TÁC ĐỘNG CỦA NGƯỠNG CẤU TRÚC VỐN ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

ThS. Nguyễn Thị Thu Hằng*

Nghiên cứu xem xét mối quan hệ phi tuyến giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp (GTDN) ngành Bất động sản (BĐS) niêm yết tại Việt Nam, thông qua mô hình hồi quy ngưỡng trên dữ liệu bảng của 60 công ty trong giai đoạn 2018 -2024 (420 quan sát). Sử dụng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (DA) làm biến phân loại ngưỡng, kết quả cho thấy tồn tại hai ngưỡng tác động của cấu trúc vốn đến GTDN (đo bằng Tobin's Q). Cụ thể: khi DA dưới 35,23%, cấu trúc vốn có tác động dương đến giá trị doanh nghiệp; khi DA vượt qua 35,23% nhưng vẫn nhỏ hơn 51,48% tác động vẫn dương nhưng suy giảm; khi DN sử dụng nợ vượt quá 51,48%, cấu trúc vốn có tác động tiêu cực rõ rệt đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả hàm ý rằng các công ty BĐS niêm yết cần thận trọng khi vượt qua mức cấu trúc vốn 51,48% này.

• Từ khóa: *ngưỡng cấu trúc vốn, mô hình ngưỡng, giá trị doanh nghiệp.*

This study examines the non-linear relationship between capital structure and firm value (FV) in the Vietnamese real estate sector, using a threshold regression model on panel data from 60 companies between 2018 and 2024 (420 observations). Using the debt-to-total assets (DA) ratio as the threshold categorical variable, the results show two thresholds for the impact of capital structure on FV (measured by Tobin's Q). Specifically: when DA is below 35.23%, capital structure has a positive impact on firm value; when DA exceeds 35.23% but remains below 51.48%, the impact is still positive but diminishes; and when debt exceeds 51.48%, capital structure has a significantly negative impact on firm value. The results imply that listed real estate companies should exercise caution when exceeding this 51.48% capital structure level.

• Key words: *capital structure threshold, threshold model, firm value.*

Ngày nhận bài: 15/67/2025
Ngày gửi phản biện: 02/7/2025
Ngày duyệt đăng: 20/12/2025

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v25.i303.12

1. Giới thiệu

Ngành BĐS giữ vai trò đặc biệt quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam, vừa là trụ cột kinh tế vừa là động lực thúc đẩy tăng trưởng và phát triển bền vững, với đóng góp trực tiếp gần 8% GDP năm 2020 và dự kiến đạt hơn 13% vào năm 2030 (MPI, 2023). Ngành này còn tạo hiệu ứng lan tỏa mạnh mẽ tới các lĩnh vực xây dựng, ngân hàng và sản xuất vật liệu. Năm 2024, ngành BĐS xếp thứ 11 trong số 20 ngành kinh tế cấp 1 và tổng giá trị tài sản BĐS của Việt nam ước tính chiếm hơn 20% tổng tài sản quốc gia (VNREA, 2023).

Tuy nhiên, BĐS là ngành thâm dụng vốn, phụ thuộc nhiều vào tín dụng ngân hàng, chiếm khoảng 20-25% tổng dư nợ tín dụng (SBV, 2023), và sử dụng đòn bẩy tài chính cao, làm gia tăng rủi ro tài chính khi vượt ngưỡng an toàn (Meckling & Jensen, 1976).

Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và GTDN không phải lúc nào cũng tuyến tính. Mà có thể tồn tại"ngưỡng cấu trúc vốn", tức là khi vượt qua một mức nợ nhất định, lợi ích thuế từ nợ vay không còn đủ lớn để bù đắp rủi ro tài chính gia tăng, khiến GTDN có thể giảm. Ngược lại, nếu doanh nghiệp giữ mức nợ quá thấp, họ có thể bỏ lỡ cơ hội tận dụng hiệu quả đòn bẩy tài chính để tăng giá trị. Đã có một số nghiên cứu tại Việt Nam về tác động của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp, phần lớn các nghiên cứu này vẫn tiếp cận theo mô hình tuyến tính và chưa phản ánh đầy đủ bản chất phi tuyến của mối quan hệ này, đặc biệt trong ngành BĐS - nơi tính chu kỳ cao và rủi ro tài chính lớn tạo ra sự phức tạp trong hành vi thị trường (TUNG et al., 2019). Ngoài ra, các ngưỡng cấu trúc vốn còn chưa được xác định rõ ràng, và hầu hết các nghiên cứu quốc tế mới chỉ áp

* *Đại học Thương Mại; email: hang.ntt1@tmu.edu.vn*

dụng trong các ngành hoặc quốc gia có điều kiện phát triển khác biệt. Vì vậy, nghiên cứu tác động phi tuyến - thông qua mô hình ngưỡng - của cấu trúc vốn đến GTDN trong ngành BĐS niêm yết tại Việt Nam là cần thiết. Không chỉ đóng góp vào việc hoàn thiện lý thuyết về cấu trúc vốn trong bối cảnh mới, nghiên cứu còn mang lại ý nghĩa thực tiễn sâu sắc đối với các nhà quản trị doanh nghiệp, nhà đầu tư, và cơ quan quản lý trong việc đánh giá rủi ro, tối ưu hóa cấu trúc vốn và nâng cao GTDN một cách bền vững.

2. Tổng quan nghiên cứu

Các nghiên cứu thực nghiệm ban đầu về tác động của cấu trúc vốn đối với GTDN chủ yếu xem xét mối quan hệ tuyến tính giữa hai biến này, nhưng kết quả chưa thống nhất. Một số nghiên cứu (Khan, 2012; Ahmad et al., 2012) chỉ ra mối quan hệ nghịch chiều, cho rằng tỷ lệ nợ cao làm giảm hiệu quả tài chính (ROA, ROE) do rủi ro tài chính và chi phí phá sản gia tăng. Ngược lại, một số nghiên cứu (Abor, 2005; Ruland & Zhou, 2005) phát hiện mối quan hệ thuận chiều, cho thấy việc sử dụng nợ hợp lý có thể gia tăng GTDN thông qua lợi ích lá chắn thuế và tận dụng cơ hội tăng trưởng.

Một số nghiên cứu khác (Ivashkovskaya & Stepanova, 2011; Jiraporn & Liu, 2008) lại không tìm thấy mối liên hệ đáng kể, phù hợp với lý thuyết không liên quan của Modigliani-Miller (MM). Sự không nhất quán này đã thúc đẩy các nghiên cứu sau chuyển sang xem xét mối quan hệ phi tuyến tính giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp.

Các nghiên cứu như (Xu et al., 2005) và (Ghosh, 2008) xác định mối quan hệ dạng bậc hai hoặc bậc ba, cho thấy tác động của nợ thay đổi theo mức độ sử dụng. Cụ thể, khi tỷ lệ nợ vượt ngưỡng 37,6%, tác động trở nên tiêu cực, trong khi dưới ngưỡng này lại tích cực.

Các mô hình hồi quy ngưỡng của Hansen (1999) được nhiều nghiên cứu áp dụng để xác định điểm nợ tối ưu. (Cheng et al., 2010) phát hiện ba ngưỡng tác động của tỷ lệ nợ đối với giá trị doanh nghiệp: tích cực dưới 53,97%, suy giảm trong khoảng 53,97%-70,48%, và chuyển sang tiêu cực khi vượt 70,48%. (Nieh et al., 2008) xác định ngưỡng tối ưu của doanh nghiệp điện tại Đài Loan trong khoảng 12,37%-28,70%. (Lin & Chang, 2011) cũng phát hiện hai ngưỡng 9,86% và 33,33% đối với tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu.

