

CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN QUYẾT ĐỊNH CẤU TRÚC VỐN CỦA DOANH NGHIỆP: NGHIÊN CỨU TRƯỜNG HỢP CÁC DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT

FACTORS AFFECTING THE DECISION OF THE CAPITAL STRUCTURE OF THE BUSINESS:
A CASE STUDY OF LISTED REAL ESTATE COMPANIES

Nguyễn Xuân Thắng¹, Nguyễn Minh Phương²,
Nguyễn Linh Giang¹, Bùi Thị Thu Loan^{2,*}

TÓM TẮT

Nghiên cứu này kiểm tra các đặc tính của doanh nghiệp ảnh hưởng đến quyết định cấu trúc vốn của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010 - 2018. Các kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng đòn bẩy ngắn hạn chịu ảnh hưởng bởi khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp, các cơ hội tăng trưởng, độ tuổi của doanh nghiệp và tính thanh khoản. Trong khi đó, quyết định sử dụng nợ dài hạn chịu ảnh hưởng chính yếu tố rủi ro và tính thanh khoản. Bên cạnh việc kiểm tra yếu tố kỳ hạn của nợ, các yếu tố ảnh hưởng đến đòn bẩy tổng thể cũng xác nhận vai trò của quy mô doanh nghiệp, rủi ro, độ tuổi và tính thanh khoản. Các phát hiện chính của nghiên cứu được thảo luận dựa trên lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng. Ngoài ra, dựa trên các phát hiện về kết quả được báo cáo, nghiên cứu cũng hàm ý về cấu trúc nợ phù hợp để tối đa hóa giá trị của công ty.

Từ khóa: Các công ty niêm yết, cấu trúc vốn, hiệu suất, cấu trúc kỳ hạn, đòn bẩy.

ABSTRACT

This paper investigates the impact of firms' characteristics on the leverage ratio with the sample of listed real estate companies in Vietnam stock market in the period from 2010 to 2018. The results reveal that short-term leverage is influenced by profitability, firm size, growth opportunities, potential risks, firm age, and liquidity, while only risks and liquidity have an impact on long-term leverage. In addition to the maturity test, the factors affecting the total leverage of firms are also identified in the roles of firm size, risks, age, and settlement. The major findings are discussed based on the trade-off theory and the pecking order theory. Additionally, based on the findings of the reported results, the study also implies the suitable debt structure to maximize a firm's value.

Keywords: Listed firms, capital structure, performance, maturity structure, leverage.

¹Trường Đại học Kinh tế quốc dân

²Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

*Email: loanbtt@hau.edu.vn

Ngày nhận bài: 15/2/2022

Ngày nhận bài sửa sau phản biện: 26/5/2022

Ngày chấp nhận đăng: 27/6/2022

1. GIỚI THIỆU

Vốn tài chính là một trong những nguồn lực cần thiết đối với hầu hết các doanh nghiệp để tài trợ cho tăng

trường và hiện thực hóa các cơ hội đầu tư có giá trị hiện tại ròng (NPV) dương. Đối với các doanh nghiệp bất động sản, với quy mô vốn đầu tư lớn do đặc thù hoạt động của ngành thì các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định cấu trúc vốn cũng luôn là mối quan tâm của các nhà nghiên cứu và hoạch định chính sách bởi việc thiết lập cấu trúc vốn như thế nào để gia tăng giá trị doanh nghiệp khi triển khai các dự án có quy mô lớn, luôn đòi hỏi sự sẵn có của dòng tiền cũng như đối mặt với các rủi ro liên quan đến những biến động mang tính chu kỳ trên thị trường luôn có ảnh hưởng trực tiếp đến các doanh nghiệp bất động sản.

Về mặt lý thuyết, khi các doanh nghiệp cần vốn để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp sẽ sử dụng nguồn vốn nội bộ, trong trường hợp vốn chủ sở hữu không đủ, doanh nghiệp sẽ sử dụng các nguồn tài trợ bên ngoài, đánh dấu sự tồn tại của nợ. Tuy nhiên, trên thực tế, do đặc thù hoạt động của ngành, không có nhiều các doanh nghiệp bất động sản sử dụng duy nhất nguồn tài trợ từ vốn chủ sở hữu. Vấn đề này cũng tương tự với việc sử dụng nợ. Tuy nhiên, tùy thuộc vào đặc tính riêng của từng doanh nghiệp, cấu trúc vốn được thiết lập trên cơ sở vị thế giúp tối ưu giá trị doanh nghiệp theo quan điểm của nhà quản trị. Do đó, cũng như các doanh nghiệp khác nói chung, cấu trúc vốn của các doanh nghiệp bất động sản được định nghĩa là sự kết hợp tối ưu giữa việc sử dụng vốn chủ sở hữu và nợ. Sự kết hợp này đòi hỏi đảm bảo đồng thời hai yêu cầu đặt ra, đó là, (1) tối thiểu chi phí sử dụng vốn trong cấu trúc tài chính được thiết lập và (2) tối đa hóa giá trị công ty [3]. Chính vì vậy, quyết định chính sách tài chính được thể hiện thông qua việc thiết lập cấu trúc vốn tối ưu luôn là mối quan tâm chính của các nhà quản trị doanh nghiệp, liên quan đến việc kết hợp hợp lý giữa nợ vay và việc phát hành cổ phiếu [40].

Có hai nhóm yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp, bao gồm các yếu tố bên trong và yếu tố bên ngoài. Các yếu tố bên ngoài đề cập đến các yếu tố điển hình của ngành, lãi suất đi vay và chính sách tài chính. Ngược lại, các yếu tố bên trong chứa đựng các đặc điểm của doanh nghiệp như tính hữu hình, khả năng sinh lời và cơ hội tăng trưởng. Khi xem xét ảnh hưởng của mức nợ sử

dụng, Modigliani và Miller [32] đã ghi nhận rằng giá trị của công ty có thể được tăng lên bằng cách sử dụng nhiều đòn bẩy hơn, trong khi Lang và đồng nghiệp [27] nhấn mạnh rằng các công ty có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao gặp khó khăn trong việc huy động vốn bên ngoài và dễ gặp phải vấn đề đầu tư dưới mức [9]. Tuy nhiên, trên thực tế tại Việt Nam, theo số liệu thống kê của Ngân hàng nhà nước, bất động sản luôn là ngành sử dụng đòn bẩy tài chính cao, chiếm tỷ trọng lớn tổng dư nợ của nền kinh tế, khi so sánh tương quan với các ngành khác trong khi tỷ suất lợi nhuận có xu hướng giảm. Với vấn đề này, câu hỏi đặt ra là việc thiết lập cấu trúc vốn của các doanh nghiệp bất động sản hiện nay đã thực sự phù hợp chưa, những yếu tố nào có ảnh hưởng chính đến cơ cấu nợ của các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này? Đây cũng là vấn đề chính mà nghiên cứu hướng việc tập trung làm rõ hơn bởi tại Việt Nam, đã có khá nhiều nghiên cứu thực hiện việc kiểm tra về vấn đề cấu trúc vốn, song các kết quả chưa có được sự đồng thuận chung do sự khác biệt về phạm vi nghiên cứu, thời điểm nghiên cứu và đặc thù của lĩnh vực kinh doanh.

