



FACTORS AFFECTING THE CAPITAL STRUCTURE OF REAL ESTATE ENTERPRISES LISTED ON THE HO CHI MINH CITY STOCK EXCHANGE

Le Thi Phuong Loan^{1*}, Truong Gia Han¹

¹ Van Lang University

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>DOI: 10.52932/jfm.vi1.300</p> <p><i>Received:</i> June 23, 2022</p> <p><i>Accepted:</i> September 20, 2022</p> <p><i>Published:</i> February 25, 2023</p> <p>Keywords: Capital structure; Real estate; HOSE.</p>	<p>The article “Factors affecting the capital structure of real estate enterprises listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange” makes based on M&M Theory, Trade-off Theory, and The pecking order theory. The research’s purpose is to evaluate the factors affecting the capital structure of real estate businesses. From there, we give recommendations and solutions to improve the efficiency of capital use of businesses. The data is collected through the financial statements of 60 real estate companies listed on HOSE in the period 2017 - 2021. The data is processed through descriptive statistics, correlation matrix, and regression models. The results obtained from 297 observations show that size, profitability and liquidity are important factors affecting the capital structure of real estate enterprises. However, asset structure does not affect capital structure. This finding is important evidence affirming that the majority of debt from bond issuance of real estate enterprises does not increase fixed assets like manufacturing enterprises. This can put lenders at risk. Therefore, the government needs to control and strictly regulate the issuance of corporate bonds by real estate companies.</p>

**Corresponding author:*

Email: loan.ltp@vlu.edu.vn



CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN CỦA DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TẠI SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Lê Thị Phương Loan^{1*}, Trương Gia Hân¹

¹Trường Đại học Văn Lang

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p>DOI: 10.52932/jfm.vi1.300</p> <p><i>Ngày nhận:</i> 23/06/2022</p> <p><i>Ngày nhận lại:</i> 20/09/2022</p> <p><i>Ngày đăng:</i> 25/02/2023</p> <p>Từ khóa: Bất động sản; Cấu trúc vốn; Hose.</p>	<p>Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp ngành bất động sản niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) được thực hiện dựa trên cơ sở các Lý thuyết M&M, Lý thuyết đánh đổi, Lý thuyết trật tự phân hạng. Mục đích của nghiên cứu là đánh giá các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp bất động sản. Từ đó đưa ra những kiến nghị, giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp. Các dữ liệu được thu thập qua báo cáo tài chính của 60 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên sàn HOSE giai đoạn 2017 – 2021. Dữ liệu được xử lý thông qua phương pháp thống kê mô tả, ma trận tương quan và mô hình hồi quy theo phương pháp ảnh hưởng cố định (FEM). Kết quả thu được từ việc phân tích 297 mẫu quan sát cho thấy, quy mô doanh nghiệp, tỷ suất sinh lời và tính thanh khoản là các yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến cấu trúc vốn doanh nghiệp bất động sản nhưng cấu trúc tài sản thì không. Phát hiện quan trọng này là bằng chứng quan trọng cho thấy, phần lớn nợ từ phát hành trái phiếu của doanh nghiệp bất động sản không làm tăng tài sản cố định, gây ra rủi ro lớn cho người cho vay. Chính phủ cần kiểm soát và có quy định chặt chẽ trong việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp của các công ty bất động sản hiện nay.</p>

1. Giới thiệu

Cấu trúc vốn của một doanh nghiệp là tỷ lệ giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu, phản ánh tỷ trọng giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu cũng như tình hình tài chính của doanh nghiệp. Việc quyết định sử dụng vốn tự có hay vốn vay có ảnh hưởng trực tiếp và mang yếu tố quyết định

đến doanh thu, lợi nhuận, chi phí của doanh nghiệp. Điều này đồng nghĩa với việc một quyết định sai lầm về cấu trúc vốn sẽ mang đến bất lợi cực lớn, thậm chí dẫn đến sự phá sản. Tự chủ về tài chính để đảm bảo được tính thanh khoản, không phụ thuộc nhưng không có đòn bẩy, hay sử dụng vốn vay để tạo cho mình một đòn bẩy lớn hơn, để có nguồn thu nhập tốt hơn và chấp nhận rủi ro. Điều này phụ thuộc vào quyết định của doanh nghiệp. Bởi vì thế, việc tìm hiểu những yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp cực kỳ quan trọng và thiết yếu.

