

---

# ẢNH HƯỞNG CỦA HẠN CHẾ TÀI CHÍNH ĐẾN DÒNG TIỀN ĐẦU TƯ TẠI CÁC CÔNG TY BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

**Nguyễn Trung Dũng**

Học viện Ngân hàng

Email: [dunght211089@gmail.com](mailto:dunght211089@gmail.com)

**Nguyễn Nhật Đức Minh**

Học viện Ngân hàng

Email: [ducminhnguyen1307@gmail.com](mailto:ducminhnguyen1307@gmail.com)

Mã bài: JED-1832

Ngày nhận: 30/06/2024

Ngày nhận bản sửa: 28/10/2024

Ngày duyệt đăng: 28/11/2024

DOI: 10.33301/JED.VI.1832

## **Tóm tắt:**

Nghiên cứu này sử dụng mô hình GMM hệ thống để ước lượng ảnh hưởng của hạn chế tài chính đến dòng tiền đầu tư tại các công ty bất động sản niêm yết dựa trên tăng phương trình Euler tuyến tính về đầu tư do Bond & Meghir giới thiệu lần đầu vào năm 1994. Nhóm tác giả thu thập dữ liệu từ báo cáo tài chính hợp nhất kiểm toán của 59 công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2015-2022. Kết quả cho thấy nếu chỉ số đo lường hạn chế tài chính (KZ) và tỷ lệ lưu chuyển tiền thuần từ đầu tư trên tài sản cố định hữu hình có mối quan hệ nghịch biến với dòng tiền đầu tư thì biến độ trễ bậc 1 của dòng tiền đầu tư cùng với tỷ lệ doanh thu thuần trên tài sản cố định hữu hình lại biểu thị quan hệ tích cực với biến phụ thuộc. Kết quả thảo luận còn mang hàm ý quan trọng trong công tác định hướng những chính sách quản lý tài chính công ty phù hợp với điều kiện thực tiễn và mục tiêu phát triển thị trường bất động sản Việt Nam giai đoạn 2030 - 2045.

**Từ khoá:** Dòng tiền đầu tư, hạn chế tài chính, bất động sản, GMM hệ thống

**Mã JEL:** R3, O16, G11, G31 và P33.

## **The impact of financial constraints on investment cash flow at listed real estate firms on the Vietnam Stock Exchange**

### **Abstract:**

This study employs a system GMM model to estimate the influence of financial constraints on investment cash flows at listed real estate firms based on the linear Euler equation of investment first introduced by Bond & Meghir (1994). We collected data from audited financial statements of 59 listed real estate firms on the Vietnam stock market from 2015-2022. The results reveal that financial constraints and net investment cash flow on tangible fixed assets have a negative relationship with investment cash flow. The first lag investment cash flow with the net income on tangible fixed assets demonstrates a positive relationship with the dependent variable. The discussion consequences also have noteworthy implications in orienting financial firm management that is suitable with practical conditions and development goals of Vietnam's real estate market in 2030 - 2045.

**Keywords:** Investment cash flow, financial constraints, real estate, system GMM

**JEL Codes:** R3, O16, G11, G31, P33.

---

## 1. Giới thiệu

Số liệu thực tế từ Tổng cục Thống kê (2023) cho thấy những năm gần đây đều chứng kiến tỷ trọng đóng góp đáng kể của thị trường bất động sản (BDS) vào cơ cấu tổng sản phẩm quốc nội. Đặc biệt vào năm 2022, chỉ riêng lĩnh vực này đã đóng góp 328,7 nghìn tỷ VND, tương đương 3,46% GDP cả nước. Thực tế đã cho thấy một thị trường bất động sản phát triển thịnh vượng sẽ là bộ phận thúc đẩy hiệu quả tăng trưởng kinh tế bền vững. Mặc dù vậy, do mang trong mình đặc tính lan truyền rủi ro nên tình trạng suy thoái của thị trường này tại bất kỳ thời điểm nào đều có thể tiềm ẩn nguy cơ kéo theo sự đình trệ của hàng loạt lĩnh vực liên quan. Hiện nay, có 86 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán trên cả 2 sàn HOSE (61 doanh nghiệp, chiếm 70,93%) và HNX (24 doanh nghiệp, chiếm 29,07%), hoạt động của nhóm cổ phiếu đang có xu hướng bị dẫn dắt bởi dòng cổ phiếu họ Vingroup (VIC, VHM, VRE) và các nhóm cổ phiếu khác như BCM, SSH, KBC, NVL và IDC (AGRISECO, 2023). Ngành bất động sản liên quan trực tiếp đến nhiều ngành nghề, có tính chu kỳ, dài hạn, đòi hỏi rất nhiều nguồn lực khác nhau, trong đó nguồn lực về tài chính dồi dào và bền vững đóng vai trò cốt lõi đến sự thành bại của các doanh nghiệp bất động sản (Guizani & Ajmi, 2021; Hoài & cộng sự, 2023).

Hạn chế tài chính dưới góc nhìn của Kaplan & Zingales (1997) được biết đến như sự chênh lệch giữa chi phí bên trong và chi phí bên ngoài của vốn trong điều kiện thị trường không hoàn hảo. Rào cản này xuất hiện làm suy giảm khả năng tiếp cận nguồn tài trợ thay thế bên ngoài, từ đó khiến các công ty bị lệ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn nội sinh hiện có (Ding & cộng sự, 2013; Meng & cộng sự, 2020; Guizani & Ajmi, 2021; Xiao & Xiaomeng, 2024). Khiếm khuyết này nếu không được xử lý kịp thời bằng những biện pháp phù hợp chắc chắn sẽ để lại nhiều hệ lụy cho kế hoạch đầu tư của các công ty bất động sản.