Các phần tiếp theo của bài báo bao gồm (1) Tổng quan tài liệu và khung lý thuyết; (2) Phương pháp nghiên cứu; (3) Kết quả nghiên cứu và (4) Kết luận và một số hàm ý chính sách.

2. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU, KHUNG LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

2.1. Tổng quan nghiên cứu và khung lý thuyết

Quyết định cấu trúc vốn là một trong những quyết định trọng tâm trong tài chính doanh nghiệp bởi có sự liên kết lớn với các khía cạnh khác nhau trong hiệu suất và sự phát triển của các doanh nghiệp. Liên quan đến vấn đề cấu trúc vốn, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết người đại diện và lý thuyết đánh đổi vẫn là những khớp nối quan trọng góp phần luận giải cho các quyết định cấu trúc vốn của các doanh nghiệp.

Các lý thuyết và mô hình cấu trúc vốn được hình thành trên cơ sở nghiên cứu của Modigliani và Miller [32], với nội dung chính được coi là chuẩn mực trong nghiên cứu về cơ cấu vốn đó là “trong một thị trường vốn hoàn hảo, giá trị của doanh nghiệp độc lập với cơ cấu vốn”, là tiền đề cho các quan sát thực nghiệm về tầm quan trọng của cấu trúc vốn dựa trên giả định về sự thiếu hoàn hảo của thị trường vốn do sự hiện hữu của thuế và chi phí phá sản. Do đó, thuyết này được mở rộng với cách tiếp cận khái quát hơn khi xem xét đến ảnh hưởng của thuế thu nhập doanh nghiệp trong vấn đề cấu trúc vốn cho biết giá trị DN gia tăng nếu DN sử dụng cơ cấu tài trợ nghiêng về nợ, vì phần tiết kiệm từ thuế sẽ chuyển sang các nhà đầu tư [33]. Như vậy lý thuyết này khuyến khích DN vay nợ nhiều hơn nhằm tối đa hóa giá trị DN, khi đó đồng nghĩa với việc cấu trúc vốn tối ưu là cấu trúc được tài trợ hoàn toàn bằng nợ.

Tuy nhiên lý thuyết đánh đổi cho rằng khi DN có được lợi ích lớn từ lá chắn thuế càng lớn thì cũng kéo theo sự gia tăng của chi phí kiệt quệ tài chính [25]. Bởi vậy, cấu trúc vốn được xem là tối ưu khi gia tăng lượng nợ vay chỉ tới ngưỡng

mà lợi ích cận biên của lá chắn thuế cân bằng với chi phí kiệt quệ tài chính.

Một cách tiếp cận khác dựa trên vấn đề bất đối xứng thông tin, lý thuyết trật tự phân hạng lập luận về việc không tồn tại mức đòn bẩy tối ưu mà mức nợ doanh nghiệp sử dụng phụ thuộc vào tình huống hay hoàn cảnh của doanh nghiệp theo thời gian. Sự tồn tại của vấn đề bất đối xứng thông tin ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của DN khi cân nhắc lựa chọn nguồn tài trợ cho các dự án có NPV dương. Khi đó lựa chọn nợ được DN ưu tiên hơn so với vốn cổ phần khi cần tìm nguồn huy động bên ngoài vì giúp DN vừa tránh bị thị trường định giá thấp, trên quan điểm bảo vệ lợi ích cổ đông.

Trên cơ sở các lý thuyết này, cho đến nay, các nghiên cứu kiểm tra thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các DN trưởng thành đã hình thành nên khối tài liệu đồ sộ, tập trung vào ảnh hưởng của đặc điểm doanh nghiệp, hay đặc điểm ngành hoạt động. Trong đó, 4 yếu tố chính bao gồm tài sản cố định, cơ hội đầu tư, quy mô doanh nghiệp và lợi nhuận thể hiện một cách nhất quán nhất về mối tương quan với đòn bẩy giữa các nghiên cứu [38, 15, 16] ngay cả khi mở rộng phạm vi dựa trên dữ liệu quốc tế, có cân nhắc tới những khác biệt về các vấn đề như thực hành kế toán, môi trường pháp lý và thể chế giữa các quốc gia. Ảnh hưởng của các yếu tố này cũng được xác nhận trong các nghiên cứu ở Việt Nam trong các nghiên cứu với cùng chủ đề trên mẫu nghiên cứu tại các doanh nghiệp ở Việt Nam. Tuy nhiên, như đã đề cập ở trên, các nghiên cứu chưa xem xét tới những đặc tính của yếu tố ngành để đảm bảo tính đồng thuận hơn cũng như tăng khả năng luận giải cho vấn đề thiết lập cấu trúc vốn mang các đặc tính riêng có của lĩnh vực hoạt động kinh doanh cụ thể.

2.2. Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu dựa trên khung lý thuyết tĩnh về đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng trong các lý giải về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn đối với nhóm các yếu tố thuộc về đặc tính doanh nghiệp bao gồm quy mô, cấu trúc tài sản, khả năng sinh lời, cơ hội tăng trưởng, nguy cơ rủi ro, độ tuổi và tính thanh khoản của doanh nghiệp.

- Quy mô doanh nghiệp: Theo Titman và Wessel [47], quy mô của doanh nghiệp được xem như một chức năng liên quan đến chi phí giao dịch giúp hạn chế vấn đề bất đối xứng thông tin. Bởi vậy, yếu tố này có ảnh hưởng đến mức nợ mà doanh nghiệp có thể tiếp cận được. Liên quan đến quy mô, lý thuyết đánh đổi cho rằng, các doanh nghiệp lớn, đa dạng hơn đối mặt với nguy cơ phá sản thấp hơn. Đồng thời, các doanh nghiệp có quy mô cũng có thể có danh tiếng tốt hơn trong thị trường nợ nên chi phí người đại diện thấp hơn. Những lập luận này cho rằng các doanh nghiệp có quy mô có thể tiếp cận nhiều nợ hơn. Do đó mối quan hệ giữa quy mô doanh nghiệp và đòn bẩy được đề xuất như sau:

Giả thuyết H1: Quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ thuận chiều với đòn bẩy của các doanh nghiệp mới thành lập.

