

Tú Đàm & Linh Bùi (2022). Các nhân tố tác động đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam. *Đặc san Nghiên cứu Chính sách và Phát triển*, 2(2022), 40-52.

Đặc san Nghiên cứu  
Chính sách  
và Phát triển

© Học viện  
Chính sách  
và Phát triển, 2022  
© CSR, 2022

Bài báo khoa học

## Các nhân tố tác động đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam

**Đàm Thanh Tú**

*Học viện Chính sách và Phát triển*  
Email: tudt@apd.edu.vn

**Bùi Thị Hà Linh**

*Học viện Tài chính*  
Email: halinhhvtc@gmail.com

### Tóm tắt:

Sự tăng trưởng giá trị của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam trong thời gian gần đây có thực sự bền vững hay có khả năng rơi vào khủng hoảng? Bài nghiên cứu dưới đây sẽ đi tìm hiểu những nhân tố tác động đến tăng trưởng giá trị của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2020. Kết quả thực nghiệm là căn cứ để chúng tôi đưa ra những khuyến nghị giúp cho các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tăng trưởng giá trị một cách bền vững trong thời gian tới.

**Từ khóa:** Bất động sản, giá trị doanh nghiệp, hồi quy, FEM, REM.

### Abstract:

Has the firm growth of Vietnam's listed real estate companies been really sustainable or is it likely to fall into a crisis? The following study will explore the factors that affect the firm growth of real estate companies listed on the Vietnamese stock market from 2011 to 2020. The empirical results are the basis for us to make recommendations to help listed real estate companies grow sustainably in the upcoming years.

**Keywords:** Firm growth, FEM, REM, Real Estate, Regression.

**Ngày nhận bài:**  
20 tháng 5, 2022  
**Bản sửa lần 1:**  
30 tháng 5, 2022  
**Ngày duyệt bài:**  
6 tháng 6, 2022

Mã số: ĐS050222

## 1. Giới thiệu

Mọi sự vật hiện tượng luôn luôn có sự vận động, các doanh nghiệp cũng vậy, luôn luôn vận động để ngày càng phát triển hơn và đạt được các mục tiêu của mình. Trong nền kinh tế thị trường hiện nay, doanh nghiệp nào không có sự tiến lên nghĩa là doanh nghiệp đó đang tụt lùi dần so với các doanh nghiệp khác. Do đó, các doanh nghiệp luôn luôn cần có sự tăng trưởng, tăng trưởng là điều kiện cần thiết cho sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp. Nếu không tăng trưởng thường xuyên hoặc kinh doanh thua lỗ kéo dài sẽ đưa doanh nghiệp đến suy thoái và phá sản. Tuy nhiên, thực tế hiện nay tại Việt nam, khá nhiều doanh nghiệp dường như mới chỉ chú trọng nhiều đến việc tăng trưởng cao hay là tối đa hóa lợi nhuận của doanh nghiệp mà chưa có sự quan tâm thích đáng đến việc tăng trưởng trong sự phù hợp với tốc độ gia tăng doanh số mà vẫn không làm cạn kiệt các nguồn nội lực tài chính của công ty. Đây là một câu hỏi khó đòi hỏi các nhà quản trị tài chính cần phải giải đáp.

Tại Việt Nam, đặc biệt là trong quý I và quý IV năm 2021 tình trạng “sốt đất” xảy ra từ Bắc vào Nam với mức tăng bình quân từ 30 - 300% so với thời điểm cuối năm 2020 (VNREA, 2022). Cùng sóng với thị trường bất động sản (BDS), thị trường chứng khoán Việt Nam (TTCKVN) cũng chứng kiến sự tăng trưởng vượt bậc trong năm 2021. Môi trường lãi suất thấp, nhu cầu tìm kiếm kênh đầu tư mới trong giai đoạn phải giãn cách toàn xã hội do dịch Covid-19, cùng với sức hấp dẫn bởi tỷ lệ sinh lời cao, giúp chứng khoán trở thành lựa chọn hàng đầu của nhà đầu tư. Giai đoạn cuối năm 2021, đầu năm 2022 nhiều mã cổ phiếu BDS niêm yết đã trở thành cái tên thu hút nhiều nhà đầu tư và là “điểm nhấn” của thị trường.

Liệu sự tăng trưởng giá trị của các doanh nghiệp BDS niêm yết này có thực sự là bền vững hay lại sớm rơi vào khủng hoảng

như giai đoạn 2009 - 2013 của ngành kinh doanh BDS tại Việt nam? Vì vậy, nghiên cứu sau sẽ đi tìm hiểu những nhân tố có ảnh hưởng đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp BDS niêm yết trên TTCKVN trong giai đoạn 2011 - 2020 để từ đó đề xuất biện pháp giúp doanh nghiệp tăng trưởng một cách bền vững trong thời gian tới.

## 2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu về các nhân tố tác động đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp

### 2.1. Cơ sở lý thuyết về tăng trưởng giá trị doanh nghiệp

Trong chu kỳ sống của doanh nghiệp luôn luôn cần có sự tăng trưởng vì tăng trưởng là điều kiện cần thiết cho sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp. Trên góc độ doanh nghiệp, tăng trưởng có thể được hiểu là sự gia tăng quy mô về kinh doanh, hoặc quy mô doanh thu, lợi nhuận đạt được trong quá trình sản xuất kinh doanh của mình. Một số chỉ tiêu thường dùng để đánh giá tình hình tăng trưởng của một doanh nghiệp là: tăng trưởng về tài sản, tăng trưởng về vốn chủ sở hữu, tăng trưởng về doanh thu, lợi nhuận, tăng trưởng về dòng tiền (Wiklund và các cộng sự, 2009). Đối với công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán, có một chỉ tiêu đánh giá tình hình tăng trưởng của công ty cũng được áp dụng rộng rãi là tăng trưởng về giá cổ phiếu trên thị trường và chỉ số P/B (Mateev và Anastasov, 2010).

