

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO**

**BỘ TÀI CHÍNH**

**HỌC VIỆN TÀI CHÍNH**

**MAI THANH GIANG**

**TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU NGUỒN VỐN ĐẾN GIÁ TRỊ  
DOANH NGHIỆP CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH NHỰA  
VÀ BAO BÌ NIÊM YẾT VIỆT NAM**

*Chuyên ngành:* Tài chính - Ngân hàng

*Mã số:* 9.34.02.01

**TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**HÀ NỘI - 2021**

**Công trình được hoàn thành  
tại Học viện Tài chính**

***Người hướng dẫn khoa học:*** 1. PGS, TS. Bùi Văn Vân  
2. TS. Lê Anh Tuấn

***Phản biện 1:*** .....

.....

***Phản biện 2:*** .....

.....

***Phản biện 3:*** .....

.....

**Luận án sẽ được bảo vệ tại Hội đồng chấm luận án  
cấp Học viện, họp tại Học viện Tài chính**

*Vào hồi ..... giờ....., ngày..... tháng..... năm 2021*

**Có thể tìm hiểu luận án tại Thư viện Quốc gia  
và Thư viện Học viện Tài chính**

## PHẦN MỞ ĐẦU

### 1. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu

Trong nền kinh tế thị trường, DN được coi như một tài sản, một loại hàng hóa có khả năng sinh lời và đem lại lợi ích cho nhà đầu tư. Do đó, khi nhà đầu tư thực hiện bỏ vốn đầu tư vào DN, hoặc khi đưa ra các quyết định đầu tư, quyết định tài chính phù hợp cần phải cân nhắc đến giá trị của DN. Trên góc độ tài chính, giá trị của DN được hiểu là tổng giá trị hiện tại của các khoản lợi ích mà nhà đầu tư thu được trong tương lai từ các hoạt động của DN mang lại. Các khoản lợi ích mà nhà đầu tư thu được từ DN được thể hiện qua dòng tiền mà DN đem lại cho nhà đầu tư trong tương lai. Đặt trong bối cảnh có sự biến động của thời gian, rủi ro và sự tăng trưởng trong tương lai..., ngoài mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận, nhà quản trị DN còn nhằm đạt tới mục tiêu tối đa hóa giá trị của DN.

Tuy nhiên, có rất nhiều yếu tố tác động đến giá trị của DN bao gồm các yếu tố bên trong và các yếu tố bên ngoài DN. Trong đó, cơ cấu nguồn vốn là một yếu tố rất quan trọng tác động đến giá trị của DN. Nhận định này được đề cập đến trong nghiên cứu về lý thuyết và thực nghiệm khác nhau nhưng mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn và giá trị của DN có kết quả không thống nhất. Các nghiên cứu của Dalbor, Lee & Upneja (2007), Cheng & Tzeng (2011), Sudivat et al.(2012), Rathinasamy et al. (2000), Altan & Arkan (2011), Ogbulu & Emeni (2012) cho thấy cơ cấu nguồn vốn có tác động cùng chiều đến giá trị DN. Các nghiên cứu của Aggarwal & Zhao (2007), Rayan (2008), Aggarwal et al. (2011) lại cho thấy cơ cấu nguồn vốn có tác động ngược chiều đến giá trị DN. Nhưng có lý thuyết cho rằng cơ cấu nguồn vốn không có mối quan hệ với giá trị của DN như Modigliani & Miller (1958, 1963); Jensen & Meckling (1976); Miller (1977); Myer (1977,1984); Myer & Majluf (1984); Graham, (2000); Baker & Wurgler (2002); Welch (2004).

Ngành công nghiệp N&BB là ngành công nghiệp đã có sự phát triển mạnh mẽ, góp phần quan trọng trong quá trình xây dựng và phát triển đất nước. Trong giai đoạn 2012 - 2018, ngành N&BB là một trong những ngành có tốc độ tăng trưởng cao, bình quân hàng năm đạt từ 16% - 18%. Với gần 4000 DN, phần lớn là DN tư nhân (chiếm 99,8% tổng số DN tham gia hoạt động trong ngành công nghiệp N&BB Việt Nam), ngành N&BB được coi là một ngành năng động trong nền kinh tế Việt Nam, đóng góp lớn vào tăng trưởng kinh tế, tạo công ăn việc làm. Sản phẩm N&BB do các DN Việt Nam sản xuất đã có mặt trong hầu hết các ngành nghề, các lĩnh vực khác nhau như ngành xây dựng, ngành điện tử, ngành ô tô. Trong tiêu dùng, sản phẩm từ nhựa được sử dụng làm bao bì đóng gói, các vận dụng bằng nhựa trong sinh hoạt như văn phòng phẩm, đồ chơi. Các sản phẩm làm bằng nhựa ngày càng được sử dụng nhiều hơn trong tiêu dùng hàng ngày cũng như làm nguyên liệu cho các ngành khác. Tuy nhiên, trong quá trình phát triển, các DN ngành N&BB gặp phải những khó khăn và hạn chế nhất định như quy mô các DN trong ngành còn nhỏ, phụ thuộc vào các ngành sản phẩm cuối như thực phẩm, xây dựng, thiết bị điện tử, ô tô; Nguyên liệu phục vụ sản xuất phần lớn được nhập khẩu, chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí sản xuất và nguyên liệu nhựa nguyên sinh kém đa dạng, đồng thời phân bố không đồng đều. Điều này buộc DN phải sử dụng nguồn vốn vay nhiều hơn nhằm giải quyết tình trạng khó khăn về tài chính do những biến động của thị trường tiêu thụ cũng như thị trường đầu vào. Nguồn vốn của DN phụ thuộc lớn vào các chủ thể bên ngoài. Các DN ngành N&BB chưa có định hướng điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn. Bên cạnh đó, các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả kinh doanh của các DN ngành N&BB như BEP, ROA, ROE đều có xu hướng

biến động giảm xuống trong giai đoạn 2012 - 2018. Sự gia tăng quy mô của các DN ngành N&BB do sự gia tăng quy mô nợ vay và vốn chủ sở hữu, chưa thực sự xuất phát từ sự gia tăng hiệu quả kinh doanh đem lại; Đòn bẩy tài chính tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh. Giá trị DN có xu hướng biến động giảm xuống.

Vấn đề đặt ra, cơ cấu nguồn vốn của DN ngành N&BB niêm yết hiện nay như thế nào? Có tác động đến giá trị DN không? Nếu có thì tác động này là cùng chiều hay ngược chiều với giá trị DN. Đây là căn cứ rất quan trọng để xuất các khuyến nghị giúp các nhà quản trị của các DN ngành N&BB điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn nhằm tối đa hóa giá trị DN. Chính vì vậy, việc nghiên cứu đề tài “Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp ngành Nhựa và Bao bì niêm yết tại Việt Nam” là vấn đề thiết thực có ý nghĩa khoa học và thực tiễn.

