	.4439321

Phân vị 25

```

qreg fdebtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum* y* if
large==0,quantile(25) vce(robust)
.25 Quantile regression                               Number of obs =          4,012
    Raw sum of deviations 313.8539 (about .01665707)
    Min sum of deviations 298.6636                     Pseudo R2      =          0.0484

```

		Robust				
fdebtmat	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	-.0011281	.0019906	-0.57	0.571	-.0050308	.0027746
assetmat	.0000914	.0001737	0.53	0.599	-.0002492	.000432
lev	.0773679	.015547	4.98	0.000	.0468872	.1078487
efftax	-.046869	.0140379	-3.34	0.001	-.0743911	-.0193468
grow2	-.0002176	.0003416	-0.64	0.524	-.0008873	.000452
liquid	.0001383	.0020499	0.07	0.946	-.0038806	.0041573
turnover	-.0168367	.0038444	-4.38	0.000	-.0243738	-.0092995
term	-.0039294	.0035705	-1.10	0.271	-.0109295	.0030707
gic_dum1	0	(omitted)				
gic_dum2	-.3719914	.0213648	-17.41	0.000	-.4138783	-.3301046
gic_dum3	-.3687424	.021958	-16.79	0.000	-.4117924	-.3256923
gic_dum4	-.245656	.0434904	-5.65	0.000	-.3309216	-.1603905
gic_dum5	-.3536237	.0298153	-11.86	0.000	-.4120785	-.295169
gic_dum6	-.364246	.0220673	-16.51	0.000	-.4075102	-.3209818
gic_dum7	-.3641951	.0268949	-13.54	0.000	-.4169241	-.311466
gic_dum8	-.3739412	.0212801	-17.57	0.000	-.4156621	-.3322204
gic_dum9	0	(omitted)				
ctry_dum1	.0114	.0086296	1.32	0.187	-.0055188	.0283188
ctry_dum2	.1174213	.0120552	9.74	0.000	.0937863	.1410563
ctry_dum3	.0092679	.0153122	0.61	0.545	-.0207525	.0392884
ctry_dum4	.023795	.0056931	4.18	0.000	.0126334	.0349566
ctry_dum5	0	(omitted)				
y1	-.0093075	.0076824	-1.21	0.226	-.0243692	.0057543
y2	-.005585	.0127036	-0.44	0.660	-.0304912	.0193211
y3	-.0024082	.005965	-0.40	0.686	-.0141029	.0092865
y4	-.0053139	.008182	-0.65	0.516	-.0213552	.0107274
y5	-.017331	.0120855	-1.43	0.152	-.0410253	.0063634
y6	-.0093455	.0054347	-1.72	0.086	-.0200006	.0013095

y7		-.004939	.0066029	-0.75	0.455	-.0178844	.0080064
y8		.0015689	.0065828	0.24	0.812	-.0113372	.0144749
y9		0	(omitted)				
y10		0	(omitted)				
_cons		.417645	.0392529	10.64	0.000	.3406875	.4946026

Phân vị 50

```
greg fdebtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum* y* if
large==0,quantile(50) vce(robust)
```

Median regression

Raw sum of deviations 522.491 (about .22951628)

Min sum of deviations 466.151

Number of obs = 4,012

Pseudo R2 = 0.1078

fdebtmat	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	.0065666	.0078695	0.83	0.404	-.0088619	.0219952
assetmat	.0011373	.0004936	2.30	0.021	.0001695	.0021051
lev	.1144694	.0402907	2.84	0.005	.035477	.1934618
efftax	-.1368263	.0318035	-4.30	0.000	-.199179	-.0744736
grow2	-.000456	.0007153	-0.64	0.524	-.0018584	.0009465
liquid	.0144926	.0055295	2.62	0.009	.0036517	.0253334
turnover	-.0559569	.0056854	-9.84	0.000	-.0671035	-.0448103
term	-.0192872	.0105548	-1.83	0.068	-.0399805	.0014062
gic_dum1	0	(omitted)				
gic_dum2	-.38095	.1429306	-2.67	0.008	-.661174	-.100726
gic_dum3	-.4284468	.1427713	-3.00	0.003	-.7083584	-.1485351
gic_dum4	-.0946189	.145287	-0.65	0.515	-.3794628	.190225
gic_dum5	-.2121757	.1502878	-1.41	0.158	-.5068238	.0824724
gic_dum6	-.3893312	.1425563	-2.73	0.006	-.6688213	-.1098411
gic_dum7	-.3292882	.1456412	-2.26	0.024	-.6148263	-.04375
gic_dum8	-.4056919	.1428392	-2.84	0.005	-.6857366	-.1256472
gic_dum9	0	(omitted)				
ctry_dum1	.0042732	.0412724	0.10	0.918	-.0766439	.0851902
ctry_dum2	.2154124	.0188997	11.40	0.000	.1783584	.2524665
ctry_dum3	.1786017	.063934	2.79	0.005	.0532553	.3039482
ctry_dum4	.1385276	.0171337	8.09	0.000	.1049359	.1721192
ctry_dum5	0	(omitted)				
y1	-.0542019	.0310421	-1.75	0.081	-.1150618	.006658
y2	-.0602753	.0354928	-1.70	0.090	-.1298612	.0093105
y3	-.0462813	.025668	-1.80	0.071	-.0966049	.0040424
y4	-.0293763	.0301189	-0.98	0.329	-.0884261	.0296736
y5	-.0531839	.0334084	-1.59	0.111	-.118683	.0123152
y6	-.0558797	.0255393	-2.19	0.029	-.1059511	-.0058083
y7	-.02828	.0223525	-1.27	0.206	-.0721034	.0155435
y8	.0006685	.0262596	0.03	0.980	-.050815	.052152
y9	0	(omitted)				
y10	0	(omitted)				
_cons	.4719035	.1956159	2.41	0.016	.0883869	.85542

Phân vị 75

```
greg fdebtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum* y* if
large==0,quantile(75) vce(robust)
```

.75 Quantile regression

Raw sum of deviations 445.678 (about .57156557)