- Cơ hội tăng trưởng: Lý thuyết người đại diện [25] gợi ý về mối quan hệ ngược chiều giữa việc sử dụng nợ với cơ hội tăng trưởng bởi mâu thuẫn lợi ích giữa chủ nợ và các cổ đông. Tuy nhiên, theo Huyghebeart, các doanh nghiệp mới có lợi ích kiểm soát tư nhân cao nên họ thường không sẵn lòng vay nợ để tránh nguy cơ rủi ro. Các khoản vay được cân nhắc khi doanh nghiệp khá chắc chắn về hiệu quả của các cơ hội đầu tư. Đồng thời, vấn đề này có thể được giảm bớt nếu các doanh nghiệp trẻ mới thành lập sử dụng nợ ngắn hạn thay vì nợ dài hạn. Do đó, có thể kỳ vọng mối quan hệ tích cực giữa khả năng tăng trưởng với cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Giả thuyết H2: *Khả năng tăng trưởng có ảnh hưởng thuận chiều đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp mới thành lập*

- Khả năng sinh lời: Mối quan hệ của khả năng sinh lời đối với mức nợ được sử dụng trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp cho đến nay vẫn chưa có được sự đồng thuận về chiều hướng ảnh hưởng. Lý thuyết đánh đổi cho rằng, các doanh nghiệp có khả năng sinh lời có chi phí kiệt quệ tài chính kỳ vọng thấp hơn và có thể tìm thấy lợi ích lá chắn thuế từ nợ. Do đó, các doanh nghiệp sẽ có xu hướng sử dụng nợ nhiều hơn để tận dụng lợi ích từ lá chắn thuế. Ngược lại, lý thuyết trật tự phân hạng hàm ý rằng, các doanh nghiệp có khả năng sinh lời hơn sẽ có ít nợ hơn để giảm bớt việc san sẻ lợi nhuận mà doanh nghiệp kiếm được. Đồng thời những doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao cũng có được lợi nhuận tích lũy cao hơn để bù đắp cho nhu cầu vốn gia tăng. Các kết quả thực nghiệm cũng chứng minh mối quan hệ này. Do đó, trong trường hợp các doanh nghiệp bất động sản, chúng tôi kỳ vọng mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng sinh lời và tỷ lệ nợ của doanh nghiệp

Giả thuyết H3: *Khả năng sinh lời có mối quan hệ ngược chiều với tỷ lệ nợ của doanh nghiệp mới thành lập*

- Cấu trúc tài sản: Những tài sản hữu hình của doanh nghiệp thường được xem là vật thế chấp đảm bảo cho các khoản vay nhằm làm giảm các tổn thất tài chính có thể xảy ra đối với chủ nợ là vấn đề được thừa nhận rộng rãi. Theo [23, 47], những doanh nghiệp có vấn đề bất đối xứng thông tin cao, chi phí lựa chọn bất lợi sẽ giảm xuống nếu các hợp đồng tài trợ được ký kết dựa trên sự đảm bảo của một tài sản cụ thể. Mặc dù kết quả nghiên cứu thực nghiệm sau đó của của Titman và Wessels [47] không hỗ trợ cho việc cung cấp bằng chứng về việc ảnh hưởng của tỷ lệ nợ phát sinh từ vấn đề của giá trị tài sản thế chấp được đo lường bởi cấu trúc tài sản, song các nghiên cứu song nghiên cứu cũng đã hàm ý về việc cần có những kiểm chứng tiếp theo để có thể nắm bắt được các khía cạnh liên quan của thuộc tính được đề xuất. Trong bối cảnh nền kinh tế Việt nam, việc tiếp cận nợ ngân hàng chủ yếu vẫn dựa trên quy mô của tài sản thế chấp cho khoản vay, do đó, nghiên cứu đề xuất.

Giả thuyết H4: *Cấu trúc tài sản có ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn của các doanh nghiệp bất động sản.*

- Khả năng thanh khoản: Liên quan đến khả năng thanh khoản, lý thuyết đánh đổi tính cho rằng, các doanh nghiệp có khả năng thanh khoản kém có thể phải đối mặt với chi phí kiệt quệ tài chính cao hơn, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Do đó, các doanh nghiệp này nên sử dụng ít nợ hơn. Đồng thời, khả năng thanh toán ngắn hạn kém sẽ gây hại cho các bên liên quan đến khoản đầu tư vào doanh nghiệp. Do đó, các chủ nợ sẽ hạn chế cho vay đối với các doanh nghiệp thiếu sự trôi chảy về tiền mặt. Nhận định này cũng được xem là phù hợp với các doanh nghiệp mới thành lập khi các ngân hàng cân nhắc đối với quyết định cho vay. Dựa trên lập luận này, nghiên cứu đề xuất mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng thanh khoản và cấu trúc vốn của các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực bất động sản.

Giả thuyết H5: *Khả năng thanh khoản có ảnh hưởng ngược chiều đến tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn của các doanh nghiệp bất động sản.*

- Lá chắn thuế phi nợ: Khi xem xét tác động của lá chắn thuế phi nợ đến đòn bẩy tài chính, các nghiên cứu chưa có được sự đồng thuận. Chẳng hạn, nghiên cứu của Ozkan [37] kết luận rằng không có bằng chứng chứng minh rằng lá chắn thuế phi nợ có liên quan đến quyết định vay nợ. Trong khi đó, dưới cách tiếp cận của lý thuyết đánh đổi thì khi mức thuế thu nhập doanh nghiệp cao, lá chắn thuế phi nợ, hay lá chắn thuế từ khấu hao được sử dụng thường xuyên hơn, theo cách tiếp cận của lý thuyết đánh đổi, bởi chi phí khấu hao càng cao sẽ tiết kiệm tiền thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp. Do đó, đây cũng là một cách thức để doanh nghiệp thực hiện như một công cụ thay thế đối với lá chắn thuế từ việc sử dụng nợ vay. Với viện dẫn này, một số nghiên cứu đề xuất về mối tương quan nghịch giữa lá chắn thuế phi nợ và mức nợ sử dụng. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có khấu hao cao là do đầu tư nhiều máy móc, thiết bị sẽ ít phụ thuộc vào lá chắn thuế bởi các tài sản này được tài trợ phần lớn từ nợ theo cách tiếp cận của lý thuyết người đại diện, do đó mối quan hệ giữa lá chắn thuế phi nợ và đòn bẩy tài chính là thuận chiều.