Tuy tăng trưởng là vấn đề mà doanh nghiệp rất quan tâm, nhưng tăng trưởng chỉ là điều kiện cần không phải là điều kiện đủ để giúp doanh nghiệp có thể tồn tại và phát triển dài hạn trong tương lai. Khi một doanh nghiệp tăng trưởng quá nhanh với nhiều cơ hội đầu tư sẽ phải đòi hỏi nhu cầu vốn ngày càng lớn hơn. Doanh nghiệp sẽ phải huy động nhiều nguồn vốn hơn, để đáp ứng nhu cầu đầu tư đó và điều này sẽ chứa đựng nhiều yếu tố mạo hiểm. Việc huy động vốn chủ sở hữu sẽ gặp nhiều khó khăn, do

các nhà đầu tư luôn khôn ngoan trong việc quyết định đầu tư vào doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng quá nhanh. Kể cả có thể huy động được nguồn vốn chủ sở hữu, doanh nghiệp sẽ gặp phải nhiều hệ lụy như loãng giá cổ phiếu, áp lực chi trả cổ tức...Doanh nghiệp cũng có thể đáp ứng trước mắt nhu cầu vốn bằng việc huy động từ vay nợ, tuy nhiên điều này sẽ khiến đòn bẩy tài chính tăng cao hơn, rủi ro tài chính có thể gặp phải sẽ rất cao trong trường hợp doanh nghiệp không hoạt động như mong muốn. Chẳng hạn như một khi doanh nghiệp đã đạt tới giới hạn của vay nợ, lợi nhuận sụt giảm sẽ làm doanh nghiệp căng thẳng trong việc trả nợ các khoản nợ cũ mà khả năng trả nợ cũ chưa được giải quyết thì việc vay nợ mới sẽ không dễ dàng, các chủ nợ sẽ từ chối cho vay thêm và khi đó doanh nghiệp sẽ rơi vào tình trạng thiếu nguồn vốn để thanh toán. Ngược lại, khi doanh nghiệp tăng trưởng quá chậm trong dài hạn, sẽ khiến doanh nghiệp gặp khó khăn bởi việc thiếu đi các cơ hội đầu tư và khó thể duy trì được việc sinh lời lâu dài dẫn đến doanh nghiệp ngày càng tụt lùi. Do đó, để đảm bảo sự tồn tại và phát triển trong dài hạn đòi hỏi doanh nghiệp, cần tăng trưởng một cách bền vững, không quá nhanh và không quá chậm, luôn đảm bảo trạng thái tài chính an toàn.

Tăng trưởng một cách bền vững hay là tăng trưởng giá trị doanh nghiệp là tăng trưởng thực tế của doanh nghiệp, phải hài hòa với các nguồn lực của doanh nghiệp đó. Theo quan điểm của A. Damodaran (2010), không một doanh nghiệp nào có thể mãi mãi tăng trưởng nhanh hơn nền kinh tế mà nó đang hoạt động, nên tỷ lệ tăng trưởng giá trị doanh nghiệp cũng không thể cao hơn tỷ lệ tăng trưởng chung của nền kinh tế. Damodaran cho rằng tỷ lệ tăng trưởng giá trị doanh nghiệp được hiểu qua hai yếu tố đó là đầu tư vào tài sản mới tạo nên sự tăng trưởng và cải thiện hiệu quả tài sản đang sử dụng tạo nên hiệu quả trong tăng trưởng.

Từ những quan điểm khác nhau của các nhà khoa học trên thế giới, chúng tôi cho rằng tăng trưởng giá trị doanh nghiệp là tỷ lệ tăng trưởng tối đa mà doanh nghiệp có thể đạt được mà không phải huy động nguồn vốn chủ sở hữu từ bên ngoài trong khi vẫn duy trì cơ cấu nguồn vốn mục tiêu. Tăng trưởng giá trị doanh nghiệp còn được gọi là tỷ lệ tăng trưởng từ nội lực cho chủ sở hữu hiện hành, giá trị này được tạo ra từ sự gia tăng thêm vốn chủ sở hữu nhưng số vốn này lại được hình thành từ lợi nhuận giữ lại tái đầu tư.

Tăng trưởng của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố, có thể chia thành hai nhóm là nhân tố bên trong và nhân tố bên ngoài. Nhóm nhân tố bên trong thể hiện đặc điểm của doanh nghiệp như quy mô của doanh nghiệp, hệ số nợ, đầu tư tài sản cố định, vòng quay vốn kinh doanh, khả năng thanh toán,...Nhóm nhân tố bên ngoài doanh nghiệp mang lại cơ hội và thách thức cho doanh nghiệp, có thể kể đến các nhân tố như tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế, lạm phát, chính sách kinh tế của nhà nước, cơ sở hạ tầng,...

## **2.2. Tổng quan nghiên cứu về các nhân tố tác động đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp**

Trong khoảng trên dưới 10 năm gần đây, việc nghiên cứu các nhân tố tác động đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp trở thành vấn đề được bàn luận nhiều, đặc biệt là phục vụ cho các chiến lược đầu tư của các tổ chức cũng như cá nhân. Các kết quả nghiên cứu trong quá khứ đã đưa ra những quan điểm khác nhau về các nhân tố tác động đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp như sau:

Nghiên cứu của Rui Huang & Guiying Liu (2009) cho rằng, tăng trưởng giá trị doanh nghiệp là điều kiện cần thiết cho sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp, và nó là thước đo để đo lường sức khỏe của doanh nghiệp. Trong bài viết này, các tác giả đã so sánh mô hình tăng trưởng giá trị doanh nghiệp của

James VanHorne và mô hình tăng trưởng giá trị doanh nghiệp của Robert Higgins và phân tích mức độ tác động của mức độ sử dụng hai dạng đòn bẩy: đòn bẩy tài chính và đòn bẩy kinh doanh, tới lợi nhuận và thiết lập mô hình tăng trưởng giá trị doanh nghiệp dựa trên tác động đòn bẩy. Mô hình tăng trưởng giá trị doanh nghiệp dựa trên tác động của đòn bẩy có thể làm cho các nhà đầu tư quan tâm đến chức năng của hai loại đòn bẩy, thiết kế các chỉ số tài chính khác nhau phù hợp với sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp, đầu tư và tài trợ hợp lý để hiện thực hóa sự tăng trưởng giá trị doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Hong-Yi Chen và cộng sự (2013) có mục đích chính là mở rộng mô hình tăng trưởng giá trị doanh nghiệp của Higgins (1977, 1981 và 2008) bằng việc cho phép huy động vốn chủ mới và rút ra một mô hình năng động tối ưu hóa đồng thời tỷ lệ tăng trưởng và tỷ lệ chi trả cổ tức. Bằng việc cho phép tỷ lệ tăng trưởng và số cổ phần phát hành thay đổi đồng thời theo thời gian, bài nghiên cứu tối ưu hóa giá trị của công ty nhằm đạt được tỷ lệ tăng trưởng tối ưu và tỷ lệ tăng trưởng ổn định xét trên một phương trình logic. Sử dụng phương pháp phân tích so sánh tĩnh, bài nghiên cứu phân tích tỷ lệ tăng trưởng tối ưu có thể bị ảnh hưởng như thế nào bởi thời gian đầu tư, mức độ hoàn hảo của thị trường, tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu, và tỷ lệ tăng trưởng gốc.

