

CẤU TRÚC VỐN VÀ GIÁ TRỊ CÁC DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG SẢN VIỆT NAM: VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA CHI PHÍ ĐẠI DIỆN

● **TRẦN ĐỨC TUẤN**

Trường Đại học An Giang, An Giang, Việt Nam
Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam
Email: tdtuan@agu.edu.vn

TÓM TẮT:

Nghiên cứu này đánh giá ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá trị của các doanh nghiệp ngành bất động sản (BDS) Việt Nam, đồng thời kiểm tra vai trò điều tiết của chi phí đại diện trong mối quan hệ này. Dựa trên dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE giai đoạn 2015-2024 với kỹ thuật hồi quy SGMM, kết quả thực nghiệm cho thấy, cả cấu trúc vốn và chi phí đại diện đều có tác động tiêu cực trực tiếp đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, nghiên cứu tìm thấy bằng chứng quan trọng về vai trò điều tiết của chi phí đại diện, giúp giảm bớt các tác động tiêu cực của đòn bẩy đối với giá trị doanh nghiệp. Kết quả đạt được gợi ý các nhà quản trị BDS cần tối ưu hóa cấu trúc vốn kết hợp với việc nâng cao chất lượng quản trị và tính minh bạch để gia tăng giá trị doanh nghiệp trong điều kiện thị trường biến động.

Từ khóa: cấu trúc vốn, chi phí đại diện, giá trị doanh nghiệp, bất động sản.

1. Đặt vấn đề

Các doanh nghiệp ngành bất động sản (BDS) ở Việt Nam có đặc điểm nhu cầu vốn lớn, chu kỳ kinh doanh dài và rủi ro cao, do đó việc lựa chọn một cấu trúc vốn (CTV) tối ưu là bài toán sống còn. CTV không chỉ phản ánh mức độ rủi ro tài chính mà còn là tín hiệu gửi tới các nhà đầu tư về triển vọng phát triển của doanh nghiệp. Khi giá trị doanh nghiệp (GTDN) ở trạng thái tối ưu, nó không chỉ gia tăng phúc lợi cho cổ đông mà còn giúp doanh nghiệp dễ

dàng tiếp cận các nguồn lực tài chính bên ngoài để mở rộng hoạt động.

Trong khi đó, mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý phát sinh từ sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền điều hành lại làm phát sinh chi phí đại diện (CPĐD). Nhà quản lý có xu hướng theo đuổi các mục tiêu cá nhân hơn là tối đa hóa giá trị cho cổ đông, đặc biệt khi doanh nghiệp có dòng tiền tự do lớn (Jensen & Meckling, 1976). Trong bối cảnh ngành BDS Việt Nam, nơi quản trị doanh nghiệp còn nhiều

hạn chế và tình trạng bất cân xứng thông tin cao, chi phí đại diện có xu hướng gia tăng, gây ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả sử dụng tài sản và giá trị thị trường của doanh nghiệp. Chi phí đại diện không chỉ có tác động trực tiếp mà còn có khả năng điều tiết mối quan hệ giữa CTV và GTDN (Jensen, 1986).

Mặc dù tại Việt Nam đã có một số nghiên cứu xem xét tác động trực tiếp của CTV đến giá trị hoặc hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp như Le & Phan (2017) hay Việt Dũng và Đan Thanh (2021), nhưng các nghiên cứu đi sâu vào vai trò điều tiết của chi phí đại diện, đặc biệt là trong lĩnh vực BĐS, một ngành có tỷ lệ đòn bẩy tài chính thường xuyên ở mức cao thì còn hạn chế. Chính vì vậy, nghiên cứu này được thực hiện nhằm phân tích ảnh hưởng của CTV đến giá trị của các doanh nghiệp BĐS niêm yết tại Việt Nam, đồng thời kiểm tra vai trò điều tiết của chi phí đại diện trong mối quan hệ này.

Cấu trúc nội dung của bài viết được trình bày như sau: Mục 2 trình bày cơ sở lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm; Mục 3 mô tả phương pháp nghiên cứu; Mục 4 trình bày kết quả nghiên cứu và thảo luận; cuối cùng, Mục 5 là kết luận và các hàm ý quản trị.