*Tác giả liên hệ:

Email: loan.ltp@vlu.edu.vn

Giống như tất cả các thị trường hàng hoá khác, thị trường bất động sản cũng là cầu nối giữa người mua và người bán, nhưng điểm khác biệt lớn nhất của bất động sản so với các hàng hoá thông thường khác là nó tạo ra giá trị hữu hình và được sử dụng lâu dài như nhà phố, biệt thự, cao ốc, chung cư... Sự phát triển của thị trường bất động sản góp phần đẩy mạnh nếp sống văn minh đô thị và có ảnh hưởng tích cực đến nền kinh tế của đất nước. Với nhận định dự địa phát triển của bất động sản ở Việt Nam là rất lớn nhưng cần phải có sự quản lý và phát triển tốt, vì vậy việc nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp kinh doanh lĩnh vực bất động sản là việc cần làm để góp phần tăng tính hiệu quả trong việc quản trị doanh nghiệp bất động sản.

2. Cơ sở lý thuyết

Theo Ross và cộng sự (2008), cấu trúc vốn (Capital Structure) của một doanh nghiệp là tỷ lệ giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp đó. Cấu trúc vốn phản ánh tỷ trọng vốn vay và vốn chủ sở hữu trong nguồn vốn của doanh nghiệp. Tỷ số này thể hiện tình hình của doanh nghiệp hiện tại. Một doanh nghiệp có tỷ lệ vốn chủ sở hữu cao có thể tự chủ tài chính của mình. Ngược lại, doanh nghiệp có tỷ lệ vốn vay lớn thể hiện đòn bẩy tài chính được sử dụng trong hoạt động kinh doanh. Khi tỷ lệ giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp ở trạng thái tốt nhất là khi doanh nghiệp sở hữu cấu trúc vốn tối ưu. Điều này thể hiện thông qua chi phí sử dụng vốn và giá trị thị trường của cổ phiếu doanh nghiệp. Khi chi phí sử dụng vốn là thấp nhất và giá trị thị trường của cổ phiếu doanh nghiệp ở trạng thái cao nhất, khi đó cấu trúc vốn của doanh nghiệp đạt trạng thái tối ưu.

Nghiên cứu về cấu trúc vốn của doanh nghiệp, Miller và Modigliani (1958) đặt nền móng cho lý thuyết cấu trúc vốn, sau này gọi là lý thuyết M&M với nhận định giá trị của một doanh nghiệp không phụ thuộc vào cấu trúc vốn của họ trong thị trường cạnh tranh hoàn hảo. Điều này có nghĩa rằng cho dù tỷ lệ vốn vay lớn hơn hay vốn chủ sở hữu lớn hơn

thì giá trị của doanh nghiệp đó cũng không thay đổi. Sau lý thuyết M&M, Modigliani và Miller (1963) tiếp tục xây dựng lý thuyết đánh đổi. Modigliani và Miller (1963) cho rằng, tỷ lệ nợ của các doanh nghiệp càng cao thì họ sẽ đóng thuế ít đi và ngược lại. Điều này có vẻ như doanh nghiệp nào càng vay nhiều sẽ càng có lợi, nhưng trong thực tế, việc vay nhiều nợ sẽ tạo nên áp lực chi trả các khoản lãi, tăng cao rủi ro vỡ nợ. Chính vì thế, lý thuyết đánh đổi đã ra đời. Lý thuyết này đưa ra quan điểm một cấu trúc vốn tốt ưu là một cấu trúc có thể cân bằng được giữa lợi ích từ lá chắn thuế và khả năng thanh toán những khoản chi phí đến từ các khoản nợ. Sau lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng được Myers và Majluf (1984) phát triển từ nghiên cứu trước đó của (Donaldson, 1961) nhận định rằng kênh chủ yếu để gia tăng nguồn vốn của doanh nghiệp đến từ lợi nhuận giữ lại, chứ không chủ yếu đến từ phát hành cổ phiếu. Myers và Majluf (1984) cho rằng, việc tăng vốn cổ phần dựa vào dòng tiền tài chính được phân hạng ưu tiên cho các dòng tiền trong doanh nghiệp (lợi nhuận giữ lại), đứng thứ hai là vay nợ và cuối cùng là phát hành cổ phiếu để tăng vốn. Trong thực tế, sự phân hạng ưu tiên được các doanh nghiệp chọn lựa khác nhau với các hình thức tăng vốn khác nhau dựa vào mục tiêu, tình hình và cơ cấu quản lý của doanh nghiệp.

