

# CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN CƠ CẤU NGUỒN VỐN: NHÌN TỪ GÓC ĐỘ NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN VIỆT NAM

TS. Lê Thị Nhung - Ths. Bùi Thị Minh Nguyệt\*

*Thông qua việc sử dụng các phương pháp cơ bản trong hồi quy dữ liệu bảng, nghiên cứu đã lựa chọn phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS) nhằm đánh giá tác động của các nhân tố bên trong tới tỷ lệ nợ, tỷ lệ nợ ngắn hạn và tỷ lệ nợ dài hạn của 54 công ty cổ phần bất động sản niêm yết ở Việt Nam giai đoạn 2013-2017. Từ đó đưa ra một số khuyến nghị nhằm hoàn thiện chính sách huy động vốn trong doanh nghiệp. Kết quả ước lượng cho thấy, khả năng sinh lời có tác động ngược chiều đến cơ cấu nguồn vốn, trong khi đó, quy mô doanh nghiệp và hình thức sở hữu doanh nghiệp có tác động thuận chiều tới tỷ lệ nợ. Tuy nhiên, sự tác động của quy mô doanh nghiệp, hình thức sở hữu, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp, khả năng thanh toán và tuổi của doanh nghiệp đến tỷ lệ nợ, tỷ lệ nợ ngắn hạn, tỷ lệ nợ dài hạn là khác nhau.*

• Từ khóa: bất động sản, cơ cấu nguồn vốn, nhân tố tác động.

*Through the use of basic methods in panel data regression, the study selects the generalized least squares estimation method (GLS) to assess the impact of internal factors on debt ratio, short-term debt ratio and long-term debt ratio of 54 joint stock companies listed real estate in Vietnam in the period 2013- 2017. Since then give some recommendations to improve capital mobilization policy in enterprises. Estimated results show that profitability has a negative impact on capital structure, while firm size and the ownership percentage of state shares have positive impacts on debt ratio. However, the impact of firm size, ownership form, corporate income tax rate, liquidity and age of the firm on debt ratio, long-term debt ratio is different.*

• Keywords: real estate, capital structure, affect factor.

Ngày nhận bài: 2/5/2019

Ngày chuyển phản biện: 10/5/2019

Ngày nhận phản biện: 15/5/2019

Ngày chấp nhận đăng: 20/5/2019

## 1. Giới thiệu

Cơ cấu nguồn vốn là khái niệm phản ánh thành phần và tỷ trọng của từng nguồn vốn chiếm trong tổng nguồn vốn tại một thời điểm mà doanh nghiệp đang sử dụng để tài trợ cho tài sản của mình. Trên thực tế, cơ cấu nguồn vốn phụ thuộc rất nhiều vào các yếu tố. Do đó, các nhà quản trị tài chính luôn

quan tâm đến các nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp và mức độ ảnh hưởng của các nhân tố này đến cơ cấu nguồn vốn.

Song song với những thành tựu đáng ghi nhận, thị trường BĐS vẫn đang tồn tại nhiều bất cập, nhất là nhu cầu về vốn. Với đặc điểm là một ngành đòi hỏi vốn lớn và phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn vay, trong khi tín dụng ngày càng bị thắt chặt và mặt bằng lãi suất cao. Điều này đòi hỏi các doanh nghiệp BĐS cần tìm ra một cơ cấu nguồn vốn sao cho tối đa hóa được giá trị doanh nghiệp, đồng thời đảm bảo an toàn tài chính doanh nghiệp.

## 2. Cơ sở lý thuyết

### 2.1. Các lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn

*Lý thuyết Modigliani và Miller (M&M)*

Lý thuyết về mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp do hai nhà nghiên cứu Franco Modigliani và Merton Miller đưa ra vào năm 1958. Tuy nhiên, lý thuyết M&M được xây dựng trên cơ sở những giả định không xảy ra trong thực tế.

*Lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn tối ưu*

Lý thuyết này cho rằng ở doanh nghiệp có tồn tại cơ cấu nguồn vốn tối ưu mà tại đó chi phí sử dụng vốn trung bình của doanh nghiệp là nhỏ nhất và giá trị của doanh nghiệp là cao nhất. Do đó, cơ cấu nguồn vốn tối ưu là cơ cấu nguồn vốn làm cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận, qua đó tối đa hoá giá trị doanh nghiệp hay giá cổ phiếu của doanh nghiệp với chi phí sử dụng vốn là thấp nhất.

