

CẤU TRÚC KỶ HẠN NỢ, CÁC Mâu THUẤN ĐẠI DIỆN VÀ SỰ ĐA DẠNG KỸ NĂNG XÃ HỘI VÀ TÌNH CẢM CỦA CÁC CÔNG TY GIA ĐÌNH

THE DEBT MATURITY STRUCTURE, AGENCY CONFLICTS AND SOCIOEMOTIONAL WEALTH OF FAMILY FIRMS

Ngày nhận bài: 21/08/2018

Ngày chấp nhận đăng: 29/05/2019

Lê Thị Lanh, Ngô Văn Toàn

TÓM TẮT

Nhằm nghiên cứu tác động của đại diện đặc biệt, các đặc điểm kỹ năng xã hội và tình cảm của công ty gia đình đối với lựa chọn kỳ hạn nợ, nghiên cứu này tiến hành xem xét các quan hệ giữa chủ sở hữu và người quản lý, cổ đông lớn và cổ đông thiểu số, cổ đông chi phối gia đình và người bên ngoài gia đình, chủ sở hữu và chủ nợ. Phân tích cho thấy khuynh hướng công ty gia đình sử dụng nợ dài hạn phụ thuộc vào thế hệ lãnh đạo tiếp theo, cổ đông chi phối gia đình, động cơ chiếm hữu các cổ đông thiểu số, người bên ngoài gia đình và sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm. Tác động của yếu tố vĩ mô kết hợp với các đặc điểm thuộc về công ty liên quan đến các mâu thuẫn đại diện và sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm về quyết định nợ của các công ty gia đình so với quyết định của công ty phi gia đình. Do tầm quan trọng của việc đại diện và hoạt động rộng rãi của các công ty gia đình, các kết quả thực nghiệm có thể giúp chính phủ thông qua các chính sách cụ thể để hỗ trợ tốt cho công ty gia đình về khía cạnh kinh tế và phi kinh tế.

Từ khóa: Các công ty gia đình; Các công ty phi gia đình; Các mâu thuẫn đại diện; Sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm; Kỳ hạn nợ.

ABSTRACT

This study aims to the impact of the distinctive agency and socioemotional features of family firms on their debt maturity choices using a literature analysis of this topic, still substantially unexplored. Therefore, this study examines the relationships between owners and managers, major shareholders and minority shareholders, shareholders controlling the family and outsiders, owners and creditors. The analysis shows that the tendency of family companies using long-term debt depends on the generation of family business leaders, controlling shareholders, motivations for minority shareholders, outsiders and family involvement in the company. The impacts of macro factors, combined with the company's unique characteristics, are related to representative contradictions and family involvement in the firm, family debt decisions, compared to the decision of the non-family company. Due to the importance of widespread presences and widespread activities of family companies, empirical results can help governments adopt specific policies to better support family companies in terms of economic and non-economic aspects.

Keywords: Family firms; Non-family firms; Agency conflicts; Socioemotional wealth; Debt maturity.

1. Giới thiệu

Những nghiên cứu về quyết định tài trợ của các công ty đã tạo ra hai lĩnh vực nghiên cứu chủ yếu. Thứ nhất, các nghiên cứu về cấu trúc vốn, được định nghĩa là sự kết hợp giữa nợ và vốn cổ phần. Thứ hai, nghiên cứu về kỳ hạn nợ là quyết định lựa chọn giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn.

Nếu chúng ta tập trung vào kỳ hạn nợ, các phân tích thực nghiệm đã chứng minh trong bốn thập kỷ qua cho thấy mâu thuẫn đại diện giữa các chủ sở hữu và người quản lý (Rajan & Winton, 1995; Datta, Iskandar-Datta & Raman, 2005; Jiraporn & Kitsabunnarat, 2007), giữa

Lê Thị Lanh, Trường Đại học Kinh tế Tp.HCM
Ngô Văn Toàn, Trường Đại học Tài chính -
Marketing

chủ sở hữu đa số và chủ sở hữu thiểu số (La Porta, Lopez-De-Silanes & Shleifer, 1999; Claessens, Djankov, Fan & Lang, 2002; Faccio & Lang, 2002; Dyck & Zingales, 2004) và chủ sở hữu với chủ nợ (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977; Barnea, Haugen & Senbet, 1980; Barclay & Smith, 1995) đã có một tác động đáng kể đến cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty. Nói chung, các mâu thuẫn đại diện (giữa người chủ và người đại diện) và chi phí liên quan phát sinh từ việc lựa chọn ngược và rủi ro về đạo đức. Sự lựa chọn ngược xảy ra khi lựa chọn người đứng đầu đại diện; người này có năng lực, cam kết siêng năng hoặc đạo đức nhiều hơn người chủ đã kỳ vọng hoặc quyền lợi kém liên kết hơn được tin tưởng đầu tiên bởi người đứng đầu. Thay vào đó, rủi ro đạo đức có nguồn gốc từ hoa hồng hoặc do thiếu hành động bởi đại diện là tác nhân gây hại cho người đứng đầu (Chrisman, Chua & Litz, 2004).

Khi xem xét các công ty gia đình, chúng ta có thể lập luận rằng họ có những cơ cấu tài chính và người quản lý đặc biệt, bởi vì họ có quyền sở hữu tập trung và kém đa dạng, các tầm nhìn đầu tư lâu hơn, sự tham gia tích cực của các thành viên trong gia đình vào việc quản lý các công ty và họ là thể hệ lãnh đạo công ty gia đình (người sáng lập hoặc thế hệ sau) (Cheng, 2014). Những đặc thù này dẫn đến mức độ ảnh hưởng lớn và mâu thuẫn đại diện trong các công ty gia đình, điều này thực sự đáng để xem xét và giải thích, đặc biệt là liên quan đến cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty gia đình.

Hơn nữa, các công ty gia đình thường có các đặc điểm phi tài chính riêng, được cho là có liên quan đến gia đình và công việc kinh doanh của gia đình, từ đó dẫn đến việc tăng cường tính tự chủ và kiểm soát, sự gắn kết gia đình, sự hỗ trợ và lòng trung thành cũng như sự hài hòa, tự hào, tôn trọng và thân phận (Zellweger, Nason, Nordqvist & Brush, 2011). Điều thú vị là Gomez-Mejia, Takacs-Haynes, Nuñez-Nickel, Jacobson & Moyano-

Fuentes (2007) xác định sự đa dạng về kỹ năng xã hội và tình cảm như là một tập hợp các khía cạnh phi tài chính bao gồm tính thống nhất, khả năng ảnh hưởng và sự tồn tại gia đình. Ngược lại, định hướng kỹ năng xã hội và tình cảm này tạo ra các vấn đề quản trị cụ thể và sự khác biệt hành vi giữa các công ty gia đình và các tổ chức phi gia đình (Kalm & Gomez-Mejía, 2016), hơn nữa điều này có khả năng giải thích về hình thành tỷ lệ nợ ngắn hạn và dài hạn của công ty gia đình, có thể được xem xét cùng với các khía cạnh của đại diện.

