

TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN TỚI KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA CÁC DOANH NGHIỆP THUỘC NHÓM NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN ĐƯỢC NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN HOSE VÀ HNX

● NGUYỄN HẢI NAM - CAO THỊ NHẬT LỆ - HOÀNG TIẾN NHẬT ANH

TÓM TẮT:

Đối với một doanh nghiệp bất động sản, việc duy trì một cấu trúc vốn lành mạnh và phù hợp với chiến lược phát triển là yếu tố sống còn của doanh nghiệp. Sử dụng mô hình tác động ngẫu nhiên REM, nhóm nghiên cứu chỉ ra rằng cơ cấu vốn với biến đại diện là nợ ngắn hạn và tổng nợ có tác động âm tới khả năng sinh lời. Ngược lại, với biến đại diện là nợ dài hạn có tác động dương đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp bất động sản. Nhóm nghiên cứu tập trung vào các doanh nghiệp bất động sản Việt Nam được niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE và HNX, trong giai đoạn 2017-2021.

Từ khóa: cấu trúc vốn, khả năng sinh lời, mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS), mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM), mô hình ảnh hưởng cố định (FEM).

1. Đặt vấn đề

Việc ra quyết định về cơ cấu vốn là một trong những nhiệm vụ khó khăn nhất đối với sự phát triển của một công ty. Quyết định cấu trúc vốn đóng vai trò quan trọng đối với bất kỳ tổ chức kinh doanh nào nhằm mục đích tối đa hóa lợi nhuận và làm cho tổ chức đó có thể cạnh tranh với các tổ chức khác. Do vậy, đề tài cấu trúc vốn cũng thu hút sự quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu trong và ngoài nước. Đã có rất nhiều bài nghiên cứu về cấu trúc vốn tác động tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp, tuy nhiên chưa có kết quả thống nhất nào cho mối quan hệ này. Sự khác biệt về các quan điểm đến từ nhiều

nguyên nhân bao gồm các loại biến các nhau, cỡ mẫu được lấy từ các quốc gia khác nhau, các ngành (lĩnh vực) hoặc thời gian khác nhau. vì vậy chưa đem đến kết quả thống nhất.

Thị trường bất động sản góp phần cung cấp nhà ở, cơ sở hạ tầng cho đô thị, thúc đẩy các ngành khác phát triển như ngành xây dựng, lao động, tài chính. Ước tính mỗi năm, thị trường bất động sản đóng góp vào khoảng 10% tổng thu nhập quốc dân và 3% tăng trưởng GDP (nguồn vneconomy.vn). Vì vậy, nhóm ngành bất động sản được đánh giá có tiềm năng và có tầm quan trọng đối với sự phát triển kinh tế Việt Nam. Do đó, bài nghiên cứu về chủ đề

“Ảnh hưởng của cấu trúc vốn tới khả năng sinh lời của các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành bất động sản được niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam” là cần thiết.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Lý thuyết về cấu trúc vốn

Cấu trúc vốn được định nghĩa là sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu mà công ty sử dụng trong hoạt động của mình. Các công ty cũng có thể phát hành hàng chục chứng khoán riêng biệt trong vô số sự kết hợp để tối đa hóa giá trị thị trường tổng thể (Abor 2005). Theo Ahmad et al (2012), định nghĩa cấu trúc vốn là quan hệ giữa tỷ trọng nợ và vốn chủ sở hữu trong nguồn vốn của doanh nghiệp. Cũng cùng quan điểm với Ahmad, Pouraghajan & Malekian (2012), Addae et al (2013) cho biết, cấu trúc vốn là nguồn tài chính hỗn hợp của doanh nghiệp được cấu thành từ nợ và vốn chủ sở hữu để tạo nên tài sản cho doanh nghiệp. Quan điểm của Hasan (2014) cho thấy, cấu trúc vốn của doanh nghiệp là sự kết hợp của nợ ngắn hạn, nợ dài hạn, vốn cổ phần thường, vốn cổ phần ưu đãi và các nguồn vốn khác được dùng để tài trợ cho hoạt động điều hành và phát triển của doanh nghiệp. Với các quan điểm về cấu trúc vốn, theo các chuyên gia, cấu trúc vốn là mối quan hệ giữa tỷ trọng nợ và vốn chủ sở hữu so với nguồn vốn của doanh nghiệp.

