



Original Article

Impact of financial leverage on the operating performance of listed real estate firms in Vietnam

Ngo Thi Hang*, Ha Thi Huyen

Banking Academy of Vietnam

No. 12, Chua Boc Street, Kim Lien Ward, Hanoi, Vietnam

Received: June 28, 2024

Revised: September 12, 2024; Accepted: October 25, 2025

Abstract: The study assesses the impact of financial leverage on the operating performance of Vietnam's listed real estate firms. By deploying panel data regression (POLS, Fixed Effects, Random Effects, FGLS) and quantile regression on 530 observations from 53 Vietnamese listed real estate enterprises from 2013 to 2022, the study reveals an inverse impact of financial leverage on the firm performance. This suggests that Vietnamese listed real estates firms, should optimize their capital structure by reducing debt levels. Besides, the research also finds reliable empirical evidence on the positive contribution of short-term payment solvency and asset performance coupled with firm size to the operating performance of Vietnamese listed real estate businesses.

Keywords: Financial leverage, operating performance, listed firm, real estate.

* Corresponding author

E-mail address: ngohang@hvn.edu.vn

<https://doi.org/10.57110/vnu-jeb.v5i5.398>

Copyright © 2025 The author(s)

Licensing: This article is published under a CC BY-NC 4.0 license.

Tác động của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam

Ngô Thị Hằng*, Hà Thị Huyền

Học viện Ngân hàng

Số 12 Chùa Bộc, Phường Kim Liên, Hà Nội, Việt Nam

Nhận ngày 28 tháng 6 năm 2024

Chỉnh sửa ngày 12 tháng 9 năm 2024; Chấp nhận đăng ngày 25 tháng 10 năm 2025

Tóm tắt: Nghiên cứu nhằm đánh giá tác động của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam. Thông qua áp dụng các phương pháp hồi quy dữ liệu băng (pooled OLS, tác động cố định, tác động ngẫu nhiên, FGLS) và hồi quy phân vị với bộ dữ liệu gồm 530 quan sát từ 53 doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2013-2022, nghiên cứu đã chỉ ra đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết. Phát hiện này hàm ý rằng các doanh nghiệp cần tối ưu hóa cơ cấu vốn và nâng cao hiệu quả hoạt động bằng cách giảm mức độ vay nợ. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng tìm thấy các bằng chứng thực nghiệm đáng tin cậy về đóng góp tích cực của năng lực thanh toán ngắn hạn, hiệu quả sử dụng tài sản cũng như quy mô doanh nghiệp tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp này.

Từ khóa: Đòn bẩy tài chính, hiệu quả hoạt động, doanh nghiệp niêm yết, bất động sản.

1. Mở đầu

Bất động sản (BDS) là một trong những ngành chiếm vị trí quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam, góp phần đáng kể vào GDP của đất nước. Theo nghiên cứu của Hiệp hội Môi giới BĐS Việt Nam, năm 2021, bất động sản đã đóng góp trực tiếp khoảng 15% vào tỷ trọng GDP của quốc gia, cùng với sức lan tỏa tới 40 ngành nghề chủ chốt của nền kinh tế từ xây dựng, tài chính – ngân hàng, chứng khoán, du lịch... (Vietnam Association of Real Estate Brokers, 2021). Với đặc thù là ngành kinh tế có mức độ đòn bẩy tài chính cao do nhu cầu vốn đầu tư lớn và thời gian đầu tư kéo dài, những diễn biến phức tạp về tài chính và phi tài chính trong nước và quốc tế đã ảnh hưởng không nhỏ tới năng lực tài chính và hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành.

Kể từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 bắt nguồn từ hiện tượng vỡ bong bóng BĐS, cùng với tác động của căng thẳng thương mại Mỹ-Trung và sự cạnh tranh gay gắt giữa các

quốc gia trong khu vực, hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS đã chịu nhiều sự ảnh hưởng tiêu cực. Đặc biệt, từ giữa năm 2022 (giai đoạn hậu COVID-19), thị trường BĐS và các doanh nghiệp BĐS Việt Nam tiếp tục trải qua một giai đoạn khó khăn với nhiều thách thức về nguồn vốn và chi phí lãi vay. Doanh nghiệp gặp vướng mắc trong việc tiếp cận nguồn vốn do chính sách thắt chặt tín dụng từ phía ngân hàng, đồng thời gặp nhiều trở ngại khi huy động vốn trên thị trường. Thị trường BĐS gần như không thể tiếp cận được nguồn vốn dẫn đến tình trạng suy yếu và tiềm ẩn nguy cơ khủng hoảng.