Do đó, để phân biệt các khía cạnh về đại diện và sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm chỉ đề cập đến những khía cạnh được cho là có ảnh hưởng đến quyết định kỳ hạn nợ của công ty gia đình. Tuy nhiên, trong tài chính có rất ít nghiên cứu về phân tích mối quan hệ giữa kỳ hạn nợ và các công ty gia đình (Díaz-Díaz, García-Teruel & Martínez-Solano, 2016), mối liên hệ giữa sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm và kỳ hạn nợ hầu như không có nhiều nghiên cứu. Do đó, nghiên cứu này tiến hành phân tích các mối quan hệ có thể có giữa mâu thuẫn đại diện, các vấn đề phát sinh về sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm và kỳ hạn nợ trong các công ty gia đình, trong mối quan hệ về cấu trúc quyền sở hữu và quản lý, từ đó đề xuất các bước thảo luận thực nghiệm. Kết quả thực tiễn chính là kết quả nghiên cứu thực nghiệm tiếp theo về chủ đề này, nó có thể khuyến nghị chính phủ áp dụng các chính sách cụ thể để hỗ trợ tốt hơn cho các doanh nghiệp gia đình, cũng như xem xét các đặc điểm riêng biệt và di thường (unique) và phi kinh tế (non-economic).

Nghiên cứu này lược khảo các nghiên cứu có liên quan đến vấn đề đại diện, kỳ hạn nợ và công ty gia đình. Phần tiếp theo đưa ra định nghĩa về công ty gia đình đồng thời nêu lên các đặc tính tài chính và phi tài chính. Thảo luận từ quan điểm của các công ty gia

đình và thông qua các mâu thuẫn đại diện, các vấn đề về sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm, và kỳ hạn nợ

2. Các công ty gia đình

2.1. Công ty gia đình là gì?

Các công ty gia đình chiếm một tỷ lệ lớn trong nền kinh tế thế giới ở nhiều quốc gia, tổng sản phẩm quốc nội và việc làm như ở Đức (Klein, 2000), Hà Lan (Floren, 1998), Italy (Corbetta, 1995) và Hoa Kỳ (Astrachan & Shanker, 2003). Doanh nghiệp gia đình chiếm hơn 50% doanh nghiệp thuộc Liên minh châu Âu, chiếm 65% đến 90% các doanh nghiệp ở Mỹ Latinh và chiếm trên 95% doanh nghiệp tại Hoa Kỳ (Pricewaterhouse Coopers, 2007). Các công ty này cũng tạo ra 64% tổng sản phẩm quốc nội ở Hoa Kỳ và 75% ở hầu hết các nước khác. Các doanh nghiệp gia đình sử dụng 80% lực lượng lao động Hoa Kỳ và 85% số người lao động trên toàn thế giới. Tổng cộng 37% trong số 500 công ty thuộc Fortune được kiểm soát bởi gia đình (Poza, 2007) và trên tổng thể các doanh nghiệp gia đình chiếm khoảng 46% các công ty chỉ số S&P (Standard & Poor's) 1500 (Chen, Chen, & Cheng, 2008). Theo Hội doanh nghiệp trẻ Thành phố Hồ Chí Minh (YBA) thì có 1/3 trong số 500 công ty lớn nhất thế giới là công ty gia đình. Bình quân tại các quốc gia phát triển có từ 40% – 60% công ty tồn tại thuộc loại hình này. Tại Việt Nam, trong top 100 doanh nghiệp lớn nhất, có 14 công ty gia đình.

Tầm quan trọng của công ty gia đình trên thế giới đã khơi gợi ý tưởng nghiên cứu về tham gia kinh doanh của công ty gia đình từ cuối những năm 1980 (Benavides-Velasco, Quintana-García & Guzmán-Parra, 2013) điển hình là các nghiên cứu trong thời gian gần đây như Rogoff & Heck, 2003; Chrisman, Steier & Chua, 2008; Milton, 2008; Zahra, Hayton, Neubaum, Dibrell, & Craig, 2008; Chua, Chrisman & Bergiel, 2009; Debicki,

Matherne, Kellermanns & Chrisman, 2009; Steier, Chua & Chrisman, 2009.

Tuy tầm quan trọng của các công ty gia đình được thừa nhận, nhưng không có định nghĩa chính xác về công ty gia đình được chấp nhận rộng rãi. Thông thường các công ty gia đình được xác định dựa trên phần trăm cổ phần của gia đình có quyền kiểm soát doanh nghiệp (Barth, Gulbrandsen, & Schøne, 2005; Amore, Minichilli, & Corbetta, 2011) hoặc sự có mặt của một thành viên trong gia đình trong ban quản lý cấp cao hoặc trong hội đồng quản trị (Anderson & Reeb, 2003). Một vài tác giả sử dụng định nghĩa về sự đa dạng hoạt động của các công ty gia đình (Astrachan & Shanker, 2003), trong khi một vài người khác lại sử dụng tỷ lệ đóng góp các loại hình khác nhau của gia đình (Astrachan, Klien, & Smyrnios, 2002) hoặc sử dụng các hệ thống kiểu hình công ty gia đình (Sharma, 2003). Villalonga & Amit (2010) xem xét bốn định nghĩa có thể có của các công ty gia đình, qua đó họ tính đến sự tham gia của gia đình một cách rõ ràng khi các công ty này đang ở trong thể hệ thứ hai hoặc thể hệ sau đó. Cheng (2014) định nghĩa một công ty gia đình là một công ty trong đó người sáng lập hoặc con cháu của gia đình sáng lập tiếp tục nắm giữ các vị trí trong ban lãnh đạo, phục vụ trong hội đồng quản trị hoặc các cổ đông chi phối (blockholders). Các nghiên cứu khác xem xét vai trò đặc biệt của việc thành lập các công ty gia đình về chính sách đầu tư (Anderson, Duru, & Reeb, 2012), hiệu quả hoạt động công ty (Anderson & Reeb, 2003) và chi phí đại diện của nợ (Anderson, Mansib, & Reeb, 2003).

Cần phải nhấn mạnh rằng việc sử dụng một định nghĩa chung của công ty gia đình có những thuận lợi và hạn chế. Từ quan điểm đầu tiên, định nghĩa này cho phép so sánh các nghiên cứu khác nhau, cung cấp sự khách

quan đối với phân loại thực tế của gia đình và theo đó các kết quả nghiên cứu có thể khái quát hơn (Cheng, 2014). Tuy nhiên, nếu chúng ta nhìn vào những bất lợi, một định nghĩa duy nhất của công ty gia đình có thể không rõ ràng, vì nó sẽ không xem xét những khác biệt căn bản tồn tại trong các khung pháp lý và thể chế khác nhau (Carney, 2005; Dyer, 2006).