\* Học viện Tài chính

*Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng*

Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng cho rằng chi phí sử dụng vốn trung bình và giá trị doanh nghiệp vẫn không thay đổi khi tỷ số đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp thay đổi. Nói cách khác, lý thuyết này cho rằng cơ cấu nguồn vốn tối ưu, giá trị doanh nghiệp và giá cổ phiếu không bị phụ thuộc vào nguồn vốn.

*Lý thuyết chi phí trung gian*

Chi phí trung gian phản ánh các chi phí phát sinh trong mối liên hệ giữa người đứng đầu và các bên trung gian. Trong khi người đứng đầu đại diện cho các cá nhân, nhóm, tổ chức thì trung gian là đối tượng được thuê để đại diện cho một bên. Do đó, như một giải pháp, quản trị doanh nghiệp tốt sẽ làm giảm chi phí trung gian.

*Một số nghiên cứu thực nghiệm có liên quan*

Nghiên cứu của Titman và Wessels (1988) thực hiện trên 469 doanh nghiệp ở Mỹ trong giai đoạn 1974-1982, cho thấy mối tương quan thuận chiều giữa cấu trúc tài sản và quy mô doanh nghiệp với cấu trúc vốn. Trong khi đó, khả năng sinh lợi (ROA) có mối tương quan nghịch chiều với cấu trúc vốn. Kết quả tương tự được thể hiện trong nghiên cứu của Rajan và Zingales (1995) khi tiến hành phân tích dữ liệu từ 8000 doanh nghiệp ở các nước G7 trong giai đoạn 1987-1991.

Nghiên cứu của Nguyễn Thanh Cường (2008) dựa trên cơ sở số liệu là báo cáo tài chính của 22 doanh nghiệp chế biến thủy sản Khánh Hòa đã xác định quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lời và cơ hội tăng trưởng có tác động tích cực đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Trong khi đó, những nhân tố như cấu trúc tài sản, tỷ suất lãi vay có tác động ngược chiều với cấu trúc tài chính.

**3. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm**

**3.1. Phương pháp nghiên cứu**

Bài viết được thực hiện theo phương pháp định tính nhằm lý giải các vấn đề nghiên cứu theo lý thuyết kinh tế, kết hợp với phương pháp định lượng. Trong đó, nghiên cứu sử dụng các phương pháp định lượng cơ bản trong hồi quy dữ liệu bảng gồm: Phương pháp ước lượng tác động cố định (FEM) và tác động ngẫu nhiên (REM). Khi mẫu nghiên cứu có số đơn vị chéo lớn trong chuỗi thời gian ngắn (N lớn, T nhỏ) thường phát sinh hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Do đó, nghiên cứu tiến hành kiểm định khuyết

**Bảng 1: Các biến phụ thuộc trong mô hình hồi quy**

Biến phụ thuộc - $Y_i$	Công thức tính
TLEV- Tỷ lệ nợ	Giá trị sổ sách của tổng nợ chia tổng nguồn vốn
SLEV- Tỷ lệ nợ ngắn hạn	Giá trị sổ sách của nợ ngắn hạn chia tổng nguồn vốn
LLEV- Tỷ lệ nợ dài hạn	Giá trị sổ sách của nợ dài hạn chia tổng nguồn vốn

tật đối với các mô hình FEM, REM được lựa chọn và khắc phục khuyết tật phương sai sai số thay đổi và tự tương quan của mô hình bằng phương pháp ước lượng bình phương tối thiểu tổng quát (GLS - Generalized Least Squares).

Nghiên cứu sử dụng số liệu báo cáo tài chính của 54 công ty cổ phần (CTCP) BDS có cổ phiếu niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, giai đoạn 2013-2017 nhằm xác định mối quan hệ giữa một số nhân tố nội tại ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp. Trong nghiên cứu này, mô hình phản ánh sự tác động của các nhân tố bên ngoài doanh nghiệp sẽ không được xét đến vì nghiên cứu chỉ tập trung vào sự ảnh hưởng từ đặc điểm riêng biệt của doanh nghiệp đến cơ cấu nguồn vốn.

**3.2. Mô hình nghiên cứu**

**Xác định các biến trong mô hình nghiên cứu**

Biến phụ thuộc: Là tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn của doanh nghiệp. Trong đó, nợ bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn, do đó trong nghiên cứu này sẽ có ba biến phụ thuộc: *Tỷ lệ nợ, tỷ lệ nợ ngắn hạn, tỷ lệ nợ dài hạn.*

Các biến giải thích được minh họa cụ thể trong bảng 2.