Min sum of deviations 398.5751

Number of obs = 4,012

Pseudo R2 = 0.1057

fdebtmat	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	.0134924	.0111534	1.21	0.226	-.0083746	.0353594
assetmat	.0020439	.0006699	3.05	0.002	.0007305	.0033574
lev	-.0136199	.0466231	-0.29	0.770	-.1050272	.0777874
efftax	-.1886094	.0394333	-4.78	0.000	-.2659208	-.111298
grow2	-.001255	.0010118	-1.24	0.215	-.0032387	.0007288
liquid	.0200051	.0020874	9.58	0.000	.0159125	.0240976
turnover	-.0938825	.0129975	-7.22	0.000	-.1193649	-.0684
term	-.0310029	.0183085	-1.69	0.090	-.0668977	.0048919
gic_dum1	0	(omitted)				

gic_dum2		-.23309	.06778	-3.44	0.001	-.3659768	-.1002032
gic_dum3		-.3567735	.0690915	-5.16	0.000	-.4922315	-.2213154
gic_dum4		.114049	.0855284	1.33	0.182	-.0536345	.2817324
gic_dum5		-.1494524	.0672585	-2.22	0.026	-.2813167	-.017588
gic_dum6		-.2588954	.0677748	-3.82	0.000	-.391772	-.1260188
gic_dum7		-.2260757	.0693508	-3.26	0.001	-.3620421	-.0901094
gic_dum8		-.333449	.0666721	-5.00	0.000	-.4641636	-.2027343
gic_dum9		0	(omitted)				
ctry_dum1		.0118095	.0503358	0.23	0.815	-.0868769	.1104959
ctry_dum2		.1406817	.0253969	5.54	0.000	.0908895	.1904738
ctry_dum3		.1720721	.0642369	2.68	0.007	.0461318	.2980123
ctry_dum4		.117255	.0253587	4.62	0.000	.0675378	.1669723
ctry_dum5		0	(omitted)				
y1		-.0271939	.0414428	-0.66	0.512	-.108445	.0540572
y2		-.0300997	.0429591	-0.70	0.484	-.1143235	.0541242
y3		.0185992	.0411886	0.45	0.652	-.0621535	.0993519
y4		-.0542075	.02786	-1.95	0.052	-.1088288	.0004138
y5		-.0602485	.0410402	-1.47	0.142	-.1407102	.0202132
y6		-.0525913	.0281793	-1.87	0.062	-.1078385	.0026559
y7		-.0459563	.0234204	-1.96	0.050	-.0918735	-.0000392
y8		.0015005	.0295312	0.05	0.959	-.0563972	.0593981
y9		0	(omitted)				
y10		0	(omitted)				
_cons		.6168677	.2043286	3.02	0.003	.2162692	1.017466

Phân vị 90

```
qreg fdebtmat size assetmat lev efftax grow2 liquid turnover term gic_dum* ctry_dum* y* if
large==0,quantile(90) vce(robust)
```

```
.9 Quantile regression                                Number of obs =      4,012
    Raw sum of deviations 228.2023 (about .77896714)
    Min sum of deviations 211.2869                      Pseudo R2      =      0.0741
```

		Robust				
fdebtmat	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	.0041951	.0092253	0.45	0.649	-.0138916	.0222818
assetmat	.0015811	.0001878	8.42	0.000	.0012128	.0019494
lev	-.1011743	.0414107	-2.44	0.015	-.1823625	-.0199862
efftax	-.1460592	.0315622	-4.63	0.000	-.2079387	-.0841796
grow2	-.0040938	.0007797	-5.25	0.000	-.0056224	-.0025652
liquid	.0135977	.0014449	9.41	0.000	.010765	.0164305
turnover	-.0850618	.0116078	-7.33	0.000	-.1078196	-.062304
term	-.0220172	.0120232	-1.83	0.067	-.0455894	.0015551
gic_dum1	0	(omitted)				
gic_dum2	-.1785537	.0326466	-5.47	0.000	-.2425592	-.1145481
gic_dum3	-.2445552	.0472783	-5.17	0.000	-.337247	-.1518633
gic_dum4	.1737358	.037627	4.62	0.000	.0999658	.2475057
gic_dum5	-.140639	.0348985	-4.03	0.000	-.2090595	-.0722185
gic_dum6	-.1972452	.0323803	-6.09	0.000	-.2607288	-.1337616
gic_dum7	-.1921337	.0353272	-5.44	0.000	-.2613947	-.1228727
gic_dum8	-.2926026	.0383411	-7.63	0.000	-.3677725	-.2174326
gic_dum9	0	(omitted)				
ctry_dum1	.0292219	.0316524	0.92	0.356	-.0328345	.0912782
ctry_dum2	.0515217	.020886	2.47	0.014	.0105734	.09247
ctry_dum3	.0994167	.0520492	1.91	0.056	-.0026287	.2014622
ctry_dum4	.0315355	.0209857	1.50	0.133	-.0096081	.0726791
ctry_dum5	0	(omitted)				
y1	-.0191091	.0357005	-0.54	0.593	-.0891021	.050884
y2	-.0159252	.0371591	-0.43	0.668	-.0887778	.0569275
y3	.0166449	.0290959	0.57	0.567	-.0403994	.0736892
y4	-.0592691	.0290383	-2.04	0.041	-.1162005	-.0023378
y5	-.022846	.0221961	-1.03	0.303	-.0663628	.0206708
y6	-.0450362	.0246605	-1.83	0.068	-.0933845	.0033122
y7	-.0191526	.025558	-0.75	0.454	-.0692607	.0309555
y8	.0069793	.0271231	0.26	0.797	-.0461972	.0601557
y9	0	(omitted)				
y10	0	(omitted)				
_cons	.9631078	.1630734	5.91	0.000	.6433927	1.282823

Bảng 5.6 – 5.7 – 5.9: Oaxaca - Blinder

Blinder-Oaxaca decomposition

Number of obs = 8,272

```
1: large = 1
```

```
2: large = 0
```

		Robust				
	fdebtmat	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Differential						
Prediction_1		.4261255	.0048953	87.05	0.000	.4165308 .4357201
Prediction_2		.3148323	.004823	65.28	0.000	.3053794 .3242851
Difference		.1112932	.0068721	16.20	0.000	.0978242 .1247622
Explained						
size		.1641061	.0073181	22.42	0.000	.1497628 .1784494
assetmat		.0020629	.0009243	2.23	0.026	.0002513 .0038745
lev		.0036315	.0011349	3.20	0.001	.0014072 .0058558
efftax		-.0003322	.0002426	-1.37	0.171	-.0008077 .0001432
grow2		.0000204	.0000549	0.37	0.710	-.0000871 .0001279
liquid		-.0042942	.0012007	-3.58	0.000	-.0066475 -.0019409
turnover		.0153317	.0019501	7.86	0.000	.0115095 .0191539
term		-.0001861	.0001981	-0.94	0.348	-.0005745 .0002022
Total		.18034	.0074085	24.34	0.000	.1658195 .1948604
Unexplained						
size		.8653685	.1242152	6.97	0.000	.6219112 1.108826
assetmat		-.0014038	.0050937	-0.28	0.783	-.0113873 .0085796
lev		.0487015	.0104991	4.64	0.000	.0281235 .0692795
efftax		.0270333	.0075098	3.60	0.000	.0123144 .0417523
grow2		.0000095	.001108	0.09	0.932	-.0020767 .0022667
liquid		-.0065621	.0098965	-0.66	0.507	-.0259588 .0128347
turnover		-.0475279	.0140247	-3.39	0.001	-.0750158 -.02004
term		.0303824	.0090293	3.36	0.001	.0126854 .0480795
_cons		-.9851337	.1266558	-7.78	0.000	-1.233375 -.7368928
Total		-.0690467	.0097164	-7.11	0.000	-.0880906 -.0500022