Cấu trúc vốn của doanh nghiệp không chỉ được nghiên cứu dưới dạng lý thuyết, mà còn được quan tâm nghiên cứu ở góc độ thực nghiệm. Pahuja và Sahi (2012) sử dụng phương trình hồi quy với biến phụ thuộc là tỷ số nợ vay cùng với các biến độc lập bao gồm quy mô, tăng trưởng, lợi nhuận, tính thanh khoản và tính hữu hình để xác định các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp Ấn Độ. Nghiên cứu cho ra kết quả rằng, hai yếu tố quyết định chính của cấu trúc vốn là tăng trưởng và khả năng thanh khoản. Hamidah (2016) sử dụng dữ liệu của 88 công ty sản xuất trên sàn chứng khoán Indonesia trong giai đoạn 2009 – 2013 để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn và lợi nhuận trong công ty sản xuất. Dựa trên phương pháp phân tích đường găng (CPM)

bằng phần mềm SPSS 20, nghiên cứu kết luận rằng rủi ro kinh doanh, tính thanh khoản tích hữu hình của tài sản có ảnh hưởng lớn và tích cực đến đòn bẩy của các doanh nghiệp. Cũng trong năm này, Akpinar (2016) nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn từ các dữ liệu trên Sở giao dịch chứng khoán Borsa Istanbul (Thổ Nhĩ Kỳ). Akpinar (2016) sử dụng mức độ đòn bẩy để đại diện cho cấu trúc vốn của 77 doanh nghiệp. Với giả thuyết các yếu tố tác động là quy mô, khả năng sinh lời, khả năng tích hữu hình, cơ hội tăng trưởng, vốn chủ sở hữu, doanh thu, chi trả cổ tức và kỳ hạn thanh toán. Sau quá trình phân tích từ phương trình hồi quy, kết quả thu được chứng tỏ rằng giá trị, khả năng sinh lời, kỳ hạn thanh toán, cổ tức và tính hữu hình đồng biến với tỷ lệ đòn bẩy. Ngược lại rủi ro vỡ nợ có ảnh hưởng ngược chiều với tỷ số nợ của doanh nghiệp. Jiang và cộng sự (2018) hướng đến mục tiêu tối ưu hóa cấu trúc vốn của các doanh nghiệp vừa và nhỏ dựa trên các nhân tố bên trong và bên ngoài doanh nghiệp ảnh hưởng đến cấu trúc vốn. Kết quả cho thấy, đối với các yếu tố bên trong doanh nghiệp, đặc biệt là quy mô doanh nghiệp - một yếu tố quan trọng đồng biến đến khả năng vay vốn. Ngoài ra, các yếu tố liên quan đến ngành nghề kinh doanh, dạng cơ cấu tổ chức, kế hoạch chiến lược, thâm niên, mục tiêu của doanh nghiệp và bằng cấp giáo dục và thạc sĩ kế toán và kiến thức tài chính của chủ sở hữu của doanh nghiệp cũng có ảnh hưởng đến đòn bẩy. Đối với các yếu tố bên ngoài, gồm chu kỳ phát triển kinh tế ảnh hưởng tiêu cực đến cơ cấu vốn vay, và các chính sách và biện pháp quốc gia đồng biến với cơ cấu nợ. Gần đây, Khaki và Akin (2020) sử dụng phương pháp FEM cho chuỗi dữ liệu bảng của các quốc gia GCC (Gulf Cooperation Council) để tìm kiếm bằng chứng về các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn. Nghiên cứu chỉ ra rằng quy mô doanh nghiệp, khả năng tiếp cận và cơ hội tăng trưởng có biến động cùng chiều với đòn bẩy tài chính. Ngược lại, lợi nhuận, thâm niên, hạn chế tài chính, tính thanh khoản và quyền sở hữu của chính phủ nghịch biến với đòn bẩy. Bên cạnh đó, rủi ro hoạt động cũng có ảnh hưởng tích cực đến đòn bẩy nhưng không nhiều.