Số liệu từ báo cáo của Bộ Xây dựng cho thấy, số doanh nghiệp BĐS tuyên bố phá sản, giải thể năm 2022 tăng 38,7% so với cùng kỳ năm 2021 (gần 1.200 doanh nghiệp) (Ha, 2023). Các khó khăn này có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp BĐS và nguy cơ gây hiệu ứng lan tỏa đến nhiều doanh nghiệp thuộc ngành nghề, lĩnh vực khác.

Quản lý đòn bẩy tài chính trong ngành BĐS là một thách thức lớn cho các nhà quản trị doanh

* Tác giả liên hệ

Địa chỉ email: ngohang@hvn.edu.vn

<https://doi.org/10.57110/vnu-jeb.v5i5.398>

Bản quyền © 2025 (Các) tác giả

Bài báo này được xuất bản theo CC BY-NC 4.0 license.

ngành cũng như các chính phủ của các quốc gia. Việc áp dụng đòn bẩy tài chính trong ngành cũng có thể ảnh hưởng đến sự phát triển của doanh nghiệp và sự ổn định của thị trường BĐS nói riêng và cả nền kinh tế nói chung.

Việc nghiên cứu tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp BĐS là rất cần thiết và có thể mang lại nhiều lợi ích cho ngành cũng như đối với sự phát triển kinh tế của một quốc gia cho từng thời kỳ khác nhau. Trên cơ sở đó, nghiên cứu này được thực hiện nhằm cung cấp bằng chứng thực nghiệm đáng tin cậy về mức độ tác động của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp BĐS, đồng thời đề xuất một số gợi ý nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp BĐS trong việc tối ưu hóa đòn bẩy tài chính để nâng cao hiệu quả hoạt động trong thời gian tới.

2. Tổng quan nghiên cứu

Đòn bẩy tài chính phản ánh mức độ sử dụng nợ trong cơ cấu vốn nhằm gia tăng hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu. Việc huy động vốn vay giúp doanh nghiệp mở rộng quy mô, nâng cao khả năng sinh lời và tận dụng lợi ích từ lá chắn thuế. Tuy nhiên, mức độ đòn bẩy cao đồng nghĩa với rủi ro tài chính lớn hơn, đặc biệt khi doanh nghiệp không đảm bảo khả năng thanh toán nợ vay. Nhiều nghiên cứu trước đây đã xem xét tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả của doanh nghiệp thông qua các chỉ tiêu sinh lời, song kết quả thực nghiệm vẫn chưa nhất quán.

Một số nghiên cứu điển hình như DeAngelo và Masulis (1980), Berger và Udell (2006), Iqbal và Usman (2018)... cho rằng đòn bẩy tài chính tác động tích cực tới hiệu quả kinh doanh. Sử dụng nợ vay hợp lý giúp doanh nghiệp cải thiện điều kiện tài chính, bù đắp được các nguồn lực tài chính thiếu hụt, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn chủ và tận dụng lợi ích thuế. Trong ngành BĐS – lĩnh vực đòi hỏi nguồn vốn đầu tư ban đầu lớn và thời gian đầu tư kéo dài, tác động này càng rõ rệt. Farooq và Masood (2016) nghiên cứu trên các doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng tại Pakistan hay Daryanto và cộng sự (2018) nghiên cứu về doanh nghiệp BĐS Indonesia đều khẳng định về mức độ ảnh hưởng của tính thanh khoản và đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp.

Trái lại, mối quan hệ ngược chiều giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả kinh doanh của doanh

ngành bất động sản cũng đã được tìm thấy trong nhiều nghiên cứu quốc tế cũng như Việt Nam, như: Zeitun và Tian (2014), Jiang và Zhang (2023), Riaz và cộng sự (2022), Tran và Dang (2017), Nguyen và cộng sự (2017). Các tác giả cho rằng tác động tiêu cực này có thể do việc sử dụng đòn bẩy quá mức, sử dụng không hiệu quả và ảnh hưởng của sự đánh đổi giữa lá chắn thuế lãi vay với áp lực chi phí về tài chính. Ngoài ra, Jiang và Zhang (2023) cho rằng việc gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp BĐS, đặc biệt là các doanh nghiệp sở hữu nhà nước. Thậm chí, hiệu quả hoạt động phản ánh thông qua ROE còn nhạy cảm với đòn bẩy tài chính hơn ROA.