Ảnh hưởng của hạn chế tài chính đối với dòng tiền đầu tư tại cấp độ công ty không phải là đề tài quá mới và đã được nghiên cứu tại nhiều quốc gia trong khu vực và quốc tế ở các quốc gia phát triển và đang phát triển với dữ liệu là nhóm các công ty hoạt động trên nhiều ngành nghề (Ding & cộng sự, 2013; Mulier & cộng sự, 2016; Lerskullawat, 2018; Mansali & cộng sự, 2019; Meng & cộng sự, 2020; Guizani & Ajmi, 2021; Olopade & cộng sự, 2022; An & Ngoc, 2022; Hoài & cộng sự, 2023; Xiao & Xiaomeng, 2024). Trong số các nghiên cứu này thì chỉ có một số là đã cụ thể hóa dữ liệu phân tích của mình về mặt không gian như ngành khai thác mỏ tại Trung Quốc (Ding & cộng sự, 2013); 7 lĩnh vực cụ thể tại Thái Lan (Lerskullawat, 2018); 8 lĩnh vực tại Việt Nam (An & Ngoc, 2022). Có rất nhiều chỉ tiêu cách phân loại hạn chế tài chính và chỉ số KZ của Kaplan & Zingales (1997) đo lường bằng phương trình Euler được đánh giá là rất quan trọng, song chỉ có Meng & cộng sự (2020), Kumar & Ranjani (2018), Xiao & Xiaomeng (2024) vận dụng đánh giá tác động trực tiếp đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Các nghiên cứu trong nước cũng chỉ dừng lại ở việc phân loại và chưa có sự vận dụng đo lường chỉ số KZ và đánh giá tác động trực tiếp của chỉ số này. Do đó, việc vận dụng KZ đo lường tác động của hạn chế tài chính đến dòng tiền đầu tư phù hợp với các đặc trưng của thị trường bất động sản Việt Nam có ý nghĩa cấp thiết hơn bao giờ hết.

## 2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các công trình nghiên cứu

### 2.1. Hạn chế tài chính

Kaplan & Zingales (1997) đã đưa ra quan điểm của mình về thuật ngữ này như sau: “Hạn chế tài chính (financial constraints) là việc các công ty phải đối mặt với sự chênh lệch (wedge) giữa chi phí bên trong (internal costs) và chi phí bên ngoài (external costs) của vốn”. Theo đó, một công ty được xem xét là phải đối diện với hạn chế tài chính hoàn toàn nếu nó gần như lệ thuộc vào nguồn vốn bên trong, được coi là bị hạn chế một phần nếu trong phần lớn số năm khả dụng dựa trên các nguồn tài trợ ngắn hạn bên ngoài và ít bị hạn chế nhất khi dựa vào nguồn tài chính ngoại sinh dưới hình thức nợ dài hạn với thời gian đáo hạn từ một năm trở lên.

Silva & Carreira (2010) định nghĩa hạn chế tài chính là việc một công ty hay một nhóm công ty không có khả năng huy động số vốn cần thiết (thường xuất phát từ nguyên nhân thiếu hụt nguồn tài chính bên ngoài) để tài trợ cho lộ trình phát triển tối ưu của họ.

Kaplan & Zingales (1997), Hu & Liu (2015) và Meng & cộng sự (2020) đã tiến hành phát triển một chỉ số KZ dựa trên sự kết hợp tuyến tính của 4 tỷ số tài chính, chỉ số này đã nhận được sự đánh giá cao và ủng hộ mạnh mẽ từ cộng đồng nghiên cứu học thuật trên khắp các châu lục bởi tính nhất quán của nó đối với phương trình Euler tuyến tính về đầu tư công ty. Chỉ số KZ này được tính theo phương trình dưới đây:

$$KZ\ index_{it} = -1.002 \times \frac{CFI_{it}}{A_{i,t-1}} - 39.368 \times \frac{D_{it}}{A_{i,t-1}} - 1.315 \times \frac{C_{it}}{A_{i,t-1}} + 3.139 \times LEV_{it} \quad (1)$$

KZ index<sub>it</sub> đại diện cho chỉ số đo lường hạn chế tài chính tại công ty i vào năm tài chính t; CFI<sub>it</sub> là lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư của công ty i hàng năm; D<sub>it</sub> là cổ tức chi trả bằng tiền và cổ phiếu của công ty i trong năm t; C<sub>it</sub> là lượng tiền và tương đương tiền được nắm giữ tại công ty i cuối năm t; A<sub>i,t-1</sub> đại diện cho giá trị trẻ bậc 1 của tổng tài sản công ty i tại thời điểm kết thúc năm tài chính; LEV<sub>it</sub> là hệ số đòn bẩy tài chính được tính bằng Tổng nợ phải trả trên Tổng tài sản của công ty i hàng năm. Các chỉ số i và t sẽ lần lượt đại diện cho công ty và năm tài chính. Các công ty có giá trị KZ - Index cao hơn được cho là có khả năng phải đối diện với nhiều thách thức lớn hơn trong việc đáp ứng nhu cầu về số vốn cần thiết nhằm tài trợ cho các dự án và lĩnh vực đầu tư của mình.

## 2.2. Dòng tiền đầu tư

Theo Chuẩn mực Kế toán quốc tế số 7 (IAS 7), dòng tiền phát sinh từ hoạt động đầu tư là dòng tiền nhận được từ hoạt động đầu tư và dòng tiền chi cho hoạt động đầu tư. Dòng tiền nhận được từ hoạt động đầu tư bao gồm: (1) tiền thu từ việc bán tài sản, nhà xưởng, thiết bị, tài sản vô hình và các tài sản dài hạn khác; (2) tiền thu từ việc bán cổ phần hoặc công cụ nợ của đơn vị khác và tiền lãi trong liên doanh (trừ các khoản thu từ các công cụ được phân loại là tương đương tiền hoặc nắm giữ cho mục đích thương mại); (3) tiền thu từ việc được hoàn trả các khoản ứng trước và các khoản cho vay từ đơn vị khác và (4) tiền thu từ các hợp đồng tương lai, hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng quyền chọn và hợp đồng hoán đổi, trừ trường hợp hợp đồng đó được nắm giữ cho mục đích thương mại hoặc khoản tiền thu được phân loại là hoạt động tài chính.

