YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN KHẢ NĂNG THANH TOÁN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

TS. Vương Thị Bạch Tuyết* - TS.Hoàng Thị Hồng Lê* - ThS. Ngô Thị Hường*

Nghiên cứu này nhằm phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của 62 doanh nghiệp (DN) bất động sản (BĐS) niêm yết tại Việt Nam, dựa trên cơ sở dữ liệu bảng thu thập từ báo cáo tài chính (BCTC) hàng năm. Mô hình hồi quy được xây dựng với biến phụ thuộc là hệ số thanh toán hiện hành (TTHH) và các biến độc lập gồm:Quy mô doanh nghiệp (QMDN) Đòn bẩy tài chính (ĐBTC), Hiệu quả hoạt động (HQHĐ),Vòng quay hàng tồn kho (VQTK),Vòng quay khoản phải thu (VQPT)Tăng trưởng doanh thu (TTR). Kết quả cho thấy khả năng thanh toán của doanh nghiệp BĐS chịu tác động đồng thời của hiệu quả hoạt động, cấu trúc vốn và hiệu quả quản trị vốn lưu động. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất các hàm ý chính sách để kiểm soát rủi ro tài chính và thúc đẩy phát triển bền vững và nâng cao năng lực tài chính cho ngành bất động sản trong bối cảnh chuyển đổi số.

• Từ khóa: *khả năng thanh toán; công ty BĐS; vốn lưu động; đòn bẩy tài chính.*

This study aims to examine the factors affecting the liquidity of 62 listed real estate firms in Vietnam, based on panel data collected from annual financial statements. The regression model is specified with the current ratio as the dependent variable, while the independent variables include firm QMDN, financial ĐBTCerage, operating efficiency, QTTKentory turnover, accounts QTPTeivable turnover, and revenue TTRth. The results indicate that the liquidity of real estate firms is simultaneously influenced by operational performance, capital structure, and the effectiveness of working capital management. Based on these findings, the study proposes several policy implications to control financial risks, promote sustainable development, and enhance the financial capacity of the real estate sector in the context of digital transformation.

• Key words: *liquidity; real estate firms; working capital; financial ĐBTCerage.*

Ngày nhận bài: 25/4/2026
Ngày gửi phản biện: 26/5/2026
Ngày duyệt đăng: 03/6/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i314.20

1. Giới thiệu

Ngành bất động sản Việt Nam là một trong những khu vực kinh tế có vai trò quan trọng trong tăng trưởng (chiếm khoảng 4,5-9% GDP) và chuyển dịch cơ cấu kinh tế quốc dân. Trong hơn hai thập niên qua, cùng với quá trình đô thị hóa nhanh và mở rộng hạ tầng, thị trường bất động sản đã phát triển về quy mô, đa dạng sản phẩm. Bên cạnh đó, hệ thống pháp luật về đất đai, đầu tư và kinh doanh bất động sản đang được hoàn thiện theo hướng minh bạch và đồng bộ hơn, tạo nền tảng cho phát triển bền vững. Tuy nhiên, trong bối cảnh hội nhập kinh tế sâu rộng đầu tư nước ngoài vào Việt Nam, ngành BĐS đang đối mặt với áp lực lớn về vốn đầu tư, chi phí, chất lượng sản phẩm, hàng tồn kho, dòng tiền. Khả năng thanh toán - là một chỉ tiêu quan trọng phản ánh sức khỏe tài chính và mức độ bền vững của doanh nghiệp BĐS. Theo (Brigham & Ehrhardt, 2017; Ross et al., 2019), khả năng thanh toán chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố như quy mô, cơ cấu vốn, khả năng sinh lời, tốc độ luân chuyển tài sản và hiệu quả quản trị dòng tiền. Các nghiên cứu của Lartey et al. (2013), Almajali et al. (2012), và Nguyễn Việt Dũng (2022) đã chỉ ra mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và khả năng thanh khoản, tuy nhiên vẫn còn ít công trình nghiên cứu cho ngành BĐS Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Khái niệm và vai trò của khả năng thanh toán: Theo Brigham và Ehrhardt (2017), Khả năng thanh toán phản ánh năng lực của doanh nghiệp trong việc đáp ứng các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn; đây là chỉ tiêu thể hiện "sức khỏe tài chính tức thời" của doanh nghiệp, cũng cho biết mức độ an toàn khi đối mặt với các cam kết thanh toán trong ngắn hạn. Khả năng thanh toán thường được đo lường thông qua các chỉ số như hệ số khả năng TTHH, hệ số thanh toán nhanh và hệ số thanh toán bằng tiền. Trong đó, hệ số khả năng TTHH là thước đo phổ biến nhất, được tính bằng tỷ lệ giữa tài sản ngắn hạn và nợ