2. Cơ sở lý thuyết và thực nghiệm, mô hình và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp

Mối quan hệ giữa CTV và GTDN là chủ đề được chú ý kể từ định đề của Modigliani & Miller (1958) về sự không liên quan của CTV trong thị trường hoàn hảo. Tuy nhiên, các lý thuyết hiện đại đã bác bỏ giả định này bằng cách đưa vào các yếu tố thực tế như thuế và chi phí phá sản. Lý thuyết đánh đổi cho rằng doanh nghiệp tối ưu hóa giá trị bằng cách cân bằng giữa lợi ích của tấm chắn thuế từ lãi vay và các chi phí tiềm tàng của sự kiệt quệ tài chính (Ahmed et al., 2023). Theo đó, việc sử dụng nợ sẽ làm tăng GTDN cho đến khi đạt được điểm tối ưu, sau đó GTDN sẽ giảm do rủi ro tài chính gia tăng.

Bên cạnh đó, Lý thuyết trật tự phân hạng lập luận do tình trạng bất cân xứng thông tin, doanh nghiệp sẽ ưu tiên sử dụng nguồn vốn theo thứ tự: vốn nội bộ, nợ vay và cuối cùng mới là phát hành cổ phiếu mới. Ở

góc độ truyền tin, Lý thuyết tín hiệu khẳng định việc gia tăng nợ vay có thể được thị trường diễn dịch như một tín hiệu tích cực về triển vọng tương lai và sự tự tin của nhà quản lý, từ đó thúc đẩy giá cổ phiếu và GTDN. Đặc biệt trong ngành BĐS, CTV phản ánh khả năng tài trợ cho các dự án dài hạn và quy mô lớn, đóng vai trò quyết định đến niềm tin của nhà đầu tư (Prastyatini, 2024).

Chi phí đại diện và vai trò điều tiết: Lý thuyết đại diện của Jensen & Meckling (1976) nhấn mạnh mâu thuẫn lợi ích phát sinh từ sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát. Nhà quản trị (người đại diện) có xu hướng theo đuổi các lợi ích cá nhân thay vì tối đa hóa giá trị cho cổ đông. Chi phí phát sinh để giám sát, ràng buộc và các tổn thất do quyết định kém hiệu quả của nhà quản trị được gọi là chi phí đại diện. Khi doanh nghiệp có dòng tiền tự do dồi dào nhưng thiếu các cơ hội đầu tư sinh lời, nhà quản lý có xu hướng lãng phí nguồn lực vào các dự án có giá trị hiện tại ròng (NPV) âm, gây suy giảm hiệu quả hoạt động và giá trị thị trường của doanh nghiệp. Ngược lại, việc cắt giảm CPĐD thông qua các cơ chế quản trị tốt thường dẫn đến sự gia tăng GTDN rõ rệt (Ahmed et al., 2023).

Ngoài tác động trực tiếp, chi phí đại diện được cho là có khả năng điều tiết chiều hướng và mức độ tác động của CTV lên GTDN. Theo giả thuyết về dòng tiền tự do của Jensen (1986), nợ vay đóng vai trò như một cơ chế giám sát và kỷ luật tài chính hữu hiệu. Nghĩa vụ trả lãi và gốc định kỳ buộc nhà quản lý phải hoạt động hiệu quả hơn để đảm bảo khả năng thanh toán, đồng thời làm giảm lượng tiền mặt dư thừa mà họ có thể sử dụng tùy tiện. Trong bối cảnh doanh nghiệp có chi phí đại diện cao, việc tăng tỷ lệ đòn bẩy có thể mang lại hiệu ứng tích cực hơn cho GTDN nhờ áp lực kỷ luật từ các chủ nợ. Ngược lại, khi chi phí đại diện ở mức thấp, việc gia tăng nợ có thể không mang lại thêm nhiều lợi ích giám sát mà chỉ làm tăng chi phí tài chính và rủi ro kiệt quệ, dẫn đến tác động tiêu cực lên GTDN. Do đó, chi phí đại diện không chỉ là một nhân tố ảnh hưởng mà còn là biến điều tiết then chốt cần được xem xét khi phân tích CTV tối ưu (Sdiq & Abdullah, 2022).