## **2. Tổng quan tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài**

Hiện nay, đã có nhiều công trình nghiên cứu trong và ngoài nước xem xét tác động của CCNV đến giá trị DN được công bố trên các tạp chí khoa học có uy tín. Tuy nhiên, với các mẫu nghiên cứu khác nhau, trong các lĩnh vực ngành nghề kinh doanh và địa điểm hoạt động của DN đa dạng đã cho ra các kết quả khác nhau. Theo đó, tác động của CCNV đến giá trị DN được thể hiện qua 3 hướng nhận định cụ thể sau:

Thứ nhất, Cơ cấu nguồn vốn không có tác động đến giá trị DN.

Thứ hai, Cơ cấu nguồn vốn có tác động tuyến tính đến giá trị DN.

Thứ ba, Cơ cấu nguồn vốn tác động phi tuyến tính đến giá trị DN.

Bên cạnh các nghiên cứu xem xét trực tiếp tác động CCNV đến giá trị DN, một số công trình nghiên cứu khác cũng xem xét tác động của CCNV đến hiệu quả kinh doanh, rủi ro tài chính và chi phí sử dụng vốn, từ đó có tác động gián tiếp đến giá trị DN.

## **3. Mục tiêu nghiên cứu**

\* Mục tiêu nghiên cứu: Đề xuất các khuyến nghị giúp các nhà quản trị DN ngành Nhựa & Bao bì niêm yết điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn nhằm nâng cao giá trị của doanh nghiệp.

\* Nhiệm vụ nghiên cứu: Từ mục tiêu nghiên cứu, các nhiệm vụ nghiên cứu cụ thể:

Thứ nhất, nghiên cứu một cách có hệ thống và góp phần làm rõ hơn cơ sở lý luận về cơ cấu nguồn vốn và tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị DN.

Thứ hai, phân tích, đánh giá thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DN Nhựa và Bao bì niêm yết tại Việt Nam.

Thứ ba, phân tích tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị DN của các DN Nhựa và Bao bì niêm yết tại Việt Nam.

Thứ tư, đề xuất các khuyến nghị giúp các nhà quản trị DN ngành Nhựa & Bao bì niêm yết tại Việt Nam điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn nhằm nâng cao giá trị của doanh nghiệp.

## **4. Đối tượng và Phạm vi nghiên cứu**

Để thực hiện được mục tiêu nghiên cứu và giải quyết được các câu hỏi nghiên cứu đặt ra, luận án xác định đối tượng và phạm vi nghiên cứu như sau:

**Đối tượng nghiên cứu:** Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp.

**Phạm vi nghiên cứu**

+ Về thời gian: Luận án tập trung nghiên cứu tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị DN của các DN ngành Nhựa và Bao bì niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn từ 2012 - 2018.

+ Về không gian: Luận án tập trung nghiên cứu điển hình về 35 DN sản xuất sản phẩm nhựa và DN sản xuất sản phẩm bao bì từ nhựa (gọi tắt là các DN Nhựa và Bao bì) niêm yết tại Việt Nam.

## **5. Phương pháp nghiên cứu**

Luận án sử dụng kết hợp các phương pháp nghiên cứu định tính và phương pháp định lượng trên cơ sở phương pháp luận của chủ nghĩa duy vật biện chứng và chủ nghĩa duy vật lịch sử nhằm phân tích, đánh giá, luận giải các câu hỏi nghiên cứu được đặt ra liên quan đến lĩnh vực nghiên cứu. Các phương pháp chính cụ thể như sau: (1) Phương pháp so sánh và thống kê mô tả; (2) Phương pháp hồi quy với dữ liệu bảng. như Phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất cổ điển gộp; Phương pháp hồi quy tác động cố định - Fixed Effect Model (FEM); Phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên - Random Effect Model (REM); Phương pháp hồi quy phân vị; Phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS).

## **6. Những đóng góp của Luận án**

Luận án nghiên cứu tác động của CCNV đến giá trị DN của các DN ngành N&BB niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. So với những nghiên cứu trước đây, Luận án đã có những đóng góp nhất định về mặt khoa học và thực tiễn cơ bản sau:

Thứ nhất, Luận án làm rõ hơn lý luận cơ bản về CCNV; giá trị DN và tác động của CCNV và giá trị DN. Trên cơ sở các nghiên cứu về lý thuyết và bằng chứng nghiên cứu thực nghiệm của các công trình trong và ngoài nước cho thấy có sự tác động của CCNV đến giá trị DN.

Thứ hai, Luận án đã phân tích, đánh giá thực trạng về tình hình tài chính; thực trạng về CCNV và giá trị DN của các DN ngành N&BB niêm yết tại Việt Nam. Qua đó, chỉ ra những đặc trưng, tồn tại và hạn chế trong CCNV của các DN ngành N&BB niêm yết tại Việt Nam.

Thứ ba, Luận án đã sử dụng thêm mô hình hồi quy bình phương nhỏ nhất tổng quát (FGLS) và mô hình hồi quy phân vị phân tích tác động của CCNV đến giá trị DN của các DN ngành N&BB niêm yết tại Việt Nam. Kết quả, có bằng chứng thống kê cho thấy hệ số nợ vay (DA), hệ số nợ vay ngắn hạn (SDA) tác động ngược chiều đến giá trị DN (Tobin's Q).

Thứ tư, Luận án đề xuất các khuyến nghị giúp các nhà quản trị DN ngành N&BB niêm yết điều chỉnh CCNV nhằm nâng cao giá trị DN. Một số đề xuất chính như: (1) Hoạch định CCNV mục tiêu; (2) Điều chỉnh cơ cấu nợ theo hướng tăng nợ dài hạn, giảm dần nợ ngắn hạn; (3) Định kỳ đánh giá, phân tích lại CCNV của DN; (4) Nâng cao hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính; (5) Nâng cao hiệu quả kinh doanh của DN.

## **7. Kết cấu của Luận án**

Ngoài phần phần mở đầu, kết luận chung, tài liệu tham khảo, danh mục các công trình đã được công bố và các bảng phụ lục, kết cấu của Luận án bao gồm 4 chương:

Chương 1: Cơ sở lý luận về tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp.

Chương 2: Thực trạng cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp ngành Nhựa và Bao bì niêm yết tại Việt Nam.

Chương 3: Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp ngành Nhựa và Bao bì niêm yết tại Việt Nam.

