

ẢNH HƯỞNG CỦA GIẢM ĐÒN BẦY TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ ĐẦU TƯ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

TRỊNH HIỆP THIÊN¹ - NGUYỄN VĂN PHÁT^{1*}

¹Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

¹University of Economics Ho Chi Minh City

Tác giả liên hệ: phatnguyenvan2204@gmail.com

Ngày nhận bài: 15/5/2026

Ngày sửa bài: 28/5/2026

Ngày duyệt đăng bài: 10/6/2026

Tóm tắt:

Nghiên cứu phân tích ảnh hưởng của giảm đòn bẩy tài chính đến hiệu quả đầu tư của 38 doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2015-2025 (380 quan sát). Hiệu quả đầu tư được đo lường gián tiếp qua giá trị tuyệt đối phần dư mô hình đầu tư kỳ vọng Richardson (2006), đồng thời phân tách thành đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức. Sử dụng FGLS để khắc phục phương sai thay đổi và tự tương quan, kết quả cho thấy, gia tăng đòn bẩy làm tăng đầu tư kém hiệu quả, trong khi giảm đòn bẩy cải thiện hiệu quả đầu tư tổng thể. Đáng chú ý, tác động này bất đối xứng rõ rệt: rất mạnh trong kiềm chế đầu tư quá mức nhưng không cải thiện thậm chí có dấu hiệu làm trầm trọng tình trạng đầu tư dưới mức, phản ánh đặc thù giai đoạn siết tín dụng và bản chất bị động của nhiều quá trình giảm đòn bẩy tại Việt Nam.

Từ khóa: giảm đòn bẩy tài chính, hiệu quả đầu tư, đầu tư quá mức, đầu tư dưới mức, doanh nghiệp bất động sản.

The impact of financial deleveraging on investment efficiency of listed real estate firms in Vietnam

Abstract:

This study examines the impact of financial deleveraging on investment efficiency of 38 listed real estate firms in Vietnam during 2015 - 2025. Investment efficiency is measured using the Richardson (2006) model. Using FGLS estimation, the results show that higher leverage increases inefficiency, while deleveraging improves overall investment efficiency. However, the effect is asymmetric: it strongly reduces overinvestment but does not improve, and may even worsen, underinvestment. These findings reflect credit tightening conditions and the passive nature of deleveraging processes in Vietnam.

Keywords: financial deleveraging, investment efficiency, overinvestment, underinvestment, real estate firms.

1. Đặt vấn đề

Trong giai đoạn 2015- 2025, ngành bất động sản đóng góp khoảng 8% GDP Việt Nam và có sức lan tỏa mạnh tới xây dựng, tài chính - ngân hàng và tiêu dùng (Bùi, 2022). Tuy nhiên, các doanh nghiệp bất động sản (DN-BDS) thường duy trì đòn bẩy tài chính (ĐBTC) cao để tài trợ dự án quy mô lớn, thời gian hoàn vốn dài, khiến doanh nghiệp dễ tổn thương khi thị trường biến động.

Từ năm 2022-2023, thị trường bất động sản rơi vào trạng thái trầm lắng, thanh khoản sụt giảm mạnh, việc siết tín dụng và kiểm soát phát hành trái phiếu doanh nghiệp buộc nhiều DN-BDS phải thực hiện giảm đòn bẩy nhằm bảo đảm khả năng thanh toán. Câu hỏi đặt ra là: giảm ĐBTC có thực sự nâng cao hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp hay không?

Về lý thuyết, đòn bẩy cao dẫn đến đầu tư kém hiệu quả qua hai cơ chế: đầu tư quá mức do vấn đề đại diện và dòng tiền tự do (Jensen, 1986) và đầu tư dưới mức do gánh nặng nợ (Myers, 1977). Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp ưu tiên trả nợ thay vì đầu tư, giảm đòn bẩy có thể làm gia tăng tình trạng đầu tư dưới mức.