Minh chứng thực nghiệm: Các kết quả nghiên cứu thực nghiệm về tác động của CTV đến GTDN hiện vẫn còn nhiều tranh luận. Một số tác giả tìm thấy tác động tích cực của đòn bẩy tài chính đối với GTDN hoặc hiệu quả hoạt động, tiêu biểu như Saputra & Kusuma (2025) tại Indonesia hay Prastyatini (2024) trong lĩnh vực BĐS. Ngược lại, các nghiên cứu của Ahmed et al. (2023) tại Iran hay Sdiq & Abdullah (2022) tại Iraq lại cho thấy CTV có ảnh hưởng tiêu cực đáng kể do gánh nặng nợ vay và chi phí đại diện của nợ trong các thị trường mới nổi.

Về vai trò điều tiết, Sdiq & Abdullah (2022) cung cấp minh chứng mạnh mẽ rằng chi phí đại diện điều tiết mối quan hệ giữa CTV và kết quả tài chính. Ahmed et al. (2023) cũng chỉ ra rằng việc tăng mức độ nợ giúp giảm chi phí đại diện và cải thiện hiệu suất doanh nghiệp trong điều kiện mâu thuẫn đại diện cao. Tại Việt Nam, nghiên cứu của Long Hậu và Xuân Quỳnh (2026) cho thấy, nợ dài hạn có thể trở thành

tác để kiểm tra vai trò điều tiết của chi phí đại diện.

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FV_{i,t-1} + \beta_2 CS_{i,t} + \beta_3 AC_{i,t} + \beta_4 (CS \times AC)_{i,t} + \beta_5 SALE_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_k Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

Trong mô hình (3.1), FV_{it} đại diện cho GTDN i tại thời điểm t , CS_{it} phản ánh CTV của doanh nghiệp i vào thời điểm t , AC_{it} thể hiện chi phí đại diện của doanh nghiệp i tại thời điểm t . Ngoài ra, tăng trưởng doanh thu ($SALE_{it}$) và quy mô ($SIZE_{it}$) được đưa vào mô hình với vai trò là biến kiểm soát. Mô hình cũng kiểm soát hiệu ứng cố định thời gian.

Kế thừa từ Ang et al. (2000), nghiên cứu sử dụng tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu thuần (O/R) làm chỉ báo phản ánh mức độ phát sinh chi phí đại diện. Tỷ lệ O/R càng cao cho thấy, khả năng quản trị chi phí càng kém, tương ứng với chi phí đại diện càng lớn và ngược lại. Cụ thể, cách đo lường các biến nghiên cứu trong mô hình (3.1) được trình bày theo Bảng 1.

Bảng 1. Đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến	Kí hiệu	Đo lường	Nguồn
Giá trị doanh nghiệp	FV	Hệ số Tobin's Q ($Q = \text{Giá trị thị trường VCSH} / \text{Giá trị sổ sách VCSH}$)	Saputra & Kusuma (2025)
Cấu trúc vốn	CS	Nợ dài hạn/Tổng tài sản	Ahmed & cs (2023)
Chi phí đại diện	AC	$AC = 1$: CPĐĐ cao và $AC = 0$: CPĐĐ thấp (phân loại dựa trên trung vị của tỷ lệ O/R)	Long Hậu và Xuân Quỳnh (2026)
Tăng trưởng doanh thu	SALE	(Doanh thu năm sau/Doanh thu năm trước) - 1	Ahmed et al. (2023)
Quy mô	SIZE	$\ln(\text{Tổng tài sản năm})$	Zeitun & Tian (2014)

Nguồn: Tổng hợp tài liệu của tác giả

công cụ kỷ luật trong nhóm doanh nghiệp có chi phí đại diện lớn.

2.2. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu xây dựng mô hình hồi quy dựa trên lý thuyết CTV của Modigliani & Miller (1963), lý thuyết đại diện của Jensen (1986) và kế thừa khung mô hình của Ahmed et al. (2023). Mô hình được thiết lập dưới dạng dữ liệu bảng động nhằm xem xét tác động trễ của GTDN, đồng thời đưa vào biến tương

2.2.2. Phương pháp nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu bao gồm các doanh nghiệp BĐS niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE). Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán trong giai đoạn 2015-2024.

Để giải quyết các vấn đề thường gặp trong dữ liệu bảng như hiện tượng nội sinh, tự tương quan và phương sai sai số thay đổi, nghiên cứu sử dụng kỹ thuật hồi quy Men-mô-men tổng quát hệ thống (System GMM - SGMM). Phương pháp SGMM cho

phép khắc phục sự tương quan giữa các biến độc lập và sai số, đồng thời sử dụng các biến trễ làm biến công cụ để đảm bảo tính vững và tin cậy của kết quả ước lượng. Các kiểm định Arellano-Bond AR(1), AR(2) và kiểm định Hansen sẽ được thực hiện để kiểm tra tính phù hợp của mô hình và tính hợp lệ của các biến công cụ.