Chương 4: Khuyến nghị với các nhà quản trị doanh nghiệp ngành Nhựa và bao bì niêm yết tại Việt Nam

# CHƯƠNG 1

## CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU NGUỒN VỐN ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

### 1.1. TỔNG QUAN VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

#### 1.1.1. Nguồn vốn của doanh nghiệp

Nguồn vốn của doanh nghiệp phản ánh nguồn gốc lượng vốn mà doanh nghiệp huy động và sử dụng nhằm tạo ra sự tăng thêm giá trị tài sản cho doanh nghiệp.

Để tổ chức và lựa chọn phương thức huy động vốn một cách phù hợp và hiệu quả cần thực hiện phân loại nguồn vốn. Dựa vào tiêu thức nhất định có thể chia nguồn vốn của doanh nghiệp thành nhiều loại khác nhau.

\* Dựa vào quan hệ sở hữu vốn, nguồn vốn của doanh nghiệp bao gồm vốn chủ sở hữu và nợ phải trả.

\* Dựa vào thời gian huy động và sử dụng vốn, nguồn vốn của doanh nghiệp bao gồm nguồn vốn tạm thời (hay gọi là nguồn vốn ngắn hạn) và nguồn vốn thường xuyên (còn gọi nguồn vốn dài hạn).

\* Dựa vào phạm vi huy động vốn, nguồn vốn của doanh nghiệp bao gồm nguồn vốn bên trong và nguồn vốn bên ngoài.

#### 1.1.2. Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

##### 1.1.2.1. Khái niệm về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Theo các góc độ tiếp cận khác nhau cho thấy cách hiểu riêng biệt về cơ cấu nguồn vốn, từ đó ảnh hưởng đến các quyết định lựa chọn cơ cấu nguồn vốn phù hợp nhằm gia tăng lợi nhuận, giảm thiểu rủi ro và tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Do đó, theo NCS “*Cơ cấu nguồn vốn là mối quan hệ tỷ lệ giữa các nguồn vốn trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp được huy động và sử dụng vào hoạt động kinh doanh nhằm mục tiêu nhất định*”.

##### 1.1.2.2. Chỉ tiêu phản ánh cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Dựa theo quan hệ sở hữu vốn, cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp được thể hiện thông qua các chỉ tiêu như hệ số nợ, hệ số vốn chủ sở hữu.

Dựa theo thời gian huy động và sử dụng vốn, cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp được thể hiện thông qua các chỉ tiêu như hệ số nguồn vốn tạm thời, hệ số nguồn vốn thường xuyên.

Dựa theo phạm vi huy động vốn, cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp được thể hiện thông qua các chỉ tiêu như hệ số nguồn vốn bên trong, hệ số nguồn vốn bên ngoài.

##### 1.1.2.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Các nhân tố chủ yếu bên ngoài ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp bao gồm: Tốc độ tăng trưởng kinh tế; Lãi suất thị trường; Triển vọng phát triển của thị trường vốn; Tỷ lệ lạm phát.

Các nhân tố chủ yếu bên trong ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp bao gồm: quy mô của doanh nghiệp, cơ cấu tài sản của doanh nghiệp, rủi ro kinh doanh, khả năng sinh lời, tốc độ tăng trưởng, khả năng thanh toán. Doanh nghiệp cần đặc biệt quan tâm, cân nhắc tới các nhân tố này trong việc lựa chọn cơ cấu nguồn vốn.

##### 1.1.2.4. Các lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Một số lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn được đề cập trong luận án gồm Lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn tối ưu; Lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn của Modigliani và Miller ; Lý thuyết đánh đổi (Trade - Off - Theory, TOT) và Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory). Qua nghiên cứu về các lý thuyết trên cho thấy những điểm nổi bật sau: Thứ nhất, nghiên cứu các lý thuyết trên cho thấy rằng có mối liên hệ giữa CCNV với giá trị của DN. CCNV là một yếu tố quan trọng tác động tới giá trị của DN. Thứ hai, tồn tại một hệ số nợ tối ưu mà ở đó giá trị DN là tối đa, làm cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận. Thứ ba, trong thực tiễn, việc xác định CCNV tối ưu của DN là

khó khăn. Do đó, khi tính toán, khái niệm CCNV tối ưu được thay thế bằng khái niệm CCNV mục tiêu. CCNV mục tiêu là sự kết hợp giữa các nguồn vốn mà một DN muốn duy trì hướng đến đảm bảo gia tăng giá trị DN tương ứng với các giai đoạn phát triển khác nhau của DN. Thứ tư, xây dựng một CCNV mục tiêu là nhu cầu cần thiết trong công tác quản trị tài chính, cũng như trong chính sách tài trợ vốn của DN trong từng thời kỳ phát triển. Mỗi DN khi xây dựng chính sách tài trợ đều nhằm đạt được ba mục tiêu: (1) Huy động được nguồn vốn phù hợp với quy mô tối đa; (2) Xây dựng được CCNV mục tiêu; và (3) Duy trì CCNV mục tiêu đó.

## **1.2. TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU NGUỒN VỐN ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP.**

### **1.2.1. Tổng quan về giá trị doanh nghiệp**

#### **1.2.1.1. Khái niệm giá trị doanh nghiệp**

Theo cách tiếp cận chi phí, giá trị DN là giá trị toàn bộ các tài sản (tài sản hữu hình, tài sản vô hình) thuộc quyền sở hữu hiện tại của DN.

Theo cách tiếp cận lợi ích, giá trị DN là biểu hiện bằng tiền của toàn bộ các khoản lợi ích hay thu nhập mà DN có thể thu được trong tương lai.

Theo các tiếp cận thị trường, giá trị DN được phản ánh thông qua các chỉ số trên thị trường của DN như chỉ số giá giao dịch trên thị trường, tỷ số giá trên thu nhập bình quân (P/E), tỷ số giá trên doanh thu bình quân (P/S), tỷ số giá trên giá trị sổ sách bình quân (P/B), tỷ số giá trị DN trên lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao bình quân (EV/EBITDA), chỉ số Tobin'Q.

#### **1.2.1.2. Các yếu tố chủ yếu tác động đến giá trị DN**

- Nhóm yếu tố hiện trạng tài sản, nguồn vốn của DN: Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp; Quy mô, cơ cấu tài sản của doanh nghiệp.

- Nhóm yếu tố phản ánh trình độ quản trị của doanh nghiệp: Năng lực quản trị kinh doanh của doanh nghiệp; Hiệu quả kinh doanh và xu hướng tăng trưởng trong tương lai; Chính sách cổ tức của doanh nghiệp.

- Nhóm yếu tố phản ánh lợi thế kinh doanh của doanh nghiệp: Uy tín kinh doanh; Trình độ kỹ thuật và tay nghề lao động.

- Nhóm yếu tố thuộc môi trường kinh doanh của doanh nghiệp: Nhóm yếu tố thuộc môi trường kinh doanh chung của doanh nghiệp; Nhóm yếu tố thuộc môi trường kinh doanh đặc thù của doanh nghiệp.