Thêm vào đó, lãi suất cao và quy mô vay nợ gia tăng đã làm giảm giá trị vốn chủ sở hữu và có tác động tiêu cực đến hiệu quả sinh lợi và hiệu quả hoạt động của công ty (Iqbal & Usman, 2018).

Bên cạnh hướng nghiên cứu trên, một số nghiên cứu gần đây đã tìm thấy bằng chứng về tác động phi tuyến của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp BĐS (Demiraj & cộng sự, 2025; Mangudhla & Zhang, 2023; Qian, 2022). Theo đó, đòn bẩy có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động khi được duy trì ở mức độ hợp lý, nhưng vượt qua ngưỡng tối ưu, nợ vay bắt đầu tạo ra tác động tiêu cực, làm giảm hiệu quả sử dụng vốn chủ và tài sản. Đối với các doanh nghiệp BĐS Việt Nam, nghiên cứu của Le và Phạm (2021) ghi nhận kết quả tương tự.

Như vậy, các bằng chứng thực nghiệm cho thấy tác động của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động là không nhất quán, phụ thuộc vào đặc thù ngành, quy mô doanh nghiệp, cơ cấu vốn và năng lực quản trị tài chính. Với doanh nghiệp có tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ cao, việc sử dụng đòn bẩy tài chính hợp lý có thể gia tăng hiệu quả tài chính, và ngược lại sẽ là gánh nặng nợ và gia tăng rủi ro cho doanh nghiệp (Deboi & cộng sự, 2021; Jiang & Zhang, 2023).

Do đó, việc xác định và hiểu biết về ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đối với khả năng sinh lợi của một doanh nghiệp là nội tại và không thể thiếu để không chỉ tối đa hóa giá trị của một doanh nghiệp mà còn cải thiện hiệu quả tài chính.

3. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

Dữ liệu bảng có quy mô 530 quan sát, gồm các dữ liệu tài chính được thu thập từ báo cáo tài

chính đã được kiểm toán của 53 doanh nghiệp BĐS Việt Nam niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, gồm cả sàn HOSE và HNX giai đoạn 2013-2022.

Với dữ liệu dạng bảng nghiên cứu trên nhiều đối tượng trong một khoảng thời gian nhất định, nhóm tác giả sử dụng các mô hình kinh tế lượng bao gồm: mô hình bình phương nhỏ nhất (Pooled Ordinary Least Square - Pooled OLS), mô hình tác động cố định (Fixed Effect Model - FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effect Model - REM).

Mô hình POLS được sử dụng để xác định ảnh hưởng của các biến độc lập đối với biến phụ thuộc, trong đó hệ số của các biến độc lập đều giữ nguyên theo thời gian và từng đối tượng quan sát, song chưa xem xét tới các yếu tố không có tác động phổ quát theo thời gian - những yếu tố phản ánh đặc điểm riêng của từng doanh nghiệp. Trong trường hợp đó, mô hình FEM và REM dưới đây sẽ được lựa chọn.

Mô hình FEM & REM: Mô hình FEM đã xem xét các yếu tố có tính đặc thù của các doanh nghiệp nên có sự khác nhau giữa các doanh nghiệp, nhưng sẽ không đổi nhiều theo thời gian. Trong khi đó, mô hình REM với giả thuyết về sự khác nhau về đơn vị ảnh hưởng tới biến phụ thuộc, sẽ phân tích phần chênh lệch này như một biến độc lập mới. Qua đó, mô hình sẽ cho các giá

trị ước lượng về mối tương quan thống kê giữa các biến đáng tin cậy hơn.

$$HQHĐ = \beta_0 + \beta_1 * LEV_{i,t} + \beta_2 * CR_{i,t} + \beta_3 * QR_{i,t} + \beta_4 * SIZE_{i,t} + \beta_5 * TURN_{i,t} + \beta_6 * GROWTH_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Trong đó: HQHĐ: ROA, hoặc ROE, hoặc ROS; β_0 : hệ số chặn; i: doanh nghiệp thứ i; $\beta_1 \dots \beta_6$: hệ số của các biến tương ứng; ϵ : là sai số ngẫu nhiên; t: thời gian năm t.