3. Kết quả và thảo luận

3.1. Kết quả

3.1.1. Thống kê mô tả biến

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

Chỉ tiêu	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
FV	390	1,0977	0,8662	0,1568	5,1551
CS	390	0,0841	0,0890	0	0,3563
SALE	390	0,8046	3,6236	-0,9073	29,0028
SIZE	390	28,8494	1,3926	26,1615	33,6318

Ghi chú: các biến liên tục đã được xử lý winsorize ở mức phân vị 1% và 99% nhằm hạn chế ảnh hưởng của các giá trị ngoại lai

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả

Kết quả thống kê mô tả tại Bảng 2 cho thấy, GTDN (FV) của các công ty BĐS mẫu có giá trị trung bình là 1,0977. Điều này cho thấy về mặt tổng thể, giá trị thị trường của các doanh nghiệp này cao hơn một chút so với giá trị sổ sách, tuy nhiên mức độ phân tán khá lớn (từ 0,1568 đến 5,1551) phản ánh sự phân hóa mạnh mẽ trong đánh giá của nhà đầu tư đối với từng doanh nghiệp. Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (CS) có giá trị trung bình khá thấp, khoảng 8,41%, nhưng có doanh nghiệp hoàn toàn không sử dụng nợ dài hạn (Min = 0) trong khi doanh nghiệp cao nhất lên đến 35,63%. Các biến kiểm soát như tăng trưởng doanh thu (SALE) và quy mô (SIZE) cũng cho thấy sự không đồng nhất đáng kể giữa các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu, phản ánh đặc điểm đa dạng về quy mô và tốc độ phát triển của ngành BĐS niêm yết tại Việt Nam.

3.1.2. Kết quả hồi quy

Để kiểm tra các giả thuyết nghiên cứu, kỹ thuật SGMM được thực hiện và kết quả tại Bảng 3 cho thấy, mô hình đạt các yêu cầu về kiểm định kỹ thuật.

Cụ thể, kiểm định Arellano-Bond AR(2) có Prob > 0,05 chỉ ra, không có hiện tượng tự tương quan bậc hai trong phần dư. Kiểm định Hansen có Prob lần lượt là 0,144 (Cột 1) và 0,145 (Cột 2), đều lớn hơn 0,05, xác nhận tính hợp lệ của các biến công cụ và mô hình không bị vượt định danh.

Bảng 3 cho thấy, biến trễ của GTDN ($FV_{i,t-1}$) mang hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong cả hai mô hình. Điều này chứng tỏ GTDN có tính bền vững, chịu ảnh hưởng tích cực từ kết quả đạt

được ở giai đoạn trước. Xét về tác động trực tiếp, CTV (CS) có hệ số âm và có ý nghĩa ở mức 1%, hàm ý việc gia tăng tỷ lệ nợ dài hạn làm giảm GTDN BĐS. Tương tự, biến chi phí đại diện (AC) cũng mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy những doanh nghiệp có chi phí đại diện cao (quản trị chi phí kém) thường bị thị trường định giá thấp hơn. Đáng chú ý, biến tương tác ($CS \times AC$) mang hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này xác nhận vai trò điều tiết của chi phí đại diện: tác động tiêu cực của nợ đối với GTDN có xu hướng bị triệt tiêu hoặc giảm bớt trong nhóm doanh nghiệp phát sinh chi phí đại diện cao. Về các biến kiểm soát, quy mô (SIZE) có tác động tích cực đáng kể đến GTDN, trong khi tăng trưởng doanh thu (SALE) có hệ số dương nhưng không có ý nghĩa thống kê trong mẫu nghiên cứu này.

3.2. Thảo luận

Kết quả thực nghiệm cung cấp những bằng chứng quan trọng về mối quan hệ tương tác giữa CTV, chi phí đại diện và GTDN trong bối cảnh ngành BĐS Việt Nam.