Mặc dù có nhiều nghiên cứu quốc tế về cấu trúc vốn và hiệu quả đầu tư, các nghiên cứu tập trung vào tác động của giảm đòn bẩy trong ngành bất động sản Việt Nam còn rất hạn chế. Phần lớn nghiên cứu trong nước chưa tiếp cận theo khung Richardson (2006) và chưa phân tách rõ 2 trạng thái đầu tư. Đây là khoảng trống mà bài viết hướng tới lấp đầy thông qua 2 đóng góp chính: (i) cung cấp bằng chứng thực nghiệm trực tiếp về tác động của giảm ĐBTC đến hiệu quả đầu tư DN-BDS niêm yết; và (ii) làm rõ tính bất đối xứng trong cơ chế tác động giữa 2 trạng thái đầu tư.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Hiệu quả đầu tư và đo lường

Hiệu quả đầu tư phản ánh khả năng doanh nghiệp lựa chọn các dự án NPV dương. Trong điều kiện thực tế, bất cân xứng thông tin và xung đột lợi ích dẫn đến đầu tư quá mức khi doanh nghiệp thực hiện dự án NPV âm nhằm mở rộng quy mô (Jensen, 1986) hoặc đầu tư dưới mức khi từ chối dự án NPV dương do gánh nặng nợ (Myers, 1977; Myers & Majluf, 1984). Richardson (2006) đề xuất đo lường hiệu quả đầu tư gián tiếp qua giá trị tuyệt đối phần dư mô hình đầu tư kỳ vọng (INEFF), với dấu phần dư phân biệt đầu tư quá mức (dương) và đầu tư dưới mức (âm). Đây là phương pháp được Biddle & cộng sự (2009) và Lin & cộng sự (2024) áp dụng rộng rãi.

2.2. Đòn bẩy, giảm đòn bẩy và các lý thuyết nền tảng

ĐBTC là việc doanh nghiệp sử dụng nợ trong cấu trúc tài chính, đo bằng tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản (Rajan & Zingales, 1995). Giảm đòn bẩy là quá trình giảm tỷ trọng nợ thông qua trả nợ, tái cơ cấu, tăng vốn chủ sở hữu hoặc giữ lại lợi nhuận.

Mối quan hệ giữa đòn bẩy và đầu tư được giải thích qua 4 lý thuyết nền: (i) Lý thuyết đại diện (Jensen & Meckling, 1976): nợ kỷ luật nhà quản lý nhưng khi quá cao lại tạo xung đột giữa cổ đông và chủ nợ; (ii) Lý thuyết nợ quá hạn (Myers, 1977): nợ cao buộc doanh nghiệp từ chối dự án tốt do lợi ích bị chia sẻ với chủ nợ; (iii) Lý thuyết bất cân xứng thông tin và trật tự phân hạng (Myers & Majluf, 1984): đòn bẩy cao làm tăng chi phí huy động vốn; (iv) Lý thuyết đánh đổi (Kraus & Litzenberger, 1973): tồn tại mức đòn bẩy tối ưu cân bằng lá chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính khi vượt mức này, giảm đòn bẩy trở thành cơ chế điều chỉnh cần thiết.

2.3. Tổng quan nghiên cứu thực nghiệm

Aivazian & cộng sự (2005) tìm thấy quan hệ nghịch biến giữa đòn bẩy và đầu tư, mạnh hơn ở doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp. Richardson (2006) chứng minh đầu tư quá mức tập trung ở doanh nghiệp dòng tiền tự do dồi dào. Lin & cộng sự (2024) nghiên cứu nền tảng của bài viết cho thấy, giảm đòn bẩy kiềm chế đầu tư quá mức và cải thiện phần nào đầu tư dưới mức tại Trung Quốc. Tuy nhiên, Xu & cộng sự (2020) cảnh báo nhiều doanh nghiệp chỉ giảm đòn bẩy danh nghĩa, còn Ma & Xie (2025) cho thấy, chính sách “Ba lần ranh đỏ” buộc doanh nghiệp bất động sản Trung Quốc cắt giảm đầu tư trong ngắn

hạn. Tại Việt Nam, Vo (2019) và Phan (2018) xác nhận đòn bẩy tác động tiêu cực đến đầu tư nhưng chưa tiếp cận theo khung Richardson (2006) và chưa phân tách trạng thái đầu tư trong ngành bất động sản.

2.4. Giả thuyết nghiên cứu

Giả thuyết H1: Giảm đòn bẩy tài chính có tác động làm giảm mức độ đầu tư kém hiệu quả của doanh nghiệp.