Trước khi thực hiện hồi quy, các biến trong mô hình nghiên cứu cũng được kiểm tra khuyết tật đa cộng tuyến thông qua ma trận tương quan và VIF. Tiếp đó, việc lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp trong số ba mô hình (POLS, REM, FEM) được hỗ trợ bởi các kiểm định như Ftest, Breusch-Pagan Lagrangian và Hausman.

Cuối cùng, kết quả từ mô hình được chọn tiếp tục được hồi quy với các kỹ thuật đảm bảo tính vững (vce robust) trong hồi quy dữ liệu bảng và kiểm tra khả năng tồn tại phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Trên cơ sở đó, mô hình GLS (mô hình hồi quy tổng quát) tiếp tục được sử dụng để khắc phục các khuyết tật của mô hình, trả lại kết quả ước lượng có tính vững và độ tin cậy phù hợp.

Bên cạnh đó, mô hình hồi quy phân vị (quantile regression) được sử dụng nhằm xem xét chi tiết mối quan hệ tác động của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp tại các phân vị hiệu quả hoạt động khác nhau.

Bảng 1: Mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến	Ký hiệu	Cách đo lường	Nguồn tham khảo
Biến độc lập			
Đòn bẩy tài chính	LEV	Tổng nợ/VCSH	Bui & Nguyen (2016), Tran & Dang (2017), Iqbal & Usman (2018)
Hệ số thanh toán hiện hành	CR	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	Daryanto và cộng sự (2018), Senan và cộng sự (2021)
Hệ số thanh toán nhanh	QR	(Tài sản ngắn hạn – Hàng tồn kho)/TTS	Khidmat & Rehman (2014), Senan và cộng sự (2021)
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Log(TTS)	Tran & Dang (2017)
Vòng quay tổng tài sản	TURN	DTT / TTS bình quân	Tran & Dang (2017)
Tốc độ tăng trưởng tài sản	GROWTH	$(TTS_n - TTS_{n-1}) / TTS_{n-1}$	Bui & Nguyen (2016), Salim & Yadav (2012)
Biến phụ thuộc			
Tỷ suất LNST trên TTS	ROA	LNST / TTS	Le (2016), Iqbal & Usman (2018),
Tỷ suất LNST trên VCSH	ROE	LNST / VCSH	Nguyen và cộng sự (2019)
Tỷ suất LNST trên DTT	ROS	LNST / DTT	

Ghi chú: LNST – Lợi nhuận sau thuế; DTT – Doanh thu thuần; TTS – Tổng tài sản; VCSH – Vốn chủ sở hữu

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp.

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROE	0,08	0,19	- 1,73	1,35
ROA	0,03	0,16	- 3,26	0,36
ROS	0,08	2,04	- 41,75	8,03
LEV	1,59	1,65	0,01	18,26
TURN	0,27	0,20	- 0,12	1,26
CR	2,64	2,44	0,19	20,55
QR	1,58	2,19	- 0,14	19,66
GROWTH	0,12	0,33	- 0,67	2,98
SIZE	12,26	0,59	11,074	14,76

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ STATA 14.

Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

	ROE	ROA	ROS	LEV	TURN	CR	QR	GROWTH	SIZE	VIF
ROE	1,0000									
ROA	0,3701	1,0000								
ROS	0,3213	0,3264	1,0000							
LEV	-0,1497	-0,0466	-0,0138	1,0000						1,06
TURN	0,1915	0,1579	0,0408	0,1130	1,0000					1,10
CR	0,1706	0,1121	0,0758	-0,1923	-0,1596	1,0000				4,73
QR	0,1615	0,1011	0,0513	-0,1554	-0,0936	0,8816	1,0000			4,76
GROWTH	0,1792	0,0894	0,0796	0,0530	-0,0153	0,0951	0,0867	1,0000		1,04
SIZE	0,0765	0,0292	0,0317	0,0603	-0,2184	-0,1241	-0,2160	0,1266	1,0000	1,16

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ STATA 14.