Giả thuyết H6: *Lá chắn thuế phi nợ có ảnh hưởng thuận chiều đến tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn của các doanh nghiệp bất động sản.*

- Rủi ro kinh doanh: Lý thuyết đánh đổi cho rằng khó khăn tài chính có liên quan nhiều đến rủi ro kinh doanh do sự biến động của thu nhập. Thêm vào đó, khi thu nhập của doanh nghiệp thấp, việc sử dụng nợ với chức năng lá chắn thuế không hiệu quả xét về mặt tiết kiệm chi phí, do đó rủi ro và đòn bẩy có liên quan tiêu cực [16]. Tương tự như vậy, để giảm thiểu tình trạng thiếu đầu tư trong tương lai, các công ty có mức biến động cao có khả năng tích lũy tiền mặt trong các giai đoạn tăng trưởng cao theo cách tiếp cận của lý thuyết trật tự phân hạng nên sử dụng ít nợ hơn. Dựa trên lập luận này chúng tôi giả thuyết:

Giả thuyết H7: *Rủi ro kinh doanh có ảnh hưởng ngược chiều đến tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn của các doanh nghiệp bất động sản.*

- Độ tuổi của doanh nghiệp: Lý thuyết đánh đổi dự đoán các doanh nghiệp lâu năm có khả năng sử dụng nợ nhiều hơn do chi phí sử dụng nợ thấp hơn. Đây là các doanh nghiệp đã có danh tiếng và lịch sử tín dụng trên thị trường cũng như nguy cơ phá sản thấp [17]. Tuy nhiên, dựa trên cách tiếp cận của lý thuyết trật tự phân hạng, các công ty đạt đến giai đoạn sau của chu kỳ kinh doanh thường có đủ thu nhập giữ lại để tài trợ cho đầu tư của họ và họ ít phụ thuộc vào các nguồn bên ngoài hơn so với các công ty trẻ hơn [1, 29]. Do đó, chúng tôi giả thuyết về mối quan hệ ngược chiều giữa độ tuổi doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp.

Giả thuyết H8: Độ tuổi doanh nghiệp có ảnh hưởng ngược chiều đến tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn của các doanh nghiệp bất động sản.

2.3. Biến, thang đo và mô hình nghiên cứu

Một cách tổng quát, cấu trúc vốn được đại diện bởi sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu và được đo lường bằng tỷ lệ giữa tổng nợ và tổng tài sản. Thang đo này được thiết kế đúng trên quan điểm của các cổ đông, đo lường những gì họ nhận được trong trường hợp doanh nghiệp phá sản. Trong kiểm tra thực nghiệm, một cách cách tiếp cận phổ biến hơn, đó là dựa trên cấu trúc kỳ hạn nợ. Trong trường hợp các doanh nghiệp bất động sản, với đặc trưng của ngành là vốn tài trợ cho các dự án thường kéo dài vài năm, do đó, thang đo đòn bẩy dài hạn là một thước đo phù hợp cho nghiên cứu. Tuy nhiên, trên thực tế, các doanh nghiệp ở Việt nam nói chung và các doanh nghiệp bất động sản nói riêng, xu hướng tập trung vào việc sử dụng nợ ngắn hạn. Do đó, để hiểu rõ hơn về cấu trúc vốn của các doanh nghiệp bất động sản, nghiên cứu của chúng tôi cũng thực hiện việc xem xét ảnh hưởng của các yếu tố đến cả ba khía cạnh của cấu trúc vốn bao gồm đòn bẩy dài hạn, đòn bẩy ngắn hạn và đòn bẩy tổng thể. Khi đó, 8 (tám) biến giải thích được sử dụng trong nghiên cứu để tạo ra một tập hợp các yếu tố quyết định đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp bất động sản. Thang đo các biến trình bày tại Bảng 1, là các thang đo được kế thừa từ các nghiên cứu của Harris, Raviv [23]; Frank và Goyal [17]; Rajan và Zingales [38].

Bảng 1. Mô tả các biến và thang đo

Biến phụ thuộc	Thang đo biến phụ thuộc	
STDTA _{f,t}	Nợ ngắn hạn/ Tổng tài sản của doanh nghiệp f năm t	
LTDTA _{f,t}	Nợ dài hạn/Tổng tài sản của doanh nghiệp f tại năm t	
TTDTA _{f,t}	Tổng nợ/Tổng tài sản của doanh nghiệp f năm t	
Biến độc lập	Thang đo biến độc lập	Kỳ vọng
TANG _{f,t}	Cấu trúc tài sản = Tài sản cố định/ Tổng tài sản của doanh nghiệp f tại năm t	(-)
PROF _{f,t}	Khả năng sinh lời ROE của doanh nghiệp f năm t = Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu	(+)
SIZE _{f,t}	Quy mô doanh nghiệp: Bằng Logarit tự nhiên của tổng tài sản doanh nghiệp f năm t	(+)
GR _{f,t}	Tăng trưởng = (Doanh thu năm t - Doanh thu năm t-1)/Doanh thu năm t-1	(+)

NDTS _{f,t}	Lá chắn thuế phi nợ = Chi phí khấu hao/Tổng tài sản của doanh nghiệp f năm t	(+)
RISK _{f,t}	Rủi ro kinh doanh = Độ lệch chuẩn của ROE của DN f năm t	(-)
AGE _{f,t}	Tuổi doanh nghiệp = Logarit của độ tuổi DN tại năm t	(-)
LIQD _{f,t}	Khả năng thanh khoản = Tài sản ngắn hạn/ Nợ ngắn hạn của doanh nghiệp f năm t	(-)
u _{f,t}	Sai số mô hình	

Trên cơ sở các giả thuyết nghiên cứu, mô hình nghiên cứu như sau

$$CS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1TANG_{f,t} + \beta_2PROF_{f,t} + \beta_3SIZE_{f,t} + \beta_4GR_{f,t} + \beta_5NDTS_{f,t} + \beta_6RISK_{f,t} + \beta_7AGE_{f,t} + \beta_8LIQ_{f,t} + u_{i,t}$$

Trong đó: Ba thang đo đòn bẩy của cấu trúc vốn được sử dụng bao gồm (1) Tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản; (2) Tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và (3) Tỷ số nợ dài hạn/ Tổng tài sản.

