

**ĐÁNH GIÁ CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Trần Quốc Hùng

**Tóm tắt**

Thông qua kết quả thu thập và sàng lọc dữ liệu trên thị trường chứng khoán Việt Nam với kết quả 68 công ty bất động sản niêm yết trên các sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2021 đến 2024; tổng cỡ mẫu của nghiên cứu là 272. Nghiên cứu này đã áp dụng các lý thuyết nền tảng, các kết quả nghiên cứu đi trước trong việc nghiên cứu và phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính. Kết hợp các phép phân tích cơ bản trong nghiên cứu định lượng như thống kê, phân tích tương quan, mô hình hồi quy tuyến tính từ phần mềm SPSS. Kết quả chính của nghiên cứu cho thấy được các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, trong đó tác động mạnh nhất là (1) Tính thanh khoản của doanh nghiệp (LIQ); (2) tiếp đến là biến Quy mô của doanh nghiệp (SIZE); (3) Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp (GROW); (4) Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp (VOL); và cuối cùng là biến (5) Hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (ROA).

**Từ khóa:** Cấu trúc, Tài chính, Tỷ suất nợ, Bất động sản, Chứng khoán.

**ASSESSING THE FACTORS AFFECTING THE FINANCIAL STRUCTURE OF REAL ESTATE FIRMS LISTED ON THE VIETNAM STOCK MARKET****Abstract**

Through the process of collecting and screening data from the Vietnamese stock market, a total of 68 real estate companies listed on Vietnam's stock exchanges during the period 2021–2024 were selected, yielding a sample size of 272 observations. By employing fundamental quantitative analytical techniques including descriptive statistics, correlation analysis, and linear regression modeling using SPSS, the study identifies the key determinants of the capital structure of real estate companies listed on the Vietnamese stock market. The results reveal five major influencing factors, among which: (1) Liquidity (LIQ) exerts the strongest impact; followed by (2) Firm Size (SIZE); (3) Firm Growth (GROW); (4) Business Risk (VOL); and finally (5) Profitability (ROA), which shows the weakest effect.

**Keywords:** Structure, Finance, Debt Ratio, Real Estate, Securities.

JEL classification: G32, R30, D22.

DOI: 10.63767/TCKT.37.2026.40.47

**1. Đặt vấn đề**

Trong hoạt động sản xuất kinh doanh, việc sử dụng nợ vay là công cụ quen thuộc giúp doanh nghiệp tận dụng được lợi ích của đòn bẩy tài chính, qua đó nâng cao khả năng sinh lợi và gia tăng giá trị cho cổ đông (Kontuš, 2019). Tuy nhiên, mặt trái của nợ cũng không thể bỏ qua, bởi khi tình hình kinh doanh không diễn ra thuận lợi như dự kiến, gánh nặng nợ nần có thể khiến doanh nghiệp rơi vào khủng hoảng tài chính, thậm chí đứng trước nguy cơ phá sản (Nenu và cộng sự, 2018; Nguyen và Dao, 2021). Do vậy, việc xác định và lựa chọn cơ cấu tài chính hợp lý giữa vốn chủ sở hữu và vốn vay luôn là một trong những vấn đề quan trọng hàng đầu đối với các nhà quản trị doanh nghiệp (Antoniou và cộng sự, 2006; Sihombing và Lestari, 2025). Trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng, yêu cầu này càng trở nên cấp thiết, nhằm giúp doanh nghiệp vừa đảm bảo khả năng thanh toán, vừa tận dụng được hiệu quả của nguồn vốn vay.

Những năm gần đây, sự suy thoái của nền kinh tế thế giới cũng đã tác động tiêu cực đến kinh tế Việt Nam, làm cho nhiều doanh nghiệp lâm vào tình trạng khó khăn, thậm chí phải giải thể. Điều này đặt ra áp lực lớn cho các nhà quản trị trong việc đưa ra quyết định tài chính đúng đắn, phù hợp với từng giai đoạn phát triển. Mỗi ngành nghề có những đặc thù riêng về cơ cấu tài chính, trong đó bất động sản được xem là ngành đặc biệt bởi nhu cầu vốn lớn, phụ thuộc mạnh vào nguồn tín dụng ngân hàng (Pandey và Sahu, 2019; Chiluwu và cộng sự, 2025). Đây cũng là lĩnh vực đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế quốc dân, vừa là thị trường tài sản giá trị lớn có khả năng chuyển đổi,

vừa góp phần kích thích sản xuất và tăng nguồn thu ngân sách. Tuy nhiên, hiện nay thị trường bất động sản Việt Nam vẫn còn tồn tại nhiều bất cập, đặc biệt là khó khăn trong tiếp cận vốn khi tín dụng bị siết chặt và lãi suất cho vay ở mức cao (Barbalau và cộng sự, 2021; Nguyen và Tran, 2024; Ngo, 2025).

Trước thực tế đó, việc nghiên cứu những yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp bất động sản là cần thiết và có ý nghĩa thực tiễn sâu sắc (Cvijanović, 2016; Nguyen và cộng sự, 2021; Liu và cộng sự, 2024; Ngo, 2025). Nghiên cứu không chỉ giúp nhận diện được các nhân tố tác động và mức độ ảnh hưởng của từng yếu tố, mà còn cung cấp cơ sở khoa học để doanh nghiệp xây dựng chính sách tài trợ phù hợp, đảm bảo cân bằng giữa an toàn tài chính và hiệu quả sinh lợi.

Hiện nay có rất nhiều nghiên cứu về các yếu tố tác động đến cấu trúc tài chính. Tuy nhiên, tại Việt Nam, việc nghiên cứu các yếu tố tác động đến Tỷ suất nợ (LEV) chỉ thường xem xét chính đến các yếu tố doanh thu, chi phí, lợi nhuận, cấu trúc tài sản. Hơn hết, các nghiên cứu trước đây chỉ đề cập đến từng yếu tố Quy mô của doanh nghiệp (SIZE), Hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (ROA), Cấu trúc tài sản của doanh nghiệp (TANG), Tính thanh khoản của doanh nghiệp (LIQ), Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp (GROW), Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp (VOL). Đối với nghiên cứu này, tác giả đánh giá cùng lúc 6 yếu tố Quy mô của doanh nghiệp (SIZE), Hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (ROA), Cấu trúc tài sản của doanh nghiệp (TANG), Tính thanh khoản của doanh nghiệp (LIQ), Tốc độ tăng trưởng của doanh

ngành (GROW), Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp (VOL) đến Tỷ suất nợ (LEV).

