

Nghiên cứu tác động của cơ cấu vốn đến giá trị của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Đỗ Thị Vân Trang

Khoa Sau đại học, Học viện Ngân hàng

Phạm Thị Vân Huyền

Khoa Tài chính, Học viện Ngân hàng

Ngày nhận: 19/05/2021

Ngày nhận bản sửa: 11/06/2021

Ngày duyệt đăng: 25/06/2021

***Tóm tắt:** Bài viết tập trung nghiên cứu tác động của cơ cấu vốn đến giá trị của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012- 2019. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ 38 doanh nghiệp niêm yết ngành bất động sản từ cơ sở dữ liệu FiinPro. Nghiên cứu đã sử dụng phần mềm Stata phân tích dữ liệu bảng, lựa chọn mô hình nghiên cứu phù hợp trong 3 mô hình Pooled OLS, REM, FEM. Kết quả nghiên cứu cho thấy, có mối tương quan tỷ lệ nghịch giữa cơ cấu vốn, tốc độ tăng trưởng tài sản, tốc độ tăng trưởng GDP và giá trị doanh nghiệp, trong khi đó tồn tại mối tương quan thuận giữa quy mô doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp bất động sản niêm yết.*

***Từ khóa:** Cơ cấu vốn, giá trị doanh nghiệp, doanh nghiệp bất động sản niêm yết*

Impact of capital structure on firm value: Evidence from listed real estate firms in Vietnam

Abstract: This article investigates the effect of capital structure on firm value of listed real estate during 2012-2019. The data is collected from 38 real estate companies listed on the Vietnam Security Exchange from FiinPro database. An empirical study has been employed through panel data techniques by applying pooled OLS, REM and FEM. The findings have shown that there is the existence of negative impact of capital structure, asset growth, GDP change on firm value whereas there is a positive influence of company size on firm value.

Keywords: capital structure, firm value, listed real estate company.

Do, Thi Van Trang

Email: trangdtv@hvn.edu.vn

Post Graduate Faculty, Banking Academy of Vietnam

Pham, Thi Van Huyen

Email: huyenptv@hvn.edu.vn

Faculty of Finance, Banking Academy of Vietnam

1. Giới thiệu

Mục tiêu cuối cùng mà các quyết định tài chính cần hướng tới đó chính là tối đa hóa giá trị tài sản cho cổ đông hay tối đa hóa giá trị doanh nghiệp (DN). Quyết định nguồn vốn là một trong những quyết định quan trọng trong quản trị tài chính DN. Các doanh nghiệp có thể huy động vốn từ nhiều nguồn khác nhau để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh. Cơ cấu vốn của doanh nghiệp cho thấy cách thức tài trợ vốn của doanh nghiệp. Theo Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield và Bradford D. Jordan (1997): “Cơ cấu vốn của doanh nghiệp là sự kết hợp giữa việc sử dụng vốn vay và vốn chủ sở hữu theo một tỷ lệ nhất định để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh”. Theo Horne và cộng sự (2005), “cơ cấu vốn là sự kết hợp của nợ và vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp”. Theo Ahmad và các cộng sự (2012), “cơ cấu vốn là quan hệ tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh”. Như vậy, có thể thấy tựu chung lại cơ cấu vốn chính là mức độ sử dụng nợ vay, vốn chủ sở hữu nhằm tài trợ cho các hoạt động kinh doanh của DN.

Tối đa hóa giá trị DN là mục tiêu cuối cùng của nhà quản trị DN. Giá trị DN có thể được xác định bằng nhiều tiêu chí khác nhau như có thể đo lường trên thị giá cổ phiếu (Anup & Suman, 2010), Tobin’s Q (Havey và cộng sự, 2003), tỷ số giữa thị giá/ giá trị sổ sách (Harjoto và cộng sự, 2009), giá trị kinh tế gia tăng- EVA (Rayan, 2008), giá trị vốn hóa thị trường (Đặng Ngọc Hùng và cộng sự, 2019).

Nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn tới giá trị của DN sẽ giúp các nhà quản trị trong DN có thể đưa ra các giải pháp nhằm quản lý rủi ro, đánh giá được nguy cơ phá sản, cũng như làm thế nào để nâng cao

giá trị của DN. Xem xét tác động của cơ cấu vốn đến giá trị DN có ảnh hưởng đến việc xây dựng các quyết định, chính sách của nhà quản trị trong từng giai đoạn nhất định. Đồng thời việc đánh giá tác động của cơ cấu vốn đến giá trị DN không chỉ có ý nghĩa đối với nhà quản trị DN mà còn có ý nghĩa đối với các đối tượng có liên quan đến hoạt động kinh doanh của DN.

Bài viết tập trung nghiên cứu tác động của cơ cấu vốn đến giá trị của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012-2019, tổng quát hóa được mức độ tác động của cơ cấu vốn đến giá trị của doanh nghiệp bất động sản niêm yết, là cơ sở khoa học cho các nhà quản lý đưa ra những quyết định tài chính đúng đắn, phù hợp.

Ngoài phần giới thiệu, bài nghiên cứu bao gồm những phần sau: Phần 2: Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu; Phần 3: Phương pháp nghiên cứu; Phần 4: Kết quả nghiên cứu và thảo luận; Phần 5: Kết luận và khuyến nghị và cuối cùng là những hạn chế của nghiên cứu và hướng nghiên cứu tiếp theo.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

Sự phát triển lý thuyết về cơ cấu vốn hiện đại được đặt nền móng từ kết quả nghiên cứu có đóng góp quan trọng của hai nhà kinh tế đạt giải Nobel là Franco Modigliani và Merton Miller vào năm 1958. Lý thuyết của Franco Modigliani và Merton Miller (lý thuyết M&M) được xem là một trong những lý thuyết cơ bản của tài chính DN (TCDN) hiện đại. Lý thuyết này xem xét các tác động tới cơ cấu vốn trong hai trường hợp: Không có thuế thu nhập doanh nghiệp (1958) và có thuế thu nhập doanh nghiệp (1963). Franco Modigliani và Merton Miller (1958) dựa vào những giả định sau: Các nhà đầu tư có kỳ vọng như nhau về

dòng tiền từ cùng một khoản đầu tư. Thị trường vốn là hoàn hảo, tức là không có chi phí về giao dịch, thuế, chi phí kiệt quệ tài chính và chi phí phá sản. Các nhà đầu tư đều tiếp nhận được thông tin giống nhau. Nhà đầu tư có thể thực hiện vay nợ với mức lãi suất của tài sản phi rủi ro. Người đại diện hành động nhằm thực hiện mục tiêu của chủ sở hữu là tối đa hóa giá trị tài sản cho chủ sở hữu, do đó không có sự xuất hiện của chi phí đại diện. Quyết định đầu tư và quyết định nguồn vốn của DN độc lập với nhau.