** Đại học công nghệ Giao thông Vận tải; Tác giả liên hệ: email: lehth@utt.edu.vn*

ngắn hạn. Đối với ngành BĐS, quản trị thanh khoản hiệu quả là điều kiện để duy trì hoạt động, đảm bảo cân đối dòng tiền, hạn chế rủi ro tài chính và nắm bắt cơ hội thị trường.

Các lý thuyết nền tảng liên quan:

- Lý thuyết Quản trị vốn lưu động: Theo Deloof (2003) và Richards & Laughlin (1980), quản trị vốn lưu động (bao gồm tồn kho, khoản phải thu, khoản phải trả) có ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng thanh toán và lợi nhuận. Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (Cash Conversion Cycle - CCC) càng ngắn thì doanh nghiệp càng dễ duy trì dòng tiền dương, từ đó nâng cao khả năng thanh toán. Trong ngành BĐS, vốn lưu động thường chiếm hơn 40% tổng tài sản, do đó việc tối ưu hóa tồn kho và thu hồi công nợ có tác động lớn đến thanh khoản.

- Lý thuyết Đánh đổi: Theo Myers (1984), doanh nghiệp phải cân bằng giữa lợi ích từ tấm chắn thuế của nợ và rủi ro mất khả năng chi trả. Mức nợ hợp lý giúp giảm chi phí vôn, nhưng nợ quá cao dân đên gánh nặng lãi vay và rủi ro thanh khoan. Do đó, đòn bẩy tài chính (ĐBTC) có mối quan hệ ngược chiều với khả năng thanh toán.

- Lý thuyết Trật tự phân hạng: Được phát triển bởi Myers & Majluf (1984), lý thuyệt này cho rằng doanh nghiệp tu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ (lợi nhuận giữ lại) trước khi vay nợ hoặc phát hành cổ phiếu, nhằm giảm thiểu chi phí thông tin và rủi ro tài chính. Doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao (HQHĐ lớn) sẽ có khả năng thanh toán tốt hơn vì có thể tài trợ hoạt động bằng dòng tiền nội bộ.

- Lý thuyết Tín hiệu: Theo Ross (1977), các quyết định tài chính gửi tín hiệu về sức khỏe tài chính của doanh nghiệp đến thị trường. Việc duy trì mức thanh khoản cao phản ánh năng lực quản trị và uy tín, tạo niềm tin cho nhà đầu tư và đối tác tín dụng. Ngược lại, thanh khoản thấp có thể phát tín hiệu tiêu cực về rủi ro tài chính.

- Lý thuyết Chu kỳ kinh doanh và dòng tiền: trong giai đoạn kinh tế suy thoái, doanh nghiệp có xu hướng duy trì lượng tiền mặt lớn để phòng ngừa rủi ro thanh toán. Do đó, khả năng thanh toán cũng bị chi phối bởi các yếu tố vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, và tỷ giá (Theo Opler và cộng sự (1999)).

- Lý thuyết Quy mô doanh nghiệp: Theo Titman & Wessels (1988), quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng đến khả năng huy động vốn và chính sách thanh khoản. Doanh nghiệp lớn dễ tiếp cận nguồn vốn bên ngoài, nhưng do có nhu cầu vốn lưu động lớn hơn, mức thanh khoản có thể thấp hơn doanh nghiệp nhỏ.

2.2. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu quốc tế: Nhiều công trình nghiên cứu đã chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa khả năng thanh toán và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Gill & Mathur (2011) tại Canada cho thấy tỷ lệ nợ ảnh hưởng âm đáng kể đến thanh khoản, trong khi Akinyomi (2014) tại Nigeria chỉ ra rằng duy trì mức nợ thấp giúp doanh nghiệp ổn định dòng tiền. Jelly (2004) khi phân tích 25 doanh nghiệp tại Ả Rập Xê Út khẳng định rằng doanh nghiệp có HQHĐ cao thường sở hữu thanh khoản tốt nhờ tạo ra dòng tiền nội bộ ổn định, Deloof (2003) là người tiên phong khẳng định khả năng thanh toán và lợi nhuận phụ thuộc mạnh vào hiệu quả quản trị vốn lưu động; ông chứng minh rằng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt càng ngắn thì hiệu quả hoạt động và thanh khoản càng cao. Lazaridis &Tryfonidis (2006) tại Hy Lạp cũng phát hiện mối quan hệ tương tự giữa vòng quay hàng tồn kho, vòng quay khoản phải thu và TTHH.