Tại Việt Nam, nghiên cứu của (Đức & Luân, 2014) cho thấy tồn tại hai ngưỡng sử dụng nợ tối ưu trong các doanh nghiệp niêm yết: (i) dưới 56,67%, nợ có tác động tích cực đến khả năng sinh lời; (ii) từ 56,67% đến 69,72%, tác động trở nên tiêu cực và càng mạnh khi vượt ngưỡng 69,72%.

Các bằng chứng thực nghiệm cho thấy mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và GTDN không tuyến tính, phụ thuộc vào mức độ sử dụng nợ, và tồn tại ngưỡng nợ tối ưu giúp doanh nghiệp cân bằng giữa lợi ích lá chắn thuế và rủi ro tài chính.

3. Phương pháp nghiên cứu và mô hình nghiên cứu

3.1. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp được thu thập từ báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán của 60 doanh nghiệp ngành BĐS niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2018 - 2024, tạo thành bộ dữ liệu bảng với 420 quan sát.

Phương pháp hồi quy ngưỡng dựa trên đề xuất của Hansen (1999) được triển khai nhằm kiểm định sự tồn tại và ước lượng các ngưỡng trong mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp. Biến phân loại ngưỡng được xác định là tỷ lệ nợ (DA), cho phép đánh giá tác động phi tuyến của đòn bẩy tài chính đến GTDN trong ngành BĐS niêm yết tại Việt Nam. Để xác định các ngưỡng tối ưu và khoảng tin cậy tương ứng, nghiên cứu áp dụng phương pháp Bootstrap với mức tin cậy 95%.

3.2. Mô hình nghiên cứu

3.2.1. Biến phụ thuộc

Tác giả sử dụng chỉ số Tobin's Q đại diện cho GTDN vì chỉ số Tobin's Q là chỉ số thể hiện cho giá trị tài sản doanh nghiệp điều chỉnh theo giá trị thị trường. Ngoài ra, trong nhóm hệ số giá trị thị trường, Tobin's Q là công cụ đánh giá tốt về GTDN . Chỉ số này đã được sử dụng trong một số nghiên cứu (Singh & Bansal, 2016); (Aggarwal & Padhan, 2017). Theo (Tobin, 1969), (Chung & Pruitt, 1994) chỉ số Tobins'Q được đo lường:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Giá trị thị trường của vốn} + \text{Giá trị thị trường của nợ}}{\text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}} \quad (1)$$

3.2.2. Biến giải thích: Cấu trúc vốn

Cấu trúc vốn là biến độc lập chính trong mô hình nghiên cứu này. Đặc biệt, trong mô hình hồi quy ngưỡng, biến cấu trúc vốn cũng sẽ được sử dụng làm biến ngưỡng.

3.2.3. Biến kiểm soát

Khả năng sinh lời trên tài sản (ROA)

(Fama & French, 1995) cho thấy khả năng sinh lời là một yếu tố quan trọng giải thích biến động của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu (và qua đó là giá trị). Nhiều nghiên cứu về CTV và GTDN như (Lang & Stulz, 1994); (Demsetz & Villalonga, 2001) đều sử dụng ROA hoặc ROE làm biến kiểm soát và thường tìm thấy tác động dương đến Tobin's Q.

Quy mô doanh nghiệp (SIZE)

Quy mô doanh nghiệp được kỳ vọng tác động tích cực đến GTDN nhờ đa dạng hóa rủi ro, tiếp cận vốn dễ dàng, uy tín tín dụng cao và lợi thế kinh tế theo quy mô (Diamond, 1989; Titman & Wessels, 1988). Các nghiên cứu thực nghiệm (Abor, 2005; Aggarwal & Padhan, 2017) xác nhận mối quan hệ thuận chiều này. Tuy nhiên, (Sinebe, 2024) phát hiện mối quan hệ nghịch chiều có ý nghĩa thống kê giữa quy mô và Tobin's Q, cho thấy doanh nghiệp lớn có thể bị định giá thấp hơn do chi phí quản lý và rủi ro nội bộ gia tăng.