Vì mục tiêu của nghiên cứu này là tiếp cận bằng phân tích lý thuyết, không tiến hành nghiên cứu thực nghiệm, có nghĩa là hiện thực hóa (operationalizes) khái niệm về công ty gia đình bằng tiếp cận của Diễn đàn kinh tế thế giới (World economic forum) (2013). Điều này cũng có nghĩa là xem công ty gia đình là một công ty trong đó sự sáng lập có những ảnh hưởng đáng kể thông qua quyền sở hữu vốn cổ phần, quyền kiểm soát hoặc quản lý và một nhóm người có liên quan đến huyết thống, hôn nhân, nhận nuôi con nuôi có đòi hỏi về việc kinh doanh gia đình hoặc tài sản gia đình. Tóm lại, ở mức độ nào đó, định nghĩa này đủ rộng để bao gồm ảnh hưởng của gia đình trong việc quản lý và kiểm soát thực tế đối với các công ty gia đình. Trên thực tế, định nghĩa này thậm chí còn rộng hơn các định nghĩa đã được sử dụng trong nhiều nghiên cứu (Anderson & Reeb, 2003, Villalonga & Amit, 2006; Ali, Chen & Radhakrishnan, 2007; Cheng, 2014) và có thể bao gồm sự tham gia của một thành viên trong gia đình ở công ty, như là giám đốc, quản lý, cổ đông chi phối hoặc chỉ là người họ hàng, bất kể thể chế đang được xem xét.

2.2. Các đặc tính của công ty gia đình

Những đặc trưng riêng biệt của các công ty gia đình là lý do nghiên cứu về các công ty gia đình. Do đó, điều quan trọng là thảo luận các tính năng đặc trưng này, nó có thể được chia thành hai nhóm chính một mặt liên quan đến tài chính của công ty gia đình và mặt khác là những vấn đề phi tài chính; tuy

nhiên, cả hai đều có tầm quan trọng đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các công ty gia đình.

Nhóm thứ nhất chủ yếu liên quan đến là chủ sở hữu gia đình có khuynh hướng nắm giữ các vị trí cổ phần không thay đổi và các vị thế cổ phần tập trung trong các công ty của chính họ (Ali, Chen & Radhakrishnan, 2007). Điều này có nghĩa là phần lớn tài sản cá nhân của họ được đầu tư vào công ty và mặt khác những người sáng lập hay họ hàng hoặc con cháu là cổ đông lớn.

Nhóm thứ hai, các thành viên trong gia đình chủ động quản lý các công ty của họ hoặc là giám đốc điều hành hàng đầu hoặc giám đốc và yếu tố này cho phép họ thể hiện sự ưu tiên của họ (Cheng, 2014); điều đó cho thấy có một ảnh hưởng rất lớn đến chiến lược hoạt động trong công ty của chính họ.

Khi xem xét các đặc điểm nhóm thứ hai, các công ty gia đình đã quan tâm đến sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm. Chúng là một loạt các khía cạnh phi tài chính của chủ gia đình bắt nguồn từ những hoạt động kinh doanh (Gomez-Mejia, Takacs-Haynes, Nuñez-Nickel, Jacobson & Moyano-Fuentes, 2007) như đã định nghĩa trước đây. Để duy trì và nâng cao sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm, gia đình phải duy trì sự kiểm soát và gia tăng sự ảnh hưởng đến hoạt động và quyền sở hữu của công ty, chuyển giao công việc cho các thế hệ tương lai, đồng thời duy trì ảnh hưởng và danh tiếng của gia đình (Naldi, Cennamo, Corbetta & Gomez-Mejia, 2013).

3. Các mâu thuẫn đại diện, sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm và kỳ hạn nợ

3.1. Mối quan hệ giữa các người chủ và người quản lý trong công ty gia đình: Các mâu thuẫn đại diện, sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm và kỳ hạn nợ

Mâu thuẫn đại diện giữa chủ sở hữu và người quản lý (Berle & Means, 1932, Jensen

& Meckling, 1976), gọi là Mâu thuẫn đại diện I (Agency Problem I) (Villalonga & Amit, 2006), phát sinh từ việc tách quyền sở hữu khỏi quyền kiểm soát (Fama & Jensen, 1983a) khi có sự tách biệt giữa quyền của chủ sở hữu và người quản lý. Trong tương lai với tư cách là cổ đông đại diện, họ có thể bị cám dỗ để thực hiện các hành vi chỉ có lợi cho chính họ, thay vì tạo ra sự giàu có của cổ đông (tình huống này có thể xảy ra thông qua các hoạt động khác nhau). Ví dụ, người quản lý cơ hội có thể mưu đồ quyền lực (*empire-building*) bằng cách khiến công ty phát triển lệch ra khỏi quy mô tối ưu hoặc duy trì các nguồn lực chưa được sử dụng nhằm gia tăng lợi ích cá nhân (Chen, Lu & Sougiannis, 2012). Trường hợp khác, người quản lý có thể cố gắng đa dạng hoá doanh mục đầu tư bằng cách đầu tư vào các dự án có giá trị hiện tại ròng (NPV) âm hoặc giảm khoản nợ chưa trả của công ty (Friend & Lang, 1988) để giảm rủi ro cho những việc làm không thể thay đổi được (Amihud & Lev, 1981). Một hành vi cơ hội khác là đầu tư ngăn chặn (*entrenching investment*), người quản lý có thể tự bảo vệ mình bằng cách thực hiện các khoản đầu tư đặc biệt, khiến cho các cổ đông khó lòng thay thế họ. Hơn nữa, theo một số nhà nghiên cứu, các điều khoản chống lại sự nắm quyền kiểm soát (*anti-takeover*) cho phép người quản lý tự bảo vệ bản thân mình từ vai trò kỷ luật của thị trường để kiểm soát công ty dẫn đến tình trạng xung đột giữa đại diện và các cổ đông trở nên tồi tệ hơn (Straska & Waller, 2014).

Mâu thuẫn đại diện giữa chủ sở hữu và người quản lý có thể sẽ lớn dần khi chủ sở hữu được phân tán giữa nhiều cổ đông, điều này giúp người quản lý có thể dễ dàng khai thác sự bất cân xứng thông tin giữa người quản lý và chủ sở hữu. Những xung đột này được loại bỏ khi công ty được quản lý bởi một chủ sở hữu duy nhất (Fama & Jensen, 1983). Theo đó, sự hiện diện của những cổ đông lớn hạn chế cơ

hội của người quản lý vì các cổ đông lớn có động lực mạnh mẽ để tham gia kiểm soát các hoạt động (Shleifer & Vishny, 1986; McConnell & Servaes, 1990). Trên thực tế, lợi nhuận trên cổ phần cổ đông lớn hơn chi phí giám sát trên người quản lý (Shleifer & Vishny, 1986). Thêm vào đó đôi khi những người nắm giữ cổ phần là các cổ đông thuộc tổ chức có năng lực cực kỳ tốt cho phép họ quản lý tốt hơn khi so sánh với cổ đông thiểu số (Sun, Ding, Guo & Li, 2016).

Hơn nữa, những mâu thuẫn đang có xu hướng giảm khi tỷ lệ cổ đông quản lý tăng lên, điều này dẫn đến sự kết hợp lợi ích giữa người quản lý và các cổ đông (Jensen & Meckling, 1976). Tuy nhiên, với một số tác giả (Brailsford, Oliver & Pua, 2002; Florackis & Ozkan, 2009; Sun, Ding, Guo & Li, 2016), các quan tâm này chỉ đúng ở mức độ quyền sở hữu quản lý (*managerial ownership*), điều này sẽ biến mất khi cổ đông có quyền quản lý (*managerial shareholding*) tăng cao lên, bởi vì quản lý muốn tránh số lượng nợ lớn làm tăng rủi ro không thể đa dạng hoá của chính họ (Amihud & Lev, 1981), có nghĩa là đầu tư vào các dự án có NPV dương.