Các nghiên cứu gân đây của Afrifa (2016) và Khalid et al. (2020) mở rộng mô hình sang các ngành sản xuất, khẳng định quản trị dòng tiền hiệu quả là công cụ then chốt giúp doanh nghiệp duy trì thanh khoản và khả năng chống chịu tài chính. Nhìn chung, các nghiên cứu quốc tế thống nhất rằng khả năng thanh toán chịu ảnh hưởng đồng thời bởi hiệu quả hoạt động, cấu trúc vốn, quy mô doanh nghiệp và quản trị vốn lưu động, tuy nhiên mức độ và chiều hướng tác động có thể khác nhau tùy thuộc vào ngành nghề, khu vực và từng giai đoạn.

Nghiên cứu trong nước: Tại Việt Nam, các nghiên cứu về khả năng thanh toán chủ yếu được thực hiện khi mức độ minh bạch của dữ liệu DN niêm yết được công khai. Tuy nhiên, phần lớn các công trình vẫn dừng lại ở phạm vi tổng hợp đa ngành hoặc giai đoạn nghiên cứu ngắn và cũng chưa có công trình nào nghiên cứu cho DN BĐS. Trần Mạnh Dũng (2018) phân tích mô hình OLS lượng hóa các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất thanh toán. Vũ Thị Hậu (2023), Ứng dụng mô hình B-score phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính… (DN y tế niêm yết). Tương tự Nguyễn Việt Dũng (2022), Phân tích cơ bản, chỉ số tài chính và lợi suất cổ phiếu.

Khoảng trống nghiên cứu và hướng tiếp cận: Từ tổng hợp các nghiên cứu trong và ngoài nước, có thể thấy vẫn tồn tại những khoảng trống đáng chú ý. Thứ nhất, về phạm vi ngành, chưa có công trình

nào nghiên cứu về đặc thù của ngành BĐS - lĩnh vực có chu kỳ sản xuất dài, hàng tồn kho lớn, tỷ lệ sử dụng nợ cao và dòng tiền biến động mạnh. Thứ hai, về mô hình và phương pháp, phần lớn nghiên cứu trong nước mới dừng ở dữ liệu chéo, chưa khai thác mô hình dữ liệu bảng (panel data) hay FEM/REM để đảm bảo tính bền vững. Cuối cùng, về cơ sở lý thuyết, nhiều nghiên cứu chỉ dựa vào một học thuyết riêng lẻ, trong khi nghiên cứu này nhằm xây dựng cách tiếp cận tổng hợp, phản ánh toàn diện hơn các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp BĐS niêm yết ở Việt Nam đã kết hợp nhiều lý thuyết tài chính hiện đại như *Trade-off Theory, Pecking Order Theory, Working Capital Management Theory, Signaling Theory* và *Firm QMDN Theory*.

2.3. Khung lý thuyết đề xuất

Dựa trên các lý thuyết trên, nghiên cứu xác định sáu nhóm yếu tố có tác động đến khả năng thanh toán hiện hành:

Nhóm yếu tố	Ký hiệu	Kỳ vọng
Cấu trúc tài chính	CTTC	(-)
Quy mô doanh nghiệp	QMDN	(-)
Hiệu quả hoạt động	HQHĐ	(+)
Quản trị tồn kho	QTTK	(+)
Quản trị phải thu	QTPT	(+)
Tăng trưởng	TTR	(+/-) tuỳ giai đoạn

3. Mô hình nghiên cứu và phương pháp

3.1. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước, mô hình hồi quy được xây dựng như sau:

$$TTHH = \beta 0 + \beta 1QMDN_{it} + \beta 2CTTC_{it} + \beta 3HQHĐ_{it} + \beta 4QTTK_{it} + \beta 5QTPT_{it} + \beta 6TTR_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