## 2.3. Lý thuyết nền tảng nghiên cứu tác động của hạn chế tài chính đến dòng tiền đầu tư

*Lý thuyết chi phí giao dịch (Transaction costs)*: Trong bối cảnh thị trường vốn không hoàn hảo, nguồn vốn nội bộ sẽ trở thành phương tiện tài trợ ưu tiên thay vì vốn cổ phần mới của doanh nghiệp (Williamson, 1981). Do đó, có thể khẳng định tồn tại một mối quan hệ nghịch biến giữa hạn chế tài chính và dòng chi đầu tư tại các doanh nghiệp. Theo đó, các công ty phụ thuộc vào nguồn vốn nội bộ sẽ biểu hiện độ nhạy dòng tiền đầu tư với nguồn tài chính nội bộ cao (Campello & cộng sự, 2010).

*Lý thuyết chi phí nợ đại diện (Agency costs of debt)*: Jensen & Merkling (1976) đã giải thích việc các nhà quản lý sử dụng nguồn vốn nội bộ dư thừa một cách kém hiệu quả, chi tiêu quá mức cho các dự án đầu tư thiếu tiềm năng thay vì phân bổ hợp lý cho các dự án có tính khả thi và khả năng sinh lời tốt đã khiến chi phí tài trợ bên ngoài liên tục tăng cao và sẽ vượt qua chi phí tài chính bên trong. Mức độ hạn chế tài chính gia tăng sẽ khiến công ty buộc phải từ bỏ các dự án đầu tư tiềm năng, đồng thời dòng tiền đầu tư của doanh nghiệp cũng khó tránh khỏi việc bị ảnh hưởng tiêu cực trong một thời kỳ nhất định (Kaplan & Zingales, 1997).

*Lý thuyết chi phí thông tin bất cân xứng (Asymmetric information costs)*: Theo Akerlof (1978), mô hình quả chanh có thể được sử dụng để đưa ra một số bình luận về chi phí của sự không trung thực. Trong đó, một thị trường hàng hóa minh bạch hoặc không trung thực thì chất lượng thông tin về chi phí có thể được thể hiện không chắc chắn và theo nhiều chiều khác nhau. Fazzari & cộng sự (1988) dẫn theo lý thuyết bất cân xứng của Akerlof (1978) cho rằng tại những thời điểm phải đối mặt với tình trạng bất đối xứng thông tin trên thị trường chứng khoán, các doanh nghiệp khó có khả năng thay thế nợ vay bằng các đợt phát hành cổ phiếu mới nếu không duy trì đủ nguồn tài chính nội bộ sẵn có và tài sản lưu động đáng kể. Mức độ thông tin bất đối xứng càng nghiêm trọng thì càng tiềm ẩn nguy cơ luồng tài chính bên ngoài sẽ rất tốn kém hoặc thậm chí rơi vào tình trạng không sẵn có.

## 2.4. Tổng quan các công trình nghiên cứu và phát triển giả thuyết

Dòng nghiên cứu về đánh giá tác động của hạn chế tài chính và đầu tư doanh nghiệp nhận được sự quan tâm rất lớn của giới học thuật, đặc biệt là ở các quốc gia đang phát triển tiếp cận dưới các lý thuyết như lý thuyết chi phí giao dịch, chi phí nợ đại diện và chi phí thông tin bất cân xứng (Ding & cộng sự, 2013; Mulier & cộng sự, 2016; Lerskullawat, 2018; Mansali & cộng sự, 2019; Meng & cộng sự, 2020; Guizani & Ajmi, 2021; Olopade & cộng sự, 2022; Xiao & Xiaomeng, 2024). Trong số đó, Ding & cộng sự (2013) đề cập đến vấn đề này với dữ liệu ngành khai thác mỏ tại Trung Quốc và Lerskullawat (2018) với bảy lĩnh vực cụ thể tại Thái Lan. Hiện nay chưa có nghiên cứu riêng lẻ nào đánh giá vai trò của hạn chế tài chính và hoạt động

đầu tư của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết. Tại Việt Nam, Liem & Nga (2017), An & Ngoc (2022), Hoài & cộng sự (2023) đã đánh giá tác động của hạn chế tài chính đến đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết, song cách tiếp cận đánh giá chỉ số hạn chế tài chính chưa toàn diện. Đồng thời, những nghiên cứu này thiếu góc nhìn về tỷ lệ chi trả cổ tức trên tài sản, tỷ lệ dự trữ thanh khoản bằng tiền mặt theo cách tiếp cận hạn chế tài chính với chỉ số KZ của Kaplan & Zingales (1997) đo lường bằng phương trình Euler được đánh giá là rất quan trọng, được vận dụng hiệu quả trong các nghiên cứu của Meng & cộng sự (2020); Kumar & Ranjani (2018), Xiao & Xiaomeng (2024). Kumar & Ranjani (2018) vận dụng lý thuyết chi phí giao dịch của Williamson (1981) khẳng định trong điều kiện thị trường không hoàn hảo, hạn chế tài chính xuất hiện làm suy giảm khả năng tiếp cận nguồn tài trợ từ bên ngoài, khiến công ty trở nên bị lệ thuộc nhiều hơn vào quy mô tiền mặt nắm giữ và nguồn vốn nội sinh. Theo Mansali & cộng sự (2019), KZ càng cao có nghĩa là sự chênh lệch giữa chi phí nguồn vốn bên trong và bên ngoài càng lớn. Điều này có thể diễn biến nghiêm trọng hơn khi ngay cả một số cơ hội đầu tư khả thi cũng có thể bị hủy bỏ, dẫn đến hiện tượng đầu tư dưới mức (Meng & cộng sự, 2020; Olopade & cộng sự, 2022). Đây có thể được coi là một trong những khía cạnh then chốt của lý thuyết chi phí giao dịch và chi phí nợ đại diện của Jensen & Meckling (1976) cho rằng chi phí nợ tăng cao cùng với chi tiêu quá mức cùng với ảnh hưởng của bất cân xứng thông tin dẫn đến các doanh nghiệp khó khăn xoay sở về vốn, do đó kết quả là mức độ hạn chế tài chính ảnh hưởng tiêu cực của lên dòng tiền đầu tư trong công ty (Hu & Liu, 2015; Kumar & Ranjani, 2018; Xiao & Xiaomeng, 2024).