Trong trường hợp không có thuế thu nhập DN, lý thuyết khẳng định rằng khi kỳ vọng và rủi ro của dòng tiền trong tương lai không đổi, với các giả định ở trên thì dù cơ cấu vốn thay đổi song giá trị của DN vẫn không đổi. Tức là giá trị của DN không dùng nợ và giá trị của DN có sử dụng nợ là như nhau. Khi có thuế thu nhập DN giá trị công ty có sử dụng nợ sẽ lớn hơn giá trị công ty không sử dụng nợ, phần chênh lệch này đúng bằng giá trị nợ vay nhân với thuế suất thuế thu nhập DN. Khi DN sử dụng nợ vay, lãi vay phải trả sẽ được tính vào chi phí của DN, vì vậy giảm thuế thu nhập DN phải nộp. Việc sử dụng nợ vay sẽ giúp tăng giá trị DN.

Từ lý thuyết M&M, nhiều công trình đã được thực hiện bằng cách lược đi các giả định M&M đã đặt ra. Lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn do Kraus và Litzenberger (1973) đưa ra và được Myers (1984) phát triển. Theo Kraus và Litzenberger (1973): “đòn bẩy tài chính tối ưu phản ánh sự đánh đổi giữa lợi ích về thuế do việc sử dụng nợ và chi phí phá sản”. Theo Myers (1984): “Một DN tuân theo lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn sẽ thiết lập một tỷ lệ nợ trên giá trị của DN mục tiêu và dần dần điều chỉnh về mục tiêu đó. Tỷ lệ mục tiêu này được quyết định bằng cách cân bằng lợi ích từ việc sử dụng nợ vay và chi phí phá sản”. Bên

cạnh đó, trong lý thuyết tín hiệu, các tác giả đã nghiên cứu về vấn đề bất cân xứng thông tin như trong nghiên cứu của Ross (1977). Lý thuyết chi phí đại diện đã xem xét yếu tố chi phí đại diện như trong nghiên cứu của Jensen & Meckling (1976) khi thực hiện phân tích về việc các DN đưa ra quyết định nguồn vốn. Còn theo lý thuyết trật tự phân hạng, các DN sẽ lựa chọn nguồn vốn theo trật tự ưu tiên của các nguồn vốn. Theo Baker và Wugler (2002) thuộc lý thuyết định điểm thị trường, giá trị thị trường và giá trị sổ sách có sự chênh lệch, đây là yếu tố quan trọng tác động tới cơ cấu vốn của DN. Liên quan đến tác động của cơ cấu vốn tới giá trị DN, đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm được tiến hành trong thời gian qua. Hatfield và cộng sự (1994) khi nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn theo ngành đến giá trị của 183 DN ở Mỹ từ năm 1982-1986 đã chỉ ra rằng cơ cấu vốn của các DN trong cùng ngành có xu hướng tương tự nhau và cơ cấu vốn không có ảnh hưởng đến giá trị của DN. Trong nghiên cứu của Harjoto (2009) cũng cho thấy chính sách vay nợ cũng không có tác động tới giá trị DN. Tương tự, nghiên cứu của Elkelish và cộng sự (2007) về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến giá trị của các DN ngành thực phẩm tại Các tiểu vương quốc Ả rập thống nhất giai đoạn 1996- 2000 cũng cho kết luận tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu không ảnh hưởng đến giá trị của DN. Trong khi đó, nghiên cứu của Arsiphongphisit & Ariff (2004) về tác động của cơ cấu vốn đến giá trị DN tại Úc chỉ ra rằng khi cơ cấu vốn tương đối thay đổi từ 10%- 40% thì sẽ dẫn đến sự thay đổi của giá trị DN. Nghiên cứu của Cheng & Tzeng (2011) về 645 DN niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Tokyo (TSE) từ năm 2000- 2009 để xem xét ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến giá trị của DN cho thấy nếu không tính đến khả năng phá sản thì những DN có sử dụng nợ vay có giá trị lớn hơn

những DN không dùng nợ vay. Nếu xem xét cả lợi ích của nợ cũng như chi phí của nợ thì hệ số nợ có mối tương quan thuận chiều với giá trị DN khi chưa đạt đến cơ cấu vốn tối ưu. Ảnh hưởng tích cực này càng lớn khi tình hình tài chính của DN tốt hơn.

Nhiều nghiên cứu lại chỉ rõ chiều ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến giá trị của DN. Nghiên cứu của Harvey và cộng sự (2004) xem xét mối tương quan giữa nợ, cơ cấu vốn chủ sở hữu và giá trị DN cho thấy trong các DN có phát sinh chi phí đại diện cao và trong các DN có hiện tượng đầu tư quá mức thì nợ sẽ tạo ra giá trị cho các cổ đông. Nghiên cứu của Sudiyatno và cộng sự (2012) xem xét vai trò của hiệu quả DN trong việc xác định chiều hướng tác động của các chính sách DN thực hiện với giá trị của DN. Dữ liệu nghiên cứu là các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) của Indonesia từ 2008- 2010. Nghiên cứu chỉ ra rằng cơ cấu vốn có mối quan hệ cùng chiều với giá trị của DN. Ngược lại trong nghiên cứu của Rayan (2008) dùng số liệu của 133 DN niêm yết của Nam Phi từ 1998- 2007 cho thấy cơ cấu vốn có tác động nghịch chiều với giá trị DN. Hay trong nghiên cứu của Setiabudi & Agustia (2012) khi nghiên cứu ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính tới giá trị của DN và ảnh hưởng của các nhân tố khác tới giá trị của DN thông qua đòn bẩy tài chính của các công ty của Indonesia từ 2005 - 2009 cũng cho thấy đòn bẩy tài chính có mối quan hệ nghịch chiều với giá trị DN.