Một cách khác để ngăn cản hành vi ích kỷ của quản lý là giảm bớt dòng tiền mà quản lý có thể sử dụng không hiệu quả gây tổn thất đến cổ đông (Lopez-Gracia & Mestre-Barberá, 2015). Việc làm này có thể đạt được thông qua gia tăng đòn bẩy (Jensen, 1986). Các quản lý cũng có thể nguyên tắc hơn bằng cách giảm kỳ hạn nợ, bởi vì hành vi của họ được kiểm soát thông qua các chủ nợ, thông qua thường xuyên đảo nợ (Stulz, 2000).

Có thể lập luận rằng các công ty gia đình không cần các cơ chế cụ thể và thậm chí họ cũng không cần phải có cơ chế phòng vệ để điều chỉnh lợi ích của nhà quản lý với lợi ích của chủ sở hữu. Các nhà nghiên cứu cho rằng, các công ty gia đình không bị ảnh

hưởng bởi những mâu thuẫn đại diện chủ yếu giữa chủ sở hữu và các nhà quản lý (Becker, 1974; Eisenhardt, 1989; Daily & Dollinger, 1992). Vấn đề này có thể được giải thích thêm như sau:

Thứ nhất, được mô tả bởi Chrisman, Chua & Litz (2004), chi phí đại diện giữa người quản lý và cổ đông phát sinh khi người trước đây chăm lo lợi ích của mình bằng chi phí của người sau. Tuy nhiên, các công ty gia đình cũng cố gắng để đạt được các mục tiêu phi kinh tế trong chừng mực mà các nhà quản lý yêu cầu bằng cách cung cấp việc làm cho các thành viên có khả năng kém, thực sự không có chi phí đại diện. Hơn nữa, các thành viên trong gia đình có thể tạo ra một ban kiểm soát để hỗ trợ các ưu tiêu của gia đình và thỏa mãn quyết định về sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm của họ (Gomez-Mejia, Cruz, Berrone & De Castro, 2011). Đôi khi các nhà đầu tư có thể tin rằng một công ty gia đình có thể gặp nhiều vấn đề quản trị bởi những định hướng mạnh mẽ liên quan đến sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm. Do đó, các công ty gia đình có thể chỉ định các giám đốc bên ngoài để phát tín hiệu cả về chất lượng và tính hợp pháp (Kalm & Gomez-Mejía, 2016) để có thể gia tăng rủi ro, cụ thể là nợ dài hạn để tài trợ cho các khoản đầu tư dài hạn.

Thứ hai, chi phí đại diện giữa người quản lý và chủ sở hữu là không đáng kể ở hầu hết các công ty gia đình do quyền sở hữu gia đình. Trên thực tế, các cổ đông lớn của gia đình có động lực mạnh mẽ để giám sát có hiệu quả tất cả các nhà quản lý (Shleifer & Vishny, 1986) do danh mục đầu tư không đa dạng, quyền sở hữu tập trung và mối quan tâm sống còn của công ty (Cheng, 2014). họ có thể giảm bớt nỗ lực thu mua, loại bỏ các nhà quản lý hoặc những người không tối đa hóa sự giàu có của chủ sở hữu và có được thông tin chính xác hơn về hiệu quả quản lý (Chahine, 2007). Cụ thể, trong trường hợp

các công ty do gia đình sáng lập, những khả năng và động lực này sẽ có ý nghĩa quan trọng, bởi vì các thành viên trong gia đình đã đầu tư phần lớn tài sản cá nhân vào công ty chung; họ cũng có mặt trong ban điều hành và họ có kiến thức cụ thể về công ty và thị trường để nâng cao khả năng giám sát chặt chẽ và giám sát thích hợp các nhà quản lý (Andres, 2008). Nếu các cơ chế khuyến khích này tốt hơn có thể làm giảm chi phí đại diện giữa chủ sở hữu và người quản lý để các công ty gia đình có thể tránh được việc thường xuyên gia hạn nợ (debt renewals), vì họ không cần đến nợ như một công cụ kiểm soát người quản lý và do đó họ có thể sử dụng nợ có thời hạn dài hơn.

Tuy nhiên, theo Schulze, Lubatkin, Dino & Buchholtz (2001), chi phí đại diện có thể cao trong các công ty gia đình khi có quyền sở hữu riêng tư, bởi vì loại hình sở hữu này làm giảm các cơ chế quản lý bên ngoài và những nỗ lực để tối đa hoá lợi ích của một người có thể khiến cho các cá nhân khác hành động theo mà không tìm cách phát triển phúc lợi chung.

Điều thú vị là Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente & Castrillo (2007) đã đưa ra cái nhìn mới hơn về mâu thuẫn đại diện giữa chủ sở hữu và người quản lý trong các công ty gia đình. Trên thực tế, họ cho rằng trong các công ty gia đình thuộc thể hệ đầu tiên, những xung đột về mâu thuẫn đại diện là thấp, mặt khác có sự trùng hợp giữa quyền sở hữu và quản lý, các mối quan hệ trong một gia đình hạt nhân khép kín, mạnh mẽ và được đặc trưng bởi lòng vị tha. Tuy nhiên, khi thời gian trôi qua và những người kế thừa chiếm vị trí của họ trong kinh doanh, mâu thuẫn đại diện đang đề cập đến có xu hướng phát triển. Trên thực tế, quyền sở hữu và quản lý trở nên phân tán hơn, làm tăng khả năng bất cân xứng thông tin và tạo cơ hội cho hành vi trục lợi của người quản lý. Vì nợ ngắn hạn cho phép người cho vay linh hoạt để giám sát

người quản lý một cách hiệu quả với những nỗ lực tối thiểu (Rajan & Winton, 1995), giảm kỳ hạn nợ cũng là một cách hiệu quả để giảm thiểu mâu thuẫn giữa chủ sở hữu và người quản lý như đã minh họa trước đây (Stulz, 2000). Do đó, các nhà quản lý ích kỷ sẽ thích nợ dài hạn hơn để tránh các kỷ luật tiềm ẩn của giám sát bên ngoài (Datta, Iskandar-Datta & Raman, 2005). Khi xung đột lợi ích giữa các nhà quản lý và cổ đông là đáng chú ý, nghĩa là quy mô công ty gia đình lớn hơn, người quản lý sẽ thích kỳ hạn nợ dài hơn (Domenichelli, 2015).