Bảng 5.8 – Oaxaca – Blinder (phần so sánh hệ số hồi quy 2 mẫu DN)

Model for group 1

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	4,260
Model	93.8608584	8	11.7326073	F(8, 4251)	=	146.28
Residual	340.967353	4,251	.08020874	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.2159
				Adj R-squared	=	0.2144
Total	434.828211	4,259	.102096316	Root MSE	=	.28321

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	.0764581	.0035217	21.71	0.000	.0695537	.0833625
assetmat	.0003282	.000189	1.74	0.083	-.0000423	.0006988
lev	.1698353	.0275986	6.15	0.000	.1157276	.223943
efftax	.0068153	.0252991	0.27	0.788	-.0427842	.0564148
grow2	-.0000156	.0009572	-0.02	0.987	-.0018922	.001861
liquid	.0061782	.0024803	2.49	0.013	.0013155	.0110409
turnover	-.1163979	.0059788	-19.47	0.000	-.1281196	-.1046763
term	.0086584	.005251	1.65	0.099	-.0016363	.0189532
_cons	-1.025856	.0702448	-14.60	0.000	-1.163573	-.8881397

Model for group 2

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	4,012
-----+				F(8, 4003)	=	38.08
Model	26.4744985	8	3.30931231	Prob > F	=	0.0000
Residual	347.890025	4,003	.086907326	R-squared	=	0.0707
-----+				Adj R-squared	=	0.0689

Total | 374.364523 4,011 .093334461 Root MSE = .2948

fdebtmat	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	.0272574	.0061619	4.42	0.000	.0151765	.0393382
assetmat	.000423	.0002854	1.48	0.138	-.0001366	.0009826
lev	-.0420074	.030199	-1.39	0.164	-.1012142	.0171994
efftax	-.1211428	.0282669	-4.29	0.000	-.1765617	-.065724
grow2	-.0001463	.0008881	-0.16	0.869	-.0018876	.0015949
liquid	.0095967	.0016815	5.71	0.000	.0063	.0128934
turnover	-.0717233	.0057085	-12.56	0.000	-.0829151	-.0605315
term	-.0173702	.0053943	-3.22	0.001	-.0279461	-.0067943
_cons	-.0407226	.105657	-0.39	0.700	-.2478691	.1664238

Bảng 5.11 – Hồi quy

```

. . xtabond2 roa l.roa debtmat lev size intang cashflow gic_dum* ctry_dum* y* if large==1 &
dmhigh==0, gmm(l.roa debtmat
> lev, lag(3 .)) iv(gic_dum* ctry_dum* y*) two small
Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed,
perm.
Warning: Two-step estimated covariance matrix of moments is singular.
Using a generalized inverse to calculate optimal weighting matrix for two-step
estimation.
Difference-in-Sargan/Hansen statistics may be negative.

```

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: id				Number of obs	=	1816
Time variable : time				Number of groups	=	582
Number of instruments = 117				Obs per group: min	=	1
F(30, 581) = 35.19				avg	=	3.12
Prob > F = 0.000				max	=	9

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Intervall]	
roa						
L1.	.3352007	.0433072	7.74	0.000	.2501429	.4202585
debtmat	.0190163	.0065922	2.88	0.004	.0060689	.0319638
lev	-.0917203	.0201318	-4.56	0.000	-.1312603	-.0521803
size	-.0313851	.0064784	-4.84	0.000	-.0441091	-.0186611
intang	.1600734	.0290493	5.51	0.000	.103019	.2171278
cashflow	7.64e-10	8.42e-11	9.07	0.000	5.98e-10	9.29e-10
gic_dum1	0	(omitted)				
gic_dum2	.0008562	.0155253	0.06	0.956	-.0296363	.0313487
gic_dum3	.0089511	.0147679	0.61	0.545	-.0200538	.0379561
gic_dum4	.0111365	.0149034	0.75	0.455	-.0181346	.0404076
gic_dum5	.0286872	.0150382	1.91	0.057	-.0008486	.0582231
gic_dum6	-.014765	.0168218	-0.88	0.380	-.0478041	.018274
gic_dum7	-.0186134	.0162482	-1.15	0.252	-.0505259	.013299
gic_dum8	.0063453	.0150486	0.42	0.673	-.0232109	.0359016
gic_dum9	0	(omitted)				
ctry_dum1	-.0115252	.0067495	-1.71	0.088	-.0247817	.0017312
ctry_dum2	.0047386	.0050007	0.95	0.344	-.005083	.0145602
ctry_dum3	0	(omitted)				
ctry_dum4	.0099695	.0058398	1.71	0.088	-.0015003	.0214392
ctry_dum5	-.0044102	.0075469	-0.58	0.559	-.0192327	.0104122
y1	0	(omitted)				
y2	.5213979	.1201763	4.34	0.000	.2853649	.7574309
y3	.5176126	.120211	4.31	0.000	.2815116	.7537136
y4	.5290731	.1211627	4.37	0.000	.2911029	.7670433
y5	.5234107	.1217932	4.30	0.000	.2842022	.7626193
y6	.5248758	.1222591	4.29	0.000	.2847521	.7649994
y7	.5255932	.1224583	4.29	0.000	.2850783	.7661081
y8	.5288364	.1228088	4.31	0.000	.2876332	.7700396
y9	.5257399	.1225946	4.29	0.000	.2849572	.7665226
y10	.5269069	.1229598	4.29	0.000	.285407	.7684068
_cons	0	(omitted)				

Warning: Uncorrected two-step standard errors are unreliable.