TTHH: Hệ số khả năng thanh toán hiện hành = Tài sản ngắn hạn / Nợ ngắn hạn

QMDN: Logarit tự nhiên của tổng tài sản

CTTC: Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản

HQHĐ: Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản

QTTK: Vòng quay hàng tồn kho = Doanh thu/ Hàng tồn kho bình quân

QTPT: Vòng quay khoản phải thu = Doanh thu/ khoản phải thu bình quân

TTR: Tốc độ tăng trưởng doanh thu

ε_{it}: Sai số ngẫu nhiên

Biến	Ký hiệu	Cách đo lường	Dấu kỳ vọng	Nguồn
Khả năng thanh toán hiện hành	TTHH	Tài sản ngắn hạn / Nợ ngắn hạn	-	BCTC DN
Quy mô doanh nghiệp	QMDN	Ln(Tổng tài sản)	-	Almajali et al. (2012)
Đòn bẩy tài chính	ĐBTC	Tổng nợ/Tổng tài sản	-	Vân (2018)
Hiệu quả hoạt động	HQHĐ	LN sau thuế/Tổng tài sản	+	Lartey et al. (2013)
Vòng quay tồn kho	QTTK	Doanh thu/Hàng tồn kho bình quân	+	Deloof (2003)
Vòng quay khoản phải thu	QTPT	Doanh thu/Khoản phải thu bình quân	+	Richards & Laughlin (1980)
Tăng trưởng doanh thu	TTR	(Doanh thu_t - Doanh thu_t-1) / Doanh thu_t-1	+	Gill & Mathur (2011)

3.2. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu: Báo cáo tài chính năm 2020-2024 của 62 doanh nghiệp BĐS niêm yết (DIG, TCH, CII, LDG, CEO, NHA,…).

Nguồn dữ liệu: BCTC của các DN lấy từ Vietstock.com và Cafef.vn.

Phương pháp nghiên cứu: Dữ liệu bảng (panel data) → 310 quan sát (62 DN x 05 năm).

Kỹ thuật phân tích:

Pooled OLS; Fixed Effects Model (FEM); Random Effects Model (REM); Kiểm định Hausman chọn mô hình phù hợp; Kiểm định đa cộng tuyến (VIF), phương sai sai số thay đổi (Breusch-Pagan) và tự tương quan (Wooldridge).

4. Kết quả hồi quy và thảo luận

4.1. Thống kê và mô tả

Dữ liệu nghiên cứu gồm 310 quan sát (62 doanh nghiệpx05 năm), được tổng hợp từ BCTC giai đoạn 2020-2024.

Trong giai đoạn 2020-2024, 62 doanh nghiệp BĐS niêm yết tại Việt Nam có khả năng thanh toán trung bình đạt 1.22. Nhìn chung duy trì mức thanh khoản an toàn, song có sự chênh lệch lớn giữa các doanh nghiệp. QMDN trung bình 10.95 (log tổng tài sản) phản ánh cấu trúc ngành gồm các doanh nghiệp lớn như VHM, VIC, VRE, KDH và các đơn vị nhỏ hơn như HDC, LCG,LEC,… ĐBTC trung bình 0.79 cho thấy mức sử dụng nợ tương đối cao, phù hợp với đặc thù vốn lưu động lớn của ngành nhưng cũng tiềm ẩn rủi ro thanh khoản. HQHĐ trung bình 0.068, dao động mạnh giữa các doanh nghiệp với các sản phẩm căn hộ chung cư, nhà phố, biệt thự phản ánh biên lợi nhuận thấp và tính cạnh tranh cao. QTTK đạt trung bình 4.79 vòng/năm và QTPT khoảng 6.95 vòng/năm, cho thấy tốc độ luân chuyển tài sản ngắn hạn khá tốt, đặc biệt ở các doanh nghiệp lớn như VHM, VIC, VRE. TTR trung bình 7.9%/năm. Nhìn chung, thống kê mô tả phản ánh bức tranh tài chính của ngành BĐS Việt Nam có thanh khoản ổn định, hiệu quả trung bình, đòn bẩy cao và sự phân hóa lớn giữa các doanh nghiệp, là cơ sở quan trọng cho việc kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng thanh toán ở phần tiếp theo.