Trong nghiên cứu của S. M. Ikhtiar Alam và Md. Shahidul Islam Zahid (2008) cho rằng tỷ lệ tăng trưởng giá trị doanh nghiệp (SGR) là tỷ lệ tăng trưởng tối đa về doanh thu, được đo lường từ một mức doanh số cơ sở, mà một công ty có thể đạt được mà không huy động bất kỳ nguồn vốn cổ phần bổ sung nào từ bên ngoài trong khi duy trì một hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E) mục tiêu, với tỉ lệ lợi nhuận giữ lại cho trước. Bài viết này nghiên cứu ảnh hưởng của tỷ lệ D/E tới tỷ lệ tăng trưởng giá trị doanh nghiệp thông qua việc đề xuất một công thức mới để tính

toán tỷ lệ tăng trưởng giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu này đề xuất công thức SGR là một công cụ thay thế để xác định tỷ lệ D/E tối ưu với một mức độ dự báo cho trước tỷ lệ tăng trưởng doanh thu của một công ty. Nghiên cứu thấy rằng khi hệ số D/E tăng, SGR cũng tăng và ở một mức độ nào đó của hệ số D/E, SGR đạt mức tối đa. Sau mức đó, SGR giảm. Mối quan hệ này giữa SGR và hệ số D/E là đúng nếu một công ty không phải đang trải qua tình trạng kiệt quệ tài chính.

Tại Việt Nam, chưa có nhiều bài nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng tới tăng trưởng giá trị doanh nghiệp, đặc biệt các doanh nghiệp niêm yết trên TTCKVN. Điềm qua trong thời gian gần đây mới có một số nghiên cứu sau:

Nghiên cứu Phạm Thị Thanh Hòa và cộng sự (2020) đã sử dụng mô hình FEM để xem xét sự ảnh hưởng của các nhân tố đến tỷ lệ tăng trưởng của các công ty cổ phần niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2010 - 2019. Các nhân tố đó là tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu (ROS), hệ số nợ (Debt), hệ số đầu tư vào tài sản cố định (Fix), quy mô doanh nghiệp (SIZE). Trong đó kết quả chỉ ra rằng nhân tố tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu (ROS) và quy mô doanh nghiệp (SIZE) có tương quan âm với tỷ lệ tăng trưởng, còn hệ số nợ (Debt) và hệ số đầu tư vào tài sản cố định (Fix) có tương quan dương với tỷ lệ tăng trưởng.

Nghiên cứu của Cù Thu Thủy và cộng sự (2016) cũng đã tìm ra được hai nhân tố thực sự có ảnh hưởng đến tỷ lệ tăng trưởng giá trị doanh nghiệp của các công ty Thủy sản niêm yết trên TTCKVN là tỷ lệ lợi nhuận giữ lại (tương quan dương) và vòng quay tài sản (tương quan dương). Nghiên cứu cũng chỉ ra không có sự khác nhau giữa nhóm các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức thấp và nhóm sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức cao đến tỷ lệ tăng trưởng giá trị doanh nghiệp ngành Thủy sản niêm yết.

Như vậy, tuy đã có một số nghiên cứu về các nhân tố tác động tăng trưởng giá trị doanh nghiệp nhưng các nghiên cứu này chưa đi sâu vào doanh nghiệp BĐS được niêm yết trên TTCKVN. Do đó, đây là một khoảng trống mà nhóm nghiên cứu của chúng tôi sẽ tập trung khai thác.

### **3. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu cho mô hình hồi quy**

#### **3.1. Phương pháp nghiên cứu**

Dự theo các nghiên cứu trước đây của Amarjit Gill và Neil Mathur (2011); Mateev và Anastasov (2010), trong nghiên cứu này, chúng tôi lựa chọn phương pháp hồi quy dữ liệu bảng (Panel Data) với các giả thuyết nghiên cứu như sau:

**Giả thuyết H1:** *Nhân tố tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu có tác động tích cực đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp.*

Lý do: Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu đánh giá tình hình sinh lợi của doanh nghiệp. Một doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả và kinh doanh có lãi khi tỷ suất lợi nhuận mang giá trị dương và ngược lại. Giá trị của tỷ suất lợi nhuận càng lớn thì lợi nhuận công ty thu về càng cao, từ đó giá trị doanh nghiệp cũng tăng theo. Đặc biệt các doanh nghiệp BĐS thường có chi phí đầu tư rất cao nên khi chỉ số này tăng cao thì chứng minh rằng xu hướng hoạt động của doanh nghiệp là đúng đắn.

**Giả thuyết H2:** *Nhân tố hệ số nợ có tác động đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp.*

Lý do: Hệ số nợ cho biết mức độ an toàn tài chính. Doanh nghiệp có mức an toàn cao khi hệ số nợ thấp. Tuy nhiên giảm chi phí sử dụng vốn và tiết kiệm thuế thu nhập bằng cách tăng nợ vay sẽ khiến doanh nghiệp được hưởng lợi. Việc sử dụng vốn vay hiệu quả sẽ làm gia tăng hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp và từ đó tác động đến tăng trưởng giá trị của doanh nghiệp.