Giả thuyết H2: Tác động của giảm đòn bẩy đến hiệu quả đầu tư khác nhau giữa trạng thái đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu và mẫu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng của DN-BĐS niêm yết trên HOSE, HNX và UPCoM, thu thập từ FiinPro giai đoạn 2015-2025. Sau khi sàng lọc theo tiêu chí thuộc ngành bất động sản ICB, đầy đủ dữ liệu và winsorize 5% loại bỏ ngoại lai, mẫu cuối cùng gồm 38 doanh nghiệp với 380 quan sát.

3.2. Đo lường biến

Biến phụ thuộc mức độ đầu tư kém hiệu quả (INEFF) được xác định theo hai bước của Richardson (2006): bước 1 ước lượng đầu tư kỳ vọng từ mô hình:

$$INVEST_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 GROWTH_{i,t-1} + \alpha_2 LEV_{i,t-1} + \alpha_3 CASH_{i,t-1} + \alpha_4 AGE_{i,t-1} + \alpha_5 SIZE_{i,t-1} + \alpha_6 RET_{i,t-1} + \alpha_7 INVEST_{i,t-1} + \Sigma YEAR + \varepsilon_{i,t}$$

Bước 2, $INEFF_{i,t} = |e_{i,t}|$; phần dư dương là đầu tư quá mức (INEFF+), phần dư âm là đầu tư dưới mức (INEFF-). Biến độc lập chính $DLEV = (LEV_t - LEV_{t-1}) / LEV_{t-1}$, trong đó giá trị âm phản ánh giảm đòn bẩy. Biến giả $DLEV_DUM = 1$ nếu $DLEV < 0$, được dùng để kiểm tra độ vững. Định nghĩa đầy đủ các biến trình bày tại Bảng 1.

Bảng 1. Định nghĩa các biến trong mô hình

Tên biến	Ký hiệu	Định nghĩa	Kỳ vọng dấu
Đầu tư kém hiệu quả	<i>INEFF</i>	Phần dư từ mô hình đầu tư kỳ vọng (Richardson, 2006)	—
Giảm đòn bẩy	<i>DLEV</i>	$(LEV_t - LEV_{t-1}) / LEV_{t-1}$; LEV = tổng nợ/tổng tài sản	(+)
Biến giả giảm đòn bẩy	<i>DLEV_DUM</i>	= 1 nếu $DLEV < 0$; = 0 nếu ngược lại	(-)
Quy mô	<i>SIZE</i>	$\ln(\text{tổng tài sản})$	(-)
Hiệu quả hoạt động	<i>ROA</i>	Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản bình quân	(+)
Tăng trưởng tài sản	<i>GROWTH</i>	$(\text{Tổng tài sản}_t - \text{Tổng tài sản}_{t-1}) / \text{Tổng tài sản}_{t-1}$	(+)
Dòng tiền hoạt động	<i>OCF</i>	Dòng tiền thuần từ HĐKD / Tổng tài sản	(+)
Tỷ lệ tiền mặt	<i>CASH</i>	$(\text{Tiền} + \text{tương đương tiền}) / \text{Tổng tài sản}$	(+)
Tuổi doanh nghiệp	<i>AGE</i>	Số năm kể từ khi niêm yết	(-)
Tài sản hữu hình	<i>TANG</i>	Tài sản cố định hữu hình / Tổng tài sản	(+)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

3.3. Mô hình và phương pháp ước lượng

Mô hình tổng quát kiểm định tác động của giảm đòn bẩy đến đầu tư kém hiệu quả:

$$INEFF_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 DLEV_{i,t} \text{ (hoặc } DLEV_DUM_{i,t}) + \Sigma \beta_k X_{k,i,t} + \Sigma YEAR + \varepsilon_{i,t}$$

Biến phụ thuộc lấy kỳ t+1, biến giải thích lấy kỳ t nhằm đảm bảo trình tự nhân quả. Mô hình mở rộng