Ở Việt Nam, cấu trúc vốn và phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp được đề cập khá nhiều. Cụ thể như Lê Đạt Chí (2013) chỉ ra các yếu tố khác biệt như thuế, đòn bẩy ngành, hành vi của nhà quản trị có ảnh hưởng dương đến cấu trúc vốn. Còn các yếu tố như lạm phát, tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (P/B), tỷ số lợi nhuận trên tài sản (ROA) lại có ảnh hưởng âm. Vũ Ngọc Lan (2014) chọn Tập đoàn Dầu khí Việt Nam làm đối tượng để nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn. Theo đó, có năm nhân tố ảnh hưởng, trong đó, các yếu tố tăng trưởng, qui mô, mức độ liên quan đến lĩnh vực kinh doanh chính của ngành ảnh hưởng tích cực đến cấu trúc vốn và mức độ rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp, thái độ không thích sử dụng vốn vay của các nhà điều hành doanh nghiệp ảnh hưởng tiêu cực. Lê Thị Minh Nguyên (2016) nhấn mạnh sự ảnh hưởng khả năng thanh toán và giá trị tài sản cố định lên cấu trúc vốn. Ngoài ra, còn thể hiện được sự nghịch biến của khả năng sinh với tuổi doanh nghiệp, tỷ lệ sở hữu vốn cổ phần của nhà nước với cấu trúc vốn các doanh nghiệp xi măng. Nguyễn Thị Thúy Hạnh (2019) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp sản xuất thương mại Việt Nam trong thời gian từ năm 2009 đến năm 2016 cho kết quả rằng quy mô doanh nghiệp và tài sản cố định có biến động cùng chiều với cấu trúc vốn. Ngược lại, tính thanh khoản và sở hữu của nhà nước biến động ngược chiều với cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Nhìn chung, các nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nước đã chỉ rõ những yếu tố và chiều hướng tác động lên cấu trúc vốn của doanh nghiệp, tuy nhiên, khoảng thời gian được xét là trước khi rủi ro hệ thống xảy ra. Đại dịch Covid làm thay đổi cả nền kinh tế thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng, do đó những yếu tố tác động lên cấu trúc vốn cũng bị ảnh hưởng theo. Các công trình nghiên cứu trước chưa được cập nhật đến kỳ báo cáo gần nhất là năm 2021, chưa xét đến khủng hoảng kinh tế nên có thể chưa cập nhật được các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn. Ngoài ra, một số yếu tố ở các nghiên cứu của nước ngoài không phù

hợp với nền kinh tế Việt Nam, bởi mỗi quốc gia khác nhau, với điều kiện kinh tế chính trị xã hội khác nhau, thì hình thức của việc điều chỉnh pháp luật đối với các doanh nghiệp bất động sản và thị trường bất động sản cũng sẽ có sự khác nhau. Chính vì thế mà cần có nghiên cứu cập nhật đến thời gian gần nhất và phù hợp với thị trường Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu

Từ cơ sở lý thuyết, nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp ngành bất động sản niêm yết tại HOSE được thực hiện dựa trên cơ sở các Lý thuyết M&M,

Lý thuyết đánh đổi, Lý thuyết trật tự phân hạng cùng với kinh nghiệm đúc kết từ một số các nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nước. Trong nghiên cứu này, cấu trúc vốn được hiểu là tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản của doanh nghiệp, 5 giả thuyết về các nhân tố ảnh hưởng đến Tỷ số nợ (Cấu trúc vốn) của Doanh nghiệp ngành Bất động sản niêm yết trên sàn HOSE, bao gồm: (1) Quy mô doanh nghiệp (được xác định dựa trên doanh thu); (2) Cấu trúc tài sản; (3) Tỷ suất sinh lời; (4) Tính thanh khoản; (5) Thuế suất doanh nghiệp. Theo đó, mô hình nghiên cứu đề xuất thể hiện sự tương quan giữa các nhân tố của cấu trúc vốn như sau:

Bảng 1. Tóm tắt các biến số trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Ký hiệu	Cách tính	Lý thuyết/nghiên cứu
Tỷ số nợ (Cấu trúc vốn)	N	Tổng nợ / Tổng tài sản	Modigliani và Miller (1963); Myers và Majluf (1984);
Quy mô doanh nghiệp	QM	Logarit tự nhiên của tổng tài sản của doanh nghiệp	Modigliani và Miller (1963); Myers và Majluf (1984); Jiang và cộng sự (2018); Khaki và Akin (2020); Vũ Ngọc Lan (2014); Nguyễn Thị Thúy Hạnh (2019)
Cấu trúc tài sản	CT	Tài sản cố định / Tổng tài sản	Nguyễn Thị Thúy Hạnh (2019); Hamidah (2016); Akpınar (2016)
Tỷ suất sinh lời	R	Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản	Akpınar (2016); Myers và Majluf (1984); Lê Thị Minh Nguyên (2016)
Tính thanh khoản	Li	Tài sản ngắn hạn / Tổng nợ ngắn hạn	Hamidah (2016); Pahuja và Sahi (2012); Lê Thị Minh Nguyên (2016)
Thuế suất doanh nghiệp	Tax	Thuế doanh nghiệp / EBIT	Miller và Modigliani (1958); Lê Đạt Chí (2013)