3.2. Mối quan hệ giữa cổ đông lớn và cổ đông thiểu số, giữa người có cổ phần gia đình và người bên ngoài trong công ty gia đình: Mâu thuẫn đại diện, sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm và kỳ hạn nợ

Mâu thuẫn đại diện xảy ra giữa các cổ đông khác nhau chủ yếu liên quan đến kiểm soát của các chủ sở hữu (đại diện) và phi – kiểm soát của các chủ sở (người đứng đầu), được biết đến đó là Mâu thuẫn đại diện I (Agency Problem I) (Villalonga & Amit, 2006), trong hoạt động kinh doanh của gia đình, rất sớm làm lu mờ Agency Problem I (Villalonga, Amit, Trujillo & Guzmán, 2015) trước đây được xem xét. Tuy nhiên, phí định giá liên quan đến các công ty gia đình, như nhiều nghiên cứu (Anderson & Reeb, 2003; Villalonga & Amit, 2006; Andres, 2008) cho thấy rằng lợi ích của việc giảm Agency Problem I tốt hơn là chi phí cao liên quan đến Mâu thuẫn đại diện II (Agency Problem II).

Agency Problem II xuất hiện khi các cổ đông gia đình lớn có thể trục lợi trên các cổ đông thiểu số thông qua bù đắp quá mức, trao đổi lợi ích các bên liên quan, cổ tức đặc biệt và các giao dịch tài chính làm thiệt hại lợi ích của các cổ đông thiểu số (Johnson, La Porta, Lopez-De-Sinales & Shleifer, 2000; Burkart, Panunzi & Shleifer, 2003; Anderson & Reeb, 2003). Khả năng này xuất phát từ sự

khác nhau giữa quyền biểu quyết và quyền đồng tiền, cho phép các cổ đông gia đình kiểm soát ít chịu hậu quả về tài chính bởi các quyết định mà họ đưa ra bởi quyền kiểm soát (Bebchuk, Kraakman & Triantis, 2000). Sự khác nhau này có thể đạt được thông qua các cổ phần hai tầng (dual-class), cổ phần kim tự tháp (pyramids) và cổ phần chéo (cross shareholdings) (Villalonga, Amit, Trujillo & Guzmán, 2015) cũng như thiếu các cân bằng đại diện và các thỏa thuận bỏ phiếu giữa cổ đông kiểm soát gia đình và các cổ đông phi gia đình (Villalonga & Amit, 2009). Do đó, có thể tránh các cổ đông lớn sử dụng các nguồn tài trợ cá nhân để tăng cường sự chiếm đoạt tài sản từ các nhóm thiểu số và sử dụng nợ dài hạn để tăng cường sự kiểm soát của chính họ. Coherently, Shyu & Lee (2009) tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa quyền kiểm soát quá mức và nợ ngắn hạn đối với các công ty gia đình, phát hiện cho thấy sự khác nhau giữa quyền kiểm soát và quyền về dòng tiền mang lại cơ hội cho cổ đông chi phối trong các công ty gia đình để thu hút sự đa dạng từ các cổ đông thiểu số.

Tuy nhiên, cổ đông kiểm soát là gia đình ít có động cơ đoạt quyền cổ đông thiểu số, nguyên nhân bởi vì mối quan tâm của họ với sự tồn tại lâu dài của công ty và danh tiếng của công ty (Anderson, Mansib & Reeb, 2003; Croci, Doukas & Gonenc, 2011). Điều này có thể được giải thích bằng sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm, có nghĩa là chuyển giao kinh doanh cho các thế hệ tương lai và hỗ trợ nâng cao hình ảnh gia đình và tên tuổi công ty. Chính vì vậy, dù là có mặt của cấu trúc kim tự tháp làm giảm kỳ hạn nợ, thì ảnh hưởng này thấp hơn đối với các công ty gia đình (Díaz-Díaz, García-Teruel & Martínez-Solano, 2016). Điều thú vị là mặc dù các cổ đông lớn phi kiểm soát có thể bảo vệ cổ đông thiểu số khỏi sự khai thác tài sản, đôi khi các cổ đông này có thể chọn cách kết hợp với cổ đông có quyền kiểm soát, nếu có

lợi ích chung (Cai, Hillier, & Wang, 2016), vì vậy sự tồn tại của cổ đông lớn thứ hai trong gia đình làm giảm khả năng tiếp cận nợ dài hạn (Díaz-Díaz, García-Teruel & Martínez-Solano, 2016).

Một vấn đề quan trọng khác, như được xác định gần đây bởi Agency Problem IV (Villalonga, Amit, Trujillo & Guzmán, 2015), đề cập đến xung đột lợi ích giữa các cổ đông gia đình (đại diện) và người bên ngoài gia đình (superprincipal), tức là giữa các cổ đông gia đình và đại diện của gia đình (family at large) (không phải là cổ đông, các thành viên không phải là thành viên ban điều hành và không phải là người quản lý). Giống như bất kỳ xung đột đại diện khác, điều này phát sinh từ sự khác nhau của các mục tiêu của người đứng đầu và đại diện. Thật vậy, các cổ đông gia đình, như một phần của gia đình có thể chia sẻ một số hoặc tất cả các mục tiêu của người đứng đầu, chẳng hạn như bảo vệ và nâng cao tài sản kế thừa, danh tiếng, giá trị, thống nhất, văn hoá, tầm nhìn và sự hài hòa của gia đình; đem lại việc làm cho các thành viên trong gia đình; bảo vệ môi trường và giúp đỡ cộng đồng (Villalonga, Amit, Trujillo & Guzmán, 2015). Cụ thể, động lực chủ yếu của chủ sở hữu là gìn giữ sự nét phong phú về sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm của họ và họ có thể đưa ra những quyết định kém hiệu quả hoặc có rủi ro cao hơn để đạt được kết quả mong muốn này (Kalm & Gomez-Mejía, 2016). Xuất phát từ những mong muốn của gia đình trong việc tránh mất đi kỹ năng xã hội và tình cảm, mục tiêu này ảnh hưởng đến hiệu quả dài hạn của công ty gia đình và có thể là nguyên nhân tại sao những cuộc

khảo sát thực nghiệm luôn cho những kết khác nhau về những ảnh hưởng của chủ sở hữu là gia đình lên hiệu quả hoạt động của công ty gia đình (Anderson & Reeb, 2003; Villalonga & Amit, 2006, Barontini & Caprio, 2006; Sacristán-Navarro, Gómez-Ansón & Cabeza-García, 2011).

Tuy nhiên, các cổ đông gia đình có thể có những mục tiêu cụ thể có thể khác với những người bên ngoài gia đình và đặc biệt quan tâm đến một số khía cạnh tài chính của việc kinh doanh, chẳng hạn như tối đa hoá lợi nhuận, tăng phân phối và có tính thanh khoản hoặc thậm chí là lựa chọn rút lui (Villalonga, Amit, Trujillo & Guzmán, 2015). Do đó, khi có Agency Problem IV hoặc bỏ qua vai trò kỷ luật của thị trường để kiểm soát doanh nghiệp điều đó buộc các công ty gia đình phải tối đa hóa việc tạo ra sự đa dạng, các cổ đông gia đình có thể muốn giảm kỳ hạn nợ như là tín hiệu cam kết đáng tin cậy của cá nhân họ đối với việc tạo ra giá trị. Trên thực tế, thường xuyên thay đổi ngụ ý hiện tại đang được kiểm soát bởi người cho vay và do có nguy cơ cao về tình trạng khó khăn về tài chính, vì một số khoản nợ có thể không được đảo nợ (rolled over).