phân tách mẫu theo dấu phần dư để ước lượng riêng tác động lên đầu tư quá mức ($\varepsilon > 0$) và đầu tư dưới mức ($\varepsilon < 0$). Quy trình phân tích bao gồm thống kê mô tả, kiểm định VIF, Hausman, Modified Wald và Wooldridge. Do tất cả mô hình đều có phương sai thay đổi và phần lớn có tự tương quan, nghiên cứu sử dụng FGLS để bảo đảm ước lượng vững.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 cho thấy, INEFF trung bình đạt 0,0962 ($\approx 9,62\%$), phản ánh sai lệch đáng kể giữa đầu tư thực tế và kỳ vọng. Nhóm đầu tư dưới mức chiếm đa số (252/380 quan sát) nhưng mức sai lệch trung bình thấp hơn (0,0746 so với 0,1387 của nhóm quá mức), hàm ý khi đầu tư vượt mức tối ưu, sai lệch thường nghiêm trọng hơn. DLEV_DUM trung bình 0,5158, cho thấy khoảng 51,6% quan sát thuộc nhóm giảm đòn bẩy, phản ánh bối cảnh áp lực tài chính buộc nhiều DN-BĐS điều chỉnh cấu trúc vốn. ROA trung bình thấp (3,17%), OCF gần bằng 0 (0,60%) và TANG rất thấp (4,32%) đặc trưng cho doanh nghiệp bất động sản với tài sản chủ yếu là hàng tồn kho và chi phí xây dựng dở dang.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

Biến	N	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
INEFF (t+1)	380	0,0962	0,1122	0,0002	0,7040
Đầu tư quá mức (t+1)	128	0,1387	0,1517	0,0002	0,7040
Đầu tư dưới mức (t+1)	252	0,0746	0,0772	0,0005	0,5930
DLEV	380	0,0080	0,1910	-0,3747	0,5948
DLEV_DUM	380	0,5158	0,5004	0,0000	1,0000
SIZE	380	28,6982	1,3030	25,8186	31,0030
ROA	380	0,0317	0,0393	-0,0473	0,1329
GROWTH	380	0,1034	0,2251	-0,2255	0,8159
OCF	380	0,0060	0,0944	-0,1926	0,2249
CASH	380	0,0517	0,0607	0,0015	0,2190
AGE	380	11,0684	3,1997	2,0000	16,0000
TANG	380	0,0432	0,0575	0,0001	0,1913

Nguồn: Tính toán của tác giả từ dữ liệu FiinPro.

4.2. Kiểm định lựa chọn và khuyết tật mô hình

VIF cao nhất là 2,17 (DLEV), trung bình 1,47 - không có đa cộng tuyến. Kiểm định Hausman ủng hộ REM (Prob > $\chi^2 > 5\%$). Tuy nhiên, Modified Wald phát hiện phương sai thay đổi và Wooldridge phát hiện tự tương quan ở phần lớn mô hình. Do vậy, nghiên cứu sử dụng FGLS để khắc phục các khuyết tật này.

4.3. Kết quả hồi quy và thảo luận

Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy FGLS cho mức độ đầu tư kém hiệu quả chung. Hệ số DLEV dương (0,0514, mức 5%) và DLEV_DUM âm (-0,0134, mức 10%) nhất quán xác nhận H1: giảm đòn bẩy cải thiện hiệu quả đầu tư. SIZE âm có ý nghĩa, phù hợp với vai trò quản trị tốt hơn ở doanh nghiệp lớn; CASH dương có ý nghĩa 1% phản ánh tình trạng phân bổ tiền mặt chưa tối ưu.

Bảng 3. Kết quả hồi quy FGLS - mức độ đầu tư kém hiệu quả chung

Biến phụ thuộc: INEFF (t+1)	(1) MH1	(2) MH2
DLEV	0,0514** (0,0248)	—
DLEV_DUM	—	-0,0134* (0,0074)
SIZE	-0,0064* (0,0036)	-0,0073* (0,0037)
ROA	0,1242 (0,1231)	0,1511 (0,1262)
GROWTH	0,0056 (0,0227)	0,0187 (0,0206)
OCF	-0,0148 (0,0412)	-0,0115 (0,0411)
CASH	0,2883*** (0,0755)	0,2640*** (0,0768)
AGE	-0,0019 (0,0026)	-0,0019 (0,0027)
TANG	0,0933 (0,0915)	0,1114 (0,0928)
Số quan sát / Số DN	380 / 38	380 / 38