2.1.2. Lý thuyết về khả năng sinh lời

Tỷ suất sinh lời là một loại thước đo tài chính được sử dụng để đánh giá khả năng tạo ra thu nhập của một doanh nghiệp so với doanh thu, chi phí hoạt động, tài sản trên bảng cân đối kế toán hoặc vốn chủ sở hữu của cổ đông theo thời gian, sử dụng dữ liệu từ một thời điểm cụ thể. Theo quan điểm của Pandey (1980), khả năng sinh lời là khả năng kiếm được lợi nhuận của doanh nghiệp. Khả năng sinh lời sẽ diễn giải lợi nhuận liên quan đến các yếu tố khác. Đồng thời, khả năng sinh lời cũng sẽ phân tích và đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, các chiến lược đầu tư của doanh nghiệp từ vốn được sử dụng trong doanh nghiệp hoặc liên quan đến doanh thu. Theo Siminica & Stefan (2011), khả năng

sinh lời của một hoạt động thể hiện ở khả năng tạo ra thu nhập để trang trải cho hoạt động đó. Theo Bauer (2004), khả năng sinh lời của doanh nghiệp được đo bằng lợi nhuận của doanh nghiệp trong những năm hoạt động. Từ 2 quan điểm trên có thể thấy, khi các doanh nghiệp có lợi nhuận càng cao thì khả năng sinh lời càng cao và nên dùng nhiều đòn bẩy tài chính vì thu được những lợi ích từ lá chắn thuế.

2.2. Tổng quan nghiên cứu

2.2.1. Nghiên cứu ở nước ngoài

Wan Mansor, Wan Mahmood & Rozimah Zakaria (2015) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và khả năng sinh lời trong lĩnh vực bất động sản và xây dựng ở Malaysia. Bài nghiên cứu đã tiến hành nghiên cứu 25 công ty bất động sản và 20 công ty xây dựng trong thời gian 8 năm, nghiên cứu cho thấy, cơ cấu vốn có mối quan hệ nghịch với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Theo nghiên cứu của Chiang Yat Hung, Chan Ping Chuen Albert & Hui Chi Man Eddie (2002) xem xét mối quan hệ giữa lợi nhuận, chi phí vốn và cấu trúc vốn trong lĩnh vực bất động sản tại Hong Kong, nghiên cứu chỉ ra có mối quan hệ âm giữa cấu trúc vốn và khả năng sinh lời của các doanh nghiệp trong lĩnh vực bất động sản.

Mesquita và Lara (2003) tiến hành nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và khả năng sinh lời của 70 doanh nghiệp được niêm yết ở Brazil trong giai đoạn 1995 - 2001 nhận thấy, nợ ngắn hạn có tác động tích cực đến khả năng sinh lời được đo bằng biến đại diện ROE, nợ dài hạn có mối quan hệ ngược chiều với ROE. Abor (2005) cũng nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và khả năng sinh lời của 20 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Ghana ghi nhận tác động tích cực giữa nợ ngắn hạn và tổng nợ đến khả năng sinh lời và tác động tiêu cực giữa nợ dài hạn đến khả năng sinh lời.

Mendell (2006) đã nghiên cứu 20 doanh nghiệp trong lĩnh vực lâm nghiệp cho thấy mối quan hệ âm giữa tổng nợ và khả năng sinh lời. Weill (2008) đã nghiên cứu các quốc gia châu Âu khác nhau để tìm ra ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đối với hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả chỉ ra nợ dài hạn

ảnh hưởng tích cực đến khả năng sinh lời tại Tây Ban Nha và Ý, trong khi tại Bỉ, Pháp, Đức và Na Uy lại ra ra kết quả ngược lại. Cheng, Liu và Chien (2010) đã nghiên cứu 650 doanh nghiệp Trung Quốc và kết quả cho thấy mối qua hệ tích cực giữa tỷ lệ nợ và khả năng sinh lời (53,97% - 70,48%) và mối quan hệ tiêu cực được tìm thấy khi tỷ lệ nợ vượt quá 70,48%.