Liên quan đến vấn đề về cơ cấu vốn tối ưu, Lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn do Kraus và Litzenberger (1973) đưa ra và được Myers (1984) phát triển đã tập trung đến cơ cấu vốn tối ưu của DN. Theo Kraus và Litzenberger (1973): “đòn bẩy tài chính tối ưu phản ánh sự đánh đổi giữa lợi ích về thuế do việc sử dụng nợ và chi phí phá sản”. Theo Myers (1984): “Một DN tuân theo lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn sẽ thiết

lập một tỷ lệ nợ trên giá trị của DN mục tiêu và dần dần điều chỉnh về mục tiêu đó. Tỷ lệ mục tiêu này được quyết định bằng cách cân bằng lợi ích từ việc sử dụng nợ vay và chi phí phá sản”.

Tại Việt Nam, nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị DN cũng đã được thực hiện bởi một số tác giả. Đỗ Văn Thắng và Trịnh Quang Thiều (2010) nghiên cứu tác động của cơ cấu vốn lên giá trị DN của các DN niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Bằng phương pháp hồi quy OLS, nghiên cứu đã chỉ ra rằng giá trị DN có quan hệ hàm bậc 3 với cơ cấu vốn, cơ cấu vốn tối ưu của các DN là điểm mà tại đó có tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu là 105%. Nguyễn Tấn Vinh (2011) nghiên cứu cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên SGDCK Hà Nội (HNX) cho thấy, cơ cấu vốn không phải là nhân tố quyết định đến hiệu quả hoạt động hay giá trị DN của các công ty niêm yết trên HNX. Lê và Phung (2013) xem xét mối liên hệ giữa vốn nước ngoài, cơ cấu vốn và giá trị DN của các DN niêm yết trên SGDCK Việt Nam. Bằng phương pháp phân tích hồi quy dữ liệu bảng với mô hình tác động cố định, kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ tiêu cực giữa cấu trúc vốn và giá trị DN. Gần đây, đã có vài nghiên cứu tiếp cận theo phương pháp hồi quy ngưỡng để phân tích mối liên hệ giữa cơ cấu vốn và giá trị của DN tại Việt Nam. Võ Hồng Đức và Võ Tường Luân (2014) nghiên cứu hạn mức sử dụng nợ tối ưu của 191 DN niêm yết trên HOSE và HNX giai đoạn 2005- 2012, bằng phương pháp hồi quy ngưỡng. Kết quả nghiên cứu này chỉ ra hiệu ứng tác động theo hai ngưỡng của mức sử dụng nợ đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Như vậy, trong các nghiên cứu trên đã sử dụng các mô hình khác nhau để nghiên cứu về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và giá trị

của các DN niêm yết nói chung mà chưa có nghiên cứu nào đề cập đến tác động của cơ cấu vốn đến một ngành kinh doanh cụ thể. Mỗi ngành kinh doanh khác nhau với đặc điểm sản xuất kinh doanh khác nhau dẫn tới cơ cấu vốn cũng có sự khác biệt. Vì vậy, nghiên cứu này hướng tới việc đánh giá tác động của cơ cấu vốn đến ngành kinh doanh đặc thù là ngành bất động sản, trên cơ sở đó nhằm giúp DN xác định được cơ cấu vốn phù hợp để tối đa hóa giá trị DN.

3. Phương pháp nghiên cứu

Trong bài viết, tác giả sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2012-2019. Mẫu nghiên cứu đối với các DN niêm yết trên sàn chứng khoán trong lĩnh vực bất động sản gồm 38 công ty được thu thập từ cơ sở dữ liệu FiinPro.

Nghiên cứu thực hiện phân tích hệ số tương quan giữa các biến và thực hiện các hồi quy tuyến tính với phần mềm STATA trên cơ sở dữ liệu bảng. Các mô hình hồi quy ban đầu được lựa chọn đối với việc xem xét mối tương quan giữa các biến trên cơ sở dữ liệu bảng bao gồm mô hình hồi quy bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (Fixed Effect Model) và mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effect Model). Tiếp đó, để lựa chọn được mô hình phù hợp, nghiên cứu sử dụng các kiểm định là F-test và Hausman Test. Sau khi xác định được mô hình phù hợp, sẽ kiểm định các khuyết tật của mô hình, bao gồm kiểm định hiện tượng tự tương quan, phương sai sai số thay đổi và khắc phục các khuyết tật của mô hình.

3.1. Giả thuyết nghiên cứu

- **Cơ cấu vốn - Đòn bẩy tài chính:** Chỉ tiêu đại diện cho cơ cấu vốn của DN được sử

dụng trong nghiên cứu là đòn bẩy tài chính, được tính bằng tỷ số của nợ phải trả trên tổng tài sản của DN. Trong nghiên cứu của Durand (1952), chi phí sử dụng nợ thông thường được cho là thấp hơn so với chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Do đó, các DN thường có xu hướng sử dụng nợ nhiều hơn để tăng giá trị DN. Tuy nhiên, việc lạm dụng đòn bẩy tài chính có thể khiến DN gặp nhiều rủi ro và khiến giá trị DN giảm sút, thậm chí dẫn tới rủi ro phá sản. Nghiên cứu của Đặng Ngọc Hùng và các cộng sự (2019) đã chỉ ra rằng, đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều tới giá trị DN- được đo lường bằng giá trị vốn hóa thị trường, cộng với giá trị sổ sách của các khoản nợ, trừ đi giá trị của khoản tiền và tương đương tiền của DN. Bên cạnh đó, lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory) của Myers (1977) cũng cho thấy giữa đòn bẩy tài chính và giá trị DN tồn tại mối quan hệ ngược chiều. Do đó, nhóm nghiên cứu đề xuất giả thuyết về mối tương quan giữa cơ cấu vốn và giá trị DN của các DN niêm yết như sau:

H1: Cơ cấu vốn có mối quan hệ ngược chiều với giá trị DN bất động sản.

- **Quy mô DN:** Quy mô DN được đo lường bằng logarit của tổng tài sản. Quy mô DN là một trong các biến kiểm soát thường được sử dụng khi nghiên cứu tác động của cơ cấu vốn tới giá trị DN. Lý thuyết trật tự phân hạng của Myers (1977) cho thấy quy mô DN có thể có quan hệ thuận chiều hoặc ngược chiều với tỷ lệ vay nợ của DN. Các nghiên cứu của Đặng Ngọc Hùng và cộng sự (2019), đã chỉ ra rằng quy mô DN có mối quan hệ thuận chiều và có ý nghĩa thống kê với giá trị DN. Bên cạnh việc có nhiều lợi thế hơn trong việc tăng giá trị DN, DN có quy mô lớn thường sẽ có xác suất phá sản thấp hơn, từ đó chi phí khó khăn tài chính giảm xuống, góp phần làm tăng giá trị DN (Aggarwal và Padhan, 2017). Do

đó, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết về mối tương quan giữa quy mô DN và giá trị DN của các DN niêm yết như sau:

H2: Quy mô DN có mối quan hệ thuận chiều với giá trị DN bất động sản.