Ghi chú: Sai số chuẩn trong ngoặc đơn. ***, **, * tương ứng mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%. Hiệu ứng cố định năm được kiểm soát.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 4 trình bày kết quả theo trạng thái đầu tư, ủng hộ mạnh H2. Đối với nhóm đầu tư quá mức: DLEV dương (0,2390, mức 1%) và DLEV_DUM âm (-0,0838, mức 1%) xác nhận giảm đòn bẩy kiểm chế hiệu quả đầu tư vượt mức, phù hợp cơ chế kỷ luật nợ (Jensen, 1986). ROA và CASH dương trong nhóm này củng cố lý thuyết dòng tiền tự do. Đối với nhóm đầu tư dưới mức: DLEV không có ý nghĩa thống kê, còn DLEV_DUM lại dương (0,0111, mức 10%), hàm ý giảm đòn bẩy không cải thiện, thậm chí làm trầm trọng tình trạng đầu tư dưới mức. GROWTH dương có ý nghĩa 1% trong nhóm này cho thấy, doanh nghiệp có nhu cầu tăng trưởng cao nhưng thiếu nguồn tài trợ vẫn phải cắt giảm đầu tư; OCF dương có ý nghĩa phản ánh tâm lý phòng thủ tài chính doanh nghiệp có dòng tiền tốt vẫn ưu tiên thanh khoản hơn mở rộng đầu tư.

Bảng 4. Kết quả hồi quy FGLS theo trạng thái đầu tư

Biến	Đầu tư quá mức (DLEV)	Đầu tư quá mức (DUM)	Đầu tư dưới mức (DLEV)	Đầu tư dưới mức (DUM)
DLEV	0,2390*** (0,0640)	—	-0,0307 (0,0202)	—
DLEV_DUM	—	-0,0838*** (0,0196)	—	0,0111* (0,0057)
SIZE	-0,0164** (0,0080)	-0,0179** (0,0075)	-0,0039 (0,0024)	-0,0039* (0,0024)
ROA	0,5898** (0,2927)	0,6459** (0,2882)	-0,0908 (0,0939)	-0,1075 (0,0930)
GROWTH	-0,1196** (0,0605)	-0,0782* (0,0410)	0,0684*** (0,0180)	0,0686*** (0,0162)
OCF	-0,0268 (0,1145)	0,0277 (0,1041)	0,0713** (0,0335)	0,0668** (0,0330)
CASH	0,2442 (0,1934)	0,0520 (0,1899)	0,3804*** (0,0594)	0,3750*** (0,0592)
AGE	-0,0107* (0,0060)	-0,0037 (0,0063)	-0,0029* (0,0015)	-0,0027* (0,0015)
TANG	0,2929 (0,1817)	0,2514 (0,1702)	0,0175 (0,0628)	0,0169 (0,0616)

Ghi chú: Sai số chuẩn trong ngoặc đơn. ***, **, * tương ứng mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%. Hiệu ứng cố định năm được kiểm soát.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

So với Lin & cộng sự (2024) nghiên cứu gốc tại Trung Quốc (β quá mức = 0,040; β dưới mức = 0,009) mức độ bất đối xứng tại Việt Nam cực đoan hơn nhiều (β quá mức = 0,2390; dưới mức không có ý nghĩa). Sự khác biệt này phản ánh mức độ phụ thuộc nợ vay cao hơn và thị trường vốn kém phát triển hơn của DN-BDS Việt Nam, đồng thời phù hợp với cảnh báo về giảm đòn bẩy bị động (Xu & cộng sự, 2020) và bằng chứng từ chính sách kiểm soát tín dụng bất động sản Trung Quốc (Ma & Xie, 2025): trong giai đoạn siết tín dụng 2022-2023, nhiều doanh nghiệp buộc phải bán tài sản và ngừng dự án thay vì chủ động tái cơ cấu vốn, khiến cơ chế nới lỏng hạn chế tài chính (Myers, 1977) không phát huy tác dụng.

5. Kết luận và hàm ý

Nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy giảm đòn bẩy tài chính cải thiện hiệu quả đầu tư của DN-BDS niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2015-2025, song tác động này mang tính bất đối xứng rõ rệt: kiềm chế mạnh đầu tư quá mức nhưng không cải thiện thậm chí có thể làm trầm trọng tình trạng đầu tư dưới mức khi quá trình giảm đòn bẩy mang tính bị động.

Đối với doanh nghiệp, kết quả hàm ý cần xây dựng lộ trình giảm đòn bẩy chủ động, xác lập mức đòn bẩy mục tiêu phù hợp chu kỳ kinh doanh và năng lực dòng tiền, thay vì cắt giảm nợ đột ngột dưới áp lực thanh khoản. Khi doanh nghiệp có dòng tiền dồi dào, cần thắt chặt kỷ luật đầu tư qua thẩm định NPV chặt chẽ và cân nhắc trả cổ tức hoặc mua lại cổ phiếu. Đa dạng hóa nguồn vốn và nâng cao quản trị là giải pháp căn cơ giảm phụ thuộc tín dụng ngân hàng.