Tuổi của doanh nghiệp (FIRM_AGE)

Diamond, 1989 nhấn mạnh rằng danh tiếng, vốn có thể được tích lũy qua tuổi đời hoạt động, là một yếu tố quyết định trong việc tiếp cận tín dụng, giúp doanh nghiệp được hưởng điều kiện vay ưu đãi hơn. Tương tự, (Jovanovic, 1982) cho rằng những doanh nghiệp tồn tại lâu dài thường hiệu quả hơn, có dòng tiền và uy tín tài chính ổn định hơn - từ đó tiếp cận vốn dễ dàng hơn và gia tăng giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác chưa chứng minh được mối quan hệ rõ ràng giữa tuổi đời hoặc danh tiếng và giá trị doanh nghiệp.

Khả năng thanh toán ngắn hạn (CR)

Khả năng thanh toán ngắn hạn phản ánh mức độ đảm bảo của doanh nghiệp trong việc đáp ứng các nghĩa vụ tài chính trước mắt. Khi doanh nghiệp duy trì thanh khoản ngắn hạn tốt, rủi ro mất khả năng thanh toán giảm, từ đó cải thiện niềm tin của nhà đầu tư và góp phần nâng cao giá trị doanh nghiệp (Deloof, 2003). Ngược lại, thanh khoản ngắn hạn yếu làm tăng áp lực tài chính, chi phí vốn cao hơn và khiến giá trị doanh nghiệp suy giảm (Ozkan & Ozkan, 2004). Do vậy, quản trị hiệu quả tài sản và nợ ngắn hạn đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì và gia tăng giá trị doanh nghiệp (Shin & Soenen, 1998)

Nguy cơ phá sản (ZSCORE)

Nguy cơ phá sản đo bằng Altman Z-score được chứng minh có ảnh hưởng đáng kể đến giá trị doanh nghiệp. Z-score thấp phản ánh rủi ro tài chính cao, làm tăng mức chiết khấu của nhà đầu tư, từ đó giảm giá trị thị trường của doanh nghiệp (Altman, 2013; Altman & Hotchkiss, 1993). Ngược lại, doanh nghiệp có Z-score cao thường có tình hình tài chính ổn định, chi phí vốn thấp hơn và được định giá cao hơn trên thị trường (Tinoco & Wilson, 2013).

$$Zscore = 1.2 \times X1 + 1.4 \times X2 + 3.3 \times X3 + 0.6 \times X4 + 1.0 \times X5 \quad (2)$$

Trong đó: X1 = Vốn lưu động / Tổng tài sản; X2 = Lợi nhuận giữ lại / Tổng tài sản; X3 = EBIT/ Tổng tài sản; X4 = Vốn chủ sở hữu / Tổng nợ phải trả; X5 = Doanh thu thuần / Tổng tài sản

Bảng 1: Tổng hợp các biến, cách đo lường của các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến	Ký hiệu	Cách đo lường	Nguồn tham khảo
Giá trị doanh nghiệp	Tobin'Q	Theo công thức (1)	(Singh & Bansal, 2016); (Aggarwal & Padhan, 2017)
Cấu trúc vốn	DA	Nợ phải trả/Tổng tài sản	(Xu et al., 2005); (Cheng et al., 2010); (Nieh et al., 2008) (Khan, 2012)
Khả năng sinh lời của Tài sản	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	(Lang & Stulz, 1994); (Demsetz & Villalonga, 2001)
Quy mô doanh nghiệp	Size	Ln (Tổng tài sản)	(Abor, 2005); (Aggarwal & Padhan, 2017), (Zeitun & Tian, 2007), (Sinebe, 2024)
Tuổi doanh nghiệp	Firm_age	Năm nghiên cứu - năm thành lập	(Diamond, 1989); (Jovanovic, 1982)
Khả năng thanh toán ngắn hạn	CR	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	(Shin & Soenen, 1998); (Ozkan & Ozkan, 2004); (Deloof, 2003)
Nguy cơ phá sản	Zscore	Theo công thức (2)	(Altman, 2013); (Tinoco & Wilson, 2013)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Mô hình nghiên cứu: (Với I là hàm mục tiêu). Ta có:

Mô hình có 1 ngưỡng:

$$TobinsQ_{it} = \mu_i + \beta_1 AD_{it} I(AD_{it} \le \gamma) + \beta_2 AD_{it} I(AD_{it} > \gamma) + \theta_1 ROA_{it} + \theta_2 SIZE_{it} + \theta_3 FIRM_{AGE\,it} + \theta_4 CR + \theta_5 ZSCORE_{it} + e_{it} \quad (1)$$

Tương tự với mô hình có 2 và 3 ngưỡng

4. Kết quả nghiên cứu và một số kiến nghị

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
TobinsQ	420	1.054626	.5689464	.2099221	6.140105
DA	420	.5089566	.1837068	.0044	.863468
ROA	420	.0439329	.0606427	-.483408	.319889
SIZE	420	15.10848	1.551978	11.97175	20.31928
FIRM_AGE	420	21.77857	9.62351	3	52
CR	420	3.315597	9.353559	.2268231	117.7211
ZSCORE	420	1.851249	1.791687	-1.513887	14.17895

Nguồn: Kết quả phân tích trên phần mềm Stata 17

Thống kê mô tả các biến trong mô hình cho thấy: giá trị trung bình của TobinsQ đạt 1.05, cho thấy phần lớn các doanh nghiệp trong mẫu được thị trường định giá cao hơn giá trị sổ sách, phản ánh kỳ vọng tích cực của nhà đầu tư. Biến DA có giá trị trung bình khoảng 50.9%, cho thấy các doanh nghiệp sử dụng mức nợ tương đối cao trong cơ cấu vốn. ROA có giá trị trung bình 0.0439, ở mức thấp, phản ánh hiệu quả hoạt động chưa cao. SIZE có mức trung bình 15.10, tương đối lớn và khá đồng đều (độ lệch chuẩn thấp). Biến CR dao động mạnh với độ lệch chuẩn 9.35, cho thấy sự biến động lớn về thanh khoản giữa các công ty. Cuối cùng, biến Zscore có trung bình 1.85 và độ lệch chuẩn 1.79, phản ánh sự phân hóa rõ rệt về mức độ rủi ro phá sản trong mẫu nghiên cứu.

4.3. Mô hình hồi quy ngưỡng

4.3.1. Kiểm định tồn tại các ngưỡng trong mô hình

Bảng 5. Kết quả kiểm định tồn tại tác động theo ngưỡng

Kiểm định	Giá trị ngưỡng	F-Statistics		Critical values of F		
		F	p-value	1%	5%	10%
F1	0.5148	20.32	0.000	15.5412	12.5621	8.9134
F2	0.3523	16.42	0.015	14.5314	11.2018	9.0873
	0.5148					
F3	0.3049	9.5682	0.269	21.7531	14.7853	11.4505
	0.3523					
	0.5148					

Nguồn: Kết quả phân tích trên phần mềm Stata 17

Giá trị F-statistics và p-value được tính toán từ quá trình thực hiện lặp Bootstrap 1.000 lần cho mỗi kiểm định. Kiểm định tác động theo một ngưỡng được thực hiện đầu tiên. Bằng cách lặp Bootstrap 1.000 lần, giá trị F-statistic (F1) thu được là F = 20.32 > Critical values ở mức ý nghĩa 5% (= 12.5621) và p-value = 0,000 < 0.05. Kiểm định này có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5% và do đó, giả thuyết H0 bị bác bỏ, tập dữ liệu đang xét tồn tại 1 ngưỡng.