Xuất phát từ yêu cầu đó, đề tài “**Đánh giá các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam**” được thực hiện nhằm góp phần hỗ trợ các doanh nghiệp tối ưu hóa cơ cấu vốn, phát huy sức mạnh nội tại và nâng cao giá trị doanh nghiệp trong bối cảnh cạnh tranh và hội nhập hiện nay.

## 2. Cơ sở lý thuyết và mô hình nghiên cứu

### 2.1. Khái niệm cấu trúc tài chính

Cấu trúc tài chính là một khái niệm rộng phản ánh tổng thể về tình hình tài chính của doanh nghiệp trên hai mặt; đó là: Cơ cấu nguồn vốn và quá trình huy động vốn, phản ánh chính sách tài trợ của doanh nghiệp; cơ cấu tài sản gắn liền với việc sử dụng vốn, nó chịu sự tác động của chiến lược kinh doanh thể hiện mối quan hệ, sự vận động của các yếu tố nguồn vốn và tài sản nhằm tối đa hoá lợi nhuận (Myers, 2001).

Nghiên cứu của Myers (1984) cho rằng: Cấu trúc tài chính là một khái niệm được dùng để phản ánh mối quan hệ được tính bằng tỷ lệ giữa nợ và vốn chủ sở hữu mà doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của mình.

Theo Brealey và cộng sự (2019) thì cấu trúc tài chính của doanh nghiệp được hiểu là quan hệ tỷ lệ giữa toàn bộ nợ kể cả các khoản nợ trong kinh doanh và vốn chủ sở hữu được tính từ bảng cân đối kế toán.

Như vậy, cấu trúc tài chính doanh nghiệp đó là mối quan hệ tính bằng tỷ lệ giữa toàn bộ nợ phải trả và vốn chủ sở hữu được tính từ bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp; gọi tắt là tỷ suất nợ trong nghiên cứu này.

### 2.2. Các lý thuyết về cấu trúc tài chính của doanh nghiệp

Cấu trúc tài chính là một trong những chủ đề quan trọng hàng đầu trong nghiên cứu tài chính doanh nghiệp. Qua thời gian, nhiều lý thuyết đã ra đời nhằm lý giải mối quan hệ giữa nợ và vốn chủ sở hữu, cũng như ảnh hưởng của chúng đến giá trị doanh nghiệp.

**Quan điểm truyền thống** cho rằng việc sử dụng nợ ở mức độ hợp lý có thể đem lại lợi ích cho doanh nghiệp nhờ chi phí nợ thấp và lợi thế thuế, làm giảm chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC). Tuy nhiên, khi tỷ lệ nợ quá cao, rủi ro tài chính gia tăng, chi phí nợ và chi phí vốn chủ sở hữu đều tăng, khiến WACC tăng trở lại. Điểm hạn chế của lý thuyết này là chưa xác định rõ mức độ thay đổi chi phí vốn khi cơ cấu nợ – vốn chủ thay đổi (Modigliani và Miller, 1963; Kraus và Litzenberger, 1973; Frank và Goyal, 2009; Brealey và cộng sự, 2019)

**Quan điểm hiện đại** bắt đầu với học thuyết Modigliani và Miller (gọi tắt là MM) (1958). Trong điều kiện không có thuế, MM chứng minh rằng cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi đưa yếu tố thuế vào (MM, 1963), nợ trở nên hấp dẫn do chi phí lãi vay được khấu trừ thuế, làm tăng giá trị doanh nghiệp. Theo đó, giá trị doanh nghiệp sử dụng nợ bằng giá trị doanh nghiệp không nợ cộng với lợi ích thuế từ nợ vay. Điều này dẫn đến kết luận: giá trị doanh nghiệp tăng khi sử dụng nợ nhiều hơn và đạt cực đại khi tài trợ hoàn toàn bằng nợ.

Từ cơ sở này, lý thuyết cân bằng ra đời nhằm bổ sung những yếu tố phi hoàn hảo của thị trường.

DeAngelo và Masulis (1980) cho rằng cấu trúc vốn tối ưu không chỉ phụ thuộc vào lợi ích thuế, mà còn phải cân nhắc chi phí khánh tận tài chính và chi phí trung gian. Như vậy, doanh nghiệp cần xác định điểm cân bằng giữa lợi ích thuế và chi phí rủi ro tài chính để hình thành cơ cấu vốn tối ưu.

Bên cạnh đó, lý thuyết trật tự phân hạng của Myers (1984) lại tiếp cận theo hướng thông tin bất cân xứng. Do nhà quản trị nắm rõ tình hình nội bộ hơn so với nhà đầu tư bên ngoài, họ thường ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại để tài trợ dự án. Nếu cần vốn bổ sung, nợ vay được lựa chọn trước phát hành cổ phần mới nhằm tránh pha loãng quyền lợi cổ đông hiện hữu. Theo thuyết này, không tồn tại một cấu trúc vốn tối ưu cố định. Tỷ lệ nợ phản ánh nhu cầu tài trợ bên ngoài trong từng giai đoạn và phụ thuộc vào cơ hội đầu tư cũng như điều kiện kinh doanh (Myers, 2001).

Tóm lại, các lý thuyết truyền thống và hiện đại đã cung cấp những khung phân tích quan trọng về cấu trúc tài chính. Trong khi quan điểm truyền thống nhấn mạnh mối quan hệ giữa chi phí vốn và rủi ro tài chính, học thuyết MM đặt nền móng cho tư duy hiện đại khi chứng minh tác động của thuế đến giá trị doanh nghiệp. Lý thuyết cân bằng bổ sung yếu tố phi hoàn hảo của thị trường để hình thành cơ cấu vốn tối ưu, trong khi lý thuyết trật tự phân hạng giải thích hành vi lựa chọn tài trợ dựa trên thông tin bất cân xứng. Các lý thuyết này là cơ sở khoa học quan trọng giúp nhà nghiên cứu và nhà quản trị hiểu rõ hơn sự vận động của cấu trúc tài chính trong doanh nghiệp.