2.4. Phương pháp nghiên cứu

2.4.1. Mẫu và dữ liệu

Dữ liệu của chúng tôi được thu thập bao gồm 32 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội giai đoạn 2008 - 2018. Dữ liệu cuối cùng sau khi làm sạch gồm 285 quan sát, được trích xuất từ báo cáo tài chính công khai của các doanh nghiệp. Giá trị sổ sách được sử dụng trong nghiên cứu này dựa trên lập luận cho rằng các công ty dựa trên giá trị sổ sách để thiết lập cơ cấu vốn mục tiêu [46] và việc điều chỉnh cấu trúc vốn không nhằm đáp ứng biến động của thị trường [20].

2.4.2. Phân tích dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng trong phân tích dữ liệu. Trước tiên, mối quan hệ tương quan giữa các biến được kiểm tra thông qua xem xét hệ số tương quan. Tiếp theo, chúng tôi sử dụng phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất để kiểm tra các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Sau đó kiểm tra Hausman được thực hiện để xác định mô hình phù hợp hơn với dữ liệu nghiên cứu giữa mô hình các tác động cố định (Fixed Effects Model- FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model - REM). Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng mô hình RE phù hợp đối với đặc tính của dữ liệu trong nghiên cứu này. Nghiên cứu cũng kiểm tra một số kiểm định cần thiết về các giả định hồi quy như hiện tượng phương sai sai số thay đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến để đảm bảo mô hình ước lượng không chệch và hiệu quả.

Cuối cùng, để khắc phục các khuyết tật của mô hình, tùy chọn robust được thực hiện để tính toán lại các sai số chuẩn trong trường hợp mô hình vi phạm các giả định hồi quy.

3. CÁC KẾT QUẢ

3.1. Thống kê mô tả

Trong giai đoạn 2010 - 2018, bình quân của nợ ngắn hạn và nợ dài hạn lần lượt là 31,2% và 18,8%. Tổng tài sản

của các doanh nghiệp được tài trợ thông qua đòn bẩy là 48,7%. Điều này cho thấy, các công ty bất động sản Việt Nam chủ yếu được tài trợ bằng nợ ngắn hạn. Cấu trúc tài sản có giá trị trung bình là 0,0766, có nghĩa là trung bình 7,66% tổng tài sản được thể hiện bằng tài sản cố định.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

Biến	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Tối thiểu	Tối đa
STDTA	0,312	0,297	0,186	0,003	0,967
LTDTA	0,188	0,141	0,192	0	1,153
TTDTA	0,487	0,496	0,211	0,011	1,273
TANG	0,077	0,031	0,118	0,001	0,711
ROA	0,039	0,032	0,046	-0,128	0,233
ROE	0,086	0,065	0,097	-0,212	0,612
SIZE	13,639	13,859	2,189	0,003	17,068
GR	12,238	0,129	1,496	6,429	16,307
NDTS	0,027	0,008	0,131	0	2,167
RISK	8,856	2,754	14,527	0,006	76,906
AGE	2,203	2,303	0,511	0	3,218
LIQD	3,875	2,233	6,146	0,034	64,046

Ghi chú: STDTA đại diện cho đòn bẩy ngắn hạn, LTDTA - Đòn bẩy dài hạn, và TTDTA đại diện cho đòn bẩy tổng thể. Các biến giải thích bao gồm: Cấu trúc tài sản (TANG), Khả năng sinh lời (ROE), quy mô doanh nghiệp (SIZE), Cơ hội tăng trưởng (GR), lá chắn thuế phi nợ (NDTS), rủi ro (RISK), và độ tuổi doanh nghiệp (AGE).

Biến khả năng sinh lời có giá trị trung bình (trung vị) là 8,611 (6,538), cho thấy trung bình các công ty bất động sản Việt Nam kiếm được 8,6% lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu trong giai đoạn nghiên cứu. Quy mô trung bình của doanh nghiệp là 13,639 và mức biến động là 2,189. Biến tăng trưởng nằm trong khoảng từ giá trị tối thiểu 6,429 phần trăm đến giá trị tối đa 16,307. Biến lá chắn thuế phi nợ có giá trị trung bình (trung vị) là 0,027 (0,008), cho thấy 2,7% tổng tài sản được tính khấu hao mỗi năm. Biến rủi ro kinh doanh có mức dao động cao nhất với độ lệch chuẩn 14,527 và nằm trong khoảng từ giá trị nhỏ nhất 0,006 đến giá trị lớn nhất 76,906. Về tính thanh khoản, mức thanh khoản trung bình là 3,875 với mức biến động 6,146, dao động từ giá trị tối thiểu là 0,034 đến công ty có tính thanh khoản cao nhất với giá trị lớn nhất là 64,046.

3.2. Kết quả phân tích hồi quy

Vi yếu tố khả năng sinh lời theo thang đo ROA không có ý nghĩa thống kê với bất kỳ mô hình nào được kiểm tra, nên kết quả được báo cáo với biến ROE sẽ được sử dụng để đại diện cho khả năng sinh lời. Kết quả từ bảng 3 cho thấy, khả năng sinh lời PROF có tác động tiêu cực đến STDTA, nghĩa là nếu ROE tăng 1% đơn vị liên quan đến việc giảm 0,0029% trong đòn bẩy. Với mối quan hệ cùng chiều, khi doanh nghiệp tăng quy mô, cơ hội tăng trưởng và rủi ro lên 1 đơn vị, thì đòn bẩy ngắn hạn sẽ tăng lần lượt là 0,0085, 0,0059 và 0,0033 đơn vị. Ngược lại, khi độ tuổi và mức thanh khoản tăng 1 đơn vị, đòn bẩy ngắn hạn sẽ giảm lần lượt 0,0475 và 0,0107 đơn vị. Theo thang đo này, nghiên cứu chấp nhận giả thuyết H1, H2, H3, H5 và H8.