- **Tỷ suất sinh lời tổng tài sản:** Tỷ suất sinh lời tổng tài sản được tính bằng tỷ số giữa lợi nhuận sau thuế và tổng tài sản bình quân. Tỷ số này đo lường khả năng sinh lời của tài sản trong DN. Theo lý thuyết đánh đổi (trade-off theory) trong nghiên cứu của Modigliani and Miller (1963), khả năng sinh lời có mối tương quan thuận chiều với tỷ lệ nợ. Những DN có khả năng sinh lời ở mức cao thường có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn. Lý thuyết trật tự phân hạng cho biết khả năng sinh lời có mối quan hệ ngược chiều với tỷ lệ nợ trong DN. Theo đó, DN có khả năng sinh lời cao hơn sẽ có xu hướng sử dụng các nguồn vốn nội bộ trước tiên, sau đó sử dụng vốn nợ và sử dụng vốn chủ sở hữu. DN có khả năng sinh lời tăng thì giá trị DN cũng sẽ có xu hướng tăng lên. Nghiên cứu của Đặng Ngọc Hùng và các cộng sự (2019) đã chỉ ra mối tương quan dương và có ý nghĩa thống kê giữa tỷ suất sinh lời tổng tài sản và giá trị DN. Vì vậy, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết về mối tương quan giữa khả năng sinh lời tổng tài sản và giá trị DN của các DN niêm yết như sau:

H3: Khả năng sinh lời tổng tài sản có mối quan hệ thuận chiều với giá trị DN bất động sản.

- **Tăng trưởng DN:** Tốc độ tăng trưởng DN được đo lường bằng tỷ lệ tăng trưởng tổng tài sản. Titman and Wessels (1988) đã sử dụng tốc độ tăng trưởng tài sản như một chỉ tiêu đại diện cho sự tăng trưởng của DN. Theo Lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn do Kraus và Litzenberger (1973) đưa ra, DN với tỷ lệ nợ cao thường có khả năng bị phá sản tăng lên và có thể khiến tốc độ tăng trưởng của DN giảm đi. Lý thuyết trật

tự phân hạng được Myers và Majluf (1984) nghiên cứu cho rằng những DN có tốc độ tăng trưởng cao sẽ cần nhiều vốn để tài trợ cho các dự án đầu tư. Nếu các nguồn vốn nội bộ không đủ để tài trợ, DN sẽ có xu hướng sử dụng nợ trước tiên. Do đó, giữa tốc độ tăng trưởng tài sản và tỷ lệ nợ tồn tại mối quan hệ thuận chiều và ngược chiều. Nghiên cứu của Đặng Ngọc Hùng và các cộng sự (2016) không cho thấy có mối tương quan nào giữa tốc độ tăng trưởng DN và giá trị DN. Trong khi đó, theo nghiên cứu của Aggarwal và Padhan (2017), mối quan hệ giữa tỷ lệ tăng trưởng tổng tài sản và giá trị DN là ngược chiều và có ý nghĩa thống kê. Vì vậy, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết về mối tương quan giữa tăng trưởng tổng tài sản và giá trị DN của các DN niêm yết như sau:

H4: Tăng trưởng DN có mối quan hệ ngược chiều với giá trị DN bất động sản.

- **Tỷ trọng tài sản cố định:** Tỷ trọng tài sản cố định được đo lường bằng tỷ số giữa tài sản cố định và tổng tài sản của DN. Theo lý thuyết đánh đổi, tỷ lệ tài sản cố định trong DN càng lớn, DN càng có nhiều tài sản có thể sử dụng để thế chấp, từ đó làm giảm khả năng bị phá sản của DN, đồng thời DN có nhiều cơ hội đầu tư hơn, góp phần làm tăng giá trị DN. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, tỷ lệ tài sản cố định càng lớn, vấn đề về bất cân xứng thông tin càng giảm, các chi phí liên quan đến vấn đề về người đại diện cũng được giảm thiểu, góp phần làm tăng giá trị DN. Tuy nhiên, nghiên cứu của Singh và Bansal (2016) và nghiên cứu của Aggarwal và Padhan (2017) cho biết giữa tỷ trọng tài sản cố định và giá trị DN không có mối tương quan có ý nghĩa. Nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết về mối tương quan giữa tỷ trọng tài sản cố định và giá trị DN của các DN niêm yết như sau:

H5: Tỷ trọng tài sản cố định có mối quan hệ thuận chiều với giá trị DN bất động sản.

- **Khả năng thanh toán ngắn hạn:** Khả năng thanh toán ngắn hạn của DN được đo lường bằng tỷ số khả năng thanh toán nợ ngắn hạn, tính bằng tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn. Tỷ số này càng cao cho biết khả năng thanh toán nợ ngắn hạn của DN càng tốt, từ đó cũng ảnh hưởng đến cơ cấu vốn và giá trị của DN. Vì vậy, tỷ số này được kỳ vọng có mối tương quan với giá trị DN. Nghiên cứu của Aggarwal và Padhan (2017) cho thấy khả năng thanh toán ngắn hạn có thể có cả mối tương quan ngược chiều và thuận chiều với giá trị DN. Do đó, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết về mối tương quan giữa khả năng thanh toán ngắn hạn và giá trị DN của các DN niêm yết như sau:

H6: Khả năng thanh toán ngắn hạn có mối quan hệ thuận chiều với giá trị DN bất động sản.

- **Tỷ lệ tăng trưởng GDP** cho biết giá trị tổng sản phẩm quốc nội năm sau tăng trưởng bao nhiêu phần trăm so với năm trước. Khi nền kinh tế tăng trưởng cao sẽ tạo điều kiện thuận lợi giúp các DN hoạt động kinh doanh có hiệu quả hơn. Điều này được phản ánh thông qua sự tăng trưởng trong giá cổ phiếu của DN và được Aggarwal và Padhan (2017) giải thích bằng dữ liệu của các DN niêm yết ở Ấn Độ. Aggarwal và Padhan (2017) cũng chỉ ra tác động của tỉ lệ tăng trưởng GDP đến giá trị DN được thể hiện rõ hơn ở những nước đang phát triển, nơi có tốc độ tăng trưởng GDP cao. Do đó, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết về mối tương quan giữa tốc độ tăng trưởng GDP với giá trị DN của các DN niêm yết như sau:

H7: Tỷ lệ tăng trưởng GDP có mối quan hệ thuận chiều với giá trị DN bất động sản.