Như vậy, phương trình hồi quy các yếu tố ảnh hưởng đến Cấu trúc vốn của Doanh nghiệp Ngành Bất động sản niêm yết trên sàn HOSE tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh có dạng:

$$N = \beta_0 + \beta_{QM} \cdot Q_M + \beta_{CT} \cdot CT + \beta_R \cdot R + \beta_{Li} \cdot Li + \beta_{Tax} \cdot Tax + \epsilon_{it}$$

Trong đó:

- β_0 : hệ số tự do; - $\beta_{...}$: hệ số hồi quy riêng

Nghiên cứu được thực hiện dựa trên số liệu tài chính từ năm 2017 đến năm 2021 của 60 công ty ngành Bất động sản niêm yết trên sàn HOSE. Các dữ liệu được lấy trong báo cáo tài chính của các doanh nghiệp bao gồm tổng tài sản, tổng nợ, doanh thu, tài sản cố định, lợi nhuận sau thuế, tài sản ngắn hạn, tổng nợ ngắn hạn, thuế doanh nghiệp, lợi nhuận trước thuế và chi phí lãi vay.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng dưới đây biểu diễn thống kê mô tả của các biến trong mô hình nghiên cứu. Theo đó, doanh nghiệp có tỷ số nợ cao nhất hơn 92% và nhỏ nhất là 4,55% nên độ biến thiên tỷ số nợ lên

đến hơn 87%. Quy mô doanh nghiệp cũng tạo ra sự chênh lệch lớn bởi doanh thu cao nhất đạt hơn 130 tỷ đồng; ngược lại, nhỏ nhất có doanh nghiệp đạt mức âm. Sự khác biệt trong quy mô tạo nên cấu trúc tài sản có sự chênh lệch lớn khi có doanh nghiệp đạt mức cao nhất là 0,6 so với mức thấp nhất là 0.

Bảng 2. Các thông số thống kê mô tả của các biến

Biến số	Lớn nhất	Nhỏ nhất	Trung bình	Khoảng biến thiên
Tỷ số nợ	92,30%	4,55%	52,20%	87,75%
Quy mô doanh nghiệp	18,68	9,91	15,31	8,77
Cấu trúc tài sản	0,602	0	0,05313	0,602
Tỷ suất sinh lời	25,38%	-48,34%	4,69%	73,73%
Tính thanh khoản	20,55	0,08	2,45	20,47
Thuế suất doanh nghiệp	123,30%	-103,03%	18,03%	226,33%

Xét về tỷ suất sinh lời, mức trung bình đạt khoảng 4,6% nhưng khoảng biến thiên lên đến hơn 73% cho thấy độ lệch lớn trong dữ liệu. Tính thanh khoản cho thấy được khả năng thanh toán và đảm bảo của các khoản nợ. Dữ liệu cho thấy tính thanh khoản cao nhất đạt 20,55 so với mức trung bình là 2,45, điều này nói lên sự chênh lệch dữ liệu của 60 doanh nghiệp. Cuối cùng, biến thuế suất doanh nghiệp cũng có sự biến thiên lớn 226,3%. Mức đóng trung bình của một doanh nghiệp là 18%, mức đóng

cao nhất lên đến 123,3%, trong khi đó mức thấp nhất âm 103%.

4.2. Kiểm định tương quan

Bảng 3 thể hiện mối tương quan giữa các biến trong mô hình, các dữ liệu cho thấy chiều hướng và mức độ quan hệ tuyến tính giữa các biến với nhau. Có thể thấy, so với biến phụ thuộc (N), có bốn biến có tương quan âm là biến CT, R, Li, Tax và một biến có tương quan dương là biến QM, giá trị trị tuyệt đối của các mối tương quan nằm trong khoảng từ 0 đến 0,42.