**Giả thuyết H3:** *Nhân tố quy mô doanh nghiệp có tác động tích cực đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp.*

Lý do: Quy mô doanh nghiệp liên quan nhiều đến chi phí hoạt động và quy mô lợi nhuận của doanh nghiệp. Thông thường, các doanh nghiệp bất động sản có quy mô lớn luôn chiếm thị phần lớn trong nền kinh tế nên việc tăng quy mô sẽ đem lại doanh thu và lợi nhuận cao cho doanh nghiệp, từ đó giá trị của doanh nghiệp cũng tăng lên.

**Giả thuyết H4:** *Nhân tố hệ số đầu tư vào tài sản cố định có tác động tích cực đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp.*

Lý do: Tài sản cố định là yếu tố chủ yếu thể hiện năng lực sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Việc đầu tư tài sản cố định sẽ làm gia tăng năng lực sản xuất kinh doanh cho doanh nghiệp. Khi thị trường phát triển, doanh nghiệp đầu tư nhiều tài sản cố định sẽ tận dụng được tác động tích cực của đòn bẩy kinh doanh đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, từ đó tác động tích cực đến tăng trưởng giá trị của doanh nghiệp. Ngược lại, khi thị trường bị thu hẹp nếu doanh nghiệp nào đầu tư nhiều tài sản cố định thì càng khiến cho hiệu quả kinh doanh bị giảm sút và từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng của doanh nghiệp.

**Giả thuyết H5:** *Nhân tố hệ số khả năng thanh toán hiện thời có tác động tích cực đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp.*

Lý do: Hệ số khả năng thanh toán hiện thời phản ánh năng lực đáp ứng các khoản nợ phải trả của doanh nghiệp. Khi hệ số này tăng và lớn hơn một, khả năng thanh toán các khoản nợ của doanh nghiệp càng cao, tình hình tài chính càng lành mạnh dẫn đến giá trị của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng ổn định.

**Giả thuyết H6:** *Nhân tố hiệu suất sử dụng vốn cố định có tác động tích cực đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp.*

Lý do: Vốn cố định bao gồm các tài sản và các khoản đầu tư vốn. Doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn cố định càng nhiều, doanh thu thuần của doanh nghiệp càng tăng lên.

Lợi nhuận tăng khiến doanh nghiệp càng phát triển, giá trị của doanh nghiệp từ đó cũng tăng theo.

**Giả thuyết H7:** Nhân tố vòng quay tài sản có tác động tích cực đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp.

Lý do: Vòng quay tài sản đánh giá sự hiệu quả trong quá trình quản lý tài sản của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có vòng quay tài sản càng cao thì mức đầu tư để tạo doanh số bán hàng càng thấp và do vậy đem lại lợi nhuận càng lớn. Lợi nhuận của doanh nghiệp càng tăng lên, doanh nghiệp hoạt động càng hiệu quả. Do đó, nghiên cứu đưa ra:

**Giả thuyết H8:** Nhân tố tốc độ tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội có tác động tích cực đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp.

Lý do: Tăng trưởng sản phẩm quốc nội đánh giá tốc độ phát triển kinh tế của một quốc gia, phản ánh mức thu nhập cá nhân hay mức sống của người dân trong một nước. Sự tăng trưởng của nền kinh tế cũng giúp cho các doanh nghiệp kinh doanh đạt được hiệu quả cao hơn.

Việc lựa chọn biến phụ thuộc cũng là một

điều đáng quan tâm. Trên thực tế, có nhiều cách thức để thể hiện mức tăng trưởng của giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu này kế thừa các nghiên cứu của Cù Thu Thủy (2016) và Phạm Thị Thanh Hòa (2020) nên sẽ sử dụng chỉ tiêu giá trị thị trường của cổ phiếu trên giá trị sổ sách (TTDN) làm biến phụ thuộc chỉ sự tăng trưởng giá trị doanh nghiệp. Biến phụ thuộc TTDN (bản chất là chỉ số P/B trong tài chính) được tính như sau:

$$TTDN = \frac{\text{Giá trị thị trường}}{\text{Giá trị sổ sách}}$$

Trong đó: **Giá trị thị trường** là giá trị của công ty dựa trên tổng giá trị của các cổ phiếu đang lưu hành trên thị trường, là giá trị vốn hóa thị trường của nó tại thời điểm cuối mỗi năm; **Giá trị sổ sách** là giá trị ròng của tài sản của một doanh nghiệp trên bảng cân đối kế toán tại thời điểm cuối mỗi năm.

Căn cứ vào các giả thuyết trên, chúng tôi đưa ra chiều hướng tác động kỳ vọng của các nhân tố (biến độc lập trong mô hình) tới tăng trưởng giá trị doanh nghiệp như sau (dấu “-” thể hiện tác động ngược chiều, dấu “+” thể hiện tác động cùng chiều):

**Bảng 1: Các biến độc lập trong mô hình và dấu kỳ vọng**

STT	Nhân tố	Ký hiệu	Đo lường	Dấu kỳ vọng
1	Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu	TSLNDT	Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần	+
2	Hệ số nợ	HSNo	Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn	+/-
3	Quy mô doanh nghiệp	QMDN	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	+/-
4	Hệ số đầu tư vào tài sản cố định	TSCD	Tài sản cố định/Tổng tài sản	+
5	Hệ số khả năng thanh toán hiện thời	KNTT	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	+
6	Hiệu suất sử dụng vốn cố định	HVCD	Doanh thu thuần/Vốn cố định bình quân	+
7	Vòng quay tài sản	VQTS	Doanh thu thuần/ Tổng tài sản bình quân trong kỳ	+
8	Tốc độ tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội	GDP	Tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm nghiên cứu	+

Nguồn: Tính toán của tác giả.

### 3.2. Dữ liệu cho mô hình hồi quy

Dữ liệu trong nghiên cứu của chúng tôi được thu thập từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán và các tài liệu khác của 59 doanh nghiệp BĐS niêm yết trên TTCKVN và các dữ liệu vĩ mô giai đoạn 2010 - 2020. Số liệu thu thập được là dữ liệu bảng gồm 59 doanh nghiệp trong 10 năm do vậy có tất cả 590 quan sát. Dữ liệu nghiên cứu sẽ được

phân chia làm 2 pha để có cái nhìn sâu sắc hơn về tăng trưởng giá trị doanh nghiệp BĐS của Việt Nam trong các giai đoạn khác nhau trong một chu kỳ của ngành BĐS. Cụ thể, nghiên cứu đã sử dụng biến giả (GDTT) thể hiện pha thứ nhất là giai đoạn khủng hoảng (2011-2013) và pha thứ hai là giai đoạn phục hồi và phát triển (2014-2020).