Bảng 4: Kết quả ước lượng các mô hình tối ưu

Y	ROE	ROA	ROS
Mô hình	GLS	GLS	POLS
LEV	-0,0005 [-0,16]	-0,0043*** [-4,79]	-0,0132 [-0,24]
CR	-0,0001 [-0,04]	0,00131 [0,78]	0,117 [1,48]
QR	0,0135*** [3,37]	0,0047** [2,21]	-0,0596 [-0,68]
GROWTH	0,0383*** [3,35]	0,0182*** [3,59]	0,419 [1,54]
SIZE	0,0349*** [6,57]	0,0106*** [3,91]	0,145 [0,90]
TURN	0,207*** [12,79]	0,118*** [13,65]	0,690 [1,51]
_cons	-0,425*** [-6,50]	-0,132*** [-3,80]	-2,129 [-1,06]
N	530	530	530

Ghi chú: *, **, *** ước lượng có ý nghĩa thống kê mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ STATA 14.

Bảng 5: Tổng hợp giá trị ước lượng với kỳ vọng

Nhân tố	Kỳ vọng	Kết quả mô hình		Kết quả tương đồng
		ROE	ROA	
LEV	(-)	x	(-)	
CR	(+)	x	x	Senan và cộng sự (2021)
QR	(+)	(+)	(+)	Khidmat & Rehman (2014)
GROWTH	(+)	(+)	(+)	Bui & Nguyen (2016), Salim & Yadav (2012)
SIZE	(+)	(+)	(+)	Tran & Dang (2017)
TURN	(+)	(+)	(+)	Tran & Dang (2017)

Ghi chú: (+) tác động cùng chiều, (-) tác động ngược chiều, kết quả hồi quy với mô hình ROS không có tác động.

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ kết quả nghiên cứu.

4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Biến độc lập LEV (đòn bẩy tài chính) có tương quan ngược chiều với cả 3 biến phụ thuộc ROE, ROA và ROS. Trong khi các biến còn lại là TURN, CR, QR, GROWTH, SIZE đều có tương quan thuận với các biến phụ thuộc trên. Đồng thời, mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến (các biến có mức độ tương quan thấp và kết quả VIF đều dưới 10) (Bảng 3).

Thông qua bảng kết quả tổng hợp trên cho thấy chỉ tiêu ROA (đại diện cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp BĐS) cho kết quả phân tích dễ quan sát và thể hiện được gần như chính xác về mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp BĐS rõ hơn so với các chỉ tiêu ROE và ROS (với ý nghĩa mô hình thể hiện qua R^2 cao nhất là 15,8%). Do đó, nhóm tác giả sẽ phân tích và đưa ra kết luận về ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp BĐS dựa trên kết quả hồi quy từ biến ROE và ROA.

Kết quả ước lượng trên biến Đòn bẩy tài chính (LEV), tương tự như Le (2016), Nguyen và cộng sự (2017) cho thấy tác động ngược chiều đáng kể và đáng tin cậy của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp BĐS (ROA), hàm ý rằng nếu doanh nghiệp BĐS sử dụng tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp BĐS... Tuy nhiên, khi sử dụng ROE và ROS là các thước đo thay thế ROA trong việc phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp BĐS, nghiên cứu chưa tìm thấy bằng chứng thực nghiệm có ý nghĩa thống kê về tác động của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp BĐS. Kết quả này cũng đã được tìm thấy tại một số nghiên cứu tiền nhiệm như Deboi và cộng sự (2021).

Có thể thấy đòn bẩy tài chính như “con dao hai lưỡi” đối với các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp BĐS có trạng thái vay nợ cao nhằm cải thiện doanh thu, từ đó nâng cao giá trị lợi nhuận. Kết quả thống kê mô tả cho thấy doanh nghiệp BĐS giai đoạn 2013-2022 sử dụng đòn bẩy khá cao (từ 129,05% - 187,69%).