Instruments for first differences equation

Standard

D.(gic_dum1 gic_dum2 gic_dum3 gic_dum4 gic_dum5 gic_dum6 gic_dum7 gic_dum8
gic_dum9 ctry_dum1 ctry_dum2 ctry_dum3 ctry_dum4 ctry_dum5 y1 y2 y3 y4 y5
y6 y7 y8 y9 y10)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(3/9).(L.roa debtmat lev)

Instruments for levels equation

Standard

gic_dum1 gic_dum2 gic_dum3 gic_dum4 gic_dum5 gic_dum6 gic_dum7 gic_dum8
gic_dum9 ctry_dum1 ctry_dum2 ctry_dum3 ctry_dum4 ctry_dum5 y1 y2 y3 y4 y5
y6 y7 y8 y9 y10

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

DL2.(L.roa debtmat lev)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -1.84 Pr > z = 0.065
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.91 Pr > z = 0.365

Sargan test of overid. restrictions: chi2(86) = 101.41 Prob > chi2 = 0.123
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(86) = 92.27 Prob > chi2 = 0.302
(Robust, but weakened by many instruments.)

Bảng 5.12 – Hồi quy

```
. . xtabond2 roa l.roa debtmat lev size intang cashflow gic_dum* ctry_dum* y* if large==1 &
dmhigh==1,gmm(l.roa debtmat
```

```
> lev,lag(2 8)) iv(gic_dum* ctry_dum* y*) two small
```

Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed,
perm.

Warning: Two-step estimated covariance matrix of moments is singular.

Using a generalized inverse to calculate optimal weighting matrix for two-step
estimation.

Difference-in-Sargan/Hansen statistics may be negative.

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: id                      Number of obs   =    2552
Time variable : time                    Number of groups =    687
Number of instruments = 141              Obs per group: min =     1
F(30, 686) = 38.58                      avg =    3.71
Prob > F = 0.000                        max =     9
-----
```

	roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa							
l1.		.2443553	.0415811	5.88	0.000	.1627139	.3259967
debtmat		-.0064573	.0080688	-0.80	0.424	-.0222998	.0093853
lev		-.1269363	.0214114	-5.93	0.000	-.168976	-.0848966
size		-.023554	.0053221	-4.43	0.000	-.0340035	-.0131045
intang		.0412141	.0214301	1.92	0.055	-.0008624	.0832905
cashflow		5.12e-11	2.59e-11	1.98	0.049	3.05e-13	1.02e-10
gic_dum1		0	(omitted)				
gic_dum2		-.0394629	.0196682	-2.01	0.045	-.0780799	-.0008459
gic_dum3		-.0186377	.0192473	-0.97	0.333	-.0564285	.0191531
gic_dum4		-.0111006	.0171289	-0.65	0.517	-.044732	.0225308
gic_dum5		-.0247864	.0217813	-1.14	0.256	-.0675523	.0179795
gic_dum6		-.0396157	.0187294	-2.12	0.035	-.0763895	-.0028419
gic_dum7		-.0536347	.0215182	-2.49	0.013	-.0958842	-.0113853
gic_dum8		-.0302641	.019122	-1.58	0.114	-.0678088	.0072805
gic_dum9		0	(omitted)				
ctry_dum1		-.0089027	.0086411	-1.03	0.303	-.0258689	.0080636
ctry_dum2		-.0232739	.0088178	-2.64	0.008	-.0405869	-.0059608
ctry_dum3		0	(omitted)				
ctry_dum4		-.0035266	.0086158	-0.41	0.682	-.0204431	.0133899
ctry_dum5		-.014721	.0110236	-1.34	0.182	-.036365	.0069231
y1		0	(omitted)				
y2		.5633165	.1142635	4.93	0.000	.3389683	.7876646
y3		.5669252	.1145592	4.95	0.000	.3419965	.7918539

```

      y4 | .5776168 .1155617 5.00 0.000 .3507196 .804514
      y5 | .5688867 .1160849 4.90 0.000 .3409623 .796811
      y6 | .5714406 .1167907 4.89 0.000 .3421305 .8007506
      y7 | .5656316 .11662 4.85 0.000 .3366567 .7946066
      y8 | .5660502 .1168572 4.84 0.000 .3366095 .7954908
      y9 | .561511 .1167234 4.81 0.000 .3323331 .790689
      y10 | .5632522 .1169919 4.81 0.000 .3335469 .7929574
      _cons | 0 (omitted)
-----
Warning: Uncorrected two-step standard errors are unreliable.

Instruments for first differences equation
Standard
D.(gic_dum1 gic_dum2 gic_dum3 gic_dum4 gic_dum5 gic_dum6 gic_dum7 gic_dum8
gic_dum9 ctry_dum1 ctry_dum2 ctry_dum3 ctry_dum4 ctry_dum5 y1 y2 y3 y4 y5
y6 y7 y8 y9 y10)
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
L(2/8).(L.roa debtmat lev)
Instruments for levels equation
Standard
gic_dum1 gic_dum2 gic_dum3 gic_dum4 gic_dum5 gic_dum6 gic_dum7 gic_dum8
gic_dum9 ctry_dum1 ctry_dum2 ctry_dum3 ctry_dum4 ctry_dum5 y1 y2 y3 y4 y5
y6 y7 y8 y9 y10
_cons
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
DL.(L.roa debtmat lev)
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -3.67 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.16 Pr > z = 0.871
-----
Sargan test of overid. restrictions: chi2(110) = 338.26 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
Hansen test of overid. restrictions: chi2(110) = 128.20 Prob > chi2 = 0.113
(Robust, but weakened by many instruments.)

```

Bảng 5.13 – Hồi quy