Bảng 3. Mối tương quan giữa các biến

	N	QM	CT	R	Li	Tax
Tỷ số nợ (N)	1					
Quy mô doanh nghiệp (QM)	0,1322	1				
Cấu trúc tài sản (CT)	-0,0751	0,232	1			
Tỷ suất sinh lời (R)	-0,2138	0,0148	0,0306	1		
Tính thanh khoản (Li)	-0,4166	-0,1151	-0,0433	0,1267	1	
Thuế suất doanh nghiệp (Tax)	-0,0293	0,1951	-0,0577	0,1064	0,156	1

4.3. Kết quả hồi quy

Phân tích tương quan đã cho thấy được mối quan hệ tuyến tính giữa các biến với nhau

nhưng số liệu về mức độ ảnh hưởng chưa được xác thực và không có độ tin cậy cao nên cần chạy mô hình hồi quy để đưa ra kết luận cuối cùng.

Để xác định được mô hình phù hợp cho chuỗi dữ liệu nghiên cứu, nhóm tác giả đã tiến hành so sánh các mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) và mô hình OLS thông thường. Đầu tiên, kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier (LM test) được áp dụng để so sánh mô hình REM và OLS. Giả thuyết H_0 (mô hình OLS là mô hình phù hợp) đã bị bác bỏ với mức ý nghĩa 1% (Prob = 0,000). Tiếp theo, kiểm định Hausman

được tiến hành để lựa chọn giữa mô hình FEM và mô hình REM. Nếu giả thuyết H_0 (mô hình REM là mô hình phù hợp) bị bác bỏ, thì FEM sẽ được chọn. Kết quả kiểm định Hausman cho kết quả Prob = 0,0095, nhỏ hơn mức ý nghĩa 5%. Do đó, nhóm tác giả kết luận mô hình FEM là mô hình phù hợp với nghiên cứu này.

Từ các dữ liệu đã thu thập và xử lý, nghiên cứu thu được kết quả hồi quy như sau:

Bảng 4. Kết quả hồi quy theo phương pháp FEM

Tên biến	Hệ số tự do	Độ lệch chuẩn	Thống kê t	Giá trị P
Quy mô doanh nghiệp (QM)	0,033	0,011	3,05	0,003
Cấu trúc tài sản (CT)	-0,086	0,108	-0,80	0,427
Tỷ suất sinh lời (R)	-0,619	0,104	-5,94	0,000
Tính thanh khoản (Li)	-0,012	0,006	-2,24	0,029
Thuế suất doanh nghiệp (Tax)	0,018	0,043	0,43	0,665
Hằng số	0,141	0,144	0,98	0,332
R ² hiệu chỉnh	0,2434			
F	19,11	Prob > F = 0,000		

Bảng kết quả hồi quy được tính toán dựa trên 297 quan sát đã thu thập được và cho các kết luận: các biến Quy mô doanh nghiệp (QM), Tỷ suất sinh lời (R) có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn (N) với tại mức ý nghĩa 1%. Tính thanh khoản (Li) có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn (N) tại mức ý nghĩa 5%. Cấu trúc tài sản (CT) và Thuế suất doanh nghiệp (Tax) không có ảnh đến cấu trúc vốn (N) do giá trị P lớn hơn 10%.

Kết quả cho thấy $R^2 = 0,2434$, điều này có nghĩa rằng mô hình (hay các biến độc lập) có thể giải thích được 24,34% sự biến thiên của biến phụ thuộc. Để kiểm định tính phù hợp của phương trình hồi quy, kết quả cho thấy Prob > F = 0,000 < 5%, chứng tỏ rằng R^2 có ý nghĩa thống kê ở mức 1% xác định hàm hồi quy phù hợp.

4.4. Thảo luận kết quả

Nghiên cứu đã thu thập, đo lường và xử lý số liệu của 60 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên sàn HOSE để tìm ra các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn dựa trên 5 giả thuyết. Kết quả

cho thấy, quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến tỷ số nợ, ngược lại tỷ suất sinh lời và tính thanh khoản có tác động nghịch biến với cấu trúc vốn, trong đó tỷ suất sinh lời có ảnh hưởng lớn nhất. Tỷ suất sinh lời tăng 1% khiến cho tỷ số nợ giảm 0,619%, điều này phù hợp với nghiên cứu của Akpınar (2016). Tỷ suất sinh lời tăng đồng nghĩa với việc doanh nghiệp kinh doanh có lợi nhuận tăng, khi đó lợi nhuận giữ lại cũng tăng theo nâng tỷ trọng nguồn vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp lên, đồng thời làm giảm tỷ số nợ của doanh nghiệp.