**Bảng 2: Thống kê mô tả các biến dữ liệu**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
TTDN	590	1.254394	1.202278	.0524268	8.84374
TSLNDT	590	.0755762	.9198505	-15.20332	8.029808
HSN <sub>o</sub>	590	.5156007	.1974163	.0019807	.9048104
QMDN	590	28.33478	1.372676	24.27831	33.63179
TSCD	590	.1661407	.1804932	.0000567	.9095002
KNTT	590	2.957741	10.00818	.2150997	229.7793
HVCD	590	19.82499	61.34481	-.3898652	941.966
VQTS	590	.6846562	.747986	.0010449	5.873022
GDPT	590	.5	.5004243	0	1
GDP	590	6.3111	.5943909	5.247	7.076

Nguồn: Tính toán của các giả trên phần mềm STATA

**Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến**

	TSLNDT	HSN <sub>o</sub>	QMDN	TSCD	KNTT	HVCD	VQTS	GDPT	GDP
TSLNDT	1.0000								
HSN <sub>o</sub>	-0.0434	1.0000							
QMDN	0.0159	0.4030	1.0000						
TSCD	0.0372	-0.1290	-0.2129	1.0000					
KNTT	-0.0059	-0.2692	-0.1460	-0.0268	1.0000				
HVCD	0.0323	0.1069	0.0446	-0.2360	0.0193	1.0000			
VQTS	0.0142	0.0167	-0.3109	0.1814	-0.0779	-0.0421	1.0000		
GDPT	0.0349	0.0290	0.2216	-0.1209	-0.0236	0.1106	0.0176	1.0000	
GDP	0.0741	0.0242	0.1666	-0.0557	-0.0523	0.0894	0.0172	0.7542	1.0000

Nguồn: Trích xuất kết quả từ phần mềm Stata

Bảng kết quả cho thấy, hệ số tương quan giữa các biến độc lập không quá lớn (đều nhỏ hơn 0.5) nên có thể xem mô hình nghiên cứu sẽ không gặp hiện tượng tự tương quan. Tuy nhiên, đây mới chỉ là tương quan từng cặp đôi giữa các nhân tố nên chưa thể kết luận được nhân tố nào thực sự ảnh hưởng đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp của các

công ty BĐS niêm yết trên TTCKVN.

Như vậy, mô hình hồi quy tổng thể của nghiên cứu này sẽ có dạng như sau:

$$TTDN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TSLNDT_{i,t} + \beta_2 HSN_{o,i,t} + \beta_3 QMDN_{i,t} + \beta_4 TSCD_{i,t} + \beta_5 KNTT_{i,t} + \beta_6 HVCD_{i,t} + \beta_7 VQTS_{i,t} + \beta_8 GDTT_{i,t} + \beta_9 GDP_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Trong đó chỉ số dưới i, t biểu thị quan sát thứ i ở thời điểm t.

#### 4. Kết quả và thảo luận

Câu hỏi đặt ra là mô hình nào sẽ là mô hình phù hợp. Căn cứ vào các nghiên cứu trước đây, mô hình hồi tác động cố định FEM và mô hình tác động ngẫu nhiên REM

được sử dụng trong phân tích dữ liệu bảng. Do đó, nghiên cứu này sẽ đi tiến hành các kiểm định để xem mô hình nào trong hai mô hình FEM, REM là phù hợp hơn thông qua kiểm định Hausman.

**Bảng 4: Kết quả kiểm định Hausman**

```

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

      chi2(9) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
            =      16.69
Prob>chi2 =      0.0538
(V_b-V_B is not positive definite)
    
```

*Nguồn: Trích xuất kết quả từ phần mềm Stata*

Kết quả chạy mô hình: P-value (Hausman) = 0.0538 > mức ý nghĩa 0.05 nên mô hình REM phù hợp hơn mô hình

FEM. Ngoài ra, chúng tôi tiến hành kiểm định mức độ tương quan cũng như phương sai sai số thay đổi được kết quả như sau:

**Bảng 5: Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến**

Variable	VIF	VIF	Tolerance	Squared
TSLNDT	1.01	1.01	0.9868	0.0132
HSNo	1.32	1.15	0.7551	0.2449
VQTS	1.18	1.09	0.8440	0.1560
KNTT	1.10	1.05	0.9102	0.0898
HVCD	1.08	1.04	0.9243	0.0757
TSCD	1.14	1.07	0.8767	0.1233
GDP	2.34	1.53	0.4265	0.5735
GDPT	2.43	1.56	0.4122	0.5878
QMDN	1.48	1.22	0.6760	0.3240
Mean VIF	1.45			

*Nguồn: Trích xuất kết quả từ phần mềm Stata*

Kết quả kiểm định cho thấy mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập.

**Bảng 6: Kiểm định phương sai sai số thay đổi**

```

Estimated results:
-----+-----+-----
          |          Var          | sd = sqrt(Var)
-----+-----+-----
TTDN     | 1.445472              | 1.202278
e        | .2665433              | .5162783
u        | 1.13749               | 1.066532

Test:   Var(u) = 0
        chibar2(01) = 1517.71
        Prob > chibar2 = 0.0000
    
```

*Nguồn: Trích xuất kết quả từ phần mềm Stata*



Từ kết quả trên cho thấy mô hình gặp hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Do vậy, chúng tôi có sử dụng tham số Robust để điều chỉnh phương sai sai số thay đổi với mô hình REM.