Bảng 3. Kết quả hồi quy

	[1]	[2]
FV_{it-1}	0,2802*** (0,0288)	0,2876*** (0,0295)
CS_{it}	-0,0529*** (0,3004)	-0,1013*** (0,3898)
AC_{it}	-0,2266*** (0,0714)	-0,2049** (0,0874)
$(AC \times CS)_{it}$		0,0363*** (0,0459)
$SALE_{it}$	0,0047 (0,0052)	0,0047 (0,0053)
$SIZE_{it}$	0,0819** (0,0189)	0,0791*** (0,0196)
Hằng số	-2,0112 (0,5462)	-1,9527 (0,5703)
Hiệu ứng thời gian	Có	Có
Số quan sát	351	351
Số biến công cụ	27	28
Số nhóm	39	39
F-statistics	325	340
Prob.	0,000	0,000
Hansen test	18,36	18,37
Prob.	0,144	0,145
AR(1)	-2,42	-2,45
Prob.	0,015	0,014
AR(2)	-1,88	-1,78
Prob.	0,161	0,168

Ghi chú: *, **, *** hệ số có ý nghĩa thống kê lần lượt tại mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Giá trị sai số chuẩn trong dấu ngoặc đơn

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả

Thứ nhất, tác động tiêu cực trực tiếp của đòn bẩy tài chính đến GTDN. Việc sử dụng nợ dài hạn quá mức làm suy giảm GTDN ngành BĐS phù hợp với lý thuyết đánh đổi khi doanh nghiệp đã vượt qua ngưỡng nợ tối ưu. Trong ngành BĐS, nợ dài hạn thường gắn liền với chi phí lãi vay lớn và rủi ro thanh khoản cao. Khi nợ vay tăng cao, gánh nặng tài chính và rủi ro kiệt quệ tài chính khiến các nhà đầu tư lo ngại, dẫn đến việc định giá thấp hơn trên thị trường. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu của Ahmed et al. (2023) hay Sđiq & Abdullah (2022) tại các thị trường mới nổi.

Thứ hai, tác động tiêu cực của chi phí đại diện đối với GTDN. Kết quả nghiên cứu ủng hộ lý thuyết đại diện của Jensen & Meckling (1976), khẳng định rằng mâu thuẫn lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông làm phát sinh các khoản chi phí phi hiệu quả. Khi doanh nghiệp quản trị chi phí hoạt động kém (AC cao), dòng tiền có xu hướng bị lãng phí vào các dự án không sinh lời hoặc các lợi ích cá nhân của nhà điều hành, làm xói mòn lòng tin của cổ đông và trực tiếp làm giảm giá trị thị trường.

Thứ ba, vai trò điều tiết của chi phí đại diện thông qua cơ chế kỷ luật tài chính. Đây là phát hiện then chốt của nghiên cứu này. Hệ số dương của biến tương tác cho thấy, nợ dài hạn đóng vai trò như một công cụ giám sát ngoại vi hữu hiệu đối với những doanh nghiệp BĐS có vấn đề đại diện trầm trọng. Theo giả thuyết dòng tiền tự do của Jensen (1986), nghĩa vụ trả lãi và gốc định kỳ của nợ dài hạn buộc các nhà quản lý (vốn có xu hướng chi tiêu tùy tiện) phải kỷ luật hơn trong việc phân bổ nguồn vốn và quản lý tài sản nhằm đảm bảo khả năng thanh toán. Nói cách khác, tại những công ty có chi phí đại diện cao, lợi ích giám sát từ nợ đã giúp triệt tiêu bớt tác động tiêu cực của gánh nặng tài chính, từ đó hỗ trợ cải thiện GTDN. Ngược

lại, ở những doanh nghiệp có quản trị tốt (AC thấp), việc tăng nợ có thể chỉ làm gia tăng rủi ro tài chính mà không mang lại thêm lợi ích giám sát, dẫn đến tác động tiêu cực rõ rệt hơn lên giá trị.

4. Kết luận và hàm ý quản trị

Nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa CTV, chi phí đại diện và GTDN trong lĩnh vực BĐS tại Việt Nam. Kết quả thực nghiệm cho thấy việc gia tăng tỷ lệ nợ dài hạn và mức phát sinh chi phí đại diện cao đều có tác động tiêu cực trực tiếp đến GTDN. Điều này phản ánh trong ngành BĐS, một lĩnh vực vốn đã tiềm ẩn rủi ro tài chính cao và quản trị chi phí kém hiệu quả sẽ trực tiếp làm suy giảm niềm tin của nhà đầu tư. Tuy nhiên, phát hiện đáng chú ý nhất là vai trò điều tiết tích cực của chi phí đại diện đối với mối quan hệ giữa CTV và giá trị. Tại những doanh nghiệp có mâu thuẫn đại diện, nợ dài hạn đã phát huy vai trò

như một cơ chế kỷ luật tài chính hữu hiệu, buộc các nhà quản lý phải thận trọng hơn trong việc phân bổ nguồn vốn, từ đó giảm bớt các tác động tiêu cực của đòn bẩy đối với GTDN.