2.2.2. Nghiên cứu trong nước

ThS. Đoàn Ngọc Phúc (2014) nghiên cứu sự tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của 217 doanh nghiệp niêm yết trên 2 sàn chứng khoán HOSE và HNX giai đoạn 2007 – 2012. Kết quả ghi nhận nợ ngắn hạn và tổng nợ tác động âm đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp với 2 biến đại diện đo bằng ROE và ROA, trong khi nợ dài hạn có tác động dương tới ROE và ROA. Nghiên cứu 68 doanh nghiệp ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo được niêm yết tại sàn Hose trong giai đoạn 2009 – 2013 của tác giả Trần Thị Bích Ngọc & Phạm Hồng Trang (2016) phát hiện ra cấu trúc vốn tác động tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trần Thụy Minh Châu (2018) đã nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2005 – 2014. Các công ty nghiên cứu không bao gồm các định chế tài chính như ngân hàng, công ty bảo hiểm, công ty tài chính... cũng ghi nhận kết quả cấu trúc vốn tác động âm tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Đàm Thanh Tú (2015) đã nghiên cứu đề tài “Vận dụng mô hình kinh tế lượng để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam” có kết quả là cấu trúc vốn tác động tích cực tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Ngô Nguyễn Thùy Trinh cũng đã nghiên cứu 95 doanh nghiệp thuộc nhóm ngành xây dựng – bất động sản giai đoạn 2012 - 2016 ghi nhận kết quả cấu trúc vốn tác động ngược chiều tới ROA và ROE.

2.2.3. Khoảng trống nghiên cứu

Những nghiên cứu trên cho thấy, câu hỏi về sự tác động của cấu trúc vốn tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp đã được giải quyết. Hầu hết các

nghiên cứu đều chỉ ra mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và khả năng sinh lời. Tuy nhiên vấn đề tìm ra được kết quả thống nhất cho mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và khả năng sinh lời của doanh nghiệp vẫn chưa được giải quyết. Bởi vì các nghiên cứu chưa thống nhất đối tượng, thời gian và phương pháp nghiên cứu. Hầu như các mô hình được sử dụng trong các nghiên cứu trên đều sử dụng mô hình Pooled OLS hoặc FEM hoặc REM. Tuy nhiên, các nghiên cứu đều không đưa ra lý do tại sao lại lựa chọn mô hình nghiên cứu cho bài nghiên cứu của mình.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Phương pháp nghiên cứu định tính

Đầu tiên, tác giả tổng quan các nghiên cứu liên quan đến cấu trúc vốn tác động tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp được thực hiện trên thế giới và tại Việt Nam, sau đó đánh giá và chỉ ra khoảng trống của các nghiên cứu này. Kết quả thu được của phương pháp định tính sẽ giúp xác định các biến độc lập của mô hình, từ đó xem xét sự phù hợp và thực hiện những điều chỉnh cần thiết.

3.2. Nghiên cứu định lượng

3.2.1. Mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu trong bài được lấy từ các báo cáo tài chính của 56 doanh nghiệp thuộc nhóm ngành bất động sản được niêm yết trên 2 sàn HOSE và HNX trong giai đoạn từ năm 2016- 2021. Sau đó sẽ được tính toán theo công thức để ra được số liệu phù hợp với bài nghiên cứu.

3.2.2. Quy trình xử lý số liệu

Bài nghiên cứu sử dụng các phương pháp phân tích thống kê mô tả, phân tích hồi quy, ước lượng lần lượt các mô hình: mô hình hồi quy gộp Pooled OLS, mô hình ảnh hưởng cố định FEM, mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên REM, kiểm định sự phù hợp của mô hình giữa 2 mô hình FEM và REM bằng cách chạy mô hình Hausman.

Mô hình hồi quy gộp Pooled OLS: Thực chất là mô hình hồi quy tuyến tính OLS bình thường, điều này xảy ra khi chúng ta sử dụng dữ liệu bảng như một đám mây dữ liệu bình thường. Mô hình được hồi quy bằng cách sử dụng tất cả dữ liệu xếp chồng không phân biệt từng cá thể, đơn vị chéo. Việc sử dụng mô hình hồi quy này tức là sẽ xem xét các

doanh nghiệp là đồng nhất, điều này sẽ ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu vì trên thực tế mỗi doanh nghiệp tại mỗi thời điểm sẽ có những đặc điểm riêng biệt khác nhau, vì vậy trong mô hình này khi bỏ qua các tác động riêng biệt rất dễ cho ra ước lượng sai lệch.

Mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM): Mô hình xem đặc điểm riêng giữa các doanh nghiệp được giả định là ngẫu nhiên và không tương quan đến các biến giải thích. Mô hình xem các phần dư của mỗi doanh nghiệp như là một biến giải thích mới.