**Bảng 7: Kết quả mô hình sau khi sử dụng tham số robust để hiệu chỉnh**

VARIABLES	(1) Fixed effect	(2) Random effect	(3) Robust
TSLNDT	-0.00327 (0.0252)	-0.00298 (0.0254)	-0.00193 (0.00585)
HSNo	1.326*** (0.271)	1.135*** (0.261)	0.079*** (0.0891)
VQTS	-0.0958 (0.0844)	-0.107 (0.0792)	-0.0355 (0.0269)
KNTT	0.000170 (0.00255)	-0.000109 (0.00256)	3.04e-05 (0.000732)
HVCD	-0.000105 (0.000460)	-4.82e-05 (0.000462)	-7.52e-05 (0.000244)
TSCD	0.812*** (0.263)	0.797*** (0.255)	0.075* (0.107)
GDP	-0.0343 (0.0552)	-0.0337 (0.0558)	-0.00652 (0.0145)
GDPT	0.339*** (0.0756)	0.290*** (0.0747)	0.005** (0.0230)
QMDN	-0.338*** (0.0561)	-0.257*** (0.0515)	-0.032** (0.0228)
Constant	10.11*** (1.588)	7.951*** (1.470)	1.760*** (0.655)
Observations	590	590	590
R-squared	0.475		
Number of ID	59	59	59

Standard errors in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm Stata

Trong bảng báo cáo kết quả hồi quy mô hình, hệ số xác định  $R^2 R^2 = 0.475$ , tức là các biến độc lập trong mô hình đã giải thích được 47.5% sự thay đổi của biến phụ thuộc.

Như vậy, qua kết quả ước lượng mô hình REM, có thể nhận xét rằng các nhân tố có ảnh hưởng trọng yếu đến tăng trưởng của các doanh nghiệp BĐS niêm yết trên TTCKVN là: hệ số nợ (HSNo) với mọi mức ý nghĩa; tài sản cố định (TSCD) mức ý nghĩa

10%, giai đoạn phát triển (GDPT) và quy mô doanh nghiệp (QMDN) với mức ý nghĩa 5%. Các nhân tố còn lại có ảnh hưởng đến tăng trưởng của các doanh nghiệp BĐS niêm yết nhưng chưa chắc chắn về ý nghĩa thống kê như trên số liệu ở bảng 7.

Nhân tố hệ số nợ (HSNo) có mối tương quan dương (0.079) với tăng trưởng giá trị doanh nghiệp (TTDN). Điều này có thể được lý giải như sau, các công ty BĐS sử dụng đòn

bấy tài chính ở mức cao, có khả năng khuếch đại tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu nếu kết quả kinh doanh thuận lợi, qua đó đóng góp vào tỷ lệ tăng trưởng cho công ty BĐS niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu.

Nhân tố tài sản cố định (TSCD) có tương quan dương (+0.075) với tăng trưởng giá trị doanh nghiệp (TTDN), điều này chứng tỏ trong giai đoạn nghiên cứu của chúng tôi những công ty BĐS niêm yết đầu tư nhiều vào tài sản cố định thì sẽ làm gia tăng được tỷ lệ tăng trưởng. Những công ty đầu tư lớn vào tài sản cố định (đòn bẩy kinh doanh lớn) sẽ có năng lực sản xuất vượt trội hơn do đây là tác động tích cực của đòn bẩy, đặc biệt sự tác động này sẽ phát huy trong thời gian dài nếu môi trường kinh doanh thuận lợi, là điều kiện để giúp doanh nghiệp tăng trưởng vượt trội.

Nhân tố quy mô doanh nghiệp (QMDN) có tương quan âm (-0.032) với tỷ lệ tăng trưởng, kết quả này khá tương đồng với nhiều nghiên cứu trước đó. Điều này chứng tỏ việc tăng quy mô doanh nghiệp lại có tác động ngược chiều với tỷ lệ tăng trưởng, cho thấy các nhà đầu tư khá quan ngại với việc gia tăng quy mô của các công ty, vì sự gia tăng quy mô phải kèm theo sự gia tăng về hiệu quả sử dụng vốn cũng như năng lực quản lý thì mới đảm bảo được cho doanh nghiệp phát triển, thực tế cho thấy nhiều doanh nghiệp mở rộng quy mô nhưng khả năng kiểm soát chưa đáp ứng đủ đến giảm thiểu hoạt động thua lỗ để không ảnh hưởng đến các hoạt động còn lại.

Nhân tố giai đoạn phát triển (GDPT) cũng có tác động đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp BĐS theo mối tương quan dương với tỷ lệ 0.005. Kết quả này thể hiện khi nền kinh tế thoát khỏi khủng hoảng thì Chính phủ sẽ đưa ra những chính sách ưu

đãi để giúp đỡ các doanh nghiệp và trong đó có cả những doanh nghiệp BĐS. Từ đó mà các hoạt động của doanh nghiệp BĐS càng có nhiều cơ hội để phát triển hơn nữa. Tuy nhiên, sự tác động của nhân tố này đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp là không đáng kể vì có lẽ có sự tác động bù trừ giữa hai giai đoạn nghiên cứu.

## 5. Kết luận và khuyến nghị

### 5.1. Kết luận

Nghiên cứu này đã nhận diện được một số nhân tố quan trọng tới tỷ lệ tăng trưởng giá trị doanh nghiệp BĐS niêm yết trên TTCKVN giai đoạn 2011 - 2020. Các nhân tố có ý nghĩa thống kê tác động đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp BĐS niêm yết là hệ số nợ (HSNo), tài sản cố định (TSCD), quy mô doanh nghiệp (QMDN) và giai đoạn phát triển (GDPT). Trong đó 3 nhân hệ số nợ (HSNo), tài sản cố định (TSCD) và giai đoạn phát triển (GDPT) đều có tương quan dương đến tỷ lệ tăng trưởng giá trị doanh nghiệp. Tức là trong giai đoạn nghiên cứu thì doanh nghiệp BĐS nào có hệ số nợ cao, có tài sản cố định lớn và được ở trong một giai đoạn kinh tế tốt thì tỷ lệ tăng trưởng giá trị doanh nghiệp sẽ ở mức cao nếu các điều kiện khác được cố định. Tuy nhiên, nhân tố quy mô doanh nghiệp (QMDN) có tương quan âm với tỷ lệ tăng trưởng giá trị doanh nghiệp. Điều này cho thấy, với các doanh nghiệp BĐS niêm yết thì việc tăng quy mô mà không đi cùng với sự quản lý tốt thì doanh nghiệp sẽ khó mà tăng trưởng bền vững được.