Bảng 6: Kết quả hồi quy phân vị

Y	ROA					ROE				
	q5	q25	q50	q75	q95	q5	q25	q50	q75	q95
Phân vị										
LEV	0,001 (0,011)	-0,004 (0,003)	-0,005** (0,002)	-0,01*** (0,002)	-0,009** (0,004)	-0,096** (0,046)	-0,043* (0,023)	-0,019 (0,020)	0,002 (0,022)	0,052 (0,041)
CR	0,034 (0,026)	0,011 (0,008)	0,007 (0,005)	0,003 (0,004)	-0,008 (0,009)	-0,006 (0,024)	0,004 (0,013)	0,009 (0,011)	0,013 (0,013)	0,023 (0,023)
QR	-0,025 (0,029)	-0,002 (0,009)	0,002 (0,006)	0,006 (0,004)	0,017* (0,010)	-0,004 (0,027)	0,003 (0,015)	0,006 (0,013)	0,009 (0,014)	0,016 (0,026)
GROWTH	0,051 (0,061)	0,036* (0,020)	0,033*** (0,013)	0,030*** (0,009)	0,023 (0,021)	0,121** (0,051)	0,098*** (0,028)	0,087*** (0,024)	0,078*** (0,027)	0,056 (0,049)
SIZE	0,068** (0,035)	0,028*** (0,011)	0,020*** (0,007)	0,013*** (0,005)	-0,006 (0,012)	0,066* (0,036)	0,055*** (0,020)	0,050*** (0,017)	0,046** (0,019)	0,035 (0,034)
TURN	0,279*** (0,106)	0,174*** (0,034)	0,153*** (0,021)	0,134*** (0,016)	0,085** (0,036)	0,293*** (0,108)	0,266*** (0,059)	0,253*** (0,052)	0,242*** (0,058)	0,217** (0,103)
Hằng số	-1,076** (0,450)	-0,40*** (0,139)	-0,26*** (0,089)	-0,147** (0,065)	0,171 (0,156)	-0,851** (0,417)	-0,69*** (0,228)	-0,616*** (0,198)	-0,553** (0,223)	-0,401 (0,395)

Ghi chú: *, **, *** ước lượng có ý nghĩa thống kê mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ STATA 14.

Tuy nhiên, nếu các doanh nghiệp không sử dụng nguồn tài trợ vốn vay một cách hiệu quả sẽ mang hiệu ứng ngược lại, ảnh hưởng trực tiếp tới hiệu quả kinh doanh phản ánh qua doanh thu và thu nhập của doanh nghiệp. Với cơ cấu tài chính lệ thuộc lớn và nợ vay, tạo ra áp lực nợ vay và chi phí nợ vay cho doanh nghiệp, gây xói mòn doanh thu, triệt tiêu lợi nhuận của doanh nghiệp, từ đó ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu suất sinh lời trên tổng tài sản của doanh nghiệp (ROA).

Bảng 7: Tổng hợp tác động của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp BĐS tại các phân vị hiệu quả hoạt động khác nhau

	ROA	ROE	ROS
q5	0,001	-0,096**	0,058
q25	-0,004	-0,043*	-0,012
q30	-0,005	-0,039*	-0,015
q40	-0,005*	-0,029	-0,02
q50	-0,005**	-0,019	-0,023
q75	-0,006***	0,002	-0,034
q95	-0,009**	0,052	-0,078

Ghi chú: *, **, *** mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ STATA14.

Ngoài tác động tiêu cực của đòn bẩy tài chính (LEV) đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp BĐS, các biến kiểm soát trong mô hình như hệ số thanh toán nhanh (QR), tốc độ tăng trưởng tổng tài sản (GROWTH), vòng quay tổng tài sản (TURN) và quy mô doanh nghiệp (SIZE) đều có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp BĐS (Bảng 5).

Tương tự như Jiang và Zhang (2023), kết quả nghiên cứu hồi quy phân vị (Bảng 6 và 7) cho thấy ROE nhạy cảm với đòn bẩy tài chính hơn so với ROA. Tác động tiêu cực của đòn bẩy tài chính lên ROE được ghi nhận tại các phân vị thấp của REO (phân vị 5 tới phân vị 30), trong khi đó đòn bẩy tài chính tác động tiêu cực tới ROA từ phân vị 40 trở đi. Như vậy, có thể thấy, việc tăng cường sử dụng đòn bẩy tài chính khi hiệu quả sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE) thấp (dưới 0,0294 ~ 2,94%), sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp BĐS. Trong khi đó, khi ROA của các doanh nghiệp BĐS đạt từ xấp xỉ 1,99% trở lên, tác động của việc gia tăng đòn bẩy tài chính tới ROA được ghi nhận ở mức tiêu cực. Rõ ràng, có thể thấy rằng khi khả năng tạo lợi nhuận của doanh nghiệp BĐS trên quy mô vốn chủ sở hữu hạn chế, sẽ gây áp lực lớn tới khả năng thực hiện các nghĩa vụ tài chính, nợ vay của doanh nghiệp. Việc gia tăng sử dụng nợ vay trong bối cảnh kinh