3.3. Các mối quan hệ giữa người chủ sở hữu và chủ nợ trong các công ty gia đình: Mâu thuẫn đại diện, sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm, và kỳ hạn nợ

Nếu chúng ta nhìn vào mâu thuẫn đại diện giữa chủ sở hữu (agents) và chủ nợ (principals), cái gọi là Agency Problem III (Villalonga, Amit, Trujillo & Guzmán, 2015), Jensen & Meckling (1976) khẳng định rằng các khoản nợ chưa giải quyết xong có

thể thúc đẩy để đầu tư quá mức gây thiệt hại cho người cho vay. Cụ thể, các cổ đông của một công ty mắc nợ có động cơ thay thế các khoản đầu tư có rủi ro thấp cho các dự án có rủi ro cao; sự thay đổi chiến lược này gây ra vấn đề chuyển đổi rủi ro, nhưng nó có thể cho phép các chủ sở hữu tăng sự thịnh vượng của mình bằng cách chi trả cho các chủ nợ của họ (Lopez-Grazia & Mestre-Barberá, 2015). Hơn nữa, Myers (1977) đã nghiên cứu vấn đề thiếu đầu tư, xảy ra khi các cổ đông vượt qua các cơ hội đầu tư có giá trị vì lợi nhuận từ các khoản đầu tư này chỉ có các chủ nợ là có lợi. Dự kiến khả năng xảy ra những hành vi cơ hội này, các chủ nợ đòi hỏi thu nhập cao và do đó tăng chi phí vay nợ cho công ty (Villalonga, Amit, Trujillo & Guzmán, 2015).

Đặng & Phan (2016) trích dẫn Myers (1977), Barnea, Haugen & Senbet, 1980, Childs, Mauer & Steven (2005) cho rằng việc lựa chọn nợ ngắn hạn vừa làm giảm bớt các vấn đề đại diện của việc thiếu đầu tư và những khoản đầu tư vượt mức. Vấn đề này tăng lên khi các công ty có cơ hội tăng trưởng cao, Barclay & Smith (1995) nhận thấy rằng các công ty có nhiều lựa chọn tăng trưởng trong cơ hội đầu tư của họ sẽ sử dụng tỷ lệ nợ ngắn hạn. Chen, Ho & Yeo (1999) cho thấy sự phù hợp với giả thuyết về chi phí giao dịch, các công ty có cơ hội tăng trưởng lớn phụ thuộc nhiều hơn vào nợ ngắn hạn ngân hàng, trong khi các công ty lớn có nhiều khả năng sử dụng nợ dài hạn ngân hàng hơn. Ngoài ra, Stephan, Talaverab & Andriy (2011) nhận thấy rằng các công ty không bị hạn chế tài chính với cơ hội lớn hơn ít sử dụng nợ dài hạn. Hơn nữa, theo Pour & Lasfer (2014), cấu trúc kỳ hạn nợ dài hạn sẽ làm tăng đáng kể xung đột giữa các chủ nợ và các cổ đông, đặc biệt khi rủi ro tái tài trợ (refinancing risk) là đáng chú ý do các khoản lỗ do chuyển lỗ (Almeida, Campello, Laranjeira & Weisbenner, 2011; Li, 2012).

Tuy nhiên, Villalonga, Amit, Trujillo & Guzmán, 2015 cho rằng sự khác biệt về lợi ích giữa các cổ đông và chủ nợ ít nghiêm trọng hơn trong các công ty gia đình so với cổ đông không phải người là gia đình, bởi vì như Anderson & Reeb, 2003 cho thấy, mục tiêu của cổ đông gia đình trong việc đảm bảo sự tồn tại lâu dài của công ty, giữ gìn danh tiếng của gia đình, giữ vững được công ty trong gia đình, cùng với tính đa dạng của đầu tư, có xu hướng khuyến khích các công ty gia đình tối đa hóa giá trị công ty như một thể thống nhất, thay vì chỉ tập trung vào giá trị của cổ đông. Coherently, Shyu & Lee (2009) cho rằng các cổ đông gia đình sẽ có động cơ để tránh các khoản đầu tư rủi ro, vì hầu hết sự đa dạng của họ có được từ công ty gia đình. Các tác giả cũng nhận thấy rằng sự sợ hãi rủi ro này được nhận thức bởi các thị trường tín dụng, làm giảm các cuộc xung đột đại diện giữa người chủ/người cho vay và làm cho nợ dài hạn rẻ hơn. Vì lý do này, các công ty gia đình sẽ sử dụng nhiều khoản nợ dài hạn hơn những công ty không phải công ty gia đình, do đó, sẽ không có mặt sự mâu thuẫn lợi ích giữa các cổ đông và các chủ nợ, các doanh nghiệp gia đình có thể có được khoản nợ dài hạn để tài trợ cho các cơ hội tăng trưởng dài hạn (Domenichelli, 2015). Điều này hoàn toàn phù hợp, Croci, Doukas & Gonenc (2011) cũng cho thấy các công ty thành viên sáng lập, nơi có tầm quan trọng của việc kiểm soát được chú ý nhiều hơn, được coi là ít rủi ro hơn và các chủ nợ sẵn sàng cho họ vay dài hạn các nguồn lực tài chính ở các điều kiện thuận lợi hơn.

4. Kết luận

Mục đích của nghiên cứu này là phân tích và bình luận về vai trò của mâu thuẫn đại diện và sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm của các công ty gia đình đối với các cấu trúc kỳ hạn nợ. Vấn đề này được xem xét dựa trên các mối quan hệ khác nhau giữa các bên

liên quan, được mô tả và nghiên cứu bởi các nghiên cứu trước về tài chính công ty, cụ thể là giữa chủ sở hữu và người quản lý; Cổ đông lớn và cổ đông thiểu số; Cổ đông gia đình và người bên ngoài gia đình; Các người chủ và chủ nợ.

Trong phạm vi giữa sự đa dạng, kỹ năng xã hội và tình cảm và mối liên hệ giữa người chủ - người quản lý, các công ty gia đình có thể được định hướng theo những khía cạnh nhất định, ít nhất ở một mức độ nào đó, trái ngược với thành tích của việc tạo ra giá trị, ví dụ như việc bổ nhiệm các thành viên gia đình mà không có lựa chọn thích hợp, do đó các công ty gia đình có thể cần phải phát tín hiệu về chất lượng và giá trị của họ cho người cho vay, từ đó có thể cung cấp dễ dàng hơn, rủi ro hơn của nợ dài hạn. Vấn đề này cần được nghiên cứu thêm để đánh giá mối quan hệ độc lập giữa giám đốc và người quản lý và cấu trúc kỳ hạn nợ của các công ty gia đình cũng như chi phí vốn vay. Từ quan điểm của mâu thuẫn đại diện, mâu thuẫn đang được đề cập đến giảm bớt nhờ khả năng lớn hơn của các cổ đông trong gia đình và khuyến khích giám sát các nhà quản lý, điều này có thể dẫn đến việc gia hạn nợ ít thường xuyên hơn. Tuy nhiên, mâu thuẫn giữa chủ sở hữu và người quản lý có thể rất cao trong các công ty gia đình khi có quyền sở hữu tư nhân, do đó giảm các cơ chế giám sát từ bên ngoài. Hơn nữa, trong các công ty gia đình thế hệ đầu tiên, các xung đột về cơ chế này không đáng kể do sự trùng hợp về quyền sở hữu và quản lý, trong các doanh nghiệp gia đình thế hệ sau, khi quyền sở hữu và quản lý trở nên phân tán hơn, mâu thuẫn đại diện giữa chủ sở hữu và người quản lý tăng dần. Kết quả là, các nhà quản lý ích kỷ thích nợ dài hạn hơn để tránh những kỷ luật tiềm ẩn của giám sát từ bên ngoài.