#### **1.2.1.3. Một số phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp**

Cơ sở giá trị DN là cơ sở giá trị thị trường hoặc cơ sở giá trị phi thị trường. Mỗi phương pháp xác định giá trị DN được xây dựng dựa trên các cơ sở, căn cứ và phục vụ cho các đối tượng với các mục đích khác nhau, đặc điểm pháp lý, đặc điểm kinh tế - kỹ thuật và đặc điểm thị trường của DN. Tùy theo đặc điểm, cấu trúc hoạt động của DN; trình độ phát triển của mỗi quốc gia, mỗi khu vực; ngành nghề kinh doanh của DN và trình độ của đội ngũ chuyên gia định giá mà có thể chọn và sử dụng các phương pháp định giá khác nhau sao cho phù hợp. Các cách tiếp cận áp dụng trong ước định giá trị DN bao gồm: Cách tiếp cận từ thị trường, cách tiếp cận từ chi phí và cách tiếp cận từ lợi ích (hay thu nhập).

### **1.2.2. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp.**

#### **a. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.**

Tác động của việc sử dụng nợ vay đến tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu qua công thức sau:

$$ROE = \left[ BEP + \frac{D}{E} * (BEP - r) \right] * (1 - t)$$

Trong đó: BEP là Tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản; D là vốn vay; E là vốn chủ sở hữu; r là chi phí sử dụng nợ vay; t là thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

#### **b. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến rủi ro tài chính**

Theo quan điểm của lý thuyết đánh đổi, khi doanh nghiệp được tài trợ bằng vay nợ, hệ số nợ vay tăng lên, doanh nghiệp sẽ thu được lợi ích từ lá chắn thuế, chính lợi ích này làm cho giá

trị của doanh nghiệp có vay nợ tăng lên. Mặt khác, cùng với sự gia tăng việc sử dụng nợ vay, doanh nghiệp sẽ phát sinh một loại chi phí, gọi là chi phí phá sản hay chi phí kiệt quệ tài chính (chi phí khôn khó tài chính), điều này làm gia tăng rủi ro tài chính cho doanh nghiệp, từ đó làm cho giá trị doanh nghiệp giảm xuống. Khi quy mô nợ vay tăng lên đến điểm tối ưu, giá trị hiện tại của các khoản chi phí kiệt quệ tài chính bằng đúng giá trị hiện tại của các lợi ích do lá chắn thuế đem lại. Nếu doanh nghiệp tiếp tục vay nợ vượt qua điểm tối ưu, hệ số nợ vay tiếp tục tăng lên thì giá trị hiện tại của các khoản chi phí kiệt quệ tài chính lớn hơn giá trị hiện tại của các lợi ích do lá chắn thuế đem lại, rủi ro tài chính tăng lên và giá trị doanh nghiệp sẽ giảm xuống.

### ***c. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến chi phí sử dụng vốn bình quân***

Nhằm đáp ứng nhu cầu về vốn trong hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp phải huy động vốn từ nhiều nguồn khác nhau và mỗi nguồn vốn lại có chi phí sử dụng vốn khác nhau, nên cần xác định chi phí sử dụng vốn bình quân. Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) được xác định theo phương pháp bình quân gia quyền. Khi hệ số nợ thay đổi thì chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) cũng thay đổi. Nói cách khác, cơ cấu nguồn vốn có tác động đến chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp.

## **1.3. KINH NGHIỆM HOẠCH ĐỊNH CƠ CẤU NGUỒN VỐN ĐỂ TỐI ĐA HÓA GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP VÀ BÀI HỌC RÚT RA CHO CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH NHỰA VÀ BAO BÌ TẠI VIỆT NAM**

### **1.3.1. Kinh nghiệm của các doanh nghiệp thuộc các ngành khác nhau tại các quốc gia**

### **1.3.2. Kinh nghiệm của các doanh nghiệp thuộc các ngành khác nhau tại Việt Nam**

### **1.3.3. Những bài học rút ra cho các doanh nghiệp ngành Nhựa và Bao bì niêm yết Việt Nam**

Những bài học trong việc điều hành cơ cấu nguồn vốn nhằm gia tăng giá trị DN đối với DN ngành Nhựa và Bao bì niêm yết Việt Nam như sau:

Thứ nhất, về mặt lý thuyết và thực nghiệm có nhiều chỉ tiêu đo lường và được sử dụng đại diện cho giá trị DN nhưng chỉ tiêu phản ánh được kết quả trong quá khứ, đồng thời phản ánh thêm được sự kỳ vọng trong tương lai của nhà đầu tư được sử dụng phổ biến là Tobin'sQ.

Thứ hai, xử lý nợ là vấn đề quan trọng trong hoạch định cơ cấu nguồn vốn.

Thứ ba, cần xây dựng cơ cấu nguồn vốn mục tiêu nhằm giảm thiểu rủi ro khi hệ số nợ quá cao, đảm bảo sự độc lập về mặt tài chính.

Thứ tư, việc phân tích tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị DN cần đặt trong mối tương quan với các nhân tố bên trong và bên ngoài.

Thứ năm, các DN cần tập trung vào lĩnh vực chính, vào các bộ phận, hoạt động có hiệu quả. Khi hoạch định chiến lược xây dựng cơ cấu nguồn vốn, các DN cần phải rà soát lại các hoạt động kinh doanh của mình, tìm ra lĩnh vực mà mình hoạt động hiệu quả để tập trung nguồn lực phát huy.

## **CHƯƠNG 2**

### **THỰC TRẠNG CƠ CẤU NGUỒN VỐN VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH NHỰA VÀ BAO BÌ NIÊM YẾT VIỆT NAM**

#### **2.1. TỔNG QUAN VỀ CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH NHỰA VÀ BAO BÌ NIÊM YẾT VIỆT NAM**

##### **2.1.1. Khái quát về các doanh nghiệp ngành Nhựa và Bao bì Việt Nam**

##### **2.1.2. Đặc điểm sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp ngành Nhựa và Bao bì.**

##### **2.1.3. Tình hình tài chính và kết quả sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp ngành Nhựa và Bao bì niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam**

**Tổng quan về mẫu nghiên cứu:** Nguồn dữ liệu phục vụ cho phân tích được tổng hợp từ 2 nguồn chính gồm nguồn dữ liệu thứ cấp và nguồn số liệu sơ cấp. Tính đến thời điểm



31.12.2018, trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam có 38 DN thuộc ngành N&BB niêm yết. Tuy nhiên, các mã chứng khoán NHH, NSP và MCP không thu thập được đủ dữ liệu báo cáo tài chính trong giai đoạn 2012 - 2018 nên loại khỏi mẫu nghiên cứu. Như vậy, mẫu nghiên cứu còn lại 35 DN.