```

. xtabond2 roa l.roa debtmat lev size intang cashflow gic_dum* ctry_dum* y* if large==0 &
dmhigh==0,gmm(l.roa debtmat
> lev,lag(2.)) iv(gic_dum* ctry_dum* y*) two small
Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed,
perm.
Warning: Two-step estimated covariance matrix of moments is singular.
Using a generalized inverse to calculate optimal weighting matrix for two-step
estimation.
Difference-in-Sargan/Hansen statistics may be negative.

```

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```

-----
Group variable: id                      Number of obs      =      2234
Time variable : time                    Number of groups   =       788
Number of instruments = 143              Obs per group: min =        1
F(30, 787)      =      15.04              avg      =      2.84
Prob > F        =      0.000              max      =        9
-----
      roa |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      roa |
      Ll. |   .0104267   .0309053     0.34   0.736   -.0502399   .0710933
      |
      debtmat |   .0082452   .0040165     2.05   0.040   .0003608   .0161295
      lev |  -.0125792   .0166086    -0.76   0.449  -.0451816   .0200232
      size |  -.072319   .0057094   -12.67   0.000  -.0835265  -.0611115
      intang |   .0941603   .0213224     4.42   0.000   .0523047   .1360159
      cashflow |  2.32e-08   6.19e-10    37.50   0.000   2.20e-08   2.44e-08
      gic_dum1 |           0 (omitted)
      gic_dum2 |  -.0081205   .0089191    -0.91   0.363  -.0256286   .0093876
      gic_dum3 |   .0014314   .008947     0.16   0.873  -.0161315   .0189942
      gic_dum4 |           0 (omitted)
      gic_dum5 |  -.0038377   .012442    -0.31   0.758  -.0282612   .0205858
      gic_dum6 |  -.0097245   .0086173    -1.13   0.259  -.0266402   .0071912
      gic_dum7 |  -.0275774   .0109442    -2.52   0.012  -.0490606  -.0060942
      gic_dum8 |  -.0043969   .0088407    -0.50   0.619  -.0217511   .0129572

```

```

      gic_dum9 | -.0183017   .0106119   -1.72   0.085   -.0391327   .0025293
      ctry_dum1 |   1.1864   .098727   12.02   0.000   .9926007   1.3802
      ctry_dum2 |  1.177951   .1004957   11.72   0.000   .9806793   1.375222
      ctry_dum3 |  1.164469   .1018139   11.44   0.000   .9646096   1.364327
      ctry_dum4 |  1.17632   .0990996   11.87   0.000   .981789   1.370851
      ctry_dum5 |  1.156916   .0964201   12.00   0.000   .9676449   1.346187
      y1 | 0 (omitted)
      y2 | -.0047685   .0037089   -1.29   0.199   -.012049   .002512
      y3 | .0018356   .0031575   0.58   0.561   -.0043625   .0080337
      y4 | .0025184   .0025321   0.99   0.320   -.0024522   .0074889
      y5 | .002992   .0022586   1.32   0.186   -.0014416   .0074255
      y6 | .0024876   .0018688   1.33   0.184   -.0011808   .006156
      y7 | .0015816   .0016154   0.98   0.328   -.0015893   .0047526
      y8 | .0003066   .0013084   0.23   0.815   -.0022618   .0028751
      y9 | .000954   .0010932   0.87   0.383   -.0011919   .0030998
      y10 | 0 (omitted)
      _cons | 0 (omitted)
-----
Warning: Uncorrected two-step standard errors are unreliable.

Instruments for first differences equation
Standard
      D.(gic_dum1 gic_dum2 gic_dum3 gic_dum4 gic_dum5 gic_dum6 gic_dum7 gic_dum8
      gic_dum9 ctry_dum1 ctry_dum2 ctry_dum3 ctry_dum4 ctry_dum5 y1 y2 y3 y4 y5
      y6 y7 y8 y9 y10)
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
      L(2/9).(L.roa debtmat lev)
Instruments for levels equation
Standard
      gic_dum1 gic_dum2 gic_dum3 gic_dum4 gic_dum5 gic_dum6 gic_dum7 gic_dum8
      gic_dum9 ctry_dum1 ctry_dum2 ctry_dum3 ctry_dum4 ctry_dum5 y1 y2 y3 y4 y5
      y6 y7 y8 y9 y10
      _cons
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
      DL.(L.roa debtmat lev)
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = 0.76 Pr > z = 0.449
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.55 Pr > z = 0.579
-----
Sargan test of overid. restrictions: chi2(112) = 301.52 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
Hansen test of overid. restrictions: chi2(112) = 117.82 Prob > chi2 = 0.335
(Robust, but weakened by many instruments.)

```

Bảng 5.14 – Hồi quy

```

. . xtabond2 roa l.roa debtmat lev size intang cashflow gic_dum* ctry_dum* y* if large==0 &
dmhigh==1,gmm(l.roa debtmat
> lev,lag(2.)) iv(gic_dum* ctry_dum* y*) two small
Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed,
perm.
Warning: Two-step estimated covariance matrix of moments is singular.
Using a generalized inverse to calculate optimal weighting matrix for two-step
estimation.
Difference-in-Sargan/Hansen statistics may be negative.

```

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```

-----
Group variable: id                               Number of obs   =    1670
Time variable : time                             Number of groups =    631
Number of instruments = 143                       Obs per group: min =     1
F(30, 630)    = 126.94                             avg =    2.65
Prob > F       = 0.000                             max =     9
-----
      roa |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      roa |
      L1. |   .0603907   .011159    5.41   0.000   .0384774   .0823041
      |
      debtmat | -.0118952   .0062465   -1.90   0.057   -.0241616   .0003713
      lev |   .0544145   .0218223    2.49   0.013   .0115613   .0972677
      size | -.0667784   .0046398  -14.39   0.000   -.0758897   -.0576671

```

intang		.0592108	.0173354	3.42	0.001	.0251687	.093253
cashflow		2.25e-08	1.05e-09	21.44	0.000	2.04e-08	2.45e-08
gic_dum1		0	(omitted)				
gic_dum2		.0430921	.0138059	3.12	0.002	.0159811	.0702032
gic_dum3		.0449841	.0143352	3.14	0.002	.0168335	.0731346
gic_dum4		0	(omitted)				
gic_dum5		.0402737	.0140074	2.88	0.004	.0127669	.0677805
gic_dum6		.0437486	.0135945	3.22	0.001	.0170525	.0704447
gic_dum7		.0362743	.0150591	2.41	0.016	.0067023	.0658463
gic_dum8		.0433797	.013716	3.16	0.002	.0164452	.0703142
gic_dum9		.0142863	.0225393	0.63	0.526	-.029975	.0585475
ctry_dum1		.0400015	.0140629	2.84	0.005	.0123856	.0676174
ctry_dum2		.0404469	.0126952	3.19	0.002	.0155169	.065377
ctry_dum3		0	(omitted)				
ctry_dum4		.0275976	.012663	2.18	0.030	.0027308	.0524644
ctry_dum5		.0141932	.0131889	1.08	0.282	-.0117064	.0400927
y1		0	(omitted)				
y2		1.0213	.0834724	12.24	0.000	.8573825	1.185218
y3		1.02521	.0837526	12.24	0.000	.860742	1.189678
y4		1.021321	.0841074	12.14	0.000	.8561564	1.186486
y5		1.022476	.0845967	12.09	0.000	.8563498	1.188601
y6		1.01411	.0845584	11.99	0.000	.8480594	1.18016
y7		1.016287	.0845086	12.03	0.000	.850334	1.182239
y8		1.014774	.084663	11.99	0.000	.8485186	1.18103
y9		1.022207	.0849829	12.03	0.000	.8553226	1.189091
y10		1.021074	.085163	11.99	0.000	.8538362	1.188312
_cons		0	(omitted)				

Warning: Uncorrected two-step standard errors are unreliable.

Instruments for first differences equation

Standard

D.(gic_dum1 gic_dum2 gic_dum3 gic_dum4 gic_dum5 gic_dum6 gic_dum7 gic_dum8
gic_dum9 ctry_dum1 ctry_dum2 ctry_dum3 ctry_dum4 ctry_dum5 y1 y2 y3 y4 y5
y6 y7 y8 y9 y10)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(2/9).(L.roa debtmat lev)

Instruments for levels equation

Standard

gic_dum1 gic_dum2 gic_dum3 gic_dum4 gic_dum5 gic_dum6 gic_dum7 gic_dum8
gic_dum9 ctry_dum1 ctry_dum2 ctry_dum3 ctry_dum4 ctry_dum5 y1 y2 y3 y4 y5
y6 y7 y8 y9 y10

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

DL.(L.roa debtmat lev)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.07 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.82 Pr > z = 0.410

Sargan test of overid. restrictions: chi2(112) = 74.07 Prob > chi2 = 0.998
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(112) = 85.88 Prob > chi2 = 0.968
(Robust, but weakened by many instruments.)

Bảng 5.15 – Hồi quy