*Giả thuyết H<sub>1</sub>: Hạn chế tài chính được kỳ vọng có tác động ngược chiều đối với dòng tiền đầu tư tại các công ty bất động sản niêm yết.*

Williamson (1981) dẫn theo Akerlof (1978) cho rằng theo lý thuyết chi phí nợ đại diện, sự cải thiện về khả năng sinh lời này có tác dụng nâng cao sức khỏe tài chính nội tại, đồng thời cung cấp thêm nguồn vốn nội sinh cho công ty hiện thực hóa các cơ hội đầu tư. Khi thông tin chi phí nợ của doanh nghiệp là riêng tư, các doanh nghiệp có động cơ thực hiện các chính sách cắt giảm đầu tư. Chính sách cắt giảm đầu tư của doanh nghiệp trong trường hợp này quyết định ngưỡng chi phí, trên ngưỡng đó nhà sản xuất sẽ nhận được ít hơn lợi nhuận, được cho là tối ưu do thực tế là lợi nhuận của doanh nghiệp. Theo Gul & Tasthan (2018), các công ty có doanh thu thuần trên tài sản cố định hữu hình tăng có thể dễ dàng hơn trong việc tiếp cận thị trường vốn do tình hình tài chính được cải thiện. Việc tăng khả năng tiếp cận với các nguồn tài trợ bên ngoài sẽ giúp các nhà quản trị giảm bớt gánh nặng lệ thuộc vào quy mô lợi nhuận giữ lại khi thực hiện hoạt động đầu tư kinh doanh (Gupta & Mahakud, 2019; Guizani & Ajmi, 2021).

*Giả thuyết H<sub>2</sub>: Tỷ lệ doanh thu thuần trên tài sản cố định hữu hình được dự đoán có mối quan hệ cùng chiều đối với dòng tiền đầu tư tại các công ty bất động sản niêm yết.*

Theo lý thuyết chi phí giao dịch của Williamson (1981), các doanh nghiệp hoạt động trong thị trường không hiệu quả có xu hướng phụ thuộc vào nguồn vốn nội bộ, do đó việc sử dụng tài sản cố định quá mức thay vì các nguồn vốn khác thể hiện kém hiệu quả trong việc tiếp cận vốn từ thị trường và sử dụng tài sản dẫn đến hạn chế hơn trong hoạt động đầu tư, mối quan hệ giữa tỷ lệ lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư trên tài sản cố định hữu hình và dòng tiền đầu tư công ty là nghịch biến (Whited & Wu, 2006). Gul & Tasthan (2018) chỉ ra rằng mối quan hệ ngược chiều giữa dòng tiền đầu tư công ty và tỷ lệ lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư trên vốn cố định hữu hình có thể được lý giải dựa vào sự cam kết của công ty đối với các dự án đầu tư đòi hỏi việc sử dụng lượng vốn lớn trong thời gian dài. Kết quả này đồng quan điểm với lý thuyết chi phí thông tin bất cân xứng của Akerlof (1978) theo Fazzari & cộng sự (1988), Guizani & Ajmi (2021).

*Giả thuyết H<sub>3</sub>: Tỷ lệ lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư trên tài sản cố định hữu hình được kỳ vọng có ảnh hưởng tiêu cực lên dòng tiền đầu tư tại các công ty bất động sản niêm yết.*

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở vận dụng các nền tảng lý thuyết và thực nghiệm như đã đề cập của Hu & Liu (2015), Kumar & Ranjani (2018) và Meng & cộng sự (2020), Xiao & Xiaomeng (2024) nhóm tác giả trình bày mô hình dữ liệu bảng động dựa trên phương pháp GMM hệ thống qua phương trình Euler tuyến tính về đầu tư công ty sau đây:

$$\frac{I}{K}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_2 \times KZIndex_{it} + \beta_3 \times \left(\frac{S}{K}\right)_{it} + \beta_4 \times \left(\frac{CFI}{K}\right)_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

Trong phương trình trên,  $I_{it}$  đại diện cho chi đầu tư của công ty  $i$  trong năm tài chính  $t$ ;  $K_{it}$  là tài sản cố

định hữu hình trong công ty  $i$  tại thời điểm cuối năm  $t$ ;  $KZIndex_{i,t}$  là chỉ số đo lường mức độ hạn chế tài chính được xây dựng bởi Hu & Liu (2015) và Meng & cộng sự (2020) theo phương trình (1);  $S_{i,t}$  đại diện cho giá trị doanh thu thuần phát sinh tại công ty  $i$  hàng năm;  $CFI_{i,t}$  là lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư của công ty  $i$  năm  $t$ ;  $\mu_{i,t}$  là nhiễu trắng. Các chỉ số  $i$  và  $t$  lần lượt đại diện cho công ty và năm tài chính. Ngoài ra, về phía của phương trình (2) được bổ sung thêm biến  $\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}$ , tức giá trị trễ bậc 1 của biến phụ thuộc. Biến số này, theo Pindado & cộng sự (2011), được thêm vào với tư cách như một biến công cụ cần thiết nhằm kiểm soát hiện tượng nội sinh có thể xảy ra, đồng thời giải quyết vấn đề nhân quả đảo ngược phát sinh và còn có ý nghĩa giúp cho mô hình GMM hệ thống nắm bắt được động lực trong các chính sách đầu tư của công ty.