Căn cứ theo lĩnh vực sản xuất kinh doanh, có thể chia các DN trong mẫu nghiên cứu thành 2 nhóm. Nhóm 1: Nhóm DN sản xuất sản phẩm bao bì từ nhựa; Nhóm 2: Nhóm các DN sản xuất sản phẩm nhựa.

Căn cứ theo quy mô tài sản tại 31/12/2018, có thể chia mẫu nghiên cứu thành 3 nhóm. Nhóm 1 là nhóm có quy mô nhỏ, với các DN có quy mô tài sản bình quân dưới 100 tỷ đồng; Nhóm 2 là nhóm có quy mô trung bình, với các DN có quy mô tài sản từ trên 100 tỷ đồng đến dưới 1000 tỷ đồng; Nhóm 3 là nhóm có quy mô lớn, với các DN có quy mô tài sản bình quân trên 1000 tỷ đồng.

Căn cứ theo tỷ lệ sở hữu nhà nước tại 31/12/2018, có thể chia các DN trong mẫu nghiên cứu thành 2 nhóm. Nhóm 1 là nhóm có tỷ lệ sở hữu nhà nước dưới 50%; Nhóm 2 là nhóm có tỷ lệ sở hữu nhà nước trên 50%.

Căn cứ theo địa điểm niêm yết tại 31/12/2018, có thể chia các DN trong mẫu nghiên cứu thành 3 nhóm. Nhóm 1 là nhóm các DN niêm yết trên UPCOM; Nhóm 2 là nhóm các DN niêm yết trên HNX; Nhóm 3 là nhóm các DN niêm yết trên HOSE.

**Tình hình tài chính của các DN ngành N&BB niêm yết Việt Nam** trong giai đoạn 2012 -2018 nổi bật lên đặc điểm sau:

Về quy mô kinh doanh: Quy mô kinh doanh của các DN ngành N&BB đã tăng lên và có tốc độ tăng trưởng cao.

Về cơ cấu tài sản: Cơ cấu tài sản của các DN ngành N&BB có sự biến động rõ rệt qua 2 giai đoạn. Giai đoạn 2012 - 2015, tỷ lệ đầu tư vào TSNH tăng lên từ mức 62,06% năm 2012 tăng lên mức 64,67% năm 2015 và tỷ lệ đầu tư vào TSDH giảm xuống. Tuy nhiên, sang giai đoạn 2015 - 2018, cơ cấu tài sản có sự điều chỉnh theo hướng giảm dần tỷ lệ đầu tư vào TSNH từ mức 64,67% năm 2015 xuống mức 61,29% năm 2018. Nếu tính trong cả giai đoạn 2012 - 2018, các DN ngành N&BB duy trì cơ cấu tài sản bình quân xoay quanh mức 63% TSNH và 37% TSDH. Điều này xuất phát từ đặc điểm kinh doanh của các DN ngành N&BB trong thời gian qua đã duy trì quy mô hàng tồn kho, quy mô các khoản phải thu lớn nhằm dự trữ nguyên liệu sản xuất và thúc đẩy tiêu thụ sản phẩm.

Về khả năng thanh toán: Do duy trì quy mô tài sản ngắn hạn cao nên khả năng thanh toán hiện thời và khả năng thanh toán nhanh của các DN ngành N&BB đều lớn hơn 1, chứng tỏ các DN ngành N&BB vẫn đảm bảo thanh toán được các khoản nợ ngắn hạn. Tuy nhiên, chỉ tiêu KNTT hiện thời và KNTT nhanh có xu hướng giảm xuống trong giai đoạn 2014 - 2018. Chỉ tiêu KNTT tức thời duy trì mức khá thấp và có xu hướng giảm xuống, đây là chỉ số báo hiệu DN sẽ gặp khó khăn trong thanh toán các khoản nợ tới hạn.

Về hiệu suất hoạt động kinh doanh: Các chỉ tiêu phản ánh hiệu suất hoạt động kinh doanh của các DN ngành N&BB như vòng quay tổng tài sản, vòng quay vốn lưu động, vòng quay khoản phải thu và vòng quay hàng tồn kho đều có xu hướng giảm xuống trong giai đoạn 2012 - 2018, cho thấy hiệu suất hoạt động kinh doanh đã giảm xuống.

Về hiệu quả hoạt động, các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả hoạt động của các DN ngành N&BB như BEP, ROA, ROE đều có xu hướng giảm xuống trong giai đoạn 2012 - 2018. Điều này cho thấy, hiệu quả kinh doanh của DN giảm xuống. Trong bối cảnh, khi khả năng sinh lời kinh tế của tài sản chưa đủ bù đắp chi phí sử dụng nợ vay, việc gia tăng quy mô vay nợ sẽ có tác động làm giảm tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE), qua đó làm giảm giá trị DN.

Về sự cân bằng tài chính, trong giai đoạn 2012 - 2018, NWC của các DN ngành N&BB đều lớn hơn 0. Cho thấy, các DN vẫn đảm bảo được sự cân bằng tài chính, mặc dù tỷ lệ giữa NWC trên tổng tài sản có xu hướng giảm xuống.

## 2.2. THỰC TRẠNG CƠ CẤU NGUỒN VỐN VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NHỰA VÀ BAO BÌ NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM.=

### 2.2.1. Cơ cấu nguồn vốn theo quan hệ sở hữu

**Bảng 2.1: Hệ số nợ phải trả theo các tiêu chí phân loại**

*Đơn vị tính: %*

Lĩnh vực	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	BQ
<b>Theo lĩnh vực sản xuất kinh doanh</b>								
SXSPBB	44,33	43,55	41,89	41,23	42,28	46,06	47,16	43,79
SXSP Nhựa	45,71	47,77	48,94	46,14	48,01	49,63	49,54	47,96
<b>Theo quy mô tài sản</b>								
QM Nhỏ	32,04	28,29	23,12	20,12	19,68	20,38	20,30	23,42
QM TB	45,76	46,18	46,37	46,45	47,57	50,10	50,83	47,61
QM Lớn	49,14	53,00	54,78	49,01	52,25	55,34	55,20	52,67
<b>Theo tỷ lệ sở hữu nhà nước</b>								
SHTN	42,48	43,92	43,97	42,12	43,97	46,89	47,62	44,43
SHNN	58,09	56,55	56,50	54,08	54,19	54,55	53,27	55,32
<b>Theo địa điểm niêm yết</b>								
HOSE	44,21	44,55	44,52	42,38	45,31	49,66	51,79	46,06
HNX	48,58	49,32	48,57	48,59	51,45	53,08	53,65	50,46
UPCOM	40,53	42,29	43,63	38,72	36,93	39,08	37,61	39,83
<b>Ngành N&amp;BB</b>	<b>45,16</b>	<b>46,08</b>	<b>46,12</b>	<b>44,17</b>	<b>45,72</b>	<b>48,20</b>	<b>48,59</b>	<b>46,29</b>