Đối với nhà đầu tư, cần phân biệt giảm đòn bẩy chủ động (tăng vốn chủ sở hữu, lợi nhuận giữ lại, tái cơ cấu nợ điều kiện tốt hơn) với giảm đòn bẩy bị động (thanh lý tài sản, ngừng dự án) chỉ loại thứ nhất mới là tín hiệu tích cực. Ưu tiên doanh nghiệp quy mô lớn, thâm niên niêm yết dài và cảnh giác với doanh nghiệp mở rộng đầu tư quá nhanh dù dòng tiền dồi dào.

Đối với cơ quan quản lý, chính sách kiểm soát tín dụng cần đi kèm lộ trình rõ ràng, các kênh dẫn vốn thay thế (thị trường trái phiếu minh bạch, quỹ đầu tư bất động sản) và đồng bộ tháo gỡ vướng mắc pháp lý dự án, nhằm tạo điều kiện cho doanh nghiệp giảm đòn bẩy một cách chủ động và có trật tự thay vì bị động phản ứng.

Nghiên cứu còn hạn chế ở chỗ: dữ liệu thứ cấp có thể ảnh hưởng bởi chất lượng công bố thông tin; hiệu quả đầu tư đo gián tiếp chưa phản ánh đầy đủ yếu tố quản trị và tiến độ pháp lý; chưa phân biệt rõ nguyên nhân giảm đòn bẩy chủ động hay bị động. Các nghiên cứu tiếp theo có thể bổ sung dữ liệu thuyết minh tài chính và phân loại hình thức giảm đòn bẩy để đánh giá chính xác hơn cơ chế tác động■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Ahmad, M. M., Hunjra, A. I., & Taskin, D. (2023). Do asymmetric information and leverage affect investment decisions? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 87, 337-345.
- Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 277-291.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131.
- Chen, F., Hope, O.-K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255-1288.
- DeAngelo, H., Gonçalves, A. S., & Stulz, R. M. (2018). Corporate deleveraging and financial flexibility. *The Review of Financial Studies*, 31(8), 3122-3174.
- Firth, M., Lin, C., & Wong, S. M. L. (2008). Leverage and investment under a state-owned bank lending environment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 642-653.

- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R. M. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 3-29.
- Lin, Y.-E., Teng, S., Cheng, T.-Y., Wang, Q., & Hu, C. (2024). The influence of deleveraging the excessive debt firms on investment efficiency. *Economic Analysis and Policy*, 84, 2130-2149.
- Ling, X., & Wu, W. (2022). Leverage and investment efficiency: Evidence from China's deleveraging policy. *Finance Research Letters*, 47, 102629.
- Ma, J., & Xie, X. (2025). Real estate policy regulation and corporate financial risk: China's Three Red Lines policy. *Pacific Economic Review*, forthcoming.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- 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.
- Nguyen, N. B. T., Ichihashi, M., & Kakinaka, M. (2019). The link between financial leverage and investment decisions in Vietnam's SMEs. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 29(4), 1090-1101.
- Phan, Q. T. (2018). Corporate debt and investment with financial constraints: Vietnamese listed firms. *Research in International Business and Finance*, 46, 268-280.
- Qiu, B., & Cheng, B. (2022). Is a deleveraging policy effective? Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 77, 471-480.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2-3), 159-189.
- Vo, X. V. (2019). Leverage and corporate investment - Evidence from Vietnam. *Finance Research Letters*, 28, 1-5.
- Xu, X., Chen, Y., & Wang, X. (2020). Corporate deleveraging and investment efficiency. *Economic Modelling*, 89, 164-176.
- Zheng, X., Wang, Y., Lee, C. L., & Chiang, Y. H. (2025). Firm leverage and stock price crash risk. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 70(3), 478-518.
- Bùi, H. (2022). Vai trò của thị trường bất động sản trong nền kinh tế. *Kinh tế Môi trường*. Available at: <https://kinhtemoitruong.vn/vai-tro-cua-thi-truong-bat-dong-san-trong-nen-kinh-te-67007.html>