Nghiên cứu vẫn còn tồn tại một số hạn chế. Hạn chế lớn nhất của nghiên cứu là về số liệu, mẫu của bài nghiên cứu không thể mở rộng hơn về mặt thời gian (các năm) và không gian (các doanh nghiệp BĐS). Bởi lẽ, số lượng các doanh nghiệp BĐS niêm yết

trên TTCKVN còn chưa nhiều và có những công ty có thời gian niêm yết chưa được lâu. Điều này cũng dễ hiểu, vì TTCKVN cũng có tuổi đời rất trẻ so với các thị trường chứng khoán trên thế giới. Từ chế này, rất cần có những nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp BĐS của Việt Nam với chất lượng của mẫu tốt hơn trong thời gian tới. Tức là, nếu có thể chúng tôi sẽ mở rộng nghiên cứu cho tất cả các doanh nghiệp BĐS đã niêm yết và chưa niêm yết trên thị trường chứng khoán để kết quả đạt được mang tính đại diện hơn, phản ánh đúng bản chất hơn của thị trường BĐS Việt Nam hiện nay.

### **5.2. Một số khuyến nghị dành cho các doanh nghiệp BĐS niêm yết**

Từ kết quả nghiên cứu thực nghiệm ảnh hưởng của các nhân tố đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp BĐS niêm yết trên TTCKVN, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp BĐS niêm yết tại Việt Nam cần có biện pháp nhằm gia tăng tốc độ tăng trưởng theo một số gợi ý sau.

*Một là*, tái cơ cấu nguồn vốn, đảm bảo sự an toàn và ổn định về nguồn tài trợ của doanh nghiệp vì phần lớn các doanh nghiệp BĐS niêm yết là những công ty có quy mô vừa và nhỏ, khả năng quản trị chưa tốt, nợ vay cao và chủ yếu là nợ ngắn hạn, hiệu quả kinh doanh không ổn định, biên lợi nhuận thấp. Chính vì vậy, điều tiết nợ vay hợp lý có ý nghĩa rất quan trọng đối với doanh nghiệp.

Hơn nữa, mục tiêu tái cơ cấu các khoản nợ trong các doanh nghiệp BĐS niêm yết là chủ động kiểm soát nợ, giảm hệ số nợ, đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ đồng thời tăng tỷ trọng nợ dài hạn để đảm bảo an toàn tài chính. Biện pháp tái cấu trúc các khoản nợ cần phù hợp với hoàn cảnh thực tế của từng công ty. Cụ thể:

+ Đối với các doanh nghiệp BĐS gặp khó khăn trong việc thanh toán các khoản nợ đến hạn song vẫn có khả năng hoạt động cần áp dụng các biện pháp nhằm cải thiện khả năng thanh toán như thực hiện đàm phán với các chủ nợ trong việc giảm lãi suất, khoan nợ, giãn nợ. Các biện pháp trên sẽ giúp các doanh nghiệp BĐS này giảm được áp lực thanh toán, tập trung vào cải thiện hiệu quả hoạt động kinh doanh để có nguồn thanh toán nợ. Để thực hiện được điều này các doanh nghiệp BĐS cần có phương án phục hồi hoạt động kinh doanh và kế hoạch trả nợ hợp lý để có thể thuyết phục chủ nợ.

+ Đối với các doanh nghiệp BĐS có chính sách tài trợ thiếu an toàn, do sử dụng nợ ngắn hạn để đầu tư tài sản dài hạn, có thể tái cơ cấu bằng cách đàm phán điều chỉnh kỳ hạn nợ đảm bảo phù hợp với thời gian sử dụng tài sản nhằm tránh tình trạng mất cân đối nguồn vốn, góp phần lành mạnh hóa tình hình tài chính của doanh nghiệp. Việc hỗ trợ các doanh nghiệp BĐS niêm yết này tái cấu trúc nợ thông qua dùng vốn dài hạn để xử lý các khoản nợ ngắn hạn của các tổ chức tín dụng góp phần làm bằng cân đối kế toán lành mạnh hơn, nâng cao tính cạnh tranh và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong trường hợp các doanh nghiệp BĐS có khả năng hoạt động tốt ngân hàng cũng cần xem xét tới việc bơm thêm dòng vốn nhằm duy trì hoạt động và tiến tới hoạt động có hiệu quả. Bản thân doanh nghiệp BĐS cần điều chỉnh tốc độ tăng trưởng chậm lại, cắt giảm tiến độ đầu tư mới, bán các tài sản và vốn góp tại các công ty thành viên để trả bớt nợ đồng thời tái cấu trúc lại hoạt động kinh doanh nhằm cải thiện khả năng sinh lời từ đó tăng cường nguồn vốn chủ sở hữu.

+ Chuyển nợ thành vốn góp cổ phần là một giải pháp hữu hiệu đối với các doanh

ngành BĐS cần thực hiện tái cấu trúc một cách toàn diện. Trong trường hợp này, doanh nghiệp BĐS niêm yết có thể đàm phán với chủ nợ để chuyển một phần vốn vay thành vốn cổ phần khi đó chủ nợ có quyền tham gia sâu vào các hoạt động của doanh nghiệp nhằm kiểm soát tốt hơn dòng tiền đầu tư và giải ngân đúng hướng. Tuy nhiên để hạn chế rủi ro cho các chủ nợ, cần cân nhắc kỹ lưỡng phương án sản xuất kinh doanh sau tái cấu trúc và khả năng am hiểu cũng như tham gia vào các hoạt động của công ty bất động sản khi chủ nợ chuyển thành chủ sở hữu của doanh nghiệp.

+ Đối với các doanh nghiệp BĐS không có khả năng phục hồi do hệ số nợ quá cao, hoạt động kinh doanh thua lỗ kéo dài cần có những giải pháp kịp thời như bán lại các khoản nợ cho bên thứ ba.

Sau khi thực hiện các biện pháp tái cấu trúc nợ, các chủ nợ và doanh nghiệp cần thiết lập cơ chế kiểm soát nợ vay phát sinh mới nhằm có được cấu trúc tài chính hợp lý. Muốn vậy, cơ chế cho vay và giám sát nợ của doanh nghiệp BĐS cũng cần được đổi mới. Chẳng hạn như: Khống chế tổng mức vốn đối ứng của doanh nghiệp tính cho tất cả các dự án không được vượt quá vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp trên báo cáo tài chính được công bố tại thời điểm gần nhất.