**Mô hình nghiên cứu:**

Mô hình nghiên cứu trong bài viết được kế thừa và mở rộng bởi các mô hình nghiên cứu thực nghiệm trước đó, đồng thời, nghiên cứu đã thay đổi, bổ sung một số biến số cho phù hợp với đặc trưng của các doanh nghiệp ngành BDS ở Việt Nam. Mô hình được xây dựng như sau:

*Mô hình 1: Các nhân tố tác động đến tỷ lệ nợ của doanh nghiệp:*

$$TLEV_{it} = \beta_1 + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 LIQUID_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 UNIQUE_{it} + \beta_8 TAX_{it} + \beta_9 NDTs_{it} + \beta_{10} AGE_{it} + \beta_{11} SOE_{it} + U_{it}, (t = \overline{1,5}; i = \overline{1,54})$$

*Mô hình 2: Các nhân tố tác động đến tỷ lệ nợ ngắn hạn của doanh nghiệp:*

$$SLEV_{it} = \beta_1 + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 LIQUID_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 UNIQUE_{it} + \beta_8 TAX_{it} + \beta_9 NDTs_{it} + \beta_{10} AGE_{it} + \beta_{11} SOE_{it} + U_{it}, (t = \overline{1,5}; i = \overline{1,54})$$

*Mô hình 3: Các nhân tố tác động đến tỷ lệ nợ dài hạn của doanh nghiệp:*

$$LLEV_{it} = \beta_1 + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 LIQUID_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 UNIQUE_{it} + \beta_8 TAX_{it} + \beta_9 NDTs_{it} + \beta_{10} AGE_{it} + \beta_{11} SOE_{it} + U_{it}, (t = \overline{1,5}; i = \overline{1,54})$$

Bảng 2: Các biến giải thích trong mô hình hồi quy

Biến giải thích	Ký hiệu	Công thức tính	Tương quan kỳ vọng với biến phụ thuộc
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	$\ln(\text{Tổng tài sản})$	+/-
Cơ cấu tài sản	TANG	Tài sản cố định hữu hình / Tổng tài sản	+/-
Khả năng thanh toán	LIQUID	Tài sản ngắn hạn / Nợ ngắn hạn	+/-
Khả năng sinh lời	ROA, ROE, BEP		+/-
Tỷ lệ tăng trưởng	GROWTH	$(\text{Tổng tài sản năm } t - \text{Tổng tài sản năm } t-1) / \text{Tổng tài sản năm } t-1$	+/-
Đặc điểm riêng của tài sản doanh nghiệp	UNIQUE	Giá vốn hàng bán/ Doanh thu thuần	-
Thuế	TAX	Thuế/ Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	+
Lợi ích lá chắn thuế từ khấu hao	NDTS	Khấu hao tài sản cố định/ Tổng tài sản	+/-
Thời gian hoạt động	AGE	$\ln(\text{năm } 2017 - \text{năm thành lập doanh nghiệp})$	+
Tỷ lệ vốn Nhà nước	SOE	$\text{SOE} = 1$ nếu tỷ lệ sở hữu Nhà nước $>51\%$ , $= 0$ nếu tỷ lệ sở hữu Nhà nước $<51\%$	+

### 3.3. Kết quả nghiên cứu

#### Thông kê mô tả

Kết quả bảng 3 cho thấy, biến số TLEV (tỷ lệ nợ) cho thấy rằng, trung bình doanh nghiệp sử dụng 54% nợ trong cơ cấu nguồn vốn, tỷ lệ nợ tối đa mà doanh nghiệp sử dụng là 91,8% cho thấy doanh nghiệp có vốn kinh doanh phụ thuộc rất lớn vào nợ vay, tính tự chủ tài chính thấp. Do đó, doanh nghiệp sẽ dễ gặp rủi ro khi lãi suất cho vay tăng mạnh. Trong khi đó tỷ lệ nợ tối thiểu là 1,1% chứng tỏ có một số doanh nghiệp sử dụng tỷ lệ nợ rất thấp trong tổng nguồn vốn huy động.