```
. xtabond2 tobingq l.tobinq debtmat lev size intang cashflow gic_dum* ctry_dum* y* if
large==1 & dmhigh==0,gmm(l.tobinq
> debtmat lev,lag(1 .)) iv(gic_dum* ctry_dum* y*) two small
Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed,
perm.
```

Warning: Two-step estimated covariance matrix of moments is singular.

Using a generalized inverse to calculate optimal weighting matrix for two-step estimation.

Difference-in-Sargan/Hansen statistics may be negative.

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: id                      Number of obs      =      1716
Time variable : time                    Number of groups   =       550
Number of instruments = 170              Obs per group: min =        1
F(30, 549)      =      505.67              avg      =      3.12
```

Prob > F		=	0.000			max =		9
tobinq			Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tobinq								
L1.			.6843401	.0090834	75.34	0.000	.6664977	.7021825
debtmat			.100936	.0412264	2.45	0.015	.0199552	.1819168
lev			-.0829323	.1131012	-0.73	0.464	-.3050964	.1392317
size			-.165391	.0526303	-3.14	0.002	-.2687725	-.0620095
intang			-.0617266	.172749	-0.36	0.721	-.4010565	.2776033
cashflow			4.84e-09	9.73e-10	4.98	0.000	2.93e-09	6.75e-09
gic_dum1			0	(omitted)				
gic_dum2			3.521986	.9619142	3.66	0.000	1.632503	5.411469
gic_dum3			3.525561	.9568989	3.68	0.000	1.64593	5.405192
gic_dum4			3.366404	.9623091	3.50	0.001	1.476146	5.256663
gic_dum5			3.870161	.9652908	4.01	0.000	1.974045	5.766276
gic_dum6			3.53726	.9544934	3.71	0.000	1.662354	5.412166
gic_dum7			3.515973	.958902	3.67	0.000	1.632408	5.399539
gic_dum8			3.489906	.9580566	3.64	0.000	1.608	5.371811
gic_dum9			3.13968	.9740948	3.22	0.001	1.226271	5.053089
ctry_dum1			0	(omitted)				
ctry_dum2			-.0479564	.0493901	-0.97	0.332	-.144973	.0490602
ctry_dum3			-.0383484	.0702474	-0.55	0.585	-.176335	.0996381
ctry_dum4			.0856351	.0502326	1.70	0.089	-.0130366	.1843068
ctry_dum5			-.0573459	.0534944	-1.07	0.284	-.1624247	.0477329
y1			0	(omitted)				
y2			-.3968035	.0370036	-10.72	0.000	-.4694895	-.3241175
y3			-.0711271	.0315298	-2.26	0.024	-.1330608	-.0091933
y4			-.0304857	.0253828	-1.20	0.230	-.0803449	.0193735
y5			-.1594162	.0253259	-6.29	0.000	-.2091637	-.1096687
y6			-.0099642	.0212059	-0.47	0.639	-.0516189	.0316904
y7			-.0084009	.0213397	-0.39	0.694	-.0503184	.0335165
y8			-.0272094	.0184594	-1.47	0.141	-.0634692	.0090504
y9			-.0646416	.0188961	-3.42	0.001	-.1017592	-.027524
y10			0	(omitted)				
_cons			0	(omitted)				

Warning: Uncorrected two-step standard errors are unreliable.

Instruments for first differences equation

Standard

D.(gic_dum1 gic_dum2 gic_dum3 gic_dum4 gic_dum5 gic_dum6 gic_dum7 gic_dum8
gic_dum9 ctry_dum1 ctry_dum2 ctry_dum3 ctry_dum4 ctry_dum5 y1 y2 y3 y4 y5
y6 y7 y8 y9 y10)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/9).(L.tobinq debtmat lev)

Instruments for levels equation

Standard

gic_dum1 gic_dum2 gic_dum3 gic_dum4 gic_dum5 gic_dum6 gic_dum7 gic_dum8
gic_dum9 ctry_dum1 ctry_dum2 ctry_dum3 ctry_dum4 ctry_dum5 y1 y2 y3 y4 y5
y6 y7 y8 y9 y10

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.(L.tobinq debtmat lev)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.15 Pr > z = 0.032

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -1.12 Pr > z = 0.262

Sargan test of overid. restrictions: chi2(139) = 527.28 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(139) = 153.71 Prob > chi2 = 0.186
(Robust, but weakened by many instruments.)

Bảng 5.16 – Hồi quy

```
. xtabond2 tobinq l.tobinq debtmat lev size intang cashflow gic_dum* ctry_dum* y* if
large==1 & dmhigh==1,gmm(l.tobinq
> debtmat lev,lag(2 .)) iv(gic_dum* ctry_dum* y*) two small
Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed,
perm.
Warning: Two-step estimated covariance matrix of moments is singular.
```

Using a generalized inverse to calculate optimal weighting matrix for two-step estimation.

Difference-in-Sargan/Hansen statistics may be negative.