### 2.3. Giả thuyết nghiên cứu

#### 2.3.1. Mối quan hệ giữa Quy mô doanh nghiệp và Tỷ suất nợ

Quy mô doanh nghiệp được phản ánh qua tổng giá trị tài sản, vốn chủ sở hữu và số lượng lao động (Myers và Majluf, 1984). Doanh nghiệp quy mô lớn thường có khả năng đa dạng hóa, dòng tiền ổn định, rủi ro phá sản thấp và vị thế thương lượng với nhà cung cấp tín dụng cao hơn so với doanh nghiệp nhỏ (Dang và cộng sự, 2018). Nhìn chung, các doanh nghiệp lớn thường sử dụng nợ dài hạn, trong khi doanh nghiệp nhỏ chủ yếu dựa vào nợ ngắn hạn để tài trợ cho hoạt động. Theo lý thuyết thông tin bất cân xứng, quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến tỷ suất nợ, trong khi lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng ảnh hưởng này không đáng kể (Myers và Majluf, 1984; Holmes và Kent, 1991). Kết quả nghiên cứu của Antoniou và cộng sự (2002), Antoniou và cộng sự (2006), Sihombing và Lestari (2025) cũng cho thấy cấu trúc tài chính có mối quan hệ thuận chiều với quy mô doanh nghiệp trong bối cảnh các tập đoàn tại Pháp, Đức và Anh.

Chính vì vậy, tác giả đề xuất giả thuyết H1: Quy mô doanh nghiệp tỷ lệ thuận với tỷ suất nợ (+). Quy mô doanh nghiệp càng lớn, thì doanh nghiệp có xu hướng càng vay nhiều và ngược lại.

#### 2.3.2. Mối quan hệ giữa Hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp và Tỷ suất nợ

Trong bối cảnh cạnh tranh như hiện nay, mục tiêu lâu dài của doanh nghiệp là nâng cao hiệu quả hoạt động và tối đa hóa lợi nhuận (Sanjay, 2005; Ngo và cộng sự, 2020). Hiệu quả sản xuất kinh doanh phản ánh trình độ sử dụng các nguồn lực nhằm đạt mục tiêu đề

ra, thể hiện mối quan hệ giữa kết quả đạt được và chi phí bỏ ra (Ngo và cộng sự, 2020). Đây là thước đo chất lượng hoạt động kinh tế, được lượng hóa thông qua các chỉ tiêu như ROA (khả năng sinh lời trên tài sản) và ROE (khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu) (Pandey và Sahu, 2019; Chiluja và cộng sự, 2025). Trong bối cảnh thông tin bất cân xứng, lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng nhà quản trị có lợi thế thông tin hơn nhà đầu tư, do đó ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ trước khi huy động bên ngoài. Nghiên cứu thực nghiệm của Pandey và Sahu (2019), Ngo (2025) cho thấy hiệu quả hoạt động kinh doanh tác động tích cực đến tỷ suất nợ của các doanh nghiệp.

Chính vì vậy, tác giả đề xuất giả thuyết H2: Hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp tỷ lệ thuận với tỷ suất nợ (+). Hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp càng cao thì doanh nghiệp có xu hướng càng vay nhiều và ngược lại.

### 2.3.3. Mối quan hệ giữa Cấu trúc tài sản của doanh nghiệp và Tỷ suất nợ

Trong nghiên cứu tài chính doanh nghiệp, cơ cấu vốn thường được xem xét dưới góc độ mối quan hệ với cơ cấu tài sản, do vốn là biểu hiện bằng tiền của tài sản, sự phân bổ giữa tài sản ngắn hạn và tài sản dài hạn có ảnh hưởng trực tiếp đến đặc điểm cơ cấu vốn (Williamson, 1998). Về mặt lý thuyết, khi tỷ trọng tài sản cố định cao, doanh nghiệp có điều kiện thế chấp để tiếp cận nguồn vốn bên ngoài với chi phí thấp hơn (Williamson, 1998; Pandey và Sahu, 2019). Berger và Udell (1995) khẳng định rằng việc sở hữu tài sản thế chấp giúp doanh nghiệp vay với lãi suất ưu đãi, qua đó làm giảm chi phí sử dụng vốn. Theo mô hình cân bằng tĩnh, cơ cấu tài sản có mối quan hệ tỷ lệ thuận với tỷ suất nợ. Các nhà nghiên cứu Berger và Udell (1995), Titman và Wessels (1988), Vengesai (2023), Ngo (2025) cho thấy cấu trúc tài sản ảnh hưởng tích cực đến tỷ suất nợ của các doanh nghiệp.

Chính vì vậy, tác giả đề xuất giả thuyết H3: Cấu trúc tài sản của doanh nghiệp tỷ lệ thuận với tỷ suất nợ (+). Cấu trúc tài sản của doanh nghiệp càng cao thì doanh nghiệp có xu hướng càng vay nhiều và ngược lại.

### 2.3.4. Mối quan hệ giữa Tính thanh khoản của doanh nghiệp và Tỷ suất nợ

Trong nghiên cứu tài chính doanh nghiệp, năng lực thanh toán phản ánh khả năng của doanh nghiệp trong việc đáp ứng nghĩa vụ nợ đến hạn đối với các cá nhân, tổ chức cho vay (Ross và cộng sự, 2017). Khả năng này được thể hiện qua các nguồn lực tài chính có tính thanh khoản cao như tiền mặt, tiền gửi ngân hàng, các khoản phải thu, hàng hóa, thành phẩm hoặc các tài sản có thể nhanh chóng chuyển đổi thành tiền (Deloof, 2003). Các doanh nghiệp có hệ số thanh toán cao thường có khả năng tiếp cận nguồn vốn vay lớn hơn, bởi họ có thể đảm bảo khả năng chi trả nợ vay ngắn hạn đúng hạn (Barbalau và cộng sự, 2021, Nguyen và Tran, 2024). Tuy nhiên, việc sở hữu nhiều tài sản thanh khoản cũng mang đến một lựa chọn khác: doanh nghiệp có thể sử dụng trực tiếp các tài sản này để tài trợ cho hoạt động đầu tư, thay vì phải phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn vay; do đó, năng lực thanh toán giữ vai trò quan trọng trong việc định hình chiến lược tài chính và quyết định cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp (Kontuš, 2019).

Chính vì vậy, tác giả đề xuất giả thuyết H4: Tính

thanh khoản của doanh nghiệp tỷ lệ thuận với tỷ suất nợ (+). Tính thanh khoản của doanh nghiệp càng cao thì doanh nghiệp có xu hướng càng vay nhiều và ngược lại.

### 2.3.5. Mối quan hệ giữa Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp và Tỷ suất nợ

Trong nghiên cứu tài chính doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng tài sản thường được sử dụng để phản ánh sự phát triển của doanh nghiệp và được xem là nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính (Myers và Majluf, 1984; Huang và Song, 2006). Đối với các doanh nghiệp bất động sản – ngành có đặc trưng tồn kho lớn – khi tốc độ tăng trưởng cao, nhu cầu vốn gia tăng do phải đầu tư vào nhiều dự án quy mô lớn (Cvijanović, 2016; Liu và cộng sự, 2024). Trong bối cảnh lợi nhuận giữ lại không đủ để tái đầu tư, các doanh nghiệp thường lựa chọn huy động vốn vay bên ngoài. Theo Myers và Majluf (1984), Alcock và cộng sự (2012), Do và cộng sự (2020), Liu và cộng sự (2024) tốc độ tăng trưởng cao dẫn đến nhu cầu vốn lớn, khiến vốn vay trở thành nguồn tài trợ chủ yếu.