Cũng như tỷ suất sinh lời, tính thanh khoản có biến động ngược chiều với tỷ số nợ, kết quả này phù hợp với các nghiên cứu Pahuja và Sahi (2012), Hamidah (2016), Lê Thị Minh Nguyễn (2016). Tính thanh khoản được tính toán dựa trên tỷ số giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn. Thanh khoản tăng đến từ hai nguyên nhân là tài sản ngắn hạn tăng lên hoặc nợ ngắn hạn giảm xuống. Điều này cho thấy thanh khoản càng tăng thì nợ ngắn hạn càng giảm, nợ ngắn hạn

giảm nên tỷ trọng nợ của doanh nghiệp cũng giảm theo.

Nghiên cứu dựa trên 5 yếu tố nhưng chỉ có 3 yếu tố có ý nghĩa thống kê. Hai yếu tố không có ý nghĩa là cấu trúc tài sản và thuế suất doanh nghiệp. Tài sản cố định không chiếm phần lớn trong cơ cấu tài sản của doanh nghiệp bất động sản. Mặc khác, doanh nghiệp bất động sản phát hành trái phiếu không có tài sản đảm bảo hoặc tài sản đảm bảo là cổ phiếu mà không có tài sản đảm bảo là từ tài sản cố định, điều này tiềm ẩn nhiều rủi ro cho nhà đầu tư, vì khi giá cổ phiếu giảm, giá trị tài sản đảm bảo giảm. Thông thường, đối với các doanh nghiệp sản xuất, nợ từ phát hành trái phiếu thường hình thành nên tài sản cố định của doanh nghiệp. Khi có rủi ro, doanh nghiệp có thể thanh lý tài sản cố định để trả nợ. Trong khi đó, doanh nghiệp bất động sản phát hành trái phiếu huy động vốn phần lớn đầu tư vào tài sản hình thành trong tương lai của khách hàng, không phải tài sản cố định của doanh nghiệp. Do vậy việc biến cấu trúc tài sản không ảnh hưởng đến tỷ số nợ (cấu trúc vốn) lại là chỉ báo quan trọng cho thấy phần lớn nợ từ phát hành trái phiếu của doanh nghiệp bất động sản không làm tăng tài sản cố định như các doanh nghiệp sản xuất, điều này gây ra rủi ro lớn cho người cho vay, vì vậy chính phủ cần kiểm soát và có quy định chặt chẽ trong việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp của các công ty bất động sản hiện nay.

Thuế doanh nghiệp trong giai đoạn 2017 – 2021 không có tác động lên cấu trúc vay vốn một phần do ảnh hưởng của rủi ro hệ thống, các doanh nghiệp không có lợi nhuận và được nhà nước hỗ trợ.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp ngành bất động sản niêm yết tại HOSE được thực hiện dựa trên cơ sở các Lý thuyết M&M, Lý thuyết đánh đổi, Lý thuyết trật tự phân hạng cùng với kinh nghiệm đúc kết từ một số các nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nước. Kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô doanh nghiệp, tỷ suất sinh lời và

tính thanh khoản có tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp bất động sản. Do đó, để quản lý và phát triển ngành bất động sản có hiệu quả, các doanh nghiệp cần xác định được cấu trúc vốn tối ưu hay phù hợp nhất đối với tình hình tài chính của doanh nghiệp. Cụ thể, khi muốn vay vốn, ban quản trị cần xét đến các yếu tố theo thứ tự ưu tiên như sau:

Một là rủi ro, khi quyết định vay nợ doanh nghiệp cần xét đến rủi ro trong kinh doanh. Rủi ro được chia thành hai loại là rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống. Rủi ro hệ thống là rủi ro xảy ra ảnh hưởng đến cả thị trường, các ngành nghề kinh doanh, rủi ro phi hệ thống xảy ra chỉ ảnh hưởng đến doanh nghiệp. Khi các rủi ro xảy ra sẽ khiến cho hoạt động kinh doanh và đầu tư của doanh nghiệp bị gián đoạn và thiệt hại, điều này sẽ ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của doanh nghiệp. Ngoài ra, chi phí sử dụng vốn vay cũng sẽ tạo nên áp lực cho doanh nghiệp, vì vậy doanh nghiệp cần xét đến yếu tố này đầu tiên.