Mô hình ảnh hưởng cố định (FEM): Các doanh nghiệp tại những thời điểm khác nhau đều có những đặc điểm riêng, vì vậy các đặc điểm riêng này có thể ảnh hưởng tới các biến giải thích. Như vậy, đối với mô hình FEM có thể kiểm soát và tác động được các ảnh hưởng của các đặc điểm riêng biệt này ra khỏi các biến giải thích để có thể ước lượng những ảnh hưởng thực của biến độc lập lên biến phụ thuộc.

3.2.3. Mô tả các biến (Bảng 1)

3.2.4. Xây dựng mô hình nghiên cứu

Phương pháp bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS) và mô hình tác động cố định FEM và mô hình tác động ngẫu nhiên REM trên mô hình hồi

quy với dữ liệu bảng dạng tổng quát để nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời.

$$PROF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STDA_{i,t} + \beta_2 SG_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LIQUIDITY_{i,t} + \varepsilon$$

$$PROF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LTDA_{i,t} + \beta_2 SG_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LIQUIDITY_{i,t} + \varepsilon$$

$$PROF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TDA_{i,t} + \beta_2 SG_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LIQUIDITY_{i,t} + \varepsilon$$

Trong đó:

PROFi là biến khả năng sinh lời của công ty được đo lường bằng ROA và ROE.

STDA là tỷ số nợ ngắn hạn của công ty.

LTDA là tỷ số nợ dài hạn của công ty.

SG là tốc độ tăng trưởng của công ty.

SIZE là quy mô của công ty.

LIQUIDITY là tính thanh khoản của công ty.

ε là sai số.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Kết quả nghiên cứu

4.1.1. Lựa chọn mô hình nghiên cứu phù hợp

Để chọn ra mô hình nghiên cứu phù hợp cho bài nghiên cứu, tác giả thực hiện kiểm định để chọn ra mô hình Pooled OLS và FEM. (Bảng 2)

Giả thuyết:

H1: Lựa chọn mô hình Pooled OLS.

H2: Lựa chọn mô hình FEM.

Bảng 1. Mô tả các biến

Mã Biến	Mô tả	Nguồn tham khảo
Biến đo lường cấu trúc vốn		
STDA	Tỷ số nợ ngắn hạn = Nợ ngắn hạn/ Tổng tài sản	Abor (2005); Ahmed et Al (2012)
LTDA	Tỷ số nợ dài hạn = Nợ dài hạn/ Tổng tài sản	Abor (2005); Ahmed et Al (2012)
TDA	Tỷ số nợ = Tổng nợ/ Tổng tài sản	Abor (2005); Ahmed et Al (2012)
Biến đo lường khả năng sinh lời		
ROA	Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản = Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản	Abor (2005); Amjed. S(2007)
ROE	Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu = Lợi nhuận sau thuế/ Vốn chủ sở hữu	Abor (2005); Amjed. S(2007)
Biến kiểm soát		
Size	Quy mô tài sản = Logarit của tổng tài sản	Abor (2005)
Growth	Tốc độ tăng trưởng = (Doanh thu thuần n) / Doanh thu thuần n -1) -1	Abor (2005); Amjed (2007)
Liquidity	Tính Thanh khoản = Tiền, tương đương tiền/ Tổng tài sản	Majumdar & Chhibber (1999).

Bảng 2. Cơ sở chọn ra mô hình Pooled OLS và FEM

Biến độc lập	Giá trị P - value với biến phụ thuộc là ROA	Giá trị P - value với biến phụ thuộc là ROE
STDA	0.000029	0.000001
LTDA	0.000058	0.000002
TDA	0.000035	0.000001

Nguồn: Tác giả tính toán

Dựa vào giá trị P- value trong các mô hình với biến phụ thuộc lần lượt là ROA và ROE nhận thấy các giá trị P- value đều nhỏ hơn 0.05. Từ kết quả chạy kiểm định mô hình phù hợp giữa Pooled OLS và FEM cho ra kết quả mô hình FEM phù hợp hơn so với mô hình Pooled OLS. Tiếp tục kiểm định sự phù hợp giữa mô hình FEM và REM để chọn ra mô hình phù hợp nhất cho bài nghiên cứu. Tác giả sẽ chạy kiểm định Hausman để lựa chọn ra mô hình phù hợp. (Bảng 3)

Giả thuyết:

H1: Không có tương quan giữa các biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên (Lựa chọn mô hình REM).