Chính vì vậy, tác giả đề xuất giả thuyết H5: Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp tỷ lệ thuận với tỷ suất nợ (+). Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp càng cao thì doanh nghiệp có xu hướng càng vay nhiều và ngược lại.

### 2.3.6. Mối quan hệ giữa Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp và Tỷ suất nợ

Rủi ro kinh doanh là nhân tố then chốt ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Khi mức độ rủi ro cao, niềm tin của nhà đầu tư giảm, kéo theo khả năng huy động vốn bên ngoài bị hạn chế. Doanh nghiệp có thể gặp nhiều loại rủi ro như nợ xấu, biến động lãi suất, tỷ giá hay thị trường cổ phiếu (Cvijanović, 2016; Nguyen và cộng sự, 2021). Việc chấp nhận rủi ro có thể mang lại lợi nhuận cao hơn, song cũng tiềm ẩn nguy cơ mất cân đối tài chính nếu doanh thu hoặc lợi nhuận sụt giảm (Huang và Song, 2006). Đặc biệt, trong ngành bất động sản, đặc thù chu kỳ dự án dài, sản phẩm không đồng nhất và chịu tác động mạnh từ yếu tố khách quan khiến rủi ro kinh doanh thường xuyên hiện hữu (Nenu và cộng sự, 2018). Các nghiên cứu thực nghiệm (Kim và Sorenson, 1986; Titman và Wessels, 1988; Nenu và cộng sự, 2018; Nguyen và Dao, 2021) cũng đã chứng minh rủi ro kinh doanh là cơ hội thúc đẩy tỷ suất nợ cao hơn.

Chính vì vậy, tác giả đề xuất giả thuyết H6: Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp tỷ lệ thuận với tỷ suất nợ (+). Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp càng cao thì doanh nghiệp có xu hướng càng vay nhiều và ngược lại.

## 3. Phương pháp nghiên cứu:

Thông qua việc tổng hợp các lý thuyết và kết quả từ các nhà nghiên cứu đi trước liên quan đến chủ đề tác giả nghiên cứu để đề xuất các giả thuyết và xây dựng mô hình nghiên cứu; sau đó, tác giả tiến hành thảo luận cùng với 10 chuyên gia để hiệu chỉnh và bổ sung các biến trong mô hình nghiên cứu cho phù hợp hơn với bối cảnh nghiên cứu.

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp được thu thập từ 68 công ty niêm yết trên các sàn giao dịch chứng khoán tại Việt Nam trong giai đoạn 2021 đến 2024, tập trung vào các doanh nghiệp thuộc ngành bất động sản, tác giả tiến hành thu thập, sàng lọc và chọn lựa các công ty có đủ các tiêu chí trong mô hình phân tích. Trên cơ sở bộ dữ liệu này, tác giả tiến hành xử lý và phân tích

bằng phần mềm SPSS, kết hợp nhiều phương pháp thống kê hiện đại nhằm đảm bảo tính khách quan và độ tin cậy của kết quả. Hơn hết, tác giả tiến hành kiểm định tính phân phối chuẩn của các biến trong mô hình thông qua đồ thị Histogram và kết quả đảm bảo các biến trong mô hình tuân thủ theo quy luật phân phối chuẩn trước khi đưa vào phân tích mô hình chính thức.

Dữ liệu cụ thể các biến trong mô hình như sau:

(1) Biến Quy mô của doanh nghiệp (SIZE) = Logarit tự nhiên của tổng tài sản

(2) Hiệu quả hoạt động kinh doanh (ROA) được xác định bằng Lợi nhuận trước thuế chia cho Tổng tài sản bình quân

(3) Cấu trúc tài sản của doanh nghiệp (TANG) được xác định bằng tài sản cố định hữu hình chia cho Tổng tài sản.

(4) Tính thanh khoản của doanh nghiệp (LIQ) được xác định bằng Tài sản ngắn hạn chia cho Nợ ngắn hạn.

(5) Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp (GROW) được xác định bằng tỷ lệ % về chênh lệch tổng tài sản 2 năm liên kế (tức tổng tài sản năm sau trừ tổng tài sản năm trước chia cho tổng tài sản năm trước nhân 100%).

(6) Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp (VOL) được xác định bằng độ lệch chuẩn ROA chia cho giá trị trung bình ROA.

(7) Tỷ suất nợ của doanh nghiệp (LEV) được xác định bằng tỷ lệ % của nợ phải trả chia cho tổng tài sản.

Theo đó, nghiên cứu sử dụng các phép phân tích thống kê mô tả để khái quát đặc điểm mẫu nghiên cứu, phân tích tương quan nhằm xác định mối quan hệ tuyến tính giữa các biến, tiếp đến áp dụng mô hình hồi quy để đo lường mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc tài chính. Sau cùng, các kiểm định sau mô hình được triển khai nhằm đánh giá tính phù hợp và độ tin cậy của mô hình, từ đó cung cấp bằng chứng thực nghiệm có giá trị cho việc hoạch định chính sách tài chính trong các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam.

**4. Kết quả nghiên cứu:**

Tác giả thực hiện việc phân tích dữ liệu với các biến độc lập Quy mô của doanh nghiệp (SIZE), Hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (ROA), Cấu trúc tài sản của doanh nghiệp (TANG), Tính thanh khoản của doanh nghiệp (LIQ), Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp (GROW), Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp (VOL) và biến phụ thuộc Tỷ suất nợ của doanh nghiệp (LEV).

*Bảng 1: Thống kê các biến phân tích*

Danh sách biến	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Trung bình	Độ lệch chuẩn
SIZE (tỷ VND)	24,430	34,360	29,061	1,644
ROA (lần)	-0,300	0,400	0,045	0,067
TANG (lần)	0,000	0,280	0,035	0,054
LIQ (lần)	0,030	92,920	3,281	7,511
GROW (%)	-66,930	170,840	8,577	26,741
VOL (%)	-15,560	11,010	0,725	2,606
LEV (%)	0,320	89,720	49,790	18,556

*Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu*

Kết quả thống kê mô tả cho thấy, Quy mô doanh nghiệp (SIZE) dao động từ 24,430 tỷ đồng đến 34,360 tỷ đồng, với giá trị trung bình 29,061 tỷ đồng và độ lệch chuẩn tương đối thấp (1,644), phản ánh sự chênh lệch không lớn về quy mô trong mẫu.