Bảng 3. Mô hình các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp

	STDTA		LTDTA		TTDTA	
	Fixed Effects	Random Effects	Fixed Effects	Random Effects	Fixed Effects	Random Effects
Constant	0,3591*** (0,0614)	0,3357*** (0,0611)	0,1604** (0,0535)	0,1576** (0,0596)	0,5275*** (0,0697)	0,5071*** (0,0737)
TANG	-0,0441 (0,0824)	-0,0731 (0,0772)	-0,0630 (0,0718)	-0,0453 (0,0716)	-0,1869* (0,0936)	-0,1669 (0,0920)
ROE	-0,0028*** (0,0008)	-0,0029*** (0,0008)	0,0002 (0,0007)	0,0008 (0,0007)	-0,0022* (0,0010)	-0,0014 (0,0010)
SIZE	0,0067 (0,0039)	0,0085* (0,0037)	0,0030 (0,0034)	0,0019 (0,0034)	0,0095* (0,0044)	0,0088* (0,0044)
GR	0,0057** (0,0020)	0,0059** (0,0020)	-0,0002 (0,0017)	-0,0003 (0,0018)	-0,0026 (0,0023)	-0,0026 (0,0023)
NDTS	0,0124 (0,0522)	0,0009 (0,0515)	-0,0372 (0,0454)	-0,0346 (0,0462)	-0,0196 (0,0593)	-0,0237 (0,0603)
RISK	0,0031*** (0,0005)	0,0033*** (0,0005)	-0,0011* (0,0004)	-0,0011* (0,0004)	0,0027*** (0,0006)	0,0028*** (0,0006)
AGE	-0,0482* (0,0207)	-0,0475* (0,0189)	-0,0095 (0,0180)	-0,0041 (0,0178)	-0,0655** (0,0235)	-0,0558* (0,0227)
LIQD	-0,0102*** (0,0015)	-0,0107*** (0,0014)	0,0059*** (0,0013)	0,0058*** (0,0013)	-0,0038* (0,0016)	-0,0042* (0,0016)
No. of observations	285	285	285	285	285	285

Ghi chú: STDTA đại diện cho đòn bẩy ngắn hạn, LTDTA - Đòn bẩy dài hạn, và TTDTA đại diện cho đòn bẩy tổng thể. Các biến giải thích bao gồm: Cấu trúc tài sản (TANG), Khả năng sinh lời (ROE), quy mô doanh nghiệp (SIZE), Cơ hội tăng trưởng (GR), lá chắn thuế phi nợ (NDTS), rủi ro (RISK), và độ tuổi doanh nghiệp (AGE).

***, **, and * denote significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively

Đối với đòn bẩy dài hạn, chỉ yếu tố rủi ro và khả năng thanh khoản là có ảnh hưởng đáng kể, do đó, có thể thấy rằng, khi phải chịu thêm một mức rủi ro, doanh nghiệp có xu hướng vay nợ thấp hơn 0,0011 đơn vị. Tính trung bình, nếu công ty có mức thanh khoản cao hơn một đơn vị, thì họ có xu hướng sử dụng đòn bẩy dài hạn cao hơn 0,0059 đơn vị. Như vậy với thang đo cấu trúc nợ theo kỳ hạn nợ dài hạn, chỉ giả thuyết H5 và H7 được chấp nhận.

Về đòn bẩy tổng thể, tính trung bình, nếu khi công ty quyết định tăng quy mô thêm một đơn vị và chịu rủi ro ở mức cao hơn, thì mức tăng tương ứng là 0,0088 và 0,0028 đơn vị. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp có thêm năm hoạt động và mức độ thanh khoản cao hơn, họ có khả năng nhận được mức nợ thấp hơn 0,0558 và 0,0042 đơn vị nợ.

4. KẾT LUẬN

Các kết quả phân tích cho thấy, các doanh nghiệp bất động sản Việt nam với đặc thù hoạt động trong lĩnh vực có nhu cầu vốn dài hạn cao song cấu trúc vốn được thiết lập vẫn theo xu hướng phụ thuộc nhiều hơn vào cấu trúc nợ

ngắn hạn. Các yếu tố khả năng sinh lời, cơ hội tăng trưởng, tuổi doanh nghiệp và tính thanh khoản là các yếu tố thuộc đặc tính doanh nghiệp có ảnh hưởng tại mức ý nghĩa thống kê 5% đến cấu trúc vốn theo thang đo tỷ lệ nợ ngắn hạn. Trong khi đó, đối với đòn bẩy dài hạn, nghiên cứu xác nhận vai trò ảnh hưởng quan trọng của chỉ hai yếu tố là rủi ro kinh doanh và tính thanh khoản. Trong hai trường hợp, được tổng kết ở bảng 4, khi kiểm tra ảnh hưởng của yếu tố rủi ro và tính thanh khoản đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp, dấu của giả thuyết đối chiều và có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 5%, được xác nhận đối với giả thuyết nghiên cứu đề xuất, nghiên cứu của chúng tôi thể hiện sự ủng hộ của lý thuyết trật tự phân hạng thay vì lý thuyết đánh đổi và lý thuyết người đại diện. Phát hiện này cho thấy, trong bối cảnh của nền kinh tế Việt nam, điển hình trong lĩnh vực bất động sản, lý thuyết trật tự phân hạng dựa trên vấn đề bất đối xứng thông tin hỗ trợ tốt hơn trong việc giải thích các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này.

Bảng 4. Mức độ ủng hộ của các lý thuyết hỗ trợ đối với giả thuyết nghiên cứu đề xuất

Biến phụ thuộc	Biến độc lập	Kỳ vọng	Kết quả	Lý thuyết hỗ trợ
Short-term leverage (STDTA)	Khả năng sinh lời (PROF)	(+)	(-)	Lý thuyết trật tự phân hạng
	Quy mô doanh nghiệp (SIZE)	(+)	(+)	
	Cơ hội tăng trưởng (GR)	(+)	(+)	LT trật tự phân hạng
	Rủi ro kinh doanh (RISK)	(-)	(+)	
	Độ tuổi (AGE)	(-)	(-)	LT trật tự phân hạng
	Tính thanh khoản (LIQD)	(-)	(-)	LT trật tự phân hạng
Long-term leverage (LTDTA)	Rủi ro (RISK)	(-)	(-)	LT đánh đổi + LT trật tự phân hạng
	Tính thanh khoản (LIQD)	(-)	(+)	LT trật tự phân hạng
Total debt leverage (TTDTA)	Quy mô doanh nghiệp (SIZE)	(+)	(+)	
	Rủi ro (RISK)	(-)	(+)	LT trật tự phân hạng
	Tuổi DN (AGE)	(-)	(-)	LT trật tự phân hạng
	Tính thanh khoản (LIQD)	(-)	(-)	LT trật tự phân hạng

Các kết quả phân tích đều đồng thuận việc giải thích cấu trúc vốn của các doanh nghiệp bất động sản trong mẫu nghiên cứu được luận giải theo khung lý thuyết trật tự phân hạng hơn là quan điểm của lý thuyết đánh đổi hoặc lý thuyết người đại diện. Các kết luận này cũng phù hợp khi ảnh hưởng của các yếu tố lá chắn thuế phi nợ và cấu trúc tài sản không được xác nhận trong mẫu nghiên cứu của giai đoạn này. Các kết quả cho thấy một số điểm chính như sau:

- Các công ty có khả năng sinh lời cao có thể có khả năng tạo ra đủ doanh thu để trang trải các nghĩa vụ ngắn hạn. Do đó, họ chủ yếu được tài trợ bằng tiền mặt của mình và sau đó ít sử dụng nợ nước ngoài hơn, phù hợp với lý thuyết đánh đổi. Kết quả này phù hợp với Zeitun và Tian [50].