H2: Có tương quan giữa các biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên (Lựa chọn mô hình FEM).

Theo kết quả ghi nhận được từ chạy kiểm định Hausman nhận thấy, các giá trị Prob trong các mô hình với 2 biến phụ thuộc ROA và ROE và các biến độc lập lần lượt là STDA; LTDA; và TDA đều ghi nhận giá trị Prob > 0.05. Như vậy, trong trường hợp này chưa đủ cơ sở để bác bỏ giả thuyết H1, vì vậy giả thuyết mô hình REM phù hợp và được lựa chọn để nghiên cứu sự tác động của cấu trúc vốn tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

4.1.2. Kết quả nghiên cứu từ mô hình REM

Tỷ số nợ ngắn hạn và khả năng sinh lời (Bảng 4)

Mô hình hồi quy được nghiên cứu có dạng:

$$PROF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STDA_{i,t} + \beta_2 SG_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LIQUIDITY_{i,t} + \varepsilon$$

Giả thuyết được đưa ra đối với mô hình là:

H1: Với biến tỷ số nợ ngắn hạn đại diện cho cấu trúc vốn của doanh nghiệp tác động tiêu cực tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Bảng 3. Kết quả chạy kiểm định Hausman

	ROA	ROE
STDA	0.5285	0.1812
LTDA	0.4701	0.2252
TDA	0.5122	0.1662

Nguồn: Tác giả tính toán

Bảng 4. Tỷ số nợ ngắn hạn và khả năng sinh lời

Variable	ROA	Prob.	ROE	Prob.
C	0.063	0.392	-0.018	0.906
STDA	-0.099	0.038	-0.160	0.076
SIZE	0.002	0.822	0.025	0.026
SG	-0.000	0.003	-0.000	0.001
LIQUIDITY	0.122	0.348	0.317	0.252
R-squared	0.367	0.403		

Nguồn: Tác giả tính toán

Dựa vào kết quả nghiên cứu, ở biến độc lập STDA với biến phụ thuộc là ROA và ROE có giá trị beta âm và giá trị Prob. lần lượt là 0.038 và 0.076. Giá trị Prob. trong cả 2 mô hình đều nhỏ hơn mức ý nghĩa lần lượt là 5% và 10%, qua đó giả thuyết biến tỷ số nợ ngắn hạn đại diện cho cấu trúc vốn tác động tiêu cực tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp được chấp nhận. Kết quả này đồng nhất với nghiên cứu của Mohamad và Jaafer (2012); Ths. Đoàn Ngọc Phúc (2014) và ngược lại với nghiên cứu của Abor (2005); Gill và công sự (2011); Mesquita và Lara (2003).

Tỷ số nợ dài hạn và khả năng sinh lời (Bảng 5)

Mô hình hồi quy được nghiên cứu có dạng:

$$PROF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LTDA_{i,t} + \beta_2 SG_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LIQUIDITY_{i,t} + \varepsilon$$

Giả thuyết đưa ra nghiên cứu:

Bảng 5. Tỷ số nợ dài hạn và khả năng sinh lời

Variable	ROA	Prob.	ROE	Prob.
C	0.027	0.711	-0.075	0.632
LTDA	0.003	0.093	0.015	0.064
SIZE	0.001	0.822	0.024	0.309
SG	-0.000	0.003	-0.000	0.000
LIQUIDITY	0.117	0.374	0.319	0.250
R-squared	0.3605	0.3929		

Nguồn: Tác giả tính toán

Bảng 6. Tỷ số nợ và khả năng sinh lời

Variable	ROA	Prob.	ROE	Prob.
C	0.051	0.494	-0.041	0.794
TDA	-0.055	0.088	-0.080	0.093
SIZE	0.003	0.778	0.026	0.265
SG	-0.000	0.003	-0.000	0.000
LIQUIDITY	0.117	0.373	0.311	0.262
R-squared	0.3656	0.4013		