*Hai là*, xem xét việc mở rộng quy mô doanh nghiệp

Việc các doanh nghiệp BĐS niêm yết tại Việt Nam hiện mở rộng quy mô, đa dạng hóa lĩnh vực hoạt động, điều này cho thấy doanh nghiệp có tình hình sản xuất kinh doanh tốt. Doanh nghiệp BĐS sẽ nhận được những tín hiệu tốt từ nhà đầu tư, khách hàng, nhà cung cấp và đối thủ cạnh tranh. Việc mở rộng quy mô làm cho doanh nghiệp BĐS tăng thị phần, có vị thế trên thị trường. Tuy nhiên,

việc mở rộng quy mô doanh nghiệp cần đi liền với sự kiểm soát tốt chi phí, nếu không thì việc mở rộng thị trường sẽ không mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp thậm chí còn tăng rủi ro cho doanh nghiệp.

*Ba là*, quản trị tốt tài sản cố định của doanh nghiệp

Để có thể theo dõi chi tiết các tài sản cố định, đặc biệt trong những doanh nghiệp BĐS có quy mô tài sản lớn, các tài sản cố định cần được phân loại, đánh số và có thể riêng. Hơn nữa, tài sản cũng phải được theo dõi theo từng đối tượng và được phản ánh trong sổ theo dõi. Các tài sản cố định phải được quản lý theo nguyên giá. Số hao mòn lũy kế và giá trị còn lại trên sổ sách kế toán, được thực hiện theo công thức sau:

$$\text{Giá trị còn lại trên sổ kế toán của TSCĐ} = \text{Nguyên giá của TSCĐ} - \text{Số hao mòn lũy kế}$$

Đối với những tài sản cố định không dùng đến, đang chờ thanh lý nhưng chưa hết khấu hao, yêu cầu các doanh nghiệp BĐS phải quản lý, theo dõi, bảo quản theo quy định hiện hành. Việc trích khấu hao cũng phải được thực hiện theo quy định của pháp luật. Đối với những tài sản cố định đã được khấu hao hết, nhưng vẫn đang tham gia vào hoạt động sản xuất kinh doanh như các tài sản cố định thông thường khác, doanh nghiệp BĐS cũng cần phải thực hiện quản lý hiệu quả.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

### Tiếng Việt

1. Báo cáo tài chính của các doanh nghiệp BĐS niêm yết trên TTCKVN.
2. Cù Thu Thủy, Nguyễn Tuấn Nam, Trương Thị Minh Hạnh & Phạm Xuân Toàn (2016), Đánh giá các nhân tố ảnh hưởng tới tăng trưởng bền vững của các công ty thủy sản niêm yết trên thị

trường chứng khoán Việt Nam, *Tạp chí nghiên cứu Tài chính kế toán*, số 159 - tháng 10/2016, trang 50-54.

3. Hiệp hội BĐS Việt Nam - VNREA (2022), "Toàn cảnh thị trường bất động sản năm 2021: Nhiều diễn biến bất ngờ", *Báo Kinh tế đô thị*, truy cập lần cuối ngày 18 tháng 2 năm 2022, từ < <https://kinhtedothi.vn/toan-canhh-thi-truong-bat-dong-san-nam-2021-nhieu-dien-bien-bat-ngo.html>>

4. Phạm Thị Thanh Hòa, Đàm Thanh Tú, Bùi Thị Hà Linh (2020), Nghiên cứu đến các nhân tố ảnh hưởng đến tăng trưởng của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, *Tạp chí nghiên cứu Tài chính kế toán*, số 209 - tháng 12/2020, trang 19-24.

5. Vietnamnet.vn (2022), 'Cổ phiếu bất động sản, 1 vốn bốn lời nhưng không dễ ăn', *Báo điện tử VietNamnet*, truy cập lần cuối ngày 18 tháng 2 năm 2022, từ < <https://vietnamnet.vn/vn/kinh-doanh/tai-chinh/co-phieu-bat-dong-san-khong-de-an-810823.html>>

### Tiếng Anh

1. Amarjit Gill & Neil Mathur (2011), Factors that affect potential growth of Canadian firms, *Journal of Applied Finance and Banking*, vol.1, no.4, 2011, pp. 107-123.

2. Aswath Damodaran (2010), *Định giá đầu tư (sách dịch)*, NXB Tài chính, Hà Nội.

3. D.S. Evans (1987), The relationship between firm growth, size and age: estimates for 100 manufacturing industries, *The Journal of Industrial Economics*, 35(4), 567-591.

4. Faggio and Konings (2003), Job creation, job destruction and employment growth in transition countries in the 1990s, *Economic systems*, Vol. 27, Issue 2, June 2003, 129-154.

5. Glancey, K. (1998), "Determinants of growth and profitability in small entrepreneurial firms", *International Journal of Entrepreneurial Behavior and Research*, ISSN 1355 - 2554.

6. Hong-Yi Chen, Manak C. Gupta, Alice C. Lee, Cheng-Few Lee (2013), Sustainable Growth Rate, Optimal Growth Rate, and Optimal Payout Ratio: A Joint Optimization Approach, *Journal of Banking & Finance*, Volume 37, Issue 4, April 2013, p 1205-1222.

7. M. Mateev and Y. Anastasov, Determinants of small and medium sized fast growing enterprises in central and eastern Europe: A panel data analysis, *Financial Theory and Practice*, 34(3), (2010), p269-295.

8. Rui Huang & Guiying Liu (2009), Study on the Enterprise Sustainable Growth and the Leverage Mechanism, *International Journal of Business and Management (IJBM)*, Vol. 4, No. 3, pp. 200-205.

9. S. M. Ikhtiar Alam và Md. Shahidul Islam Zahid (2008), Sustainable Growth Rate and Optimal Capital Structure, retrieved on February 11th 2022 from [https://www.researchgate.net/publication/343344745\\_Optimal\\_Capital\\_Structure\\_and\\_Sustainable\\_Growth\\_Rate\\_SGR\\_A\\_Dynamic\\_Model](https://www.researchgate.net/publication/343344745_Optimal_Capital_Structure_and_Sustainable_Growth_Rate_SGR_A_Dynamic_Model).