doanh yếu kém và năng lực tự chủ tài chính yếu sẽ càng gia tăng rủi ro tài chính cũng như làm xói mòn sức chống chịu tài chính của các doanh nghiệp BĐS.

5. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy, đòn bẩy tài chính - đo lường thông qua tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, đang có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp BĐS. Do đó, để giảm thiểu tác động tiêu cực của đòn bẩy tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thì về mặt toán học, có thể giảm nợ hoặc tăng vốn chủ sở hữu tùy vào đặc điểm riêng từng doanh nghiệp hay bối cảnh nền kinh tế ở từng thời điểm. Tuy nhiên, các nhà quản trị doanh nghiệp cần cân nhắc giữa hai giải pháp này, bởi nếu giảm nợ thì doanh nghiệp sẽ không tận dụng được những ưu đãi về lá chắn thuế lãi vay. Đồng thời, tăng vốn chủ sở hữu thông qua việc gia tăng lợi nhuận giữ lại, phát hành cổ phiếu... giúp nâng cao vị thế tài chính cho doanh nghiệp thì cũng cần cân nhắc đến chi phí vốn, áp lực chi trả cổ tức cho cổ đông.

Trên thực tế, nếu doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính hợp lý sẽ giúp gia tăng lợi nhuận, từ đó nâng cao được hiệu quả hoạt động đúng như ý nghĩa kinh tế của đòn bẩy tài chính. Tuy nhiên, việc lạm dụng và phụ thuộc quá nhiều vào đòn bẩy tài chính hay sử dụng một cách không hợp lý dẫn đến kết quả tiêu cực. Doanh nghiệp sẽ gánh chịu áp lực nặng nề từ các chi phí nợ, trả lãi, giảm khả năng thanh toán. Điều đó ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động của doanh nghiệp, gián tiếp làm giảm hiệu quả hoạt động.

Đặc biệt, kết quả hồi quy phân vị cũng chỉ ra rằng các doanh nghiệp BĐS niêm yết Việt Nam cần lưu ý việc gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính khi tỷ suất ROE ở các phân vị thấp.

Vì vậy, các doanh nghiệp BĐS cần có các phương án lựa chọn nguồn đầu vào, kênh huy động vốn vay của đòn bẩy tài chính có lợi nhất, đồng thời đưa ra các chính sách, phương hướng cần thiết và đúng đắn trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính nhằm đạt hiệu quả cao.

Tài liệu tham khảo

- Berger, A. N., & Patti, E. B. D. (2005). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1065–1102.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.05.015>