- **Tỷ lệ lạm phát:** Tỷ lệ lạm phát đo lường mức tăng giá chung của nền kinh tế. Tỷ lệ lạm phát cao làm giảm các dòng tiền, từ đó làm tăng chi phí sử dụng vốn, do đó khiến giá trị DN giảm sút. Nghiên cứu của

Aggarwal và Padhan (2017) cho thấy tỷ lệ lạm phát có mối liên hệ ngược chiều với giá trị DN, mặc dù vậy, mối liên hệ này không có ý nghĩa thống kê. Vì vậy, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết về mối tương quan giữa tỷ lệ lạm phát và giá trị DN của các DN niêm yết như sau:

H8: Tỷ lệ lạm phát có mối quan hệ ngược chiều với giá trị DN bất động sản.

3.2. Lựa chọn biến

Biến phụ thuộc mà tác giả lựa chọn là biến “Giá trị DN”, được xác định bằng giá trị vốn hóa thị trường, cộng với giá trị sổ sách của các khoản nợ, trừ đi giá trị của khoản tiền và tương đương tiền của DN. Chỉ tiêu này đã được sử dụng trong nghiên cứu của một số tác giả, như Singh và Bansal (2016), Aggarwal và Padhan (2017), Đặng Ngọc Hùng và các cộng sự (2019).

Bài viết nghiên cứu xem xét tác động của cơ cấu vốn đến giá trị của các DN bằng các mô hình hồi quy. Do đó, tác giả lựa chọn biến giải thích chính là biến cơ cấu vốn của DN hay đòn bẩy tài chính (LEV), được đo lường bằng tỷ trọng của tổng nợ trong tổng tài sản của DN.

Tác giả đã lựa chọn các biến kiểm soát có tác động tới giá trị DN là biến quy mô DN (SIZE) được tính bằng logarit của tổng tài sản, biến tỷ suất sinh lời tổng tài sản (ROA) được tính bằng tỷ lệ giữa lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản, biến tăng trưởng (GROW) đo lường tốc độ tăng trưởng của tài sản hằng năm, biến tỷ lệ tài sản cố định (TANG) đo lường bằng tỷ trọng tài sản cố định trên tổng tài sản, biến tỷ số khả năng thanh toán ngắn hạn (CR) đo lường bằng tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn và biến tỷ lệ lạm phát hàng năm (INFL).

3.3. Mô hình hồi quy

Các mô hình ban đầu được sử dụng có dạng như sau:

$$EV_{it} = \beta_0i + \beta_1*LEV_{it} + \beta_2*SIZE_{it} + \beta_3*ROA_{it} + \beta_4*GROW_{it} + \beta_5*TANG_{it} + \beta_6*CR_{it} + \beta_7*GDP_{it} + \beta_8*INFL_{it} + w_{it}$$

Trong đó, biến EV là biến phụ thuộc, biến LEV là biến giải thích, các biến kiểm soát bao gồm SIZE, ROA, GROW, TANG, CR, INFL; w_{it} là số hạng sai số bao gồm hai thành phần là ϵ_i - thành phần sai số theo không gian, hay theo từng cá nhân, và u_{it} là thành phần sai số theo không gian và chuỗi thời gian kết hợp.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Trước hết tác giả thực hiện hồi quy OLS,

hồi quy FEM và hồi quy REM. Bảng 3 cho biết kết quả kiểm định F-test $F(37, 258) = 11,11$, $Prob > F = 0,0000$ vì vậy không nên sử dụng mô hình Pool OLS. Kết quả kiểm định Hausman Test $\chi^2(8) = 63,30$, $Prob > \chi^2 = 0,0000$ cho thấy mô hình FEM tối ưu hơn mô hình REM.

Sau đó, nhóm nghiên cứu kiểm định các khuyết tật tương quan chuỗi và hiện tượng phương sai sai số thay đổi với mô hình FEM. Kiểm định Wooldridge với $p\text{-value} = 0,0000 < 0,01$ cho biết mô hình có tồn tại hiện tượng tương quan chuỗi. Kiểm định Wald với giá trị $p\text{-value} = 0,0000 < 0,01$ cho biết mô hình tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Mô hình hồi quy sai số chuẩn mạnh được áp dụng để khắc phục

Bảng 1. Mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Ký hiệu	Cách tính	Nguồn tham khảo đề xuất biến
Giá trị DN	EV	Giá trị vốn hóa thị trường + giá trị sổ sách của các khoản nợ - giá trị của khoản tiền và tương đương tiền	Singh và Bansal (2016), Aggarwal và Padhan (2017), Đặng Ngọc Hùng và các cộng sự (2019)
Đòn bẩy tài chính	LEV	Tổng nợ phải trả/ tổng tài sản	Đặng Ngọc Hùng và các cộng sự (2019)
Quy mô DN	SIZE	Ln(Tổng tài sản)	Đặng Ngọc Hùng và cộng sự (2019), Aggarwal và Padhan (2017)
Tỷ suất sinh lời tổng tài sản	ROA	Lợi nhuận sau thuế / tổng tài sản	Modigliani và Merton Miller (1963), Đặng Ngọc Hùng và các cộng sự (2019)
Tỷ lệ tăng trưởng	GROW	$[\text{Tổng tài sản năm } t - \text{tổng tài sản năm } (t-1)] / \text{Tổng tài sản năm } t-1$	Jensen (1986), Harris and Arthur (1990), Aggarwal và Padhan (2017)
Tỷ lệ tài sản cố định	TANG	Tài sản cố định / Tổng tài sản	Rajan and Zingales (1995) Booth và cộng sự (2001), Aggarwal và Padhan (2017)
Tỷ số khả năng thanh toán ngắn hạn	CR	Tài sản ngắn hạn / Nợ ngắn hạn	Antoniou (2008), Aggarwal và Padhan (2017)
Tỷ lệ tăng trưởng GDP	GDP	$(\text{GDP năm } t - \text{GDP năm } t-1) / \text{GDP năm } t-1$	Aggarwal và Padhan (2017), Booth và cộng sự (2001)
Tỷ lệ lạm phát hàng năm	INFL	Nguồn: Tổng cục Thống kê	Aggarwal và Padhan (2017)

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp

các khuyết tật của mô hình, đồng thời giúp đánh giá mối tương quan giữa cơ cấu vốn với giá trị DN của các DN trong lĩnh vực bất động sản đang niêm yết.