Biến ROA ghi nhận giá trị âm thấp nhất -0,300 và cao nhất 0,400, cho thấy sự khác biệt rõ rệt về hiệu quả kinh doanh giữa các doanh nghiệp, trong khi giá trị trung bình chỉ đạt 0,045.

Về cấu trúc tài sản, tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản (TANG) ở mức trung bình 0,035, chứng tỏ phần lớn doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có tỷ trọng tài sản cố định thấp.

Đối với tính thanh khoản (LIQ), mức dao động khá rộng (0,030–92,920), trung bình đạt 3,281 nhưng có độ lệch chuẩn cao (7,511), phản ánh sự khác biệt đáng kể về khả năng thanh toán ngắn hạn.

Biến tăng trưởng (GROW) có giá trị trung bình 8,577% nhưng dao động mạnh từ -66,930% đến 170,840%, trong khi rủi ro kinh doanh (VOL) phân tán quanh mức trung bình 0,725%.

Biến phụ thuộc LEV có giá trị trung bình 49,79%, với độ lệch chuẩn 18,556, cho thấy sự đa dạng trong cấu trúc vốn.

*Bảng 2: Kết quả phân tích tương quan các biến*

		SIZE	ROA	TANG	LIQ	GROW	VOL	LEV
SIZE	Pearson Correlation	1						
	Sig. (2-tailed)							
ROA	Pearson Correlation	0,079	1					
	Sig. (2-tailed)	0,191						
TANG	Pearson Correlation	0,110	0,109	1				
	Sig. (2-tailed)	0,069	0,071					
LIQ	Pearson Correlation	-0,152 <sup>*</sup>	0,037	-0,109	1			
	Sig. (2-tailed)	0,012	0,548	0,073				
GROW	Pearson Correlation	0,150 <sup>*</sup>	0,272 <sup>**</sup>	-0,024	-0,017	1		
	Sig. (2-tailed)	0,013	0,000	0,695	0,786			
VOL	Pearson Correlation	-0,105	0,103	0,043	0,027	0,028	1	
	Sig. (2-tailed)	0,085	0,091	0,480	0,656	0,650		
LEV	Pearson Correlation	0,305 <sup>**</sup>	0,166 <sup>**</sup>	0,154	0,384 <sup>**</sup>	0,200 <sup>**</sup>	0,148 <sup>*</sup>	1
	Sig. (2-tailed)	0,000	0,006	0,111	0,000	0,007	0,015	

*\*. Correlation is significant at the 0,05 level (2-tailed); \*\*. Correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed); n=272*

*Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu*

Kết quả phân tích tương quan Pearson cho thấy tỷ suất nợ (LEV) có mối tương quan với các biến; cụ thể, LEV có tương quan dương và có ý nghĩa thống kê với quy mô doanh nghiệp (SIZE,  $r = 0,305$ ;  $p < 0,01$ ), cho thấy các doanh nghiệp có quy mô lớn thường sử dụng nợ nhiều hơn, phù hợp với lập luận về uy tín và khả năng tiếp cận vốn vay tốt hơn của các doanh nghiệp lớn.

Bên cạnh đó, hiệu quả kinh doanh (ROA) cũng có mối tương quan dương với LEV ( $r = 0,166$ ;  $p < 0,01$ ), hàm ý rằng các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao vẫn duy trì hoặc gia tăng tỷ lệ vay nợ, có thể do tận dụng đòn bẩy tài chính để mở rộng hoạt động.

Tính thanh khoản (LIQ) có mối tương quan cùng chiều và mạnh với LEV ( $r = 0,384$ ;  $p < 0,01$ ), phản ánh rằng những doanh nghiệp có khả năng thanh toán ngắn hạn tốt dễ dàng vay nợ và chấp nhận mức tỷ suất nợ cao hơn.

Ngoài ra, tốc độ tăng trưởng (GROW) cũng tương quan dương với LEV ( $r = 0,200$ ;  $p < 0,01$ ), cho thấy

doanh nghiệp trong giai đoạn mở rộng thường sử dụng thêm nguồn vốn vay để tài trợ cho hoạt động.

Rủi ro kinh doanh (VOL) có tương quan dương nhưng ở mức thấp với LEV ( $r = 0,148$ ;  $p < 0,05$ ), hàm ý rằng ngay cả những doanh nghiệp đối mặt với biến động lợi nhuận cũng có xu hướng gia tăng tỷ lệ vay nợ.

Ngược lại, cấu trúc tài sản (TANG) tuy có mối tương quan dương với LEV ( $r = 0,154$ ) nhưng chưa đạt mức ý nghĩa thống kê ( $p > 0,05$ ), cho thấy vai trò của tài sản hữu hình trong việc quyết định mức vay nợ chưa rõ rệt.

Do đó, khi phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến Tỷ suất nợ của doanh nghiệp, tác giả đưa 5 biến Quy mô của doanh nghiệp (SIZE), Hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (ROA), Tính thanh khoản của doanh nghiệp (LIQ), Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp (GROW), Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp (VOL) vào thực hiện mô hình hồi quy.

**Bảng 3: Kết quả mô hình hồi quy tuyến tính**

Model	Hệ số hồi quy chưa chuẩn hóa		Hệ số hồi quy chuẩn hóa	t	Sig.	Đa cộng tuyến		
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1	(Constant)	28,458	18,021		1,579	0,015		
	SIZE	2,867	0,618	0,254	4,644	0,000	0,941	1,063
	ROA	47,239	15,373	0,171	3,073	0,002	0,913	1,096
	LIQ	0,830	0,133	0,336	6,248	0,000	0,975	1,026
	GROW	0,173	0,071	0,250	2,458	0,006	0,909	1,100
	VOL	1,389	0,669	0,195	2,077	0,008	0,976	1,024

$R^2 = 0,625$ ;  $R^2$  hiệu chỉnh = 0,618; Durbin Watson = 1,632;  $F = 17,698$  (Sig. = 0,000); a. Biến phụ thuộc: LEV

Như vậy, phương trình hồi quy (theo hệ số chuẩn hóa Beta) thể hiện mối quan hệ giữa các nhân tố ảnh hưởng đến Tỷ suất nợ của doanh nghiệp (LEV) là:

$$LEV = 0,254*SIZE + 0,171*ROA + 0,336*LIQ + 0,250*GROW + 0,195*VOL + Ei$$

(Trong đó: Ei là sai số)

Căn cứ trên hệ số Beta chuẩn hóa, chúng ta có thể thấy rằng, mức độ ảnh hưởng cao nhất đến Tỷ suất nợ của doanh nghiệp (LEV) đó là biến Tính thanh khoản của doanh nghiệp (LIQ có Beta = 0,336; ảnh hưởng cùng chiều), khi biến Tỷ suất nợ của doanh nghiệp tốt hơn (tăng lên 1 đơn vị) thì Tỷ suất nợ của doanh nghiệp tăng lên 0,336 đơn vị.