Tương tự, kiểm định tác động theo hai ngưỡng và theo ba ngưỡng. Kết quả cho thấy tập dữ liệu đang xét tồn tại 2 ngưỡng, không tồn tại 3 ngưỡng.

4.3.2. Kết quả ước lượng mô hình hồi quy ngưỡng

Kết quả đã phân tích ở trên cho thấy tác động theo hai ngưỡng trong tập dữ liệu mẫu đang xét. Giá trị ước lượng cho hai ngưỡng được thể hiện ở Bảng 5, lần lượt là 35,23% và 51,48%. Hai giá trị ngưỡng này phân chia tập dữ liệu mẫu thành 3 nhóm với cấu trúc vốn (DA) nằm trong các khoảng dưới 35,23%, từ 35,23% đến 51,48% và trên 51,48%. Sử dụng phương pháp OLS trên các nhóm, kết quả ước lượng các hệ số của mô hình theo ngưỡng được thể hiện ở Bảng 6.

Bảng 6. Kết quả ước lượng các hệ số của mô hình theo ngưỡng

TobinsQ	Coefficient	Std. err.	T	P > |t|
ROA	.92939	.5003051	1.86	0.008
SIZE	-.1679432	.0734858	-2.29	0.023
ZSCORE	-.0316131	.028715	-1.10	0.012
CR	.00254	.0035222	0.72	0.471
FIRM_AGE	.0576472	.0132074	4.36	0.000
_cons	1.456302	.9733763	1.50	0.006
_cat#c.DA				
0	2.725146	.7011527	3.89	0.000
1	2.010043	.4988228	4.03	0.000
2	1.526802	.3963893	-3.85	0.000

Nguồn: Kết quả phân tích trên phần mềm Stata 17

4.3.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả hồi quy từ mô hình ngưỡng cho thấy tồn tại 2 ngưỡng cấu trúc vốn chia dữ liệu mẫu thành 3 nhóm với (DA) nằm trong các khoảng (0 - 35,23%); (35,23% - 51,48%); lớn hơn 51,48% và tác động của cấu trúc vốn đến TobinsQ theo 3 nhóm đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Các nhân tố ROA, FIRM_AGE có ảnh hưởng tích cực đến TobinsQ; nhân tố SIZE, ZSCORE có ảnh hưởng tiêu cực đến TobinsQ ở mức có ý nghĩa thống kê 5%. Trong khi đó CR không cho thấy ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê đến Tobins Q của các DN niêm yết ngành BĐS. Cụ thể:

- Đối với biến cấu trúc vốn DA

+ Trong nhóm đầu tiên, tương ứng với DA dưới 35,23%, DA có tác động tích cực và mạnh nhất đến TobinsQ ở mức ý nghĩa 1% (β = 2.725146, p = 0.000). Nói cách khác, GTDN sẽ tăng sẽ tăng 2.725146 đơn vị khi tỷ lệ nợ tăng 1 đơn vị (nhưng chưa vượt quá 35,23%). Đây là mức vay an toàn - doanh nghiệp vẫn tận dụng được lợi ích từ lá chắn thuế và tính kỷ luật tài chính, nhưng chưa gặp áp lực về dòng tiền và chi phí nợ lớn. Trong ngành BĐS vốn thâm dụng và chu kỳ dài, mức này giúp duy trì dòng tiền ổn định và tiến độ dự án.

+ Mối quan hệ tích cực tương tự giữa cấu trúc vốn với GTDN cũng tồn tại trong nhóm thứ hai (35,23% < DA< 51,48%) khi hệ số ước lượng β = 2.010043 (mức ý nghĩa 1%). GTDN sẽ tăng 2,010043 đơn vị khi tỷ lệ nợ tăng 1 đơn vị. Điều này chứng tỏ rằng, dù tỷ lệ nợ cao hơn, doanh nghiệp vẫn giữ được kiểm soát dự án và khai thác đòn bẩy tài chính, nhưng đã bắt đầu chịu áp lực

về chi phí lãi vay dài hạn và chi phí quản lý (như quản lý nhiều khoản vay, điều khoản tài trợ…) - làm giảm dần tác động tích cực lên giá trị doanh nhiệp.