Kết quả từ Bảng 3 cho thấy, trong mô hình sai số chuẩn mạnh đối với bộ dữ liệu thuộc ngành bất động sản, hệ số của biến cơ cấu vốn- đòn bẩy tài chính LEV âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, điều này cho biết cơ cấu vốn có mối tương quan ngược chiều với giá trị DN, tức là nếu tỷ trọng nợ trong tổng tài sản của DN tăng lên thì giá trị DN trong ngành bất động sản đang niêm yết trên thị trường sẽ giảm đi và ngược lại. Kết quả nghiên cứu phù hợp với giả thuyết H1. Ngành bất động sản là ngành có chu kỳ kinh doanh dài, đòi hỏi lượng vốn đầu tư rất lớn. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, các DN ngành bất động sản thường sẽ có xu hướng vay nợ nhiều hơn. Tuy nhiên, nếu trong khoảng thời gian dài, DN không bán được sản phẩm, hiệu quả hoạt động giảm sút trong khi các chi phí vẫn tăng lên, DN đối mặt với rủi ro tài chính ngày càng cao, từ đó làm giảm giá trị của DN.

Bên cạnh đó, các hệ số của các biến quy mô DN (SIZE), tốc độ tăng trưởng của tài sản (GROW) và tốc độ tăng trưởng GDP (GDP) cũng có ý nghĩa thống kê. Cụ thể, hệ số của biến quy mô DN dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cho biết quy mô DN có mối quan hệ thuận chiều với giá trị DN. Các DN có quy mô càng lớn thì tiềm lực tài chính càng mạnh. Kết quả nghiên cứu phù hợp với giả thuyết H2. Nhờ tận dụng được lợi thế về quy mô, các DN quy mô lớn có thể giảm được chi phí, tăng lợi nhuận, từ đó giúp gia tăng giá trị DN.

Hệ số của biến tốc độ tăng trưởng của tài sản âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, cho biết tốc độ tăng trưởng của tài sản có mối quan hệ ngược chiều với giá trị DN. Kết quả nghiên cứu phù hợp với giả thuyết H4. Các DN bất động sản nếu đạt tốc độ tăng trưởng nhanh sẽ cần huy động lượng vốn lớn, đồng thời, họ có xu hướng vay nợ nhiều hơn. Mức độ vay nợ trung bình của các DN bất động sản khá cao, xấp xỉ trên 53% tổng tài sản. Với mức hệ số cao và chu kỳ kinh doanh dài, nếu hoạt động kinh

Bảng 2. Kết quả thống kê mô tả các biến

Tên biến	EV	LEV	SIZE	ROA	GROW	TANG	CR	GDP	INFL
Giá trị trung bình	1610.17	0.53276	7.37585	0.02834	0.09719	0.33499	2.4331	0.0630	0.0411
Giá trị lớn nhất	14220.1	0.94806	9.89749	0.31488	1.73716	0.89745	10.1600	0.0708	0.091
Giá trị nhỏ nhất	-157.98	0.04546	4.77342	-0.4504	-0.4881	0.01772	0.3400	0.0525	0.0063
Độ lệch chuẩn	2442.75	0.18092	1.22682	0.05764	0.26258	0.22989	1.61921	0.0066	0.0244
Độ lệch dữ liệu	2.20821	-0.2891	0.14814	-1.8989	2.2240	0.67847	1.77754	0.7512	1.7637
Độ nhọn dữ liệu	8.14610	2.52001	2.11046	23.2823	12.0151	2.39119	6.81098	5.6454	6.8767
Jarque-Bera Probability	0.0000	0.0279	0.0038	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Quan sát	304	304	304	304	304	304	304	304	304

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp từ phần mềm STATA 12.0

Bảng 3. Kết quả hồi quy các mô hình với ngành bất động sản

	OLS	FEM	REM	Mô hình sai số chuẩn mạnh
LEV	-1431.3**	-3227.6***	-2517.8***	-3227.6*
	[-2.59]	[-4.41]	[-3.82]	[-1.82]
SIZE	1553.9***	2476.3***	1900.2***	2476.3***
	[20.45]	[11.30]	[14.16]	[3.19]
ROA	1847	522.2	1270.3	522.2
	[1.16]	[0.39]	[0.95]	[0.38]
GROW	160.9	-768.4***	-494.3*	-768.4*
	[0.47]	[-2.82]	[-1.85]	[-2.02]
TANG	-349	-170.2	-291.3	-170.2
	[-0.86]	[-0.32]	[-0.60]	[-0.22]
CR	55.42	-221.6***	-171.5***	-221.6
	[0.93]	[-3.13]	[-2.62]	[-1.34]
GDP	5840.7	-33841.8**	-13098.5	-33841.8*
	[0.26]	[-2.05]	[-0.82]	[-1.76]
INFL	775.5	-4310.9	-2477.8	-4310.9
	[0.13]	[-1.08]	[-0.61]	[-1.15]
_cons	-9574.7***	-11967.2***	-9609.0***	-11967.2**
	[-5.67]	[-7.17]	[-6.79]	[-2.45]
N	304	304	304	304
F-test	F(37, 258) = 11.11 Prob > F = 0.0000			
Hausman Test	chi2(8) = 63.30 Prob>chi2 = 0.0000			

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp từ phần mềm STATA 12.0

doanh của DN không hiệu quả, chi phí của DN sẽ tăng, lợi nhuận giảm, kéo theo giá trị DN giảm sút trong tương lai.

Hệ số của biến tốc độ tăng trưởng GDP âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, cho biết tốc độ tăng trưởng GDP có mối quan hệ ngược chiều với giá trị DN. GDP tăng trưởng cho thấy nền kinh tế ngày càng phát triển, đời sống người dân được cải thiện, thu nhập tăng cao. Kéo theo đó, nhu cầu mua nhà của người dân cũng tăng lên, bên cạnh đó, do xu hướng đô thị hóa, thị trường bất động sản cũng phát triển mạnh.

Tuy nhiên, chính từ lý do đó, thị trường bất động sản đã xuất hiện tình trạng chênh lệch giữa cung và cầu. Nguồn cung bất động sản dư thừa lớn khiến thị trường tiềm ẩn nhiều rủi ro. Bên cạnh đó, hầu hết các tổ chức tín dụng vẫn e ngại rủi ro khi cho vay đầu tư bất động sản. Do đó, các DN kinh doanh trong ngành bất động sản gặp rất nhiều khó khăn trong việc duy trì hoạt động kinh doanh. Nếu việc kinh doanh không hiệu quả, DN không đủ khả năng để chi trả chi phí và cả các khoản vay nợ, điều này ảnh hưởng xấu đến giá trị DN.