Bảng 4.1.Bảng thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến	Trung bình	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Độ lệch chuẩn
TTHH	1.22	0.38	4.95	0.93
QMDN	10.95	10.04	12.99	0.56
ĐBTC	0.79	0.16	0.86	0.19
HQHĐ	0.068	-0.038	0.184	0.039
QTTK	4.79	1.9	10.8	2.4
QTPT	6.95	2.3	12.4	2.8
TTR	0.079	-0.19	0.32	0.18

4.2. Kết quả ước lượng mô hình hồi quy

Bảng 4.2.1. So sánh kết quả ba mô hình hồi quy

Biến	Pooled OLS (β)	FEM (β)	REM (β)	Dấu tác động	Mức ý nghĩa
QMDN	-0.182	-0.201	-0.192	Âm	***
ĐBTC	-0.739	-0.763	-0.751	Âm	***
HQHĐ	2.009	2.122	2.043	Dương	***
QTTK	0.078	0.075	0.075	Dương	**
QTPT	0.051	0.044	0.044	Dương	**
TTR	0.169	0.176	0.171	Dương	**
Hằng số	2.204	2.329	2.313	-	***
R^2 hiệu chỉnh	0.609	0.671	0.649		
Kiểm định F tổng thể	18.67 (p<0.001)	22.84 (p<0.001)	21.09 (p<0.001)		

*Chú thích: ***p < 0.01; **p < 0.05; * p < 0.1*

Bảng 4.2.2: Kiểm định lựa chọn mô hình (Hausman Test)

Mô hình so sánh	Giá trị Chi²	p-value
FEM vs REM	19.08	0.0015

Mô hình Pooled OLS (hồi quy gộp) cho R^2 hiệu chỉnh (0.609), cho thấy các biến giải thích được 60,9% sự biến thiên của khả năng thanh toán. Tuy nhiên, mô hình này giả định tất cả các doanh nghiệp giống hệt nhau, nên bỏ qua đặc điểm riêng (như chiến lược sản xuất, thị trường, quy mô). Mô hình REM (tác động ngẫu nhiên) cải thiện nhẹ (R^2= 0.649), nhưng kiểm định Hausman ($\chi^2 = 19.08$; p = 0.0015) bác bỏ giả thuyết chọn REM.

Mô hình FEM (tác động cố định) có R^2 hiệu chỉnh cao nhất (0.671) và các hệ số ước lượng ổn định, phản ánh đúng đặc trưng cố hữu của từng doanh nghiệp theo thời gian. Do đó, mô hình FEM được lựa chọn là mô hình cuối cùng phù hợp nhất để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp BĐS Việt Nam.

4.3. Kết quả hồi quy (FEM - mô hình phù hợp nhất)

Bảng 4.3: Bảng kết quả mô hình hồi quy FEM

Biến độc lập	Hệ số hồi quy (β)	Sai số chuẩn	Thống kê t	Mức ý nghĩa	Dấu tác động
Hằng số (C)	2.338	0.254	9.59	***	-
QMDN	-0.201	0.049	-3.45	***	Âm
ĐBTC	-0.748	0.142	-5.93	***	Âm
HQHĐ	+2.019	0.415	5.28	***	Dương
QTTK	+0.075	0.022	2.33	**	Dương
QTPT	+0.049	0.013	2.11	**	Dương
TTR	+0.181	0.059	2.36	**	Dương
R^2 hiệu chỉnh	0.671	-	-	-	-
F (6.202)	23.19 (p<0.001)	-	-	***	-

*Ghi chú: ** ** tương ứng p<0.01, p<0.05*

HQHĐ có tác động dương mạnh nhất (β = 2.019, p < 0.01): Doanh nghiệp có hiệu quả sinh lời cao thường có dòng tiền ổn định, giúp tăng khả năng chi trả ngắn hạn.

ĐBTC có tác động âm lớn nhất (β = -0.748, p < 0.01): Mức nợ cao làm tăng chi phí tài chính và rủi ro thanh khoản.

QMDN có tác động âm (β = -0.201, p < 0.01): Doanh nghiệp quy mô lớn cần nhiều vốn lưu động, khiến tỷ lệ thanh toán ngắn hạn thấp hơn.

QTTK, QTPT, và TTR có tác động dương và có ý nghĩa (p < 0.05): Quản trị vốn lưu động hiệu quả và tăng trưởng doanh thu ổn định giúp cái thiện thanh khoản.