- Bui, V. T., & Nguyen, T. N. D. (2016). Capital structure impact to operational efficiency of the company on the stock market Vietnam. *Journal of Science of Lac Hong University*, 5, 95-100.
https://lhu.edu.vn/Data/News/383/files/17_Van_Thuy_Ngoc_Diep.pdf
- Daryanto, W. M., Samidi, S., Siregar, D. J. (2018). The impact of financial liquidity and leverage on financial performance: Evidence from property and real estate enterprises in Indonesia. *Managêmnt Science Letters*, 8, 1345-1352.
<https://doi.org/10.5267/j.msl.2018.9.005>
- 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)
- Deboi, V., Kurmakhadov, H., & Li, M (2021). Impact of financial leverage on the profitability of real estate companies: A quantitative study from Swedish Stock Exchange.
<https://um.kb.se/resolve?um=um:nbn:se:hj:diva-53080>
- Demiraj, R., Labadze, L., Dsouza, S., Demiraj, E., & Grigolia, M. (2025). The quest for an optimal capital structure: An empirical analysis of European firms using GMM regression analysis. *EuroMed Journal of Business*, 20(2), 529-551.
<https://doi.org/10.1108/EMJB-07-2023-0206>
- Farooq, M. A., Masood, A. (2016). Impact of Financial Leverage on Value of Firms: Evidence from Cement Sector of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(9), 73-77.
<http://iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/30307>
- Ha, T. (2023). The consequences of an economy dependent on real estate. <https://thegioihoinhap.vn/kinh-doanh/goc-nhin/he-luy-tu-nen-kinh-te-le-thuoc-vaobat-dong-san/>
- Vietnam Association of Real Estate Brokers (2022). Vietnam real estate – Review of the 2021 market and outlook for 2022.
https://vars.com.vn/uploads/up/vars/marketnews/2022/03/21/16/12/bao1647832373_2538.pdf
- Iqbal, U., & Usman, M. (2018). Impact of financial leverage on firm performance: Textile composite companies of Pakistan. *SEISENSE Journal of Management*, 1(2), 70-78.
<https://doi.org/10.33215/sjom.v1i2.13>
- Jiang, Y., & Zhang, J. (2023). The relationship between capital structure and performance of real estate companies in China. *Comparative Analysis of Trade and Finance in Emerging Economies*, 217-233. Emerald Publishing Limited.
<https://doi.org/10.1108/S1571-038620230000031028>
- Khidmat, W. B., & Rehman, M. (2014). Impact of liquidity & solvency on profitability chemical sector of Pakistan. *Economics Management Innovation*, 6(3), 3-13. http://emijournal.cz/wp-content/uploads/2020/08/01_waqas_bin_khidmat_mobeen_ur_rehman_impact_of_liquidity_solvency_on_profitability.pdf
- Le, D. T., & Pham, Q. H. (2021). Optimal capital structure for real estate firms: An empirical study of Vietnam. *Economics and Finance Review*, 10(4), 120-135.
<https://doi.org/10.1016/j.efr.2021.04.008>
- Le, T. P. (2016). The impact of financial leverage on firm performance: A case of construction firms in Vietnam. *Journal of International Economics and Management*, 80, 14-27.
<https://doaj.org/article/00355e53dfa14361aef45c606ed6f41f>
- Mangudhla, T., & Zhang, X. (2023). The effect of capital structure on firm performance: Empirical evidence from emerging economy. *International Journal of Business*, 15(3), 135-148. <https://doi.org/10.1504/IJB.2023.121564>
- Nguyen, N. T. P., Nguyen, L. P., & Dang, H. T. T. (2017). Analyze the determinants of capital structure for Vietnamese real estate listed companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(4), 270-282.
<https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/4891>
- Nguyen, V. C., Nguyen, T. N. L., Tran, T. T. P., & Nghiem, T. T. (2019). The impact of financial leverage on the profitability of real estate companies: A study from Vietnam stock exchange. *Management Science Letters*, 9(13), 2315-2326.
<https://doi.org/10.5267/j.msl.2019.7.023>
- Qian, L. (2022). Analysis on the relationship between capital structure and financial performance of listed real estate companies. *Journal of Finance and Economics*, 8(4), 254-271.
<https://doi.org/10.1108/JFE-2022-0803>
- Riaz, R., Khan, A., & Iqbal, J. (2022). Capital structure and performance of real estate firms: Evidence from Pakistan. *Journal of Financial Studies*, 10(3), 45-63.
<https://doi.org/10.1108/jfs-2022-10>
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166.
<https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.105>
- Senan, N. A. M., Noaman, A. A. A., Al-dalaien, B. O. A., & Al-Homaidi, E. A. (2021). Corporate social responsibility disclosure and profitability: Evidence from Islamic banks working in Yemen. *Banks and Bank Systems*, 16(2), 91-102.
[https://doi.org/10.21511/bbs.16\(2\).2021.09](https://doi.org/10.21511/bbs.16(2).2021.09)
- Tran, T. T. A., & Dang, T. T. T. (2017). The impact of financial leverage on the performance of vietnamese enterprises: A quantile regression approach. *Ho Chi Minh City Open University Journal of Science: Economics and Business Administration*, 12(3), 16-25.
<https://journalofscience.ou.edu.vn/index.php/econ-vi/article/view/622/495>
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2014). Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, Forthcoming.
<https://doi.org/10.14453/aabfj.v1i4.3>