- Quy mô doanh nghiệp lớn sẽ có uy tín lớn hơn trên thị trường vốn, vấn đề người đại diện liên quan đến nợ thấp hơn, vì vậy họ có nhiều lựa chọn hơn trong sử dụng nợ ngắn hạn. Mối quan hệ tích cực này cũng phù hợp với các phát hiện trong nghiên cứu của Marsh [28]; Rajan và Zingales [38], ủng hộ lý thuyết đánh đổi.

- Lá chắn thuế phi nợ có liên quan tích cực với STDTA, nhưng không đồng nhất trên hai thang đo còn lại, do đó, không có nhiều ý nghĩa luận giải trong trường hợp các công ty bất động sản. Các công ty kinh doanh bất động sản có xu hướng có tài sản cố định cao, điều này cho thấy mức độ khấu hao cao hơn so với các ngành khác. Mức khấu hao cao như vậy sẽ không khuyến khích các doanh nghiệp vay nợ nhiều hơn để tận dụng lợi thế của lá chắn thuế không nợ. Tuy nhiên, giả thuyết H6 không được chấp nhận hàm ý rằng lá chắn thuế do có chi phí khấu hao cao không được xem xét khi các nhà quản lý đưa ra lựa chọn tài chính. Kết quả tương tự cũng được thể hiện trong nghiên cứu của Titman và Wessels [47].

- Các công ty bất động sản ở giai đoạn trưởng thành có thể tạo ra đủ doanh thu để trang trải các khoản tài chính đầu tư của họ mà không cần sử dụng các nguồn bên ngoài trong ngắn hạn. Do đó, biến tuổi doanh nghiệp ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng khi các công ty ưa thích sử dụng nguồn lực nội bộ hơn là đi vay từ bên ngoài. Bên cạnh đó, chúng tôi có thể kết luận rằng mức độ thanh khoản của các công ty kinh doanh bất động sản có ảnh hưởng lớn hơn đến đòn bẩy ngắn hạn. Một giải thích hợp lý là trong ngắn hạn, các công ty có mức thanh khoản cao có thể trang trải các nghĩa vụ hiện tại của họ khi có nhu cầu, do đó không cần phải vay thêm nợ, điều này được chứng minh bằng lý thuyết lệnh ghép. Kết quả của tính thanh khoản phù hợp với nghiên cứu của Zeitun và Tian [50]; và Vinh [49] khi điều tra thị trường Việt Nam. Tương tự như vậy, trong dài hạn, các công ty có tính thanh khoản cao có xu hướng sử dụng tài sản thanh khoản làm tài sản thế chấp để cho các chủ nợ bên ngoài thấy tình hình tài chính lành mạnh nhằm cho vay số nợ lớn hơn. Do đó, đòn bẩy dài hạn chịu ảnh hưởng tích cực bởi mức độ thanh khoản của doanh nghiệp. Liên quan đến vấn đề rủi ro, kết quả cho thấy trong dài hạn, các doanh nghiệp có mức độ rủi ro cao có xu hướng sử dụng ít nợ hơn. Vấn đề này có thể được giải thích là do về dài hạn, lợi nhuận là không chắc chắn nên khi rủi ro gia tăng các chủ nợ thận trọng hơn trong việc cho vay. Do đó, các doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc tiếp cận nợ, kết quả này cũng phù hợp với nghiên cứu của Titman và Wessels [47].

Như vậy khi kiểm tra các yếu tố thuộc đặc tính doanh nghiệp bao gồm cấu trúc tài sản, khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp, cơ hội tăng trưởng, lá chắn thuế phi nợ, rủi ro, tuổi doanh nghiệp và khả năng thanh khoản đối với tỷ