**Bảng 1: Đo lường biến nghiên cứu**

Tên biến	Chỉ tiêu	Đo lường	Ký hiệu	Kỳ vọng	Tên tác giả
Biến phụ thuộc	Dòng tiền đầu tư doanh nghiệp	Tài sản cố định hữu hình tại thời điểm kết thúc của năm kế tiếp + Khấu hao lũy kế tài sản cố định hữu hình trong năm hiện tại - Tài sản cố định hữu hình tại thời điểm kết thúc của năm hiện tại	$I/K_{i,t}$		Fazzari & cộng sự (1988) Guizani & Ajmi (2021)
	Biến trễ của dòng tiền đầu tư doanh nghiệp	Độ trễ bậc 1 của dòng tiền đầu tư doanh nghiệp	$I/K_{i,t-1}$	+	Mulier & cộng sự (2016) Guizani & Ajmi (2021)
Biến độc lập	Chỉ số đo lường hạn chế tài chính KZ	$-1.002 \times$ Lưu chuyển tiền thuần từ đầu tư/Tổng tài sản trễ bậc 1 - $39.368 \times$ Cô tức chi trả/Tổng tài sản trễ bậc 1 - $1.315 \times$ Tiền và tương đương tiền/Tổng tài sản trễ bậc 1 + $3.139 \times$ Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản	KZ index	-	Hu & Liu (2015) Kumar & Ranjani (2018) Xiao & Xiaomeng (2024)
	Tỷ lệ doanh thu thuần trên tài sản cố định hữu hình	Doanh thu thuần / Tài sản cố định hữu hình	$S/K_{i,t}$	+	Guizani & Ajmi (2021) Xiao & Xiaomeng (2024)
	Tỷ lệ lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư trên tài sản cố định hữu hình	Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư / Tài sản cố định hữu hình	$CFI/K_{i,t}$	-	Gul & Tastan (2018) Guizani & Ajmi (2021)

**Bảng 2: Phân nhóm cổ phiếu**

Sàn	Số lượng cổ phiếu	Tỷ lệ % trong mẫu
Sàn HOSE	42	71,19
Sàn HNX	17	28,81%

### 3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Bộ dữ liệu chính được sử dụng trong nghiên cứu này là nguồn dữ liệu thứ cấp được thu thập từ các báo cáo tài chính đã kiểm toán hàng năm (Bảng cân đối kế toán; Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh; Báo cáo lưu chuyển tiền tệ & Thuyết minh báo cáo tài chính) của các công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2015 – 2022. Nhóm tác giả đã chọn ra mẫu nghiên cứu với 59 công ty thỏa mãn đầy đủ các điều kiện về việc trích xuất đầy đủ dữ liệu và niêm yết trước 2015. Trong đó bao gồm 42 cổ phiếu bất động sản thuộc Sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và 17 cổ phiếu bất động sản thuộc Sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (tương ứng với 472 quan sát). Bảng 2 cho thấy tỷ lệ % trong

mẫu của nhóm cổ phiếu HOSE đạt 71,19%, cao hơn so với con số 28,81% của HNX.

### 3.3. Phương pháp xử lý số liệu

Kết quả dữ liệu làm sạch được đưa vào phần mềm STATA 16 để tính toán, ước lượng mô hình SYS-GMM. Nghiên cứu kiểm tra tính bền vững của ước lượng SYS-GMM thông qua biến nội sinh và công cụ với việc sử dụng tự tương quan bậc 2 hay AR (2), chỉ số Sargan và chỉ số Hansen (Arellano & Bond, 1991).

### 4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 3 thống kê mô tả các biến quan sát đo lường các nhân tố trong mô hình nghiên cứu tác động của hạn chế tài chính đến dòng tiền đầu tư tại các công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2015 – 2022.

**Bảng 3: Thống kê mô tả biến nghiên cứu**

Nhân tố	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
IK <sub>it</sub>	472	0,888	37,133	-47,500	725,233
Ik <sub>it-1</sub>	413	1,430	39,568	-43,281	725,233
KZIndex	472	0,575	1,535	-9,418	2,957
SK <sub>it</sub>	472	77,263	340,279	-11,086	5062,938
CFIK <sub>it</sub>	472	-46,199	849,410	-18004,440	1764,804

Đối với dòng tiền đầu tư: Giá trị trung bình của dòng tiền đầu tư là 0,888. Điều đó có nghĩa là tỷ lệ chi đầu tư trên tài sản cố định (TSCĐ) hữu hình của công ty bất động sản là 88,80%, khá cao so với các ngành khác.

Giá trị trung bình của chỉ số KZ Index là 0,575 có nghĩa là mức độ đối diện với hạn chế tài chính của các công ty bất động sản là 0,575.

Tỷ lệ doanh thu thuần trên TSCĐ hữu hình của công ty bất động sản niêm yết là 77,263 lần, một con số tương đối đáng kể khi đặt trong mối tương quan so sánh với các ngành nghề kinh doanh khác trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Giá trị trung bình của tỷ lệ lưu chuyển tiền thuần từ đầu tư trên vốn cố định hữu hình bất động sản là 46,199 lần, phản ánh sự thâm dụng vốn đầu tư ở mức cao hơn so với các lĩnh vực kinh doanh khác trên thị trường Việt Nam.