5. Kết luận và khuyến nghị

Như vậy, kết quả nghiên cứu đã cho thấy có mối tương quan tỷ lệ nghịch giữa cơ cấu vốn, tốc độ tăng trưởng tài sản, tốc độ tăng trưởng GDP và giá trị DN bất động sản niêm yết ở Việt Nam, trong khi đó tồn tại mối tương quan thuận giữa quy mô DN và giá trị DN bất động sản niêm yết. Từ kết quả này, nghiên cứu đưa ra một số khuyến nghị sau:

Đối với các DN bất động sản niêm yết: Các DN ngành bất động sản cần điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng tăng vốn chủ sở hữu và năng lực tài trợ của DN. Để gia tăng vốn chủ sở hữu, các DN ngành bất động sản cần khai thác triệt để nguồn vốn nội sinh từ lợi nhuận để lại. Để có thể khai thác được nguồn vốn này, các DN cần thực hiện những biện pháp nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh và cần có chính sách phân phối lợi nhuận hợp lý nhằm đẩy mạnh tích lũy lợi nhuận để lại tái đầu tư. Ngoài việc huy động tối đa nguồn vốn bên trong từ lợi nhuận để lại, các DN ngành bất động sản có thể tìm phương án hiệu quả nhất để huy động nguồn vốn chủ sở hữu từ bên ngoài như phát hành thêm cổ phiếu, gọi vốn góp liên doanh, liên kết. Bên cạnh đó, các DN ngành bất động sản có thể xem xét phát hành cổ phiếu ưu đãi (không tham gia quản lý) với lãi suất cao hơn lãi suất tiền gửi tiết kiệm để huy động vốn; điều chỉnh cơ cấu vốn cần hướng tới kiểm soát rủi ro. Khi DN gia tăng sử dụng nợ vay phải trả nhằm phát huy tích cực của đòn bẩy tài chính thì rủi ro tài chính mà DN có thể đối mặt cũng gia tăng. Khi DN tăng vốn chủ sở hữu sẽ giúp DN phòng ngừa được các rủi ro. Vì vậy, DN cần điều chỉnh cơ cấu vốn để đảm bảo kiểm soát rủi ro cũng như gia tăng giá trị DN.

Các DN lớn có thể lợi dụng sức mạnh của mình để tạo ra sức mạnh thị trường cũng

như dễ dàng tiếp cận nguồn vốn vay, điều này ảnh hưởng tích cực đến giá trị DN. Phát triển DN lớn mạnh và bền vững là mục tiêu của tất cả các DN, tuy nhiên mở rộng quy mô DN cũng gây ra những sự phụ thuộc vào các khoản nợ vay cho DN. Các DN cần căn cứ vào tình trạng nền kinh tế, tình hình thực tế của DN để điều chỉnh quy mô DN theo hướng có lợi cho DN, góp phần gia tăng giá trị DN.

Đối với Chính phủ: Ổn định kinh tế vĩ mô là điều kiện cần thiết để các DN phát triển. Để đạt được mục tiêu này, vai trò của Chính phủ rất quan trọng. Mặc dù Chính phủ không trực tiếp can thiệp vào việc điều hành sản xuất, kinh doanh của DN nhưng với chức năng của Chính phủ, Chính phủ đẩy mạnh việc xây dựng và hoàn thiện hệ thống thể chế, pháp luật, ổn định kinh tế vĩ mô cũng như quản lý tốt kinh tế nhà nước tạo điều kiện cần thiết cho DN có điều kiện phát triển ổn định. Chính phủ cũng cần có chính sách khuyến khích các DN nước ngoài đầu tư vào các DN Việt Nam để tận dụng nguồn vốn, thị trường, trình độ quản lý để các DN trong nước nâng cao khả năng cạnh tranh, góp phần cải thiện giá trị DN, đẩy mạnh chính sách khuyến khích liên doanh, liên kết giữa các DN với nhau kể cả trong và ngoài nước. Đẩy mạnh chính sách khuyến khích sự đầu tư của các quỹ đầu tư mạo hiểm. Để hấp dẫn các quỹ đầu tư này tham gia vào thị trường Việt Nam, Chính phủ cần: nhanh chóng đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng, hoàn thiện thị trường vốn, hoàn thiện các hệ thống hành lang pháp lý, cơ chế tài chính để đáp ứng nhu cầu đầu tư của nền kinh tế, góp phần cải thiện năng lực quản lý, thu hút nguồn vốn dồi dào, nhằm mục đích gia tăng giá trị DN.

Đối với Ngân hàng Nhà nước: cần điều hành đồng bộ các giải pháp để nỗ lực duy trì ổn định mặt bằng lãi suất, điều hành linh hoạt, đồng bộ các công cụ chính sách tiền

tệ, góp phần quan trọng thực hiện thành công mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát, đảm bảo giá trị đồng Việt Nam; thanh khoản hệ thống, ổn định thị trường, chia sẻ và tháo gỡ khó khăn cho sản xuất kinh doanh... tạo tiền đề cho tăng trưởng kinh tế bền vững.

Đối với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước:

Tiếp tục hoàn thiện hành lang pháp lý cho thị trường, tạo môi trường pháp lý ổn định, đồng bộ cho hoạt động TTCK. Đồng thời, tăng cường tính hiệu lực cho các văn bản pháp luật trong lĩnh vực hoạt động và kinh doanh chứng khoán. Tăng cường cơ chế quản lý, giám sát công bố thông tin trên

TTCK, tạo ra một thị trường minh bạch giúp các nhà đầu tư có thể ra quyết định dựa trên các thông tin đầy đủ và chính xác.