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: id                      Number of obs   =      2413
Time variable : time                    Number of groups =       657
Number of instruments = 143              Obs per group: min =        1
F(30, 656)      =      413.64              avg =       3.67
Prob > F         =       0.000              max =        9
-----
```

	tobinq	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
tobinq						
L1.		.7735491	.0217032	35.64	0.000	.7309329 .8161653
debtmat		-.0338954	.1088289	-0.31	0.756	-.2475903 .1797995
lev		-.7940411	.198589	-4.00	0.000	-1.183988 -.4040944
size		.0701295	.0384896	1.82	0.069	-.0054481 .1457071
intang		.1816504	.2017882	0.90	0.368	-.2145782 .577879
cashflow		-4.71e-10	1.95e-10	-2.42	0.016	-8.53e-10 -8.85e-11
gic_dum1		0	(omitted)			
gic_dum2		-.4807805	.1325748	-3.63	0.000	-.7411026 -.2204585
gic_dum3		-.3471224	.1307229	-2.66	0.008	-.6038081 -.0904367
gic_dum4		-.3742408	.0861547	-4.34	0.000	-.543413 -.2050686
gic_dum5		-.2216114	.1432418	-1.55	0.122	-.5028791 .0596564
gic_dum6		-.4755418	.1294676	-3.67	0.000	-.7297626 -.2213209
gic_dum7		-.4943992	.1470977	-3.36	0.001	-.7832382 -.2055601
gic_dum8		-.4552059	.1301959	-3.50	0.001	-.7108568 -.199555
gic_dum9		0	(omitted)			
ctry_dum1		-.3567882	.7816013	-0.46	0.648	-1.89153 1.177954
ctry_dum2		-.4300596	.7675784	-0.56	0.575	-1.937266 1.077147
ctry_dum3		-.3510753	.791693	-0.44	0.658	-1.905633 1.203483
ctry_dum4		-.2332626	.7661932	-0.30	0.761	-1.73775 1.271224
ctry_dum5		-.3264227	.7481689	-0.44	0.663	-1.795517 1.142672
y1		0	(omitted)			
y2		-.5572311	.03955	-14.09	0.000	-.6348909 -.4795714
y3		.0202592	.0250081	0.81	0.418	-.0288464 .0693647
y4		0	(omitted)			
y5		-.2042997	.0235167	-8.69	0.000	-.2504767 -.1581226
y6		-.0414571	.0241188	-1.72	0.086	-.0888165 .0059023
y7		-.1359079	.0249041	-5.46	0.000	-.1848093 -.0870066
y8		-.1399856	.0270765	-5.17	0.000	-.1931527 -.0868186
y9		-.2121813	.0282769	-7.50	0.000	-.2677054 -.1566573
y10		-.132512	.0278933	-4.75	0.000	-.1872828 -.0777412
_cons		0	(omitted)			

Warning: Uncorrected two-step standard errors are unreliable.

Instruments for first differences equation

Standard

D.(gic_dum1 gic_dum2 gic_dum3 gic_dum4 gic_dum5 gic_dum6 gic_dum7 gic_dum8
gic_dum9 ctry_dum1 ctry_dum2 ctry_dum3 ctry_dum4 ctry_dum5 y1 y2 y3 y4 y5
y6 y7 y8 y9 y10)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(2/9).(L.tobinq debtmat lev)

Instruments for levels equation

Standard

gic_dum1 gic_dum2 gic_dum3 gic_dum4 gic_dum5 gic_dum6 gic_dum7 gic_dum8
gic_dum9 ctry_dum1 ctry_dum2 ctry_dum3 ctry_dum4 ctry_dum5 y1 y2 y3 y4 y5
y6 y7 y8 y9 y10

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

DL.(L.tobinq debtmat lev)

```
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z =  -5.30  Pr > z =  0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z =   0.97  Pr > z =  0.332
-----
```

Sargan test of overid. restrictions: chi2(112) = 241.58 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(112) = 120.59 Prob > chi2 = 0.273
(Robust, but weakened by many instruments.)

Bảng 5.17 – Hồi quy

```
. xtabond2 tobing l.tobinq debtmat lev size intang cashflow gic_dum* ctry_dum* y* if
large==0 & dmhigh==0,gmm(l.tobinq
> debtmat lev,lag(2.)) iv(gic_dum* ctry_dum* y*) two small
Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed,
perm.
```

Warning: Two-step estimated covariance matrix of moments is singular.

Using a generalized inverse to calculate optimal weighting matrix for two-step estimation.

Difference-in-Sargan/Hansen statistics may be negative.

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: id                      Number of obs   =    1941
Time variable : time                   Number of groups =     692
Number of instruments = 143            Obs per group: min =      1
F(30, 691) = 37.69                     avg =          2.80
Prob > F = 0.000                       max =           9
-----
```

	tobinq	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tobinq							
l1.		.3737068	.0333758	11.20	0.000	.3081766	.439237
debtmat		.1304429	.066632	1.96	0.051	-.0003826	.2612684
lev		-.9997579	.1953326	-5.12	0.000	-1.383275	-.6162412
size		.0768167	.0645969	1.19	0.235	-.050013	.2036465
intang		-.0972826	.3069235	-0.32	0.751	-.6998971	.505332
cashflow		1.42e-08	7.18e-09	1.97	0.049	7.45e-11	2.83e-08
gic_dum1		0	(omitted)				
gic_dum2		-.0647331	.1253201	-0.52	0.606	-.310787	.1813208
gic_dum3		.0446532	.1386024	0.32	0.747	-.2274792	.3167857
gic_dum4		-.1917846	.1312802	-1.46	0.145	-.4495406	.0659715
gic_dum5		.0027732	.1534976	0.02	0.986	-.2986045	.3041509
gic_dum6		-.0788395	.1213739	-0.65	0.516	-.3171453	.1594664
gic_dum7		.0365026	.1173148	0.31	0.756	-.1938336	.2668388
gic_dum8		-.0580596	.1417389	-0.41	0.682	-.3363501	.220231
gic_dum9		0	(omitted)				
ctry_dum1		-.1137941	.1175611	-0.97	0.333	-.3446139	.1170257
ctry_dum2		-.2089378	.1026236	-2.04	0.042	-.4104293	-.0074463
ctry_dum3		0	(omitted)				
ctry_dum4		.1690124	.1071811	1.58	0.115	-.0414274	.3794522
ctry_dum5		-.0488284	.1149843	-0.42	0.671	-.2745888	.1769321
y1		0	(omitted)				
y2		-.3595861	.0429207	-8.38	0.000	-.4438568	-.2753155
y3		-.0575498	.0377226	-1.53	0.128	-.1316144	.0165148
y4		-.1376577	.0268913	-5.12	0.000	-.1904562	-.0848593
y5		-.1920434	.0269564	-7.12	0.000	-.2449697	-.139117
y6		-.1003137	.021861	-4.59	0.000	-.1432357	-.0573917
y7		-.070933	.0173988	-4.08	0.000	-.1050939	-.0367721
y8		.009564	.0167578	0.57	0.568	-.0233382	.0424662
y9		-.0400124	.015499	-2.58	0.010	-.0704433	-.0095815
y10		0	(omitted)				
_cons		-.2577484	1.195195	-0.22	0.829	-2.604398	2.088901

Warning: Uncorrected two-step standard errors are unreliable.