**Bảng 4: Phân tích tương quan**

	IK <sub>it</sub>	Ik <sub>it-1</sub>	KZIndex	SK <sub>it</sub>	CFIK <sub>it</sub>
IK <sub>it</sub>	1				
Ik <sub>it-1</sub>	0,0028	1			
KZIndex	0,0328	0,0387	1		
SK <sub>it</sub>	0,3456	-0,0550	0,0610	1	
CFIK <sub>it</sub>	-0,2608	0,0469	-0,0409	-0,6339	1

Bảng 4 cho thấy SK<sub>it</sub>, IK<sub>it-1</sub>, KZIndex lần lượt có mối tương quan thuận chiều với IK<sub>it</sub>, trong khi đó CFIK<sub>it</sub> tương quan ngược chiều với biến phụ thuộc. Các hệ số tương quan nhỏ hơn 0,85 có thể kết luận các yếu tố không có hiện tượng đa cộng tuyến và tự tương quan.

Theo Bảng 5, các chỉ số AR (2) và Hansen đều không có ý nghĩa thống kê, đồng thời kiểm định Wu-hausman có ý nghĩa thống kê. Điều này kết luận sự phù hợp của biến nội sinh và công cụ.

Bảng 5 cũng cho thấy khi các công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán gặp hạn chế tài chính thường có xu hướng giảm đầu tư. Hệ số hồi quy  $\beta_2 = -0,297$  ( $p < 0,05$ ). Kết quả này đồng quan điểm với Kumar & Ranjani (2018), vận dụng lý thuyết chi phí giao dịch và chi phí nợ đại diện của Jensen & Merkling (1976), cho rằng hạn chế tài chính xuất hiện làm suy giảm khả năng tiếp cận nguồn tài trợ thay thế bên ngoài, từ đó khiến các công ty bị lệ thuộc nhiều hơn vào lượng tiền và trung ương tiền nắm giữ và nguồn vốn nội sinh hiện có. Hu & Liu (2015) lý giải về mối quan hệ nghịch biến giữa hạn chế tài chính với

**Bảng 5: Phân tích hồi quy SYS -GMM tác động của hạn chế tài chính đến dòng tiền đầu tư của các công ty bất động sản niêm yết**

Nhân tố	I/K <sub>i,t</sub>
Ik <sub>i,t-1</sub>	0,324 [1,48]
KZIndex	-0,297* [-1,91]
SK <sub>it</sub>	0,0218*** [5,35]
CFIK <sub>it</sub>	-0,00156*** [-2,82]
Hệ số chặn	-2,689*** [-9,78]
Số quan sát	328
AR (2)	0,447
Wu-hausman	0,000
Sargan	0,996
Difference-in-Hansen tests of exogeneity	0,638

dòng tiền đầu tư tại các công ty bất động sản niêm yết như sau: Đầu tiên, những hạn chế về tài chính có thể xảy ra tại những thời điểm công ty không huy động đủ luồng vốn ngoại sinh để hỗ trợ cho các dự án cấp thiết của mình. Bên cạnh đó, chính sách thanh toán cổ tức không phù hợp với điều kiện tài chính cũng có thể là một nhân tố góp phần gia tăng chỉ số KZ, bởi lẽ trong trường hợp phần lợi tức được chia cho các chủ sở hữu vượt quá mức cần thiết sẽ đồng nghĩa phần thu nhập được giữ lại phục vụ cho hoạt động đầu tư giảm đi. Kế tiếp, khối lượng dự trữ và vị thế thanh khoản thấp cũng có khả năng làm trầm trọng hơn mức độ ảnh hưởng nghịch biến của KZ Index với dòng tiền đầu tư bởi khi công ty không đáp ứng được các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn sẽ rất khó bảo đảm được uy tín trong việc tiếp cận các nguồn tài trợ bên ngoài. Ngoài ra, mức độ sử dụng nợ trên tổng tài sản vượt ngưỡng tối ưu cũng sẽ tiềm ẩn rủi ro về cấu trúc vốn cũng như đòn bẩy tài chính nghịch. Đặt trong điều kiện kém an toàn về tình hình tài chính, các công ty rơi vào tình thế kém linh hoạt hơn trong việc huy động và phân bổ các nguồn vốn cho lĩnh vực đầu tư tại các quốc gia đang phát triển (Meng & cộng sự, 2020; Xiao & Xiaomeng, 2024). Thực tế, vấn đề về thuyết chi phí giao dịch và chi phí nợ đại diện vẫn đang diễn ra khi các doanh nghiệp bất động sản đang phải đối mặt với khó khăn về hàng hoá bán chậm, nợ phải trả trước hạn, huy động trái phiếu và hạn mức tín dụng cạn kiệt khiến cho chất lượng dòng tiền của doanh nghiệp bị bào mòn (An & Ngọc, 2022; Hoài & cộng sự, 2023). Nhiều doanh nghiệp đang thiếu tiền mặt, âm dòng tiền, bị thiếu thanh khoản nghiêm trọng có thể dẫn đến tình trạng bất ổn tài chính ngày càng gia tăng. Thị trường vốn có nhiều biến động và diễn biến bất thường đã tạo áp lực kép từ những động thái thanh lọc thị trường trái phiếu doanh nghiệp và thu nhập suy giảm từ các dự án bất động sản.

Khi công ty đạt được cơ hội tăng trưởng sẽ có khuynh hướng phân bổ nguồn vốn mạnh mẽ hơn cho các dự án và lĩnh vực đầu tư khác nhau ( $\beta_3 = 0,0218$  với mức ý nghĩa 5%). Kết quả này đồng nhất với lý thuyết chi phí nợ đại diện của Jensen & Merklings (1976), sự cải thiện về khả năng sinh lời trên mỗi đơn vị vốn cố định hữu hình có mối liên hệ mật thiết với dòng chi đầu tư tại các công ty. Điều này có thể lý giải bằng việc khi hệ số S/K<sub>it</sub> có xu hướng gia tăng sẽ có tác dụng nâng cao sức khỏe tài chính và khả năng chống chịu của các công ty tại các quốc gia đang phát triển trước sự phức tạp của quỹ đạo thị trường, đồng thời cung cấp nguồn tài chính nội bộ bổ sung nhằm đáp ứng các nhu cầu đầu tư mới (Gul & Tastan, 2018; Guizani & Ajmi, 2021; Xiao & Xiaomeng, 2024).