Dựa trên kết quả nghiên cứu, một số hàm ý quản trị được đề xuất:

Thứ nhất, các doanh nghiệp BĐS cần xác lập một CTV tối ưu, cân bằng giữa lợi ích của tầm chắn thuế và rủi ro kiệt quệ tài chính, tránh việc lạm dụng nợ vay dài hạn vượt ngưỡng an toàn.

Thứ hai, việc nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp và tính minh bạch trong báo cáo là yêu cầu cấp thiết để tiết giảm chi phí đại diện, vốn là nhân tố trực tiếp bào mòn giá trị cổ đông.

Thứ ba, các cổ đông và hội đồng quản trị có thể cân nhắc sử dụng nợ vay như một công cụ giám sát ngoại vi tại những đơn vị có chi phí vận hành cao nhằm kỷ luật hóa hành vi của nhà quản lý ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Lê Long Hậu, & Phạm Xuân Quỳnh. (2026). Cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam: Vai trò điều tiết của chi phí đại diện. *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh - Kinh tế và Quản trị Kinh doanh*, 21(5), 22-38. <https://journalofscience.ou.edu.vn/index.php/econ-vi/article/view/4986/3652>
- Trần Việt Dũng, & Bùi Đan Thanh. (2021). Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, 226, 71-82. <https://hvn.edu.vn/tapchi/vi/thang-3-2021/tran-viet-dung-bui-dan-thanh-cac-nhan-to-anh-huong-den-cau-truc-von-cua-cac-doanh-nghiep-niem-yet-tren-thi-truong-chung-koan-viet-nam-457.html>
- Ahmed, A. M., Nugraha, D. P., & Hagen, I. (2023). The relationship between capital structure and firm performance: The moderating role of agency cost. *Risks*, 11(6), 102. <https://doi.org/10.3390/risks11060102>
- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81-106. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00201>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in International Business and Finance*, 42, 710-726. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.012>
- 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. <https://www.jstor.org/stable/1809766>

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. <https://www.jstor.org/stable/1809167>

Prastyatini, S. L. Y. (2024). Profitability: Capital structure and firm growth on firm value. In *Proceedings of the International Conference on Accounting and Finance*, 2, 848-856. <https://journal.uui.ac.id/inCAF/article/view/32768>

Saputra, I. G. A. A., & Kusuma, P. S. A. J. (2025). The effect of liquidity, profitability and capital structure on firm value with firm size as a moderating variable. *American Journal of Economic and Management Business*, 4(1), 24-42. <https://doi.org/10.58631/ajemb.v4i1.158>

Sdiq, S. R., & Abdullah, H. A. (2022). Examining the effect of agency cost on capital structure-financial performance nexus: Empirical evidence for emerging market. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), Article 2148364. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2148364>

Zeitun, R., & Tian, G. G. (2014). Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2496174>

Ngày nhận bài: 6/5/2026

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 22/5/2026

Ngày chấp nhận đăng bài: 8/6/2026

CAPITAL STRUCTURE AND THE VALUE OF VIETNAMESE REAL ESTATE FIRMS: THE MODERATING ROLE OF AGENCY COSTS

● TRAN DUC TUAN

An Giang University, An Giang, Vietnam
Vietnam National University, Ho Chi Minh City, Vietnam
Email: tdtuan@agu.edu.vn

ABSTRACT:

This study examines the effect of capital structure on the value of Vietnamese real estate firms and investigates the moderating role of agency costs in this relationship. Based on data from firms listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange during the 2015–2024 period and using the system generalized method of moments regression technique, the empirical results show that both capital structure and agency costs have direct negative effects on firm value. However, the study finds important evidence that agency costs play a moderating role by reducing the negative effects of leverage on firm value. The findings suggest that real estate managers should optimize capital structure while improving governance quality and transparency to enhance firm value under volatile market conditions.

Keywords: capital structure, agency costs, firm value, real estate.