Tỷ lệ nợ ngắn hạn (SLEV) và tỷ lệ nợ dài hạn (LLEV): Bình quân tỷ lệ nợ ngắn hạn là 37,2%, cao nhất là 100%, thấp nhất là 3,54%. Trong khi đó, tỷ lệ nợ dài hạn bình quân đạt 18,9%, mức cao nhất là 78,2% và thấp nhất là 0%. Như vậy, trong giai đoạn nghiên cứu, các CTCP BĐS niêm yết có khuynh hướng huy động nợ ngắn hạn trong cơ cấu nguồn vốn để tài trợ cho hoạt động của mình.

#### Ma trận hệ số tương quan

Số liệu bảng 4 về ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình cho thấy các biến giải thích TANG, LIQUID, ROA, TAX có quan hệ tác động ngược chiều với TLEV và các biến còn lại có quan hệ tác động cùng chiều với TLEV. Trong khi đó, chỉ có hai biến là GROWTH, UNIQUE có tác động cùng chiều tới tỷ lệ nợ ngắn hạn (SLEV). Các biến ROA, GROWTH, UNIQUE, TAX là những biến có tác động ngược chiều tới tỷ lệ nợ dài hạn (LLEV). Hệ số tương quan giữa các biến giải thích hầu hết có giá trị không cao. Đây là cơ sở có thể cho rằng trong mô hình ít xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

**Kiểm định tính dừng:** Việc kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu có thể bỏ qua bởi số đơn vị chéo

lớn hơn thời gian nghiên cứu ( $N > T$ ) và  $T$  nhỏ (5 năm).

#### Kết quả hồi quy bằng phương pháp GLS

Sau khi ước lượng bằng phương pháp FEM, REM và kiểm định khuyết tật các mô hình được lựa chọn, kết quả cho thấy cả 3 mô hình đều có khuyết tật tự tương quan và phương sai sai số thay đổi. Do đó, để khắc phục khuyết tật, nghiên cứu lựa chọn sử dụng mô hình ước lượng GLS. Kết quả ước lượng GLS của 3 mô hình được tổng hợp trong bảng 5 trên đây.

Kết quả hồi quy tại bảng 5 cho thấy, các biến số: GROWTH, UNIQUE, NDTS không có ý nghĩa về mặt thống kê tại cả ba mô hình. Nghiên cứu sẽ không tiến hành thảo luận về các biến số này vì chưa có đủ cơ sở về mặt thống kê để kết luận. Các biến số còn lại có đủ cơ sở về mặt thống kê với mức ý nghĩa đến 10% nên sẽ lần lượt được thảo luận sau đây:

**Tác động của quy mô doanh nghiệp (SIZE):** Quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều tới tỷ lệ nợ và tỷ lệ nợ dài hạn, kết quả này là nhất quán với lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn. Điều đó chứng tỏ quy mô doanh nghiệp càng lớn, tiềm lực tài chính càng mạnh thì rủi ro phá sản càng thấp. Tuy nhiên, tác động của quy mô doanh nghiệp đến tỷ lệ nợ ngắn hạn là ngược chiều, có nghĩa là trong ngắn hạn, doanh nghiệp có quy mô càng lớn sẽ ưa thích sử dụng vốn chủ sở hữu hơn là vay nợ, điều này ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng.

**Tác động của cơ cấu tài sản (TANG):** Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản có tác động ngược chiều tới tỷ lệ nợ ngắn hạn. Điều đó cho thấy, tài sản thế chấp là một điều kiện quan trọng để các chủ nợ xem xét quyết định cấp tín dụng. Tuy nhiên, đối với nhu cầu vốn tài trợ ngắn hạn, doanh nghiệp sẽ có xu hướng sử dụng nguồn vốn nội bộ hơn là vốn vay bên ngoài vì phải trả chi phí cao. Thông thường tài sản cố định sẽ có ý nghĩa quan trọng khi doanh nghiệp lựa chọn nguồn vốn dài hạn để tài trợ cho các dự án đầu tư phát triển.

**Tác động của khả năng sinh lời (ROA):** Nghiên cứu cho thấy, khả năng sinh lời (ROA) có mối tương quan ngược chiều với tỷ lệ nợ, tỷ lệ nợ ngắn hạn và tỷ lệ nợ dài hạn, kết quả này được hỗ trợ từ lý thuyết trật tự phân hạng. Điều này một lần nữa khẳng định, những doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao thường có xu hướng tài trợ bằng nguồn vốn nội bộ hơn là nguồn vốn bên ngoài.