Việc các công ty bất động sản tăng tỷ lệ CFI/K<sub>it</sub> sẽ kéo theo tỷ lệ chi đầu tư trên mỗi đơn vị vốn cố định hữu hình giảm xuống. Hệ số  $\beta_4 = -0,00156$  và giá trị P < 0,05 cho thấy với khoảng tin cậy 95%. Kết quả này củng cố thêm nhận định về lý thuyết chi phí giao dịch và thông tin bất cân xứng của Akerlof (1978) được dẫn chiếu từ các tài liệu nghiên cứu trước đó, điển hình có thể đề cập tới Whited & Wu (2006). Các công ty đang ghi nhận sự thay đổi về khoảng cách giữa các luồng tiền ra - vào từ hoạt động đầu tư trên mỗi đơn vị vốn cố định hữu hình và diễn biến theo hướng dòng tiền nhận vào tăng lên hoặc dòng thanh toán giảm đi

---

và các công ty có thể đang phân bổ một phần đáng kể nguồn lực của mình vào các dự án dài hạn hoặc các thương vụ mua lại tài sản. Chính điều này là khiến cho mức chi đầu tư tại các công ty bị giảm đi. Kết luận này cũng đã nhận được sự đồng tình của Gul & Tastan (2018), Guizani & Ajmi (2021) với nghiên cứu tại các quốc gia đang phát triển.

## **5. Kết luận và hàm ý**

Kết quả hồi quy mô hình GMM hệ thống đã cho thấy, nếu KZ và tỷ lệ lưu chuyển tiền thuần từ đầu tư trên TSCĐ hữu hình có mối quan hệ nghịch biến với dòng tiền đầu tư thì hai biến giải thích còn lại bao gồm biến độ trễ bậc 1 của dòng tiền đầu tư cùng với tỷ lệ doanh thu thuần trên TSCĐ hữu hình lại biểu thị quan hệ tích cực với biến phụ thuộc. Chỉ số đo lường KZ được hình thành dựa trên mối quan hệ tuyến tính của bốn tỷ số tài chính. Do đó, các hàm ý quản trị dành cho chỉ số này sẽ được phân tích dựa trên hệ thống giải pháp đối với các cấu phần tạo thành nó, bao gồm:

### ***(i) Chính sách tối ưu hóa lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư***

Các công ty bất động sản niêm yết cần xây dựng khuôn khổ giám sát chặt chẽ, thường xuyên theo dõi và đối chiếu giá trị từ các luồng tiền ra – vào trong các hoạt động đầu tư thực tế với số liệu được ghi chép trên sổ sách kế toán. Xuất phát từ những rủi ro mang tính đặc hữu của lĩnh vực phát triển và kinh doanh bất động sản, quá trình dự báo dòng tiền cần được tiến hành song song với công tác lập báo cáo lưu chuyển tiền tệ trong năm tài chính. Việc tối ưu hóa giá trị dòng lưu chuyển đầu tư phải phù hợp với điều kiện và đặc tính riêng biệt của mỗi giai đoạn trong vòng đời kinh doanh bất động sản và tiến hành phân tích kỹ lưỡng để thuê hay mua TSCĐ sẽ tối ưu hơn về mặt quản lý dòng tiền.

### ***(ii) Chính sách cổ tức***

Các công ty bất động sản cần điều chỉnh việc phân phối cổ tức phù hợp với tình hình tài chính, mục tiêu tăng trưởng, điều kiện thị trường và chủ động tăng tính minh bạch để lấy lại niềm tin của nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu và chứng khoán để đạt được chính sách cổ tức bền vững. Tiếp tục xây dựng và hoàn thiện chiến lược và áp dụng cách tiếp cận thận trọng khi thực thi chính sách thanh toán cổ tức, bao gồm việc thường xuyên đánh giá cơ cấu vốn, phân tích kỹ lưỡng động lực dòng tiền, ưu tiên đầu tư và định vị thị trường để đảm bảo rằng chính sách cổ tức đem lại lợi ích cả về ngắn hạn và lâu dài. Các doanh nghiệp bất động sản niêm yết cần hạn chế tình trạng trả cổ tức cao cho cổ đông trong ngắn hạn mà thiếu sự kiểm soát chặt chẽ và cần có những dự báo kịp thời về khó khăn đối với tình hình hoạt động kinh doanh nhằm phòng ngừa tình trạng khát nợ cổ tức và đẩy nhà đầu tư đã rơi vào bẫy cổ tức. Các công ty có thể lựa chọn linh hoạt giữa chính sách ổn định cổ tức, chính sách thặng dư cổ tức và chính sách cổ tức hỗn hợp.

### ***(iii) Chính sách dự trữ thanh khoản***

Các nhà quản trị cần thường xuyên theo dõi tình hình biến động của khối lượng tiền và tương đương tiền nhằm bảo đảm cho sự dự trữ đầy đủ về nguồn thanh khoản cho công ty trong việc đáp ứng các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn và duy trì tính liên tục của hoạt động kinh doanh. Quy trình giám sát của các doanh nghiệp bất động sản cần phải được tăng cường nghiêm ngặt và tiến hành đồng thời với công tác dự báo nhằm nâng cao hiệu quả thực thi đối với chính sách dự trữ thanh khoản. Nhóm tác giả đề xuất các doanh nghiệp bất động sản cần giảm kỳ vọng lợi nhuận thông qua xác định điểm an toàn vốn có thể chấp nhận, sẵn sàng bán, chuyển nhượng các dự án đầu tư yếu kém để có thể cơ cấu lại danh mục đầu tư kinh doanh, tái cấu trúc lại doanh nghiệp, tái cơ cấu lại hoạt động đầu tư của doanh nghiệp theo hướng định ổn định và bền vững.