Tiếp đến là biến Quy mô của doanh nghiệp (SIZE có Beta = 0,254; ảnh hưởng cùng chiều), khi biến Quy mô của doanh nghiệp tốt hơn (tăng lên 1 đơn vị) thì Tỷ suất nợ của doanh nghiệp tăng lên 0,254 đơn vị. Biến Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp (GROW có Beta = 0,250; ảnh hưởng cùng chiều), khi biến Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp tốt hơn (tăng lên 1 đơn vị) thì Tỷ suất nợ của doanh nghiệp tăng lên 0,250 đơn vị. Biến Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp (VOL có Beta = 0,195; ảnh hưởng cùng chiều), khi biến Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp tốt hơn (tăng lên 1 đơn vị) thì Tỷ suất nợ của doanh nghiệp tăng lên 0,195 đơn vị.

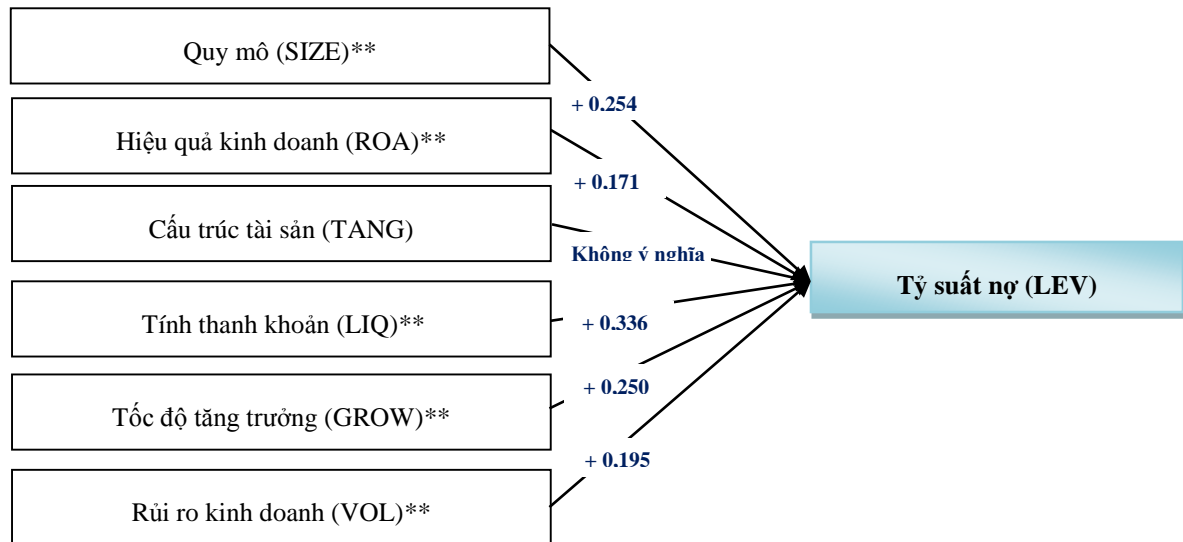
Và cuối cùng là biến Hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (ROA có Beta = 0,171; ảnh hưởng cùng chiều), khi biến Hiệu quả hoạt động kinh

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu

doanh của doanh nghiệp tốt hơn (tăng lên 1 đơn vị) thì Tỷ suất nợ của doanh nghiệp tăng lên 0,171 đơn vị.

Cùng với đó, kết quả cho thấy, hệ số VIF của các biến Quy mô của doanh nghiệp (SIZE), Hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (ROA), Cấu trúc tài sản của doanh nghiệp (TANG), Tính thanh khoản của doanh nghiệp (LIQ), Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp (GROW), Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp (VOL) lần lượt là 1,063; 1,096; 1,026; 1,100; 1,024 đều nằm trong mức cho phép (nhỏ hơn 10, thậm chí nhỏ hơn 2), cho thấy mô hình không bị đa cộng tuyến. Và giá trị d (Durbin Watson) = 1,632 nằm trong vùng chấp nhận ( $1,5 < d < 2,5$ ), nghĩa là mô hình không có tự tương quan chuỗi bậc nhất (Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc, 2008).

Và  $R^2$  là 0,625; kết quả này cho thấy độ thích hợp của mô hình là 62,5%, hay nói một cách khác 62,5% sự biến thiên của biến Tỷ suất nợ của doanh nghiệp được giải thích bởi 5 biến: Quy mô của doanh nghiệp (SIZE), Hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (ROA), Cấu trúc tài sản của doanh nghiệp (TANG), Tính thanh khoản của doanh nghiệp (LIQ), Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp (GROW), Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp (VOL). Sử dụng kiểm định F trong phân tích phương sai ANOVA cho thấy giá trị F là 17,698 với mức ý nghĩa Sig. là 0,000 nhỏ hơn 0,05; điều đó cho thấy sự kết hợp của 7 biến độc lập có trong mô hình có thể giải thích được sự thay đổi của Tỷ suất nợ của doanh nghiệp.



Hình 1: Kết quả mô hình nghiên cứu

\*: Có ý nghĩa 5%; \*\*: Có ý nghĩa 1%

Kết quả nghiên cứu cho thấy, nghiên cứu có 5 yếu tố ảnh hưởng đến Tỷ suất nợ (LEV), đó là Quy mô của doanh nghiệp (SIZE), Hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (ROA), Tính thanh khoản của doanh nghiệp (LIQ), Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp (GROW), Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp (VOL) và yếu tố Cấu trúc tài sản của doanh nghiệp (TANG) không có ý nghĩa trong việc ảnh hưởng đến Tỷ suất nợ (LEV).

Tuy nhiên, do giới hạn về mặt thời gian, nghiên cứu chỉ dừng lại phạm vi các công ty trong lĩnh vực bất động sản do đó mức độ ứng dụng của nghiên cứu chưa cao, và còn nhiều yếu tố khác ảnh hưởng đến Tỷ suất nợ nhưng tác giả vẫn chưa đề cập, điều đó thể hiện qua giá trị R<sup>2</sup> là 0,625. Do đó, các nghiên cứu theo sau nên mở rộng phạm vi nghiên cứu trên nhiều ngành, lĩnh vực hơn; bổ sung các yếu tố/biến độc lập ảnh hưởng đến Tỷ suất nợ.