**Tác động của hình thức sở hữu của doanh nghiệp (SOE):** Kết quả hồi quy cho thấy, những doanh

Bảng 3: Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
TLEV	270	.540765	.1908538	.0109895	.9178274
SLEV	270	.3721162	.1876702	.0354138	1
LLEV	270	.1887883	.1636751	0	.7817793
SIZE	270	21.41107	1.429559	18.5922	26.08827
TANG	270	.0844008	.1266823	0	.7947793
LIQUID	270	2.432706	2.211321	.0071552	18.67055
ROA	270	.0277313	.081767	-.4918623	.839056
GROWTH	270	10.06182	128.8218	-.9509052	2038.04
UNIQUE	270	.8074374	.6478859	-.1523331	10.22183
TAX	269	.1212255	.1009434	-.1487618	.6950906
NDTS	270	.0080625	.0623245	-.1065992	1.000009
AGE	270	2.614948	.4205554	1.609438	3.688879
SOE	270	.0407407	.1980561	0	1

Nguồn: Nghiên cứu thực hiện phân tích trên phần mềm Stata 14.

Bảng 4: Ma trận hệ số tương quan

	TLEV	SLEV	LEEV	SIZE	TANG	LIQUID	ROA	GROWTH	UNIQUE	TAX	NDTS	AGE	SOE
TLEV	1.0000												
SLEV	0.3956	1.0000											
LEEV	0.4902	-0.4585	1.0000										
SIZE	0.1924	-0.1472	0.2535	1.0000									
TANG	-0.1055	-0.1559	0.0401	-0.2138	1.0000								
LIQUID	-0.0964	-0.5581	0.5380	-0.0438	-0.0587	1.0000							
ROA	-0.2269	-0.2221	-0.0718	0.0365	-0.1056	0.1681	1.0000						
GROWTH	0.0490	0.0558	-0.0133	-0.0616	-0.0093	-0.0482	-0.1589	1.0000					
UNIQUE	0.0277	0.1234	-0.0727	0.0056	-0.0388	-0.1165	-0.1066	0.0321	1.0000				
TAX	-0.0336	-0.0669	-0.0762	0.1575	-0.1065	0.0884	0.2764	-0.0836	-0.0200	1.0000			
NDTS	0.0188	-0.0676	0.0860	-0.0280	0.1033	0.0095	0.0251	-0.0131	-0.0181	0.0533	1.0000		
AGE	0.0771	-0.0822	0.0912	0.1551	-0.0740	-0.0268	0.1271	-0.0604	0.0113	0.2133	0.1039	1.0000	
SOE	0.0633	-0.0373	0.0394	-0.0731	-0.0346	-0.0175	0.0270	-0.0153	-0.0084	0.1334	0.2883	0.2403	1.0000

Nguồn: Nghiên cứu thực hiện phân tích trên phần mềm Stata 14.

Bảng 5: Bảng tổng hợp kết quả hồi quy bằng phương pháp ước lượng GLS

	(1) TLEV	(2) SLEV	(3) LEEV
SIZE	0.0232*0.1**0.05*** (7.77)	-0.0253*0.1**0.05*** (-7.06)	0.0389*0.1**0.05*** (10.49)
TANG	-0.0238 (-0.35)	-0.380*0.1**0.05*** (-9.04)	0.114 (2.02)
ROA	-0.620*0.1**0.05*** (-5.41)	-0.252*0.1**0.05*** (-2.68)	-0.337*0.1**0.05*** (-4.47)
GROWTH	-0.0000121 (-0.26)	-0.00000473 (-0.08)	0.00000244 (0.07)
UNIQUE	0.00544 (0.65)	0.00436 (0.39)	0.000214 (0.02)
SOE	0.0811*0.1**0.05*** (2.88)	-0.0442 (-1.84)	0.0748*0.1**0.05*** (2.64)
TAX	-0.00105 (-0.02)	0.192*0.1**0.05*** (3.60)	-0.245*0.1**0.05*** (-4.69)
LIQUID	-0.0188*0.1**0.05*** (-3.97)	-0.0605*0.1**0.05*** (-18.76)	0.0379*0.1**0.05*** (10.47)
NDTS	0.0573 (0.75)	-0.0354 (-0.48)	0.102 (0.78)
AGE	0.00482 (0.37)	-0.0422*0.1**0.05*** (-3.34)	0.0437*0.1**0.05*** (3.78)
_cons	0.0932 (1.22)	1.168*0.1**0.05*** (13.47)	-0.838*0.1**0.05*** (-9.60)
N	269	269	269

t statistics in parentheses  
\*0.1\*\*0.05\*\*\* p<0.01

Nguồn: Nghiên cứu thực hiện phân tích trên phần mềm Stata 14.

ngành có cổ phần vốn Nhà nước chi phối có tác động tích cực đến tỷ lệ nợ và tỷ lệ nợ dài hạn. Đây là kết quả phản ánh thực tế nền kinh tế Việt Nam, bởi lẽ tỷ lệ sở hữu cổ phần của Nhà nước được xem như yếu tố đặc thù tác động tới cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp.