*Nguồn: Tính toán của NCS từ BCTC của các DN Nhựa và BB*

Sự biến động cơ cấu nguồn vốn của các DN ngành N&BB có xu hướng biến động qua 2 giai đoạn. Trong giai đoạn 2012 - 2016, cơ cấu nguồn vốn của các DN ngành N&BB biến động theo xu hướng tăng dần hệ số vốn chủ sở hữu và giảm dần hệ số nợ vay. Tuy nhiên, sang giai đoạn 2016 - 2018, cơ cấu nguồn vốn có sự điều chỉnh theo hướng giảm dần hệ số vốn chủ sở hữu và tăng dần hệ số nợ. Cơ cấu nguồn vốn theo giá trị sổ sách năm 2018 xoay quanh mức 49% hệ số nợ và 51% hệ số vốn chủ sở hữu.

*\* Theo thời hạn sử dụng nợ*

Về quy mô các khoản nợ phải trả, nợ ngắn hạn và nợ dài hạn của các DN ngành N&BB tăng lên trong giai đoạn 2012 - 2018, với tốc độ tăng trưởng nợ bình quân hàng năm lần lượt là 22,39%; 19,08%; và 35,51%. Trong đó, nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng chủ yếu trong cơ cấu nợ phải trả, với tỷ trọng bình quân đạt 87,88%. Qua phân tích cơ cấu nợ phải trả cho thấy, quy mô nợ phải trả và hệ số nợ có xu hướng biến động tăng liên tục trong giai đoạn 2012 - 2018. Hệ số nợ bình quân giai đoạn 2012 - 2018 đạt 46,29%. Nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng rất cao trong cơ cấu nợ phải trả, bình quân đạt 87,88%. Việc sử dụng phần lớn nợ ngắn hạn tài trợ cho nhu cầu vốn của DN sẽ gây áp lực lên khả năng thanh toán, ảnh hưởng đến dòng tiền và qua đó tác động tiêu cực đến giá trị DN.

### 2.2.2. Cơ cấu nguồn vốn theo thời gian huy động và sử dụng vốn

Trong giai đoạn 2012 - 2018, các DN ngành N&BB duy trì cơ cấu nguồn vốn theo góc độ thời gian huy động và sử dụng vốn ổn định, với hệ số NVTX là 60% và hệ số NVTT là 40%. Tuy nhiên, cơ cấu nguồn vốn theo thời hạn huy động và sử dụng vốn đang có xu hướng điều chỉnh tăng dần hệ số NVTT và giảm dần hệ số NVTX trong giai đoạn 2016 - 2018, cơ cấu nguồn vốn năm 2018 đạt tỷ lệ 41,82% NVTT và 58,18% NVTX.

### 2.2.3. Cơ cấu nguồn vốn theo phạm vi huy động vốn

Quy mô NVBT và NVBN đều có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2012 - 2018, với tốc độ tăng trưởng bình quân lần lượt là 16,42% và 19,02%. Quy mô NVBN có giá trị lớn gấp bình quân 4,23 lần so với quy mô NVBT. Xét về cơ cấu, trong giai đoạn 2012 - 2018, các DN ngành N&BB có cơ cấu nguồn vốn ổn định, với cơ cấu NVBN là 83,35% và NVBT là 16,65%. Nguồn vốn bên ngoài của các DN ngành N&BB chiếm tỷ trọng cao trong tổng nguồn vốn của DN và có xu hướng giảm nhẹ trong giai đoạn 2012 - 2018.

### 2.2.4. Giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp ngành Nhựa và Bao bì niêm yết

**Bảng 2.2: Chỉ số Tobin'sQ theo các tiêu chí phân loại**

Loại hình	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Theo lĩnh vực sản xuất kinh doanh</b>							
SXSP BB	0,81	0,91	0,95	0,96	1,08	0,98	0,88
SXSP Nhựa	0,90	0,97	0,96	1,12	1,23	1,11	0,92
<b>Theo quy mô tài sản</b>							
QM Nhỏ	0,77	0,78	0,78	0,92	1,12	0,69	0,99
QM TB	0,86	0,92	0,92	0,95	1,03	0,99	0,84
QM Lớn	0,92	1,08	1,09	1,34	1,49	1,35	0,99
<b>Theo tỷ lệ sở hữu nhà nước</b>							
SHTN	0,86	0,94	0,94	1,07	1,20	1,07	0,90
SHNN	0,91	0,99	1,01	0,98	1,04	1,00	0,93
<b>Theo địa điểm niêm yết</b>							
HOSE	0,93	1,10	1,08	1,26	1,41	1,31	1,06
HNX	0,81	0,91	0,94	1,02	1,21	1,04	0,90
UPCOM	0,89	0,88	0,86	0,94	0,88	0,86	0,76
<b>Ngành Nhựa&amp;BB</b>	<b>0,87</b>	<b>0,95</b>	<b>0,95</b>	<b>1,06</b>	<b>1,17</b>	<b>1,06</b>	<b>0,90</b>

*Nguồn: Tính toán của NCS từ BCTC của DN*

Chỉ số Tobin'sQ tăng lên trong giai đoạn 2012 - 2018, từ mức 0,87 năm 2012 lên mức 0,90 năm 2018. Tuy nhiên, trong giai đoạn này, Tobin'sQ biến động qua 2 giai đoạn chính, giai đoạn 2012 - 2016, chỉ số Tobin'sQ tăng liên tục từ mức 0,87 năm 2012 lên mức 1,17 năm 2016. Điều này phản ánh giá trị DN của các DN ngành N&BB tăng lên trong giai đoạn này. Bước sang giai đoạn 2016 - 2018, chỉ số Tobin'sQ giảm từ 1,17 năm 2016 xuống 0,90 năm 2018. Điều này phản ánh giá trị DN của các DN ngành N&BB đã giảm xuống trong giai đoạn này.