lệ đòn bẩy tài chính của các công ty bất động sản Việt Nam trong giai đoạn từ 2010 đến 2018, kết quả cho thấy tác động không hoàn toàn giống nhau lên các thang đo khác nhau của cấu trúc vốn và được giải thích chủ yếu dựa trên hỗ trợ của lý thuyết trật tự phân hạng. Những cơ chế ảnh hưởng này có thể là một bằng chứng thực nghiệm giúp các doanh nghiệp bất động sản Việt Nam đưa ra các quyết định tài chính hiệu quả hơn. Không có cấu trúc vốn tối ưu mà một quy mô phù hợp với tất cả, vì vậy, nhà quản lý nên xây dựng cấu trúc vốn phù hợp nhất cho công ty của họ bằng nguồn vốn đa dạng hơn thay vì tập trung nhiều vào nợ vay ngân hàng theo cấu trúc nợ ngắn hạn. Với các kết quả đạt được, nghiên cứu của chúng tôi còn một số hạn chế liên quan đến kích thước và khoảng thời gian của mẫu. Trước hết, quy mô mẫu theo dữ liệu thời gian là 8 năm có thể chưa đủ dài để đánh giá xu hướng phát triển của các công ty. Thứ hai, các doanh nghiệp trong mẫu không chỉ hoạt động duy nhất trong lĩnh vực bất động sản mà còn hoạt động trong các lĩnh vực khác do đó kết quả có thể tạo ra những thiên lệch nhất định. Các nghiên cứu sâu hơn có thể nghiên cứu tác động của ngành đối với tỷ lệ đòn bẩy vì nó là đặc trưng của từng ngành. Cuối cùng, một hạn chế khác nằm ở cách thu thập và phân tích dữ liệu vì tất cả dữ liệu đều được trích xuất từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp, có nghĩa là giá trị tài sản đều được tính theo giá trị sổ sách mà chưa tính đến giá trị thị trường để có những đánh giá toàn diện hơn. Đây cũng là những vấn đề mà các nghiên cứu tiếp theo cần làm rõ thêm.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. A.Petersen M., Rajan R. G., 1994. *The benefits of lending relationships: Evidence from small business data*. Journal of Finance, 49, 3-37.
- [2]. Akdal S., 2010. *How do Firm Characteristics Affect Capital Structure? Some UK Evidence*.
- [3]. Angelo H. D., Masulis R. W., 1980. *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*. Journal of Financial Economics 8.
- [4]. Baker M., Wurgler J., 2002. *Market timing and capital structure*. The Journal of Finance, 57, 1-32.
- [5]. Baltagi B. H., 2008. *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
- [6]. Barclay M. J., Clifford W. Smith J., Morellec E., 2006. *On the Debt Capacity of Growth Options*. Journal of Business, 79, 37-60.
- [7]. Berger A. N., Udell G. F., 1998. *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*. Journal of Banking & Finance, 22, 613-673.
- [8]. Berger A. N., Udell G. F., 2002. *Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organisational structure*. The Economic Journal, 112, 32-53.
- [9]. Bowen R. M., Daley L. A., Charles C. Huber J., 1982. *Evidence on the Existence and Determinants of Inter-Industry Differences in Leverage*. Financial Management, 11, 10-20.
- [10]. Bowman R. G., 1980. *The Importance of a Market-Value Measurement of Debt in Assessing Leverage*. Journal of Accounting Research, 18, 242-254.
- [11]. Brigham E. F., Ehrhardt M. C., Fox R., 2016. *Financial management: theory & practice*. Cengage Learning, UK.
- [12]. Chakraborty I., 2010. *Capital structure in an emerging stock market: The case of India*. Research in international business and finance, 24, 295-314.
- [13]. Chen J., Strange R., 2005. *The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies*. Economic Change and Restructuring, 38, 11-35.
- [14]. Chittenden F., Hutchinson P., 1996. *Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation*. Small Business Economics, 8, 59-67.
- [15]. Frank M. Z., Goyal V. K., 2003. *Testing the pecking order theory of capital structure*. Journal of Financial Economics, 67, 217-248.
- [16]. Frank M. Z., Goyal V. K., 2005. *Tradeoff and Pecking Order Theories of Debt*. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance.
- [17]. Frank M. Z., Goyal V. K., 2009. *Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?* Financial Management.
- [18]. Garcia R., Cerqueira A., Brandão E., 2016. *Determinants of capital structure of firms: an analysis on the Euro Zone and the U.K.* Master in Finance and Taxation.
- [19]. Gaud P., Jani E., Hoesli M., Bender A., 2005. *The Capital Structure of Swiss Companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data*. European Financial Management, 11, 51-69.
- [20]. Graham J. R., Harvey C. R., 2001. *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*. Journal of Financial Economics, 60, 187-243.
- [21]. Green R. C., 1984. *Investment incentives, debt, and warrants*. Journal of Financial Economics 13, 115-136. .
- [22]. Harris M., Raviv A., 1990. *Capital Structure and the Informational role of debt*. The Journal of Finance, 40, 321-349.
- [23]. Harris M., Raviv A., 1991. *The Theory of Capital Structure*. The Journal of Finance, 46, 297-355.
- [24]. Jensen M. C., 1986. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. American Economic Review, 76, 323-329.
- [25]. 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.
- [26]. Kraus A., Litzenberger R. H., 1973. *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*. The Journal of Finance, 28, 911-922.
- [27]. Lang L., Ofek E., Stulz R. M., 1994. *Leverage, Investment, and Firm Growth*. LEC 2018. Annual report.
- [28]. Marsh P., 1982. *The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study*. The Journal of Finance, 37, 121-144.
- [29]. Matias F., Serrasqueiro Z., 2017. *Are there reliable determinant factors of capital structure decisions? Empirical study of SMEs in different regions of Portugal*. Research in International Business and Finance, 40, 19-33.
- [30]. Michael J. Barclay, Erwan Morellec, Clifford W. Smith J., 2003. *On the debt Capacity of growth Options*. The Journal of Business 79.
- [31]. Miguel A. d., Pindado J., 2001. *Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data*. Journal of Corporate Finance, 7, 77-99.
- [32]. Modigliani F., Miller M. H., 1958. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review, 48, 261-297.

- [33]. Modigliani F., Miller M. H. 1963. *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. The American Economic Review, 53, 433-443.
- [34]. Myers S. C., 1977. *Determinants of corporate borrowing*. Journal of Financial Economics Volume 5, Issue 2, p. 147-175
- [35]. 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 Volume 13, Issue 2, p. 187-221
- [36]. Myers S. C., Rajan R. G., 1998. *The paradox of liquidity*. The Quarterly Journal of Economics, 113, 733-771.
- [37]. Ozkan A., 2001. *Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data*. Journal of Business Finance & Accounting, 28.
- [38]. Rajan R. G., Zingales L. 1995. *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*. The journal of finance, 5.
- [39]. Ross S. A., 1977. *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*. Bell Journal of Economics, The RAND Corporation, vol. 8(1), p23-40.
- [40]. Saad N. M., 2010. *Corporate Governance Compliance and the Effects to Capital Structure in Malaysia*. International Journal of Economics and Finance, 2.
- [41]. Sbeti W. M., Moosa I., 2012. *Firm-specific factors as determinants of capital structure in the absence of taxes*. Appl. Financial Econ, 22, 209-213.
- [42]. Securities T. A., 2011. *Real estate industry report*.
- [43]. Shyam-Sunder L., Myers S. C., 1999. *Testing static trade-off against pecking order models of capital structure*. Journal of financial economics, 51, 219-244.
- [44]. Silva M. A. V., Cerqueira A. M., Brandão E., 2017. *The Determinants of Capital Structure: Evidence from Non-financial Listed German Companies*. FEP Working Papers 588.
- [45]. Suratno Djaddang S., Ghozall I., 2017. *The Role of Business Risk and Non Debt Tax Shields to Debt to Equity Ratio on Pharmacy Listed Companies in Indonesia*. International Journal of Economics and Financial Issues, 7, 73-80.
- [46]. Titman S., 1983. *The effect of capital structure on a firm's liquidation decision*. Journal of Financial Economics 13, 137-151. .
- [47]. Titman S., Wessels R., 1988. *The Determinants of Capital Structure Choice*. The Journal of Finance.
- [48]. Tsyplov S., 2008. *Investment Frictions and Leverage Dynamics*. Journal of Financial Economics, 89, 423-443.
- [49]. Vinh V. X., 2017. *Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam*. International Business and Finance, 40, 105-113.
- [50]. Zeitun R., Tian G., 2008. *The determinants of capital structure: The case of longterm debt constraint for Jordanian firms*. Corporate Ownership & Control, 6.

AUTHORS INFORMATION

Nguyen Xuan Thang¹, Nguyen Minh Phuong²,
Nguyen Linh Giang¹, Bui Thi Thu Loan²

¹National Economics University, Hanoi, Vietnam

²Hanoi University of Industry