Instruments for first differences equation

Standard

```
D.(gic_dum1 gic_dum2 gic_dum3 gic_dum4 gic_dum5 gic_dum6 gic_dum7 gic_dum8
gic_dum9 ctry_dum1 ctry_dum2 ctry_dum3 ctry_dum4 ctry_dum5 y1 y2 y3 y4 y5
y6 y7 y8 y9 y10)
```

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(2/9).(L.tobinq debtmat lev)

Instruments for levels equation

Standard

```
gic_dum1 gic_dum2 gic_dum3 gic_dum4 gic_dum5 gic_dum6 gic_dum7 gic_dum8
gic_dum9 ctry_dum1 ctry_dum2 ctry_dum3 ctry_dum4 ctry_dum5 y1 y2 y3 y4 y5
y6 y7 y8 y9 y10
```

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

DL.(L.tobinq debtmat lev)

```

-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.44 Pr > z = 0.015
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.71 Pr > z = 0.476
-----
Sargan test of overid. restrictions: chi2(112) = 206.85 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
Hansen test of overid. restrictions: chi2(112) = 112.04 Prob > chi2 = 0.481
(Robust, but weakened by many instruments.)

```

Bảng 5.18 – Hồi quy

```

. . xtabond2 tobing l.tobinq debtmat lev size intang cashflow gic_dum* ctry_dum* y* if
large==0 & dmhigh==1, gmm(l.tobinq
> debtmat lev, lag(3 .)) iv(gic_dum* ctry_dum* y*) two small
Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed,
perm.
Warning: Two-step estimated covariance matrix of moments is singular.
Using a generalized inverse to calculate optimal weighting matrix for two-step
estimation.
Difference-in-Sargan/Hansen statistics may be negative.

```

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: id	Number of obs	=	1415
Time variable : time	Number of groups	=	537
Number of instruments = 117	Obs per group: min	=	1
F(30, 536) = 390.91	avg	=	2.64
Prob > F = 0.000	max	=	9

	tobinq	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
tobinq						
L1.		.7087843	.0277611	25.53	0.000	.6542504 .7633182
debtmat		-.2384871	.1240438	-1.92	0.055	-.4821588 .0051846
lev		.4287954	.2953399	1.45	0.147	-.1513702 1.008961
size		-.091015	.0909142	-1.00	0.317	-.2696068 .0875768
intang		-.45872	.2655111	-1.73	0.085	-.98029 .06285
cashflow		7.05e-08	1.39e-08	5.06	0.000	4.31e-08 9.79e-08
gic_dum1		0	(omitted)			
gic_dum2		-.1916973	.1729108	-1.11	0.268	-.5313632 .1479685
gic_dum3		-.1900646	.1793594	-1.06	0.290	-.542398 .1622689
gic_dum4		-.5188633	.187176	-2.77	0.006	-.8865519 -.1511748
gic_dum5		-.2640981	.1837514	-1.44	0.151	-.6250592 .096863
gic_dum6		-.2570092	.1739781	-1.48	0.140	-.5987717 .0847533
gic_dum7		-.1252979	.1785395	-0.70	0.483	-.4760209 .2254251
gic_dum8		-.3105644	.1774334	-1.75	0.081	-.6591146 .0379857
gic_dum9		0	(omitted)			
ctry_dum1		1.888113	1.587085	1.19	0.235	-1.229556 5.005782
ctry_dum2		1.838315	1.60232	1.15	0.252	-1.309281 4.985911
ctry_dum3		1.653965	1.600765	1.03	0.302	-1.490576 4.798506
ctry_dum4		1.902507	1.589272	1.20	0.232	-1.219459 5.024473
ctry_dum5		1.725838	1.551137	1.11	0.266	-1.321215 4.772891
y1		0	(omitted)			
y2		0	(omitted)			
y3		.4494047	.0467203	9.62	0.000	.3576274 .5411821
y4		.3862382	.0441039	8.76	0.000	.2996006 .4728758
y5		.3150849	.0438934	7.18	0.000	.2288607 .4013091
y6		.4593958	.0501547	9.16	0.000	.3608719 .5579197
y7		.4122164	.0488073	8.45	0.000	.3163394 .5080934
y8		.528177	.051848	10.19	0.000	.4263269 .6300271
y9		.5625379	.0546438	10.29	0.000	.4551956 .6698802
y10		.4644622	.0594178	7.82	0.000	.3477419 .5811825
_cons		0	(omitted)			

Warning: Uncorrected two-step standard errors are unreliable.

Instruments for first differences equation

Standard

```

D.(gic_dum1 gic_dum2 gic_dum3 gic_dum4 gic_dum5 gic_dum6 gic_dum7 gic_dum8
gic_dum9 ctry_dum1 ctry_dum2 ctry_dum3 ctry_dum4 ctry_dum5 y1 y2 y3 y4 y5
y6 y7 y8 y9 y10)

```

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

```

L(3/9).(L.tobinq debtmat lev)
Instruments for levels equation
Standard
  gic_dum1 gic_dum2 gic_dum3 gic_dum4 gic_dum5 gic_dum6 gic_dum7 gic_dum8
  gic_dum9 ctry_dum1 ctry_dum2 ctry_dum3 ctry_dum4 ctry_dum5 y1 y2 y3 y4 y5
  y6 y7 y8 y9 y10
  _cons
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
DL2.(L.tobinq debtmat lev)
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.67 Pr > z = 0.008
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.18 Pr > z = 0.237
-----
Sargan test of overid. restrictions: chi2(86) = 139.47 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
Hansen test of overid. restrictions: chi2(86) = 81.41 Prob > chi2 = 0.620

```