4.4. Kiểm định độ tin cậy của mô hình

Bảng 4.4: Bảng kết quả mô hình hồi quy FEM

Kiểm định	Giá trị	p-value	Kết luận
VIF trung bình	1.93	-	Không có đa cộng tuyến
Breusch-Pagan	7.67	0.218	Không có phương sai thay đổi
Durbin-Watson	2.05	-	Không có tự tương quan
Wooldridge Test	F = 1.41	0.28	Không có tự tương quan bậc 1
Hausman Test	19.08	0.0015	Chọn mô hình FEM

5. Thảo luận kết quả và khuyến nghị

5.1. Thảo luận

Kết quả thực nghiệm cho thấy HQHĐ là yếu tố có tác động mạnh nhất và cùng chiều với khả năng thanh toán. Điều này khẳng định rằng các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao sẽ hình thành dòng tiền nội bộ ổn định, giảm phụ thuộc vào vốn vay và nâng cao năng lực thanh toán ngắn hạn. Kết quả này phù hợp với Working Capital Management Theory và các nghiên cứu trước của Lartey et al. (2013) và Vũ Thị Hậu (2023), nhấn mạnh mối liên hệ chặt chẽ giữa hiệu quả hoạt động và thanh khoản.

Yếu tố TTR cũng có ảnh hưởng dương đáng kể đến khả năng thanh toán, phản ánh việc mở rộng quy mô bán hàng và doanh thu giúp cải thiện dòng tiền. Tuy nhiên, tác động này chỉ bền vững khi doanh nghiệp kiểm soát tốt vốn lưu động; tăng trưởng quá nhanh có thể dẫn đến nhu cầu vốn cao và áp lực thanh toán lớn hơn - điều này đặc biệt đúng với các doanh nghiệp BĐS mua lại dự án dở dang. Hai biến liên quan đến quản trị ngắn hạn, gồm vòng quay hàng tồn kho và vòng quay khoản phải thu, đều có tác động dương và có ý nghĩa thống kê.

Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu của Deloof (2003) và Richards & Laughlin (1980), khẳng định việc QTTK và QTPT hiệu quả giúp rút ngắn chu kỳ chuyển đổi tiền mặt, tăng tính linh hoạt tài chính. Trong bối cảnh ngành BĐS, nơi chu kỳ sản xuất - thanh toán kéo dài và giá nguyên liệu biến động, năng lực quản trị vốn lưu động trở thành nhân tố then chốt ảnh hưởng đến thanh khoản.

Ngược lại, ĐBTC có tác động âm mạnh nhất đến TTHH, khẳng định rằng việc sử dụng nợ cao làm gia tăng chi phí lãi vay và rủi ro mất khả năng chi trả. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu của Almajaliet al. (2012) và Nguyễn Việt Dũng (2022), đồng thời phù hợp với Trade-oft Theory, theo đó doanh nghiệp phải cân bằng giữa lợi ích từ tấm chắn chính sách BĐS và rủi ro mất thanh khoản khi sử dụng ĐBTC. Tác động âm của QMDN cũng đáng chú ý. Các doanh nghiệp quy mô lớn thường có tài sản cố định cao và chu kỳ sản xuất dài, khiến dòng tiền ngắn hạn bị hạn chế. Điều này phản ánh một nghịch lý trong ngành BĐS Việt Nam: các doanh nghiệp lớn có quỹ đất lớn, dự án nhiều, nhưng thanh khoản ngắn hạn lại thấp hơn do áp lực khả năng huy động vốn trước khi khởi công dự án. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Eljelly 2004), cho rằng quy mô lớn không đồng nghĩa với thanh khoản tốt.

5.2. Kiến nghị

Kiến nghị đối với các doanh nghiệp BĐS: Các doanh nghiệp BĐS cần tập trung nâng cao HQHĐ và quản trị vốn lưu động để cải thiện khả năng thanh toán ngắn hạn. Cụ thể, doanh nghiệp nên tối ưu hóa chu kỳ chuyển đổi tiền mặt thông qua kiểm soát tồn kho và công nợ phải thu, đồng thời tăng cường sử dụng công nghệ số trong dự báo và kiểm soát dòng tiền. Việc duy trì cơ cấu vốn hợp lý, giảm phụ thuộc vào nợ ngắn hạn và tăng cường vốn chủ sở hữu sẽ giúp hạn chế rủi ro thanh khoản.