## CHƯƠNG 3

### TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU NGUỒN VỐN ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH NHỰA VÀ BAO BÌ NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

#### 3.1. TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU NGUỒN VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH, RỦI RO TÀI CHÍNH, CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN BÌNH QUÂN VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH NHỰA VÀ BAO BÌ NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

##### 3.1.1. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến hiệu quả hoạt động của các DN ngành N&BB niêm yết tại Việt Nam

Mối quan hệ giữa CCNV với hiệu quả kinh doanh và qua đó tác động đến giá trị DN được phản ánh rõ qua 2 giai đoạn. Trong giai đoạn 2012 - 2016, tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) và chi phí sử dụng nợ vay (rdt) có xu hướng giảm xuống, đặc biệt BEP nhỏ hơn rdt, cho thấy đòn bẩy tài chính tác động theo chiều hướng âm. Trong điều kiện này, việc càng gia tăng hệ số nợ vay sẽ có tác động làm suy giảm tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE), từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị DN. Trong giai đoạn 2016 - 2018, tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản

và chi phí sử dụng nợ vay có xu hướng giảm, chỉ số (BEP - rdt) nhỏ hơn 0. Đòn bẩy tài chính vẫn có tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của DN. Trong điều kiện này, việc gia tăng hệ số nợ vay từ mức 32,05% năm 2016 lên mức 42,81% năm 2018; hệ số DE tăng từ mức 0,7 năm 2016 lên mức 1,34 năm 2018; gia tăng hệ số nợ vay ngắn hạn từ 23,39% năm 2016 lên mức 35% năm 2018, đã có tác động tiêu cực làm suy giảm ROE, và qua đó làm giảm giá trị DN (Tobin'sQ). Trong giai đoạn 2012 - 2018, tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản và chi phí sử dụng nợ vay có xu hướng giảm, chỉ số (BEP - rdt) nhỏ hơn 0, đòn bẩy tài chính có tác động âm.

**Bảng 3.1: Tác động của CCNV đến HQKD của các DN N&BB theo mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính**

Nhóm DN	Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tăng trưởng 2012 - 2018
Nhóm DN có đòn bẩy tài chính dương	BEP - rdt (%)	7,4	5,7	4,5	5,2	4,7	4,2	4,8	-7,05
	ROE (%)	23,3	25,2	21,1	20,8	20,1	18,1	17,0	-5,14
	Tobin'sQ	0,97	1,27	1,23	1,28	1,44	1,25	1,06	1,51 %
	DA (%)	27,3	24,2	22,7	26,2	24,8	27,7	32,4	2,89
	LDA (%)	3,6	6,8	4,8	5,8	4,7	8,4	5,5	7,11
	SDA (%)	23,7	17,3	17,9	20,4	20,1	19,3	26,9	2,16
Nhóm DN có đòn bẩy tài chính âm	BEP - rdt (%)	-6,1	-5,8	-6,0	-5,0	-3,2	-7,1	-5,7	-1,16
	ROE (%)	7,4	8,6	6,6	9,7	10,9	3,4	3,1	-13,51
	Tobin'sQ	0,79	0,80	0,82	0,87	0,97	0,80	0,78	-0,10 %
	DA (%)	48,2	44,4	48,1	40,8	37,5	49,3	50,6	0,80
	LDA (%)	11,9	7,2	7,5	6,8	11,6	11,6	9,6	-3,52
	SDA (%)	36,4	37,2	40,6	33,9	25,9	37,7	41,0	2,03

*Nguồn: Tính toán của NCS từ BCTC của DN*

Đối với nhóm có đòn bẩy tài chính dương, trong giai đoạn 2012 - 2018, hệ số nợ vay tăng lên từ mức bình quân 27,3% năm 2012 lên mức 32,4% năm 2018, với tỷ lệ tăng trưởng bình quân đạt 2,89%. Trong đó, hệ số nợ vay dài hạn, hệ số nợ vay ngắn hạn đều tăng lên với tỷ lệ tăng trưởng bình quân lần lượt là 7,11% và 2,16%. Dưới tác động tích cực của đòn bẩy tài chính, sự gia tăng hệ số nợ vay đã có tác động khuếch đại hiệu quả kinh doanh, từ đó tác động tích cực đến giá trị thị trường DN.

Đối với nhóm có đòn bẩy tài chính âm, trong giai đoạn 2012 - 2018, hệ số nợ vay tăng lên từ mức bình quân 48,2% năm 2012 lên mức 50,6% năm 2018, với tỷ lệ tăng trưởng bình quân đạt 0,8%. Trong đó, hệ số nợ vay dài hạn có sự giảm sút, với tỷ lệ giảm bình quân 3,52%. Hệ số nợ vay ngắn hạn đều tăng lên với tỷ lệ tăng trưởng bình quân 2,03%. Việc gia tăng hệ số nợ vay, đặc biệt từ sự gia tăng của hệ số nợ ngắn hạn, trong bối cảnh đòn bẩy tài chính khuếch đại âm sẽ có tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh và giá trị thị trường của DN. Tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu đã giảm xuống với tỷ lệ giảm 13,51%. Chỉ số Tobin'sQ cũng giảm xuống bình quân với tỷ lệ là 0,1%. Nhóm DN có đòn bẩy tài chính âm đang duy trì cơ cấu nguồn vốn với hệ số nợ vay và hệ số nợ vay ngắn hạn cao hơn nhiều lần hệ số nợ vay của nhóm DN có đòn bẩy tài chính dương. Tức là, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của nhóm DN có đòn bẩy tài chính âm là cao. Điều này tác động tiêu cực đến giá trị DN. Chỉ số Tobin'sQ qua các năm của nhóm DN có đòn bẩy tài chính âm đều thấp hơn nhóm DN có đòn bẩy tài chính dương.

Như vậy, qua phân tích con số trung bình chung của các DN N&BB cho thấy, do chỉ số (BEP - rdt) nhỏ hơn 0, đòn bẩy tài chính tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh. Hệ số nợ

vay, hệ số nợ vay ngắn hạn và hệ số DE có xu hướng tăng lên, sẽ có tác động tiêu cực làm giảm ROE của các DN ngành N&BB, cho thấy tồn tại mối quan hệ tác động ngược chiều giữa hệ số nợ vay, hệ số nợ vay ngắn hạn và hiệu quả kinh doanh, qua đó tác động tiêu cực đến giá trị DN.