Hai là lợi ích đến từ lá chắn thuế, để tiết kiệm chi phí doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính để được giảm thuế. Ngoài ra, giá trị doanh nghiệp còn được nâng cao khi sử dụng đòn bẩy, nhưng không vì thế mà doanh nghiệp vay càng nhiều càng tốt. Doanh nghiệp cần cân bằng được lợi ích từ thuế và rủi ro thanh khoản để xác định một cấu trúc vốn phù hợp nhất.

Ba là có các công cụ phòng ngừa rủi ro. Việc sử dụng các công cụ phái sinh như hợp đồng tương lai hay quyền chọn để dự phòng rủi ro là một biện pháp tốt để giúp cho doanh nghiệp tránh khỏi tổn thất nặng nề khi rủi ro xảy ra. Không chỉ doanh nghiệp, tác động của chính phủ cũng có ảnh hưởng lớn đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Công cụ vay vốn an toàn và hiệu quả là trái phiếu, nhưng thị trường trái phiếu chưa thật sự phát triển ở Việt Nam. Chính vì thế, chính phủ Việt Nam cần tăng cường phát triển thị trường trái phiếu giúp doanh nghiệp có điều kiện và cơ hội để phát hành trái phiếu của mình. Ngoài ra, việc phát triển thị trường trái phiếu giúp công cụ tài chính này tăng tính thanh khoản, kích thích trái phiếu Việt Nam phát triển mạnh mẽ.

Bốn là, nghiên cứu đã cho ra kết quả cụ thể những yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp bất động sản, nhưng bên cạnh đó nghiên cứu vẫn còn những hạn chế. Giai đoạn năm 2017-2021 là một giai đoạn đặc biệt chịu áp lực của dịch bệnh và khủng hoảng kinh tế, những kết quả trong giai đoạn này có thể sẽ không đúng với tình hình ở giai đoạn ổn định

khác. Các mẫu chỉ được xét ở sàn HOSE không bao gồm tất cả các doanh nghiệp bất động sản tại Việt Nam, chính vì thế mà mô hình không thể đúng với tất cả các doanh nghiệp bất động sản khác. Do đó, trong các nghiên cứu tiếp theo cần có sự bổ sung mẫu nghiên cứu để mối quan hệ giữa các yếu tố đến cấu trúc vốn được rõ ràng, có tính ảnh hưởng mạnh hơn.

Tài liệu tham khảo

- Lê Đạt Chí (2013). Các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản trị tài chính tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 9(19), 22-28.
- Lê Thị Minh Nguyên (2016). Các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn: Một nghiên cứu trong ngành xi măng Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Đại học Văn Hiến*, 4(3), 30-37.
- Nguyễn Thị Thúy Hạnh (2019). Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty sản xuất thương mại Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Đại học mở Thành phố Hồ Chí Minh*, 14(1), 142-152.
- Vũ Ngọc Lan (2014). *Tái cấu trúc vốn tại Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam*. Trường Đại học Kinh tế Quốc dân. <https://dlib.neu.edu.vn/handle/NEU/834>
- Akpinar, O. (2016). Factors affecting capital structure: a panel data analysis on bursa istanbul. In *Economic and Social Development (Book of Proceedings)*, 13th International Scientific Conference on Economic and (p. 527).
- Donaldson, G. (1961). *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity* (Vol. (tái bản 2000)): Beard Books.
- Hamidah, H. (2016). Analysis of factors affecting the capital structure and profitability in Indonesian's manufacturing company year 2009-2013. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 20(2), 167-175.
- Jiang, J., Dong, F., & Du, B. (2018). Analysis on the factors affecting the capital structure of small and medium-sized enterprises in China. *American Journal of Industrial and Business Management*, 8(1), 156-162.
- Khaki, A. R., & Akin, A. (2020). Factors affecting the capital structure: New evidence from GCC countries. *Journal of International Studies*, 13(1), 9-27.
- 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.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- 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.
- Pahuja, A., & Sahi, A. (2012). Factors affecting capital structure decisions: empirical evidence from selected indian firms. *International Journal of Marketing, Financial Services and Management Research*, 3(3), 76-86.
- Ross, S. A., Westerfield, R., Jordan, B. D., & Biktimirov, E. N. (2008). *Essentials of corporate finance*. McGraw-Hill/Irwin.