Nếu chúng ta nhìn vào các mâu thuẫn đại diện giữa các cổ đông gia đình lớn và các cổ đông thiểu số, những công ty gia đình có thể

sẽ là đáng chú ý, thì nợ dài hạn có thể được sử dụng để hạn chế việc sử dụng các nguồn lực cá nhân để kiểm soát các cổ đông và củng cố quyền kiểm soát ở mức cao. Tuy nhiên, đa số các cổ đông gia đình cho thấy động cơ thấp hơn để chiếm hữu các cổ đông thiểu số, vì định hướng xã hội của họ khuyến khích họ chuyển giao cho người thừa kế và duy trì danh tiếng và hình ảnh gia đình. Khi xem xét mối quan hệ giữa các cổ đông gia đình và người bên ngoài gia đình, trước kia có thể muốn tăng số nợ ngắn hạn đáng chú ý để phát tín hiệu cho các chủ nợ hiện tại và tiềm năng - đặc biệt là khi không có hoặc không có vai trò kỷ luật yếu kém của thị trường kiểm soát doanh nghiệp rằng mục tiêu của họ không phải là duy nhất, hay ít nhất là không chỉ gia tăng sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm của hoạt động kinh doanh, mà là sự đạt được về giá trị nói chung.

Cuối cùng, nghiên cứu này tập trung vào các mối quan hệ giữa các chủ nợ và chủ sở hữu, trong đó không gian cho phép các công ty sau này tham gia vào các hoạt động như đầu tư quá mức hoặc đầu tư dưới mức trong trường hợp có nợ chưa thanh toán, có thể làm tổn hại đến người cho vay. Tuy nhiên, các công ty gia đình ít chịu ảnh hưởng bởi hành vi cơ hội của người chủ, vì định hướng tham gia của gia đình vào trong công ty của họ, cùng với bản chất không đa dạng của các khoản đầu tư của họ góp phần thúc đẩy sự tồn tại lâu dài của công ty, bảo vệ danh tiếng của gia đình và sự tồn tại lâu dài của kiểm soát gia đình. Ngược lại, mục tiêu này làm cho các công ty gia đình có thể nhận được nợ dài hạn đáng kể rẻ hơn để tài trợ cho các khoản đầu tư dài hạn của họ.

Dựa vào phân tích các nghiên cứu trước liên quan đến chủ đề này, thậm chí những đóng góp gần đây nhất, vẫn còn nhiều nghiên cứu thực nghiệm. Một vấn đề thú vị cần được nghiên cứu sâu hơn là liệu mức độ ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô và kết hợp với

các đặc điểm cụ thể liên quan đến mâu thuẫn đại diện và sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm có thể giải thích thêm về các quyết định kỳ hạn nợ trong các công ty gia đình, các công ty không phải là công ty gia đình. Có thể dùng làm nghiên cứu thực nghiệm có độ tin cậy cao và thậm chí có thể được sử dụng để giải quyết vấn đề. Trên thực tế, cần phải có những thông tin toàn diện về cơ cấu sở hữu (ví dụ như các nhà quản lý và giám đốc của gia đình đối với người không phải người gia đình gia đình, đặc điểm của quyền sở hữu của người chủ sở hữu, thể hệ gia đình lãnh đạo công ty, cổ đông đình chóp đối với cấu trúc kim tự tháp). Do đó, việc điều tra trong lĩnh vực này sẽ phải sử dụng các loại dữ liệu này, vì sự thiếu sót của chúng có thể dẫn đến

các diễn giải không đầy đủ hoặc gây hiểu nhầm và không có những so sánh và xác nhận hợp lệ hữu ích nhất.

Cuối cùng, kết quả này làm sáng tỏ những yếu tố cụ thể có liên quan có thể mở rộng hoặc hạn chế sự phát triển của các công ty gia đình. Vấn đề này rất quan trọng vì các doanh nghiệp do gia đình kiểm soát là nguồn tạo ra giá trị quan trọng và sự đa dạng kỹ năng xã hội và tình cảm, với sự hiện diện và hoạt động rộng lớn, như đã được mô tả trong nghiên cứu này. Ngược lại, phân tích này có thể gợi ý các chính phủ áp dụng các chính sách cụ thể nhằm hỗ trợ tốt hơn cho các hoạt động kinh doanh của gia đình dưới góc kinh tế và các khía cạnh phi kinh tế.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Ali, A., Chen, T. Y., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of accounting and economics*, 44(1), 238-286.
- Almeida, H., Campello, M., Laranjeira, B., & Weisbenner, S. (2009). *Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis* (No. w14990). National Bureau of Economic Research.
- Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The bell journal of economics*, 605-617.
- Amore, M. D., Minichilli, A., & Corbetta, G. (2011). How do managerial successions shape corporate financial policies in family firms? *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1016-1027.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The journal of finance*, 58(3), 1301-1328.
- Anderson, R. C., Duru, A., & Reeb, D. M. (2012). Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1744-1758.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial economics*, 68(2), 263-285.
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 431-445.
- Astrachan, J. H., & Shanker, M. C. (2003). Family businesses' contribution to the US economy: A closer look. *Family business review*, 16(3), 211-219.
- Astrachan, J. H., Klein, S. B., & Smyrnios, K. X. (2002). The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem1. *Family business review*, 15(1), 45-58.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *the Journal of Finance*, 50(2), 609-631.
- Barnea, A., Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1980). A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework. *the Journal of Finance*, 35(5), 1223-1234.

- Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. *European Financial Management*, 12(5), 689-723.
- Barth, E., Gulbrandsen, T., & Schønea, P. (2005). Family ownership and productivity: The role of owner-management. *Journal of Corporate Finance*, 11(1), 107-127.
- Bebchuk, L. A., Kraakman, R., & Triantis, G. (2000). Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. In *Concentrated corporate ownership* (pp. 295-318). University of Chicago Press.
- Becker, G. S. (1974). A theory of social interactions. *Journal of political economy*, 82(6), 1063-1093.
- Benavides-Velasco, C. A., Quintana-García, C., & Guzmán-Parra, V. F. (2013). Trends in family business research. *Small business economics*, 40(1), 41-57.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property* Macmillan. New York.
- Blanco-Mazagatos, V., Quevedo-Puente, D., & Castrillo, L. A. (2007). The Trade-Off Between Financial Resources and Agency Costs in the Family Business: An Exploratory Study. *Family Business Review*, 20(3), 199-213.
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. L. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting & Finance*, 42(1), 1-26.
- Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A. (2003). Family firms. *The Journal of Finance*, 58(5), 2167-2201.
- Cai, C. X., Hillier, D., & Wang, J. (2016). The cost of multiple large shareholders. *Financial Management*, 45(2), 401-430.
- Carney, M. (2005). Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms. *Entrepreneurship theory and practice*, 29(3), 249-265.
- Chahine, S. (2007). Block-holder ownership, family control and post-listing performance of French IPOs. *Managerial Finance*, 33(6), 388-400.
- Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012). The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 252-282.
- Chen, S. S., Ho, K. W., & Yeo, G. H. (1999). The determinants of debt maturity: the case of bank financing in Singapore. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12(4), 341-350.
- Chen, S., Chen, X. I. A., & Cheng, Q. (2008). Do family firms provide more or less voluntary disclosure? *Journal of accounting research*, 46(3), 499-536.
- Childs, P. D., Mauer, D. C., & Ott, S. H. (2005). Interactions of corporate financing and investment decisions: The effects of agency conflicts. *Journal of financial economics*, 76(3), 667-690.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Litz, R. A. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship Theory and practice*, 28(4), 335-354.
- Chrisman, J. J., Steier, L. P., & Chua, J. H. (2008). Toward a theoretical basis for understanding the dynamics of strategic performance in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6), 935-947.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Bergiel, E. B. (2009). An agency theoretic analysis of the professionalized family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(2), 355-372.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The journal of finance*, 57(6), 2741-2771.
- Croci, E., Doukas, J. A., & Gonenc, H. (2011). Family control and financing decisions. *European Financial Management*, 17(5), 860-897.
- Daily, C. M., & Dollinger, M. J. (1992). An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. *Family business review*, 5(2), 117-136.
- Dang, V. A., & Phan, H. V. (2016). CEO inside debt and corporate debt maturity structure. *Journal of Banking & Finance*, 70, 38-54.

- Datta, S., ISKANDAR-DATTA, M. A. I., & Raman, K. (2005). Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt. *the Journal of Finance*, 60(5), 2333-2350.
- Debicki, B. J., Matherne III, C. F., Kellermanns, F. W., & Chrisman, J. J. (2009). Family business research in the new millennium: An overview of the who, the where, the what, and the why. *Family Business Review*, 22(2), 151-166.
- Díaz-Díaz, N. L., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2016). Debt maturity structure in private firms: Does the family control matter? *Journal of Corporate Finance*, 37, 393-411.
- Domenichelli, O. (2015). An Empirical Investigation of the Debt Maturity of Italian Family Firms. *International Journal of Finance and Accounting*, 4(5), 281-292.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600.
- Dyer, W. G. (2006). Examining the “family effect” on firm performance. *Family business review*, 19(4), 253-273.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of financial economics*, 65(3), 365-395.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Florackis, C., & Ozkan, A. (2009). Managerial incentives and corporate leverage: evidence from the United Kingdom. *Accounting & Finance*, 49(3), 531-553.
- Flören, R. H. (1998). The significance of family business in the Netherlands. *Family Business Review*, 11(2), 121-134.
- Friend, I., & Lang, L. H. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *the Journal of Finance*, 43(2), 271-281.
- Gomez-Mejia, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5(1), 653-707.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative science quarterly*, 52(1), 106-137.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jiraporn, P., & Kitsabunnarat, P. (2007). Debt maturity structure, shareholder rights, and corporate governance.
- Kalm, M., & Gomez-Mejia, L. R. (2016). Socioemotional wealth preservation in family firms. *Revista de Administração (São Paulo)*, 51(4), 409-411.
- Klein, S. B. (2000). Family businesses in Germany: Significance and structure. *Family Business Review*, 13(3), 157-181.
- Li, B. (2013). Refinancing Risk, Managerial Risk Shifting, and Debt Covenants: An Empirical Analysis. *Queen's University working paper*.
- Lopez-Gracia, J., & Mestre-Barberá, R. (2015). On the relevance of agency conflicts in SME debt maturity structure. *Journal of Small Business Management*, 53(3), 714-734.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial economics*, 27(2), 595-612.
- Milton, L. P. (2008). Unleashing the relationship power of family firms: Identity confirmation as a catalyst for performance. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6), 1063-1081.

- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
- Naldi, L., Cennamo, C., Corbetta, G., & Gomez-Mejia, L. (2013). Preserving socioemotional wealth in family firms: Asset or liability? The moderating role of business context. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1341-1360.
- Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- Pour, E. K., & Lasfer, M. (2014). Taxes, Governance, and Debt Maturity Structure.
- Rajan, R., & Winton, A. (1995). Covenants and collateral as incentives to monitor. *The Journal of Finance*, 50(4), 1113-1146.
- Rogoff, E. G., & Heck, R. K. Z. (2003). Evolving research in entrepreneurship and family business: Recognizing family as the oxygen that feeds the fire of entrepreneurship.
- Sacristán-Navarro, M., Gómez-Ansón, S., & Cabeza-García, L. (2011). Family ownership and control, the presence of other large shareholders, and firm performance: Further evidence. *Family Business Review*, 24(1), 71-93.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization science*, 12(2), 99-116.
- Sharma, P. (2002). Stakeholder mapping technique: Toward the development of a family firm typology. In *Academy of Management meetings*.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of financial economics*, 25(1), 123-139.
- Shyu, Y. W., & Lee, C. I. (2009). Excess Control Rights and Debt Maturity Structure in Family-Controlled Firms. *Corporate Governance: An International Review*, 17(5), 611-628.
- Steier, L. P., Chua, J. H., & Chrisman, J. J. (2009). Embeddedness perspectives of economic action within family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(6), 1157-1167.
- Stephan, A., Talavera, O., & Tsapin, A. (2011). Corporate debt maturity choice in emerging financial markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(2), 141-151.
- Straska, M., & Waller, H. G. (2014). Antitakeover provisions and shareholder wealth: A survey of the literature. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(4), 933-956.
- Stulz, R. (2001). Does financial structure matter for economic growth? A corporate finance perspective. *Financial structure and economic growth: A Cross-country comparison of banks, markets, and development*, 143-188.
- Sun, J., Ding, L., Guo, J. M., & Li, Y. (2015). Ownership, capital structure and financing decision: evidence from the UK. *The British Accounting Review*.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2008). How are US family firms controlled? *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3047-3091.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2010). Family control of firms and industries. *Financial Management*, 39(3), 863-904.
- Villalonga, B., Amit, R., Trujillo, M. A., & Guzmán, A. (2015). Governance of family firms. *Annual Review of Financial Economics*, 7, 635-654.
- Zahra, S. A., Hayton, J. C., Neubaum, D. O., Dibrell, C., & Craig, J. (2008). Culture of family commitment and strategic flexibility: The moderating effect of stewardship. *Entrepreneurship theory and practice*, 32(6), 1035-1054.
- Zellweger, T. M., Nason, R. S., Nordqvist, M., & Brush, C. G. (2013). Why do family firms strive for nonfinancial goals? An organizational identity perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(2), 229-248.