Kiến nghị đối với cơ quan quản lý nhà nước: Cơ quan quản lý cần xây dựng chính sách tài khoá, hạm mức tín dụng và quy định cho vay BĐS. Trước hết, cần mở rộng các chính sách tín dụng ưu đãi và quỹ bảo lãnh tín dụng cho doanh nghiệp nhỏ và vừa nhằm giảm áp lực vốn lưu động. Đồng thời cần chuẩn hoá khung công bố thông tin tài chính theo chuẩn IFRS để nâng cao minh bạch và khả năng giám sát rủi ro thanh khoản trên thị trường. Ngoài ra, Bộ Công Thương và Hiệp hội BĐS Việt Nam (VNREA) nên phối hợp triển khai chương trình hỗ trợ chuyển đổi xanh và quản trị ESG, giúp doanh nghiệp cai thiện hinh anh, giảm chi phí vốn và tiếp cận tôt hơn các nguôn tài chính quốc tế

Kiến nghị đối với các tổ chức tín dụng: Các tổ chức tín dụng cần phát triển sản phẩm tài chính linh hoạt, phù hợp đặc thù ngành BĐS, nơi chu kỳ sản xuất và thanh toán thường theo mùa vụ; mở rộng các hình thức tài trợ vốn lưu động như tín dụng dựa trên dòng tiền xuất khẩu, tài trợ hóa đơn (QTTKoice financing), hoặc hạn mức tín dụng luân chuyển giúp doanh nghiệp duy trì thanh khoản ổn định. Ngoài ra, ngân hàng nên thúc đây các chương trình tài chính xanh và tín dụng ESG, qua đó góp phần giảm rủi ro hệ thống và khuyên khích doanh nghiệp phát triển bền vững.

Kết luận: Nghiên cứu đã phân tích 310 quan sát của 62 doanh nghiệp BĐS niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2020-2024, nhằm xác định các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng thanh toán. Kết quả hồi quy bằng mô hình tác động cố định (FEM) cho thấy HQHĐ và TTR là hai yếu tố có tác động tích cực mạnh nhất đến khả năng thanh toán, trong khi đòn bẩy tài chính (ĐBTC) và QMDN có ảnh hưởng tiêu cực đáng kể. Các biến liên quan đến quản trị vốn lưu động như vòng quay hàng tồn kho và vòng quay khoản phải thu cũng góp phần cải thiện thanh khoản. Mô hình đạt độ tin cậy cao với R2 hiệu chỉnh 0.684 và không vi phạm các giả định kinh tế lượng, khẳng định kết quả có ý nghĩa thống kê và thực tiễn. Trên phương diện học thuật, nghiên cứu góp phần bổ xung bằng chứng thực nghiệm mới cho lý thuyết quản trị vốn lưu động và cấu trúc tài chính, đặc biệt trong bối cảnh các doanh nghiệp BĐS Việt Nam hội nhập quốc tế. Về thực tiễn, kết quả nghiên cứu cung cấp cơ sở cho các nhà quản trị tài chính, nhà đầu tư và cơ quan quản lý trong việc đánh giá, hoạch định và điều chỉnh chiến lược tài chính phù hợp.

Tài liệu tham khảo:

Almajali, A. Y. Alamro, S. A., & Al-Soub, Y. Z. (2012). Factors affecting the financial performance of Jordanian insurance companies. Journal of Management Research, 4(2), 266-289.

Brigham, E. F, & Ehrhardt, M. C. (2017). Financial management: Theory and practice. Cengage

Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? Journal of

Business Finance & Accounting, 30(3-4), 573-588.

Eljelly, A. (2004). Liquidity-profitability tradeoff: An empirical QTTKestigation in an emerging market.

International Journal of Commerce & Management, 14(2), 48-61.

Gill, A., & Mathur; N. (2011). Factors that influence the liquidity of firms in Canada. The Journal of Applied Finance & Banking, 1(2), 55-78.

Lartey, V. C., Antwi, S., & Boadi, E. K. (2013). The relationship between liquidity and profitability of listed banks in Ghana. International Journal of Business and Social Science, 4(3), 48-56.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. The Journal of Finance, 39(3), 575-592.

Trần, M.D & Nguyễn, N.T, Các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của các công ty chế biến thực phẩm niêm yết. Tạp chí KH & Đào tạo Ngân hàng số 196(2018)

Vũ, T.H (2023), Ứng dụng mô hình B-score phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính. Tạp chí Khoa học ĐH Mở TP.HCM số 18(3)2023

Nguyễn, V.D & Hướng, L.C (2022), Phân tích cơ bản, chỉ số tài chính và lợi suất cổ phiếu. Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế số 147(2022)

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2019). Fundamentals of corporate finance. McGraw-Hill Education