**Tác động của thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp (TAX):** Tác động của nhân tố này là ngược chiều tới tỷ lệ nợ và tỷ lệ nợ dài hạn. Kết quả này cho thấy các CTCP BĐS niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu đã không tận dụng triệt để được lợi ích từ thuế thu nhập.

**Tác động của khả năng thanh toán (LIQUID):** Kết quả hồi quy cho thấy, khả năng thanh toán ngắn hạn có tác động ngược chiều tới tỷ lệ nợ và tỷ lệ nợ ngắn hạn, song có tác động thuận chiều tới tỷ lệ nợ dài hạn. Như vậy, các doanh nghiệp có tính thanh khoản cao sẽ ít sử dụng nợ ngắn hạn, thay vào đó là doanh nghiệp huy động nợ dài hạn.

**Tác động của tuổi doanh nghiệp (AGE):** Bảng kết quả hồi quy cho thấy tuổi của doanh nghiệp có tác động ngược chiều tới tỷ lệ nợ ngắn hạn, tuy nhiên tác động của nhân tố này tới tỷ lệ nợ dài hạn lại là thuận chiều. Như vậy, các doanh nghiệp có thâm niên hoạt động trên thị trường càng lâu thì vị trí được khẳng định nên khả năng vay vốn dài hạn từ các định chế tài chính trung gian cao. Tuy nhiên, do khó khăn trong hoạt động kinh doanh BĐS trong giai đoạn vừa qua, cùng với việc hàng loạt dự án BĐS huy động nợ ngắn hạn tài trợ cho hoạt động đầu tư dài hạn nên các ngân hàng thương mại tạm dừng cho vay vốn ngắn hạn ngay cả với những doanh nghiệp đã hoạt động khá lâu trên thị trường.

#### 4. Kết luận

Nghiên cứu các nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các CTCP BĐS niêm yết ở Việt Nam giai đoạn 2013-2017 đã minh chứng được rằng: Khả năng sinh lời có tác động ngược chiều tới tỷ lệ nợ, tỷ lệ nợ ngắn hạn và tỷ lệ nợ dài hạn. Thêm vào đó, quy mô doanh nghiệp và hình thức sở hữu doanh nghiệp có tác động thuận chiều tới tỷ lệ nợ. Nghiên cứu này một lần nữa minh chứng cho lý thuyết trật tự phân hạng và làm cơ sở cho các nhà quản trị tài chính xây dựng cơ cấu nguồn vốn hợp lý cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, sự tác động của quy mô doanh nghiệp, hình thức sở hữu, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp, khả năng thanh toán và tuổi của doanh nghiệp đến tỷ lệ nợ, tỷ lệ nợ ngắn hạn, tỷ lệ nợ dài hạn là khác nhau. Điều đó cho thấy tác động của các nhân tố là khác nhau tới kỳ hạn nợ của doanh nghiệp.

#### Tài liệu tham khảo:

- Đoàn Ngọc Phi Anh (2010), "Các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc tài chính và hiệu quả tài chính: tiếp cận theo phương pháp phân tích đường dẫn", Tạp chí khoa học và công nghệ, (5), (40), tr.14-22.
- Nguyễn Thanh Cường (2015), Tác động của cấu trúc vốn lên giá trị doanh nghiệp chế biến thủy sản Nam Trung Bộ. Luận án Tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia thành phố Hồ Chí Minh.
- Modigliani F., & Miller M.H (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", The American Review, 48, pp.261-297.
- Titman; S. and Wessels; R. (1988) "The determinants of capital structure choice", Journal of Finance, Vol.41, 1988, pp.1-19.
- Tran Đình Khoi Nguyễn and Ramachandran N. (2006), "Capital structure in small and medium-sized enterprises: The case of Vietnam", ASEAN Economic Bulletin, 23(2), pp. 192- 211.