Nghiên cứu này mới chỉ tập trung vào các DN niêm yết ngành bất động sản, chưa thực hiện nghiên cứu đối với các DN khác thuộc ngành bất động sản ngoài nhóm DN niêm yết. Đồng thời, thời gian quan sát chưa đủ dài. Vì vậy nhóm tác giả sẽ tiếp tục nghiên cứu theo hướng mở rộng phạm vi nghiên cứu tại các DN bất động sản khác ngoài nhóm DN niêm yết và mở rộng thời gian nghiên cứu. Vấn đề đánh giá tác động của cơ cấu vốn đến giá trị của các DN bất động sản sẽ được giải quyết triệt để và toàn diện hơn ■

Tài liệu tham khảo

- Aggarwal, D., & Padhan, P. C. (2017), "Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry", *Theoretical Economics Letters*, 7, 982-1000. Website: https://www.researchgate.net/publication/317814091_Impact_of_Capital_Structure_on_Firm_Value_Evidence_from_Indian_Hospitality_Industry
- Ahmad, Z., Abdullah, N. M. H., & Roslan, S. (2012). *Capital structure effect on firms performance: Focusing on consumers and industrials sectors on Malaysian firms. International Review of Business Research Papers*, 8, 137-155.
- Antoniou, A.G., Guney, Y. and Paudyal, K. (2008) *The Determinants of Capital Structure: Capital Market Oriented Versus Bank Oriented Institutions. Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, 59-92. <https://doi.org/10.1017/S0022109000002751>
- Arsiphongphisit, O., & Ariff, M. (2004), "Optimal capital structure and firm value Australian evidence: 1991-2003", *Monash University. Website: http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/17-arsiphongphisit_paper.pdf*.
- Baker, M., Wurgler, J., 2002. *Market timing and capital structure, Journal of Finance* 57, p.1.
- Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A. and Maksimovic, V. (2001) *Capital Structures in Developing Countries. The Journal of Finance*, 56, 87-130. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320>
- Cheng, M.C. and Z.C. Tzeng, 2011. "The effect of leverage on firm value and how the firm financial quality influence on this effect", *World Journal of Management*, 3(2), pp. 30-53.
- Đặng, H. N., Vũ, V. T. T., Ngô, X. T., & Hoàng, H. T. V. (2019). *Study the Impact of Growth, Firm Size, Capital Structure, and Profitability on Enterprise Value: Evidence of Enterprises in Vietnam. Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30, 146-162. Website: https://www.researchgate.net/publication/332375915_Study_the_Impact_of_Growth_Firm_Size_Capital_Structure_and_Profitability_on_Enterprise_Value_Evidence_of_Enterprises_in_Vietnam
- Đỗ Văn Thắng và Trịnh Quang Thiệu (2010), "Ảnh hưởng của cấu trúc vốn lên giá trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán TP.HCM", *tạp chí phát triển kinh tế*, số 238 tháng 8/2010, tr 36 -41.
- Durand, D. (1952, January). *Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In Conference on research in business finance (pp. 215–262). NBER. Website: https://www.nber.org/system/files/chapters/c4790/c4790.pdf*
- ElKelish Walaa W. and Marshal Andrew (2007), "Financial structure and firm value: empirical evidence from the United Arab Emirates", *International Journal of Business Research*, vol. VII, issue: 1, pp: 69-76.
- Harjito, D.A. (2009). *The influences of agency factors and transaction costs factors to dividend payout ratio. Paper presented to the 11th Malaysian Financial Association Conference, Malaysia, (June 2009)*, 3-5.
- Harris, M. and Raviv, A. (1990) *Capital Structure and the Informational Role of Debt. The Journal of Finance*, 45, 321-349. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03693>.
- Harvey, C.R., Lins, K. V., & Roper, A.H. (2004), "The effect of capital structure when expected agency costs are extreme", *Journal of Financial Economics*, Volume 74, Issue 1, October 2004, pp. 3-30.

- Hatfield, G.B., Cheng, L.T.W and Davidson, W.N. (1994), "The Determination of optimal capital structure: The effect of firm and industry debt ratios on market value", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol7, Number 3 (1994), 1-14.
- Horne, V., James, C., & Machowicz, J. M. JR. (2005). *Fundamental of financial management/prinsip-prinsip manajemen keuangan Ed ke-12*. Jakarta (ID): Salemba Empat
- Jensen, M. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305- 360. Website: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>
- Kraus, A. and Litzberger, R.H. (1973). *A State-Reference Model of Optimal Financial Leverage*. *The Journal of Finance*, 28, 911-922.
- Le, T.P.V & Phung, D.N. (2013). *Foreign Ownership, Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms*, *IUP Journal of Corporate Governance*, 12(2), 40-58.
- Modigliani, F. & Miller, M. H (1963). *Taxes and the cost of capital: A correction*. *American Economic Review*, 53: 433-443.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. Website: <https://www.jstor.org/stable/1812919?seq=1>
- Myers, S. C. (1977). *Determinants of corporate borrowing*. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147- 175. Website: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- 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.
- N. Biger, N.V. Nguyen and Q.X. Hoang, *The determinants of capital structure: Evidence from Vietnam*, *International Finance Review*, 8, (2008), 307-326.
- Nguyễn Tấn Vinh (2011), "Cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Hà Nội", *Luận văn thạc sỹ, Đại học Đà Nẵng*.
- Rajan, R.G. and Zingales, L. (1995) *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Setiabudi, A., Agustia, D. (2012), "Fundamental Factor of Firm due to the Firm Value", *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(12) 12651-12659.
- Singh, A. K., & Bansal, P. (2016). *Impact of financial leverage on firm's performance and valuation: a panel data analysis*. *Indian Journal of Accounting*, 48(2), 73-80. Website: https://www.researchgate.net/publication/342570938_Impact_Of_Financial_Leverage_On_Firm's_Performance_And_Valuation_A_Panel_Data_Analysis.
- Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan (1997). *Fundamentals of Corporate Finance, The McGraw-Hill Companies, Inc. Comprehensive Edition*.
- Sudiyatno, B., Puspitasari, E., & Kartika, A. (2012). *The Company's Policy, Firm Performance, and Firm Value: An Empirical Research on Indonesia Stock Exchange*. *American International Journal of Contemporary Research*, 2(12), 30-40. Website: http://www.aijcrnet.com/journals/Vol_2_No_12_December_2012/4.pdf.
- Titman, S. and Wessels, R. (1988). *The Determinants of Capital Structure Choice*. *Journal of Finance*, 43, 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Võ Hồng Đức và Võ Tường Luân (2014). "Bảng chứng thực nghiệm về hạn mức sử dụng nợ tối ưu trong các doanh nghiệp niêm yết tại VN", *tạp chí phát triển kinh tế*, số 280 tháng 2/2014, tr 43-60.
- Võ Minh Long (2017). *Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp: trường hợp công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HSX)*. *Tạp chí khoa học đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, số 53 (2), 201, trang 45-57. <https://www.gso.gov.vn/gia>