### ***(iv) Chính sách đòn bẩy tài chính***

Các công ty bất động sản niêm yết cần tiến hành xem xét và đánh giá kỹ lưỡng về tính an toàn của cấu trúc vốn trước thời điểm đưa ra quyết định sử dụng nguồn vay nợ. Trên cơ sở đã phân tích các điều kiện tài chính một cách thận trọng, các công ty cần tiếp tục lựa chọn phương thức vay và nguồn cung cấp tín dụng phù hợp. Các công ty nên cố gắng xây dựng một cấu trúc vốn tối ưu dựa trên sự kết hợp của cả dòng vốn vay và vốn chủ nhằm dung hòa những lợi thế mà mỗi loại hình vốn mang lại. Các doanh nghiệp bất động sản cần phải nâng cao hiệu quả các phương án tái cơ cấu nợ như: gia hạn nợ, chuyển đổi gói vay với lãi suất mới, mua lại trái phiếu, trả nợ trái phiếu bằng bất động sản.



---

## Tài liệu tham khảo

- AGRISECO (2023), *Báo cáo triển vọng ngành bất động sản 2024: Nhiều thách thức nhưng kỳ vọng khởi sắc dần*, CTCP Chứng khoán Nông Nghiệp.
- Akerlof, G. A. (1978), 'The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism', In *Uncertainty in economics* (pp. 235-251), Academic Press.
- An, T.T.H., & Ngọc, H.L.H. (2022), 'Chỉ số Phù hợp để đo lường sự hạn Chế tài chính của các Doanh nghiệp Việt Nam', *Tạp Chí Khoa học và Công nghệ - Đại học Đà Nẵng*, 22( 8), 19-23,
- Arellano, M. & Bond, S. (1991), 'Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations', *The Review of Economics Studies*, 58 (2), 227-297.
- Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010), 'The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis', *Journal of financial Economics*, 97(3), 470-487.
- Ding, S., Guariglia, A., Knight, J. (2013), 'Investment and financing constraints in China: does working capital management make a difference?', *Journal of Banking & Finance*, 37(5), 1490–1507.
- Fazzari, S., Hubbard, R. & Petersen, B. (1988), 'Financing constraints and corporate investment', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988 (1), 141-206.
- Guizani, M., & Ajmi, A. N. (2021), 'Financial conditions, financial constraints and investment-cash flow sensitivity: Evidence from Saudi Arabia', *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 37(4), 763-784.
- Gul, S. & Tastan, H. (2018), 'The impact of monetary policy stance, financial conditions, and the GFC on investment-cash flow sensitivity', *Working Paper No 18/11, Research and Monetary Policy Department*, Central Bank of the Republic of Turkey.
- Gupta, G., & Mahakud, J. (2019), 'Alternative measure of financial development and investment-cash flow sensitivity: evidence from an emerging economy', *Financial Innovation*, 5(1), 1-28.
- Hoài, H.T., Uyên, N.T.U., & Thoa, T.T.K. (2023), 'Hành vi đầu tư của các doanh nghiệp ở các quốc gia châu Á dưới tác động của hạn chế tài chính - Hướng tiếp cận mô hình hồi quy chuyển tiếp tron dạng băng', *Tạp chí Tài chính*, 4, 43-48.
- Hu, C., Liu, Y.J. (2015), 'Valuing diversity: CEOs' career experiences and corporate investment', *Journal of Corporate Finance*, 30, 11-31.
- Jensen, M. & Merklings, W. (1976), 'The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, III, 305–60
- Kaplan, S. & Zingales, L. (1997), 'Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow?', *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-215.
- Kumar, S. & Ranjani, K.S. (2018), 'Financial constraints and investment decisions of listed Indian manufacturing firms', *Financial Innovation*, 4 (6), 1-17.
- Lerskullawat, A. (2018), 'Financial development, financial constraints, and firm investment: evidence from Thailand', *Kasetsart Journal of Social Sciences*, 15, 1-12.
- Liên, N.T., & Nga, N.T.H., (2017), 'Tác động của hạn chế tài chính và định giá cổ phiếu đối với đầu tư tại doanh nghiệp', *Tạp chí Tài chính*, 729, 45-47.
- Mansali, H., Derouiche, I., & Jemai, K. (2019), 'Accruals quality, financial constraints, and corporate cash holdings', *Managerial Finance*, 45(8), 1129-1145.
- Meng, Q., Li, X., Chan, K. C., & Gao, S. (2020), 'Does short selling affect a firm's financial constraints?', *Journal of Corporate Finance*, 101531 (60), 2-64
- Mulier, K., Schoors, K. & Merlevede, B. (2016), 'Investment-cash flow sensitivity and financial constraints: evidence from unquoted European SMEs', *Journal of Banking and Finance*, 73, 182-197.
- Olopade, O., Simo-Kengne, B., & Ohonba, A. (2022), 'The impact of financial constraints on investment efficiency in South Africa', *Economics and Business Letters*, 11(3), 125-133.
- Pindado, J., Requejo, I. & De la Torre, C. (2011), 'Family control and investment-cash flow sensitivity: empirical

- 
- evidence from the Euro zone', *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1389-1409.
- Silva, F., & Carreira, C. (2010), 'Measuring firms' financial constraints: Evidence for Portugal through different approaches', *Estudos do GEMF*, 15, 1-32.
- Tổng cục thống kê (2023), *Báo cáo tình hình kinh tế – xã hội năm 2022*.
- Whited, T. M., & Wu, G. (2006), 'Financial constraints risk', *Review of Financial Studies*, 19, 531–559.
- Williamson, O. E. (1981), 'The economics of organization: The transaction cost approach', *American journal of sociology*, 87(3), 548-577.
- Xiao, L., & Xiaomeng, C. (2024), 'Mandatory corporate social responsibility disclosure and financial constraints: Evidence from China', *International Review of Economics & Finance*, 89(PA), 954-974.