Nguồn: Tác giả tính toán

H2: Với biến tỷ số nợ dài hạn đại diện cho cấu trúc vốn của doanh nghiệp tác động tích cực tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu chỉ ra, giá trị Beta của biến LTDA trong 2 mô hình lần lượt là $0.003 > 0$ và $0.015 > 0$; và giá trị Prob của biến LTDA trong cả 2 mô hình đều $< 10\%$. Qua đó giả thuyết tỷ số nợ dài hạn đại diện cho cấu trúc vốn của doanh nghiệp tác động tích cực tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp sẽ được chấp nhận. Điều đó thể hiện khi nợ dài hạn càng tăng thì khả năng sinh lời sẽ tăng theo và ngược lại. Kết quả nợ dài hạn có tác động tích cực đến khả năng sinh lời thì phù hợp với nghiên cứu của Weill (2008); Cheng, Liu và Chien (2010); ThS. Đoàn Ngọc Phúc (2014) và kết quả khác với Mesquita và Lara (2003); Abor (2005); Gill và cộng sự (2011).

Tỷ số nợ và khả năng sinh lời (Bảng 6)

Mô hình hồi quy được nghiên cứu có dạng:

$$PROF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TDA_{i,t} + \beta_2 SG_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LIQUIDITY_{i,t} + \varepsilon$$

Giả thuyết đưa ra nghiên cứu:

H3: Với biến tỷ số nợ đại diện cho cấu trúc vốn của doanh nghiệp tác động tiêu cực tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu chỉ ra, giá trị của biến TDA ghi nhận âm trong cả 2 mô hình và giá trị Prob đều có mức ý nghĩa nhỏ hơn 10% do đó giả thuyết sẽ được chấp nhận và biến tỷ số nợ đại diện cho cấu trúc vốn của doanh nghiệp có tác động tiêu cực tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Đối với kết quả tổng nợ tác động tiêu cực tới khả năng sinh lời phù hợp với nghiên cứu của Mendell (2006); Mohamad và Jaajer (2012); ThS. Đoàn Ngọc Phúc (2014) và trái ngược với kết quả nghiên cứu của Mesquita và Lara (2003); Abor (2005); Gill và cộng sự (2011); Suleiman M. Abbadi và Nour Abu – Rub (2012).

5. Kết luận và khuyến nghị

Kết quả nghiên cứu chỉ ra việc sử dụng nợ ngắn hạn và tổng nợ có tác động tiêu cực tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Những rủi ro này sẽ ảnh hưởng tới việc ra quyết định đầu tư của nhà đầu tư cho doanh nghiệp. Nợ ngắn hạn thường có thời gian trả nợ ngắn vì vậy sẽ đòi hỏi khả năng thanh toán của doanh nghiệp phải cao đồng nghĩa với việc khiến cho một vài tài sản của doanh nghiệp sẽ bị giữ chân. Đối với các doanh nghiệp trong lĩnh vực bất động sản, đa phần tài sản của họ thường là tài sản dài hạn, như vậy nếu họ không có đủ lượng tài sản ngắn hạn thì sẽ bị lúng túng trong các khoản nợ ngắn hạn. Kết quả này trái ngược với lý thuyết của Modigliani & Miller về việc sử dụng nợ sẽ đem lại những lợi ích từ lá chắn thuế.

Biến LTDA có tác động cùng chiều với khả năng sinh lời, như vậy có thể thấy các khoản chi phí lãi vay trong dài hạn sẽ có ít áp lực đối với hoạt động của doanh nghiệp. Cũng có thể giải thích rằng thời gian thanh toán nợ lâu hơn thì doanh nghiệp có xu hướng dùng nhiều nợ dài hạn hơn nợ ngắn hạn. Thời gian đi vay càng dài thì

doanh nghiệp càng có nhiều thời gian sử dụng vốn đầu tư cho các tài sản dài hạn và các tài sản sẽ không bị giữ chân.

Dựa vào kết quả nghiên cứu, đề xuất được đưa ra là:

- Đối với doanh nghiệp, Công ty phải xem xét sử dụng một cấu trúc vốn tối ưu. Cơ cấu vốn tối ưu bao gồm một số khoản nợ, nhưng không phải 100% nợ.

Nói cách khác, đó là tỷ lệ nợ / vốn chủ sở hữu “tốt nhất” đối với công ty, do đó, sẽ giảm thiểu chi phí vốn, tức là chi phí tài trợ cho hoạt động của công ty. Ngoài ra, nó sẽ làm giảm khả năng phá sản.