+ Trong nhóm thứ 3 tương ứng DA > 51,48%, hệ số ước lượng β = - 1.526802 (mức ý nghĩa 1%). Điều này cho thấy khi tỷ lệ nợ vượt quá 51,48%, DA có tác động tiêu cực đến TobinsQ. Khi tỷ lệ nợ lớn hơn 51,48%, cứ tăng 1 đơn vị tỷ lệ nợ vượt ngưỡng, GTDN giảm 1,526802 đơn vị. Nguyên nhân là do khi đòn bẩy trở nên quá lớn, doanh nghiệp BĐS đối mặt với: áp lực trả lãi/gốc cao, dễ mất khả năng thanh toán khi doanh thu không ổn định, rủi ro dự án bị treo tiến độ, ảnh hưởng đến niềm tin của nhà đầu tư, chi phí đại diện (giữa cổ đông/chủ nợ) tăng và khả năng mất linh hoạt tài chính khi gặp biến động thị trường từ đó làm giảm giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cũng hàm ý rằng ngưỡng cấu trúc vốn tối ưu của các DN niêm yết ngành BĐS là 51,48%, các DN cần cân nhắc khi sử dụng cấu trúc vốn vượt quá mức ngưỡng này.

Kết quả mô hình hồi quy ngưỡng của nghiên cứu:

$$\begin{aligned}\text{TobinsQ}_{it} = {} & 1.456302 + 2.725146\text{AD}_{it}\text{I}(\text{AD}_{it} \le 0.3523) \\ & + 2.010043\text{AD}_{it}\text{I}(0.3523 < \text{AD}_{it} \le 0.5148) \\ & - 1.526802\text{AD}_{it}\text{I}(\text{AD}_{it} > 0.5148) + 0.92939\text{ROA}_{it} \\ & - 0.1679432\text{Size}_{it} + 0.0576472\text{FIRM}_{\text{AGE it}} \\ & - 0.0316131\text{ZSCORE}_{it} + e_{it}\end{aligned}$$

4.4. Một số kiến nghị

Các nhà quản lý doanh nghiệp, đặc biệt Giám đốc tài chính (CFO), cần áp dụng cách tiếp cận chủ động và linh hoạt trong quản trị cơ cấu vốn thay vì tuân thủ các nguyên tắc truyền thống.

Doanh nghiệp nên thiết lập hệ thống giám sát nội bộ, trong đó tỷ lệ nợ trên tài sản (DA) đóng vai trò chỉ báo cảnh báo sớm, được phân thành ba mức:

- Vùng xanh (DA < 35,23%): An toàn; có thể tận dụng nợ để tài trợ dự án tiềm năng, tối đa hóa lợi ích lá chắn thuế.

- Vùng vàng (35,23% ≤ DA ≤ 51,48%): Cảnh báo; cần phân tích chặt chẽ hiệu quả sử dụng vốn và tác động đến WACC, ưu tiên dự án có suất sinh lợi cao.

- Vùng đỏ (DA > 51,48%): Nguy hiểm; cần giảm đòn bẩy, tái cấu trúc nợ, thoái vốn ngoài lõi và xem xét huy động vốn chủ sở hữu nhằm cân bằng cơ cấu vốn.

Chuyển hướng từ "mở rộng quy mô" sang "tạo giá trị".

Kết quả cho thấy SIZE tác động âm đối với giá trị doanh nghiệp, hàm ý rằng tăng quy mô bằng nợ không luôn mang lại giá trị. Do đó, doanh nghiệp cần tập trung vào chỉ tiêu sinh lời (ROA) thông qua nâng cao hiệu quả hoạt động, kiểm soát chi phí, và lựa chọn dự án có biên lợi nhuận cao, dòng tiền ổn định.