## 5. Kết luận và hàm ý quản trị:

### 5.1. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, thông qua biến tỷ suất nợ của doanh nghiệp (LEV) nhằm đo lường cấu trúc tài chính của các công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu cho thấy, mức độ ảnh hưởng cao nhất đến Tỷ suất nợ của doanh nghiệp (LEV) đó là biến (1) Tính thanh khoản của doanh nghiệp (LIQ); (2) tiếp đến là biến Quy mô của doanh nghiệp (SIZE); (3) Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp (GROW); (4) Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp (VOL); và cuối cùng là biến (5) Hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (ROA).

### 5.2. Các hàm ý quản trị

**Đối với Quy mô doanh nghiệp:** Kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô doanh nghiệp tác động tích cực đến tỷ suất nợ, do đó, các doanh nghiệp quy mô lớn cần tận dụng lợi thế về uy tín và khả năng thương lượng để tiếp cận nguồn vốn vay dài hạn với chi phí thấp. Bên cạnh đó, việc mở rộng quy mô tài sản và nguồn lực giúp gia tăng khả năng đa dạng hóa hoạt động, giảm thiểu rủi ro và nâng cao năng lực huy động vốn. Các doanh nghiệp nên tăng cường minh bạch tài chính và

*Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả công bố thông tin kịp thời sẽ củng cố niềm tin từ nhà đầu tư, tạo điều kiện thuận lợi cho việc sử dụng nợ nhằm hướng tới phát triển bền vững.*

**Đối với Hiệu quả hoạt động kinh doanh:** Kết quả nghiên cứu cho thấy hiệu quả hoạt động kinh doanh có tác động tích cực đến tỷ suất nợ, vì vậy, các doanh nghiệp cần duy trì và nâng cao hiệu quả kinh doanh nhằm củng cố niềm tin từ các tổ chức tín dụng, qua đó mở rộng khả năng tiếp cận nguồn vốn vay với điều kiện thuận lợi hơn. Đồng thời, các doanh nghiệp phải thực hiện việc tối ưu hóa hiệu quả sử dụng vốn và nguồn lực sẽ giúp doanh nghiệp tạo ra dòng tiền ổn định, giảm rủi ro tài chính, từ đó khuyến khích việc sử dụng nợ như một công cụ đòn bẩy tài chính hiệu quả. Không những vậy, các doanh nghiệp phải tăng cường minh bạch thông tin và quản trị rủi ro tài chính giúp doanh nghiệp nâng cao uy tín trên thị trường vốn, tạo điều kiện thuận lợi cho chiến lược huy động nợ gắn với mục tiêu tăng trưởng bền vững.

**Đối với Tính thanh khoản của doanh nghiệp:** Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tính thanh khoản của doanh nghiệp có tác động tích cực đến tỷ suất nợ, cho nên, doanh nghiệp cần duy trì mức thanh khoản hợp lý để nâng cao khả năng thanh toán các khoản vay đến hạn, qua đó gia tăng niềm tin từ các tổ chức tín dụng và đối tác tài chính. Tiếp theo, việc sử dụng hiệu quả các tài sản ngắn hạn có khả năng chuyển đổi nhanh thành tiền không chỉ đảm bảo nguồn vốn lưu động ổn định mà còn giúp doanh nghiệp chủ động hơn trong việc tiếp cận và sử dụng vốn vay. Và các doanh nghiệp cần phải tăng cường quản trị rủi ro thanh khoản thông qua dự báo dòng tiền và cân đối hợp lý giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn sẽ giúp doanh nghiệp khai thác tối đa lợi thế của tính thanh khoản trong chiến lược sử dụng nợ phục vụ tăng trưởng bền vững.

**Đối với Tốc độ tăng trưởng:** Kết quả nghiên cứu cho thấy tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp có tác động tích cực đến tỷ suất nợ, do đó, các doanh nghiệp tăng trưởng nhanh cần xây dựng chiến lược huy động vốn vay hợp lý để kịp thời đáp ứng nhu cầu vốn mở rộng đầu tư, đồng thời giảm áp lực phụ thuộc vào

nguồn vốn chủ sở hữu. Bên cạnh đó, việc kiểm soát chặt chẽ hiệu quả sử dụng vốn vay trong các dự án tăng trưởng sẽ giúp doanh nghiệp vừa tận dụng lợi ích từ đòn bẩy tài chính, vừa hạn chế rủi ro gia tăng gánh nặng nợ. Không những vậy, các doanh nghiệp cần kết hợp tăng trưởng với nâng cao uy tín và minh bạch thông tin tài chính nhằm củng cố niềm tin của nhà đầu tư và tổ chức tín dụng, qua đó tối ưu hóa khả năng tiếp cận vốn vay phục vụ chiến lược phát triển dài hạn.

**Đối với Rủi ro kinh doanh:** Kết quả nghiên cứu cho thấy rủi ro kinh doanh có tác động tích cực đến tỷ suất nợ, vì vậy, doanh nghiệp cần xây dựng cơ chế quản