- Bài nghiên cứu nghiên cứu trong thời gian 5 năm, đề xuất hướng nghiên cứu tiếp theo là mở rộng thời gian nghiên cứu để kết quả nghiên cứu có được độ tin cậy cao hơn ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

Tiếng Việt :

1. Báo cáo tài chính của các công ty các năm 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021.
2. Phan Anh. (2021). Bất động sản chiếm tỷ trọng ngày càng cao trong cơ cấu nền kinh tế, Truy cập tại: <https://laodong.vn/bat-dong-san/bat-dong-san-chiem-ty-trong-ngay-cang-cao-trong-co-cau-nen-kinh-te-viet-nam-868167.ldo>
3. Trần Thụy Minh Châu. (2018). *Ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*.
4. Trần Thị Bích Ngọc, Phạm Hồng Trang. (2016). *Ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành công nghiệp chế biến, chế tạo niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh*.
5. Đoàn Ngọc Phúc. (2014). *Ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sau cổ phần hóa ở Việt Nam*”, *Tạp chí Những vấn đề kinh tế và chính trị thế giới*.
6. Đàm Thanh Tú. (2015). Vận dụng mô hình kinh tế lượng để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính Kế toán*, số 11 (148), 38-41.
7. Ngô Nguyễn Thùy Trinh. (2018). *Cấu trúc vốn ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành xây dựng - bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh*, Luận văn Thạc sĩ, Trường Đại học Ngoại ngữ - Tin học TP. Hồ Chí Minh.

Tiếng Anh

8. Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability; an empirical analysis of listed firms in Ghana. *Journal of Risk Finance*.
9. Cheng, Y. Liu Y and Chien C. (2010). Capital Structure and Firm Value in China Panel Threshold Regression Analysis, *African Journal of Business Management*.
10. Chiang Yat Hung, Chan Ping Chuen Albert & Hui Chi Man Eddie (2002). *Capital structure and profitability of the property and construction sectors in Hong Kong*.
11. Gill, Amarjit, Nahum Biger, Neil Mathur. (2011). The effect of capital structure on profitability, *International Journal of Management*.
12. Mendell, B.C., Sydor, T., & Mishra, N. (2006). “Capital structure in the United States forest products industry: The influence of debt and taxes”. *Forest Science*
13. Mesquita & Lara. (2003). Capital structure and profitability” the Brazilian case”. *Academy of Business and Administration Sciences Conference*.
14. Mohammad and Jaafer. (2012). The Relationship between Capital Structure and Profitability”. *International Journal of Business and Social Science*.

15. Suleiman M. Abbadi và Nour Abu – Rub. (2012). The Effect of capital structure on the performance of Palestinian financial institution. *Finance and Management Sciences*.
16. Wan Mansor Wan Mahmood & Rozimah Zakaria. (2015). *Profitability and Capital Structure of the Property and Construction Sectors in Malaysia*.
17. Weill. L. (2008). Leverage and Corporate Performance: Does Institutional Environment Matter?, *Small Business Economics*.

Ngày nhận bài: 18/10/2022

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 20/11/2022

Ngày chấp nhận đăng bài: 8/12/2022

Thông tin tác giả:

1. NGUYỄN HẢI NAM

2. CAO THỊ NHẬT LỆ

3. HOÀNG TIẾN NHẬT ANH

Khoa Tài chính Ngân hàng, Đại học Kinh tế, Đại học quốc gia Hà Nội

**IMPACTS OF THE CAPITAL STRUCTURE
ON THE PROFITABILITY OF REAL ESTATE COMPANIES
LISTING ON HO CHI MINH CITY STOCK EXCHANGE
AND HANOI STOCK EXCHANGE**

● **NGUYEN HAI NAM¹**

● **CAO THI NHAT LE¹**

● **HOANG TIEN NHAT ANH¹**

¹Faculty of Finance and Banking,

University of Economics and Business, Vietnam National University

ABSTRACT:

For real estate companies, it is necessary to maintain a healthy capital structure and keep it in line with the development strategy. By using the random effects model (REM), this study finds out that the capital structure which is represented by the short-term debt variable and the total debt variable has a negative correlation with the profitability while the long-term debt has a positive correlation with the the profitability of real estate companies listing on Ho Chi Minh City Stock Exchange and Hanoi Stock Exchange in the period from 2017 to 2021.

Keywords: capital structure, profitability, Pooled OLS regression model (Pooled OLS), random effects model (REM), fixed effects model (FEM).