Đa dạng hóa nguồn vốn và quản lý kỳ hạn nợ: Giảm phụ thuộc tín dụng ngân hàng, đặc biệt vay ngắn hạn cho dự án dài hạn. Doanh nghiệp cần đa dạng hóa kênh huy động như phát hành trái phiếu, thu hút quỹ đầu tư, liên doanh chiến lược, và kéo dài kỳ hạn nợ để giảm áp lực thanh toán ngắn hạn.

Tài liệu tham khảo:

Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. The Journal of Risk Finance, 6(5), 438-445.

Aggarwal, D., & Padhan, P. C. (2017). Impact of capital structure on firm value: Evidence from Indian hospitality industry. Theoretical Economics Letters, 7(4), 982-1000.

Altman, E. I. (2013). Predicting financial distress of companies: revisiting the Z-score and ZETA® models. In Handbook of research methods and applications in empirical finance (pp. 428-456). Edward Elgar Publishing.

Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (1993). Corporate financial distress and bankruptcy (Vol. 1998). New York: John Wiley & Sons.

Cheng, Y.-S., Liu, Y.-P., & Chien, C.-Y. (2010). Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis. African Journal of Business Management, 4(12), 2500.

Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. Financial Management, 70-74.

Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? Journal of Business Finance & Accounting, 30(3-4), 573-588.

Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. Journal of Corporate Finance, 7(3), 209-233.

Diamond, D. W. (1989). Reputation acquisition in debt markets. Journal of Political Economy, 97(4), 828-862.

Fama, E. F., & French, K. R. (1995). Size and book-to-market factors in earnings and returns. The Journal of Finance, 50(1), 131-155.

Jovanovic, B. (1982). Selection and the Evolution of Industry. Econometrica: Journal of the Econometric Society, 649-670.

Khan, A. G. (2012). The relationship of capital structure decisions with firm performance: A study of the engineering sector of Pakistan. International Journal of Accounting and Financial Reporting, 2(1), 245-262.

Lang, L. H. P., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. Journal of Political Economy, 102(6), 1248-1280.

Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3(4), 305-360.

Nieh, C.-C., Yau, H.-Y., & Liu, W.-C. (2008). Investigation of target capital structure for electronic listed firms in Taiwan. Emerging Markets Finance and Trade, 44(4), 75-87.

Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. Journal of Banking & Finance, 28(9), 2103-2134.

Shin, H. H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate strategy. Financial Practice and Education, Fall-Winter, 8(3), 37-45.

Sinebe, M. T. (2024). The impact of CEO attributes on firm value: Moderating role of firm size. International Journal of Intellectual Discourse, 7(2), 139-151.

Singh, A. K., & Bansal, P. (2016). Impact of financial leverage on firm's performance and valuation: A panel data analysis. Indian Journal of Accounting, 48(2), 73-80.

Tinoco, M. H., & Wilson, N. (2013). Financial distress and bankruptcy prediction among listed companies using accounting, market and macroeconomic variables. International Review of Financial Analysis, 30, 394-419.

Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. Journal of Money, Credit and Banking, 1(1), 15-29.

TUNG, T. D. U. Y., HAI, L. Y. X., & MY, L. A. M. T. H. I. K. (2019). DETERMINANTS OF FIRM PERFORMANCE OF VIETNAMESE LISTED REAL ESTATE COMPANIES: THE EVIDENCE OF LEVERAGE THRESHOLD. Journal of Science and Technology-IUH, 37(01).

Xu, W., Xu, X., & Zhang, S. (2005). An empirical study on relationship between corporation performance and capital structure. China-USA Business Review, 4(4), 49-53.

Zeitun, R., & Tian, G. G. (2007). Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan? Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 7(1), 66-82.