trị rủi ro chặt chẽ, nhằm biến rủi ro thành cơ hội gia tăng lợi nhuận và đồng thời nâng cao khả năng thuyết phục các tổ chức tín dụng trong việc cấp vốn vay. Bên cạnh đó, việc đa dạng hóa danh mục đầu tư và lĩnh vực hoạt động sẽ giúp doanh nghiệp phân tán rủi ro, duy trì dòng tiền ổn định, từ đó nâng cao năng lực sử dụng đòn bẩy tài chính. Và các doanh nghiệp nên tăng cường minh bạch thông tin, công bố kịp thời các chiến lược ứng phó rủi ro và kết quả tài chính sẽ củng cố uy tín trên thị trường vốn, tạo điều kiện thuận lợi để doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn vay với điều kiện tốt hơn, phục vụ cho chiến lược phát triển bền vững.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Alcock, J., Steiner, E., & Tan, K. J. K. (2012). *Joint leverage and maturity choices in real estate firms: The role of the REIT status*. Journal of Real Estate Finance and Economics. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1664071>
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2002). *The determinants of corporate debt maturity structure* (working paper / early versions; later journal article updated 2005/2006). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.391571>
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2006). *The determinants of debt maturity structure: Evidence from France, Germany and the UK*. European Financial Management, 12(2), 161–194. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00315.x>.
- Barbalau, A., Huson, M. R & Roth, L. (2021). *Cash Holdings and Access to External Finance: Evidence from the Bank Loan Market*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2234166>
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1995). *Relationship lending and lines of credit in small firm finance*. The Journal of Business, 68(3), 351–381. <https://doi.org/10.1086/296668>
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2011). *Financial Management: Theory & Practice* (11th ed.). Cengage Learning.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2019). *Principles of Corporate Finance* (12th ed.). McGraw-Hill Education.
- Chiluwa, H., Kabwe, M., & Zulu, T. (2025). *Effect of Capital Structure on Financial Performance: Evidence from Companies Listed on the Lusaka Securities Exchange (LuSE)*. International Journal of Research and Innovation in Social Science, 16, 485–511. <https://dx.doi.org/10.47772/IJRISS.2025.90500042>
- Cvijanović, D. (2016). *Real estate prices and firm capital structure*. <https://jhfinance.web.unc.edu/wp-content/uploads/sites/12369/2016/02/Real-estate-prices-and-firm-capital-structure.pdf?utm>. Ngày truy cập 29/09/2025.
- Dang, C., Li, Z., & Yang, C. (2018). *Measuring firm size in empirical corporate finance*. Journal of Banking & Finance, 86, 159–176. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.09.006>. IDEAS/RePEc
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3–4), 573–588. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008>.
- Do, L. H., Nguyen, T. X., Le, C. V., & Nguyen, G. L. (2020). Impacts of firms' characteristics on leverage ratio in emerging real estate market: Evidence from Vietnam. *ODAD International Journal of Business and Management*, 2(2), 35–45. <https://odad.org/article/impacts-of-firms-characteristics-on-leverage-ratio-in-emerging-real-estate-market>
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*. Journal of Financial Economics, 8(1), 3–29. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7)
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). *Capital structure decisions: Which factors are reliably important?* Financial Management, 38(1), 1–37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Holmes, S., & Kent, P. (1991). *An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises*. Journal of Entrepreneurial Finance, 1(2), 141–154.
- Huang, G., & Song, F. M. (2006). *The determinants of capital structure: Evidence from China*. China Economic Review, 17(1), 14–36. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2005.07.003>
- Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2008). *Giáo trình Phân tích dữ liệu nghiên cứu với SPSS (tập 1 & 2)*. Hồ Chí Minh, Việt Nam: Nhà xuất bản Hồng Đức.
- Kim, W. S., & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), 131–144.
- Kontuš, E. (2019). Management of liquidity and liquid assets in small and medium enterprises. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*. 32(1), 3253 – 3271. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1660198>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). *A state-preference model of optimal financial leverage*. Journal of Finance, 28(4), 911–922. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>.
- Liu, J., Abbas, S., Liu, R. B., Tang, H., Zhang, L., & Chen, Y. (2024). The impact of digital financial development on corporate leverage ratio: The case of A-share listed non-financial enterprises in China's Shanghai and Shenzhen stock exchanges. *PLOS ONE*, 19(8), e0302978. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0302978>

- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment, *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (2001). *Capital structure*. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81>.
- Myers, S. C., 1984, The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- Nenu, E. A., Vintilă, G., & Gherghina, Ș. C. (2018). The impact of capital structure on risk and firm performance: Empirical evidence. *International Journal of Financial Studies*, 6(2), 41 – 46, <https://doi.org/10.3390/ijfs6020041>
- Ngo, M. T. (2025). *The Impact of Financial Leverage on Financial Performance: Evidence from Listed Real Estate Companies in Vietnam*. *International Journal of Advanced Multidisciplinary Research and Studies*, 5(3). <https://doi.org/10.62225/2583049X.2025.5.3.4350>
- Ngo, V. T., Tram, T. X. H. & Vu, B. T. (2020). The Impact of Debt on Corporate Profitability: Evidence from Vietnam. (n.d.). *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*. <https://koreascience.kr/article/JAKO202032462597155.view?utm>. Ngày truy cập 29/09/2025.
- Nguyen, A. T. V., & Dao, B. T. T. (2021). *Optimal capital structure of listed firms – A structural approach: Evidence from Vietnam*. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(11), 213-221. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no11.0213>
- Nguyen, H. P. N. & Tran, T. M. T. (2024). *Impact of liquidity on capital structure and financial performance of non-financial-listed companies in the Vietnam stock market*. *Future Business Journal*, 10, Article 126. <https://doi.org/10.1186/s43093-024-00412-7>
- Nguyen, T. G., Nguyen, L., & Nguyen, T. D. (2021). *Capital structure and its determinants: Evidence from Vietnam*. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(10), 1-10. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no10.0001>
- Pandey, I. M. (2001). *Capital structure and the firm characteristics: Evidence from an emerging market*. Indian Institute of Management Ahmedabad. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.300221>
- Pandey, K. D., & Sahu, T. N. (2019). *Debt Financing, Agency Cost and Firm Performance: Evidence from India*. *Sage Publications*, 23(3), <https://doi.org/10.1177/0972262919859203>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2017). *Corporate Finance: Core Principles and Applications* (5th ed.). McGraw-Hill Education.
- Sanjay J. B. (2005). *Determinants of Capital Structure: An Empirical Analysis of Indian Private Corporate Sector*. *Asia Pacific Business Review*, 1(2). <https://doi.org/10.1177/097324700500100203>
- Sihombing, I., & Lestari, P. (2025). The impact of profitability, firm size, and capital structure on firm value. *Journal of Business and Economics*, 16(1), 1-12. <https://www.davidpublisher.com/Public/uploads/Contribute/68672b6e40c9c.pdf>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). *The determinants of capital structure choice*. *Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Vengesai, E. (2023). Unveiling the Role of Investment Tangibility on Financial Leverage: Insights from African-Listed Firms. *Risks*, 11(11), 192. <https://doi.org/10.3390/risks11110192>
- Williamson, O. E. (1998). *The institutions of governance*. *American Economic Review*, 88(2), 75-79. <https://www.jstor.org/stable/116896>

**Thông tin tác giả:**

**Trần Quốc Hùng**

- Đơn vị công tác: Học viện Công nghệ bưu chính viễn thông  
cơ sở tại TP. HCM.

- Địa chỉ email: [tranquochung@ptithcm.edu.vn](mailto:tranquochung@ptithcm.edu.vn)

Ngày nhận bài: 03/10/2025

Ngày nhận bản sửa: 21/10/2025

Ngày duyệt đăng: 6/5/2026