### 3.1.2. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến rủi ro tài chính của các DN N&BB niêm yết tại Việt Nam

**Bảng 3.2: Tác động của CCNV đến rủi ro tài chính của DN ngành N&BB**

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tăng trưởng BQ		
								2012 - 2018	2012 - 2016	2016 - 2018
Hệ số nợ vay (%)	39,28	38,03	38,29	34,12	32,05	37,10	42,81	1,45	-4,96	15,57
Hệ số nợ vay DH (%)	8,33	7,06	6,36	6,38	8,66	9,84	7,82	-1,06	0,97	-5,00
Hệ số nợ vay NH (%)	30,95	30,97	31,93	27,74	23,39	27,26	35,00	2,07	-6,76	22,32
KNTT hiện thời	2,05	2,05	2,45	2,55	2,57	2,48	2,31	1,97%	5,77%	-5,24%
Zscore	7,54	7,69	7,85	8,51	8,72	7,79	7,45	-0,20%	3,70%	-7,55%
NWC (%)	23,23	22,77	23,88	26,76	25,30	22,11	19,48	-2,89	2,16	-12,26
Tobin's Q	0,87	0,95	0,95	1,06	1,17	1,06	0,90	0,69%	7,78%	-12,13%
ROE (%)	14,24	13,82	11,26	14,76	14,87	11,00	9,06	-7,26	1,08	-21,94

*Nguồn: Tính toán của NCS từ BCTC của DN*

Trong giai đoạn 2012- 2016, hệ số nợ vay có xu hướng biến động giảm xuống, với tỷ lệ giảm bình quân là 4,96%; hệ số nợ vay ngắn hạn giảm đã có tác động làm gia tăng hệ số khả năng thanh toán hiện thời, chỉ số Zscore và NWC của các DN N&BB, rủi ro tài chính của các DN ngành N&BB có xu hướng giảm xuống. Khi rủi ro tài chính giảm xuống sẽ có tác động làm gia tăng giá trị DN. Chỉ số ROE và Tobin'sQ của các DN N&BB đều tăng lên với tỷ lệ tăng trưởng tương ứng lần lượt là 1,08% và 7,78%. Như vậy, hệ số nợ vay, hệ số nợ vay ngắn hạn có tác động cùng chiều với rủi ro tài chính và qua đó tác động ngược chiều đến giá trị DN.

Sang giai đoạn 2016 - 2018, hệ số nợ vay có xu hướng biến động tăng lên, với tỷ lệ tăng trưởng bình quân là 15,57%, do sự gia tăng của hệ số nợ vay ngắn hạn đã có tác động làm các chỉ số hệ số khả năng thanh toán hiện thời, chỉ số Zscore và NWC của các DN N&BB có xu hướng biến động giảm xuống, rủi ro tài chính có biến động tăng lên. Rủi ro tài chính biến động tăng sẽ có tác động làm suy giảm giá trị DN. Chỉ số ROE và Tobin'sQ của các DN N&BB có biến động giảm xuống trong giai đoạn này với tỷ lệ giảm tương ứng lần lượt là 21,94% và 12,13%. Như vậy, hệ số nợ vay, hệ số nợ vay ngắn hạn có tác động cùng chiều với rủi ro tài chính và qua đó tác động ngược chiều đến giá trị DN.

Trong cả giai đoạn 2012 - 2018, khi hệ số nợ vay có xu hướng biến động tăng lên với tỷ lệ tăng trưởng bình quân đạt 1,45%; hệ số nợ vay ngắn hạn tăng với tỷ lệ tăng 2,07% đã có tác động làm các chỉ số Zscore, NWC có sự biến động giảm xuống. Rủi ro tài chính của các DN N&BB biến động tăng lên sẽ có tác động làm giảm giá trị DN. Chỉ số ROE đã giảm xuống với tỷ lệ giảm bình quân là 7,26%. Như vậy, khi hệ số nợ vay biến động tăng sẽ có tác động làm gia tăng rủi ro tài chính và qua đó sẽ tác động làm suy giảm giá trị DN.

Như vậy, mặc dù rủi ro tài chính vẫn được các DN N&BB kiểm soát, đảm bảo an toàn về mặt tài chính (hệ số khả năng thanh toán hiện thời lớn hơn 1, Zscore lớn hơn 5,83; NWC lớn hơn 0). Tuy nhiên, rủi ro tài chính có xu hướng biến động tăng lên cùng với sự gia tăng của hệ

số nợ vay, hệ số nợ vay ngắn hạn, điều này sẽ có tác động tiêu cực làm giảm giá trị DN. Nói cách khác, cơ cấu nguồn vốn của các DN N&BB trong giai đoạn 2012 - 2018 đã có tác động làm gia tăng rủi ro tài chính, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị DN.

### 3.1.3. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến chi phí sử dụng vốn của các DN ngành N&BB niêm yết tại Việt Nam

**Bảng 3.3: Tác động của CCNV đến chi phí sử dụng vốn của DN N&BB**

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tăng trưởng		
								2012 - 2016	2016 - 2018	2012 - 2018
Hệ số nợ vay (%)	39,28	38,03	38,29	34,12	32,05	37,10	42,81	-4,96	15,57	1,45
Hệ số nợ vay DH (%)	8,33	7,06	6,36	6,38	8,66	9,84	7,82	-1,06	0,97	-5,00
Hệ số nợ vay NH (%)	30,95	30,97	31,93	27,74	23,39	27,26	35,00	2,07	-6,76	22,32
$r_e$ (%)	11,68	13,44	12,07	9,82	10,21	8,45	7,68	-3,32	-13,23	-6,74
$r_{dt}$ (%)	11,55	11,95	11,29	9,24	8,69	7,95	7,65	-6,86	-6,18	-6,63
WACC (%)	12,15	13,31	12,63	10,00	10,22	8,95	8,37	-4,24	-9,50	-6,03
Tobin'sQ	0,87	0,95	0,95	1,06	1,17	1,06	0,90	0,08	-0,12	0,69

*Nguồn: Tính toán của NCS từ BCTC của DN*

Trong giai đoạn 2012- 2016, do lãi suất cho vay trên thị trường, lãi suất phi rủi ro có xu hướng giảm, dẫn đến chi phí sử dụng vốn vay có sự biến động giảm xuống, với tỷ lệ giảm là 6,86%. Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu cũng có biến động giảm xuống với tỷ lệ giảm là 3,32%. Cùng với sự điều chỉnh hệ số nợ vay giảm xuống với tỷ lệ giảm là 4,96% trong giai đoạn 2012 - 2016 đã có tác động làm giảm chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) từ mức 12,15% năm 2012 xuống mức 10,22% năm 2016. Khi chi phí sử dụng vốn bình quân giảm xuống sẽ có tác động làm tăng giá trị DN. Chỉ số Tobin'sQ và ROE đã có sự biến động tăng lên trong giai đoạn 2012 - 2016. Như vậy, hệ số nợ vay giảm đã có tác động làm giảm WACC, và qua đó tác động làm tăng chỉ số Tobin'sQ và ROE, tức giá trị DN tăng lên. Nói cách khác, có mối quan hệ ngược chiều giữa hệ số nợ vay với giá trị DN trong giai đoạn 2012 - 2016.

Sang giai đoạn 2016 - 2018, chi phí sử dụng vốn vay giảm bình quân là 6,18%; chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu giảm bình quân là 13,23%. Điều này có tác động làm giảm chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC), với tỷ lệ giảm bình quân là 9,5%, và qua đó tác động làm gia tăng giá trị DN. Bên cạnh đó, khi chi phí sử dụng nợ vay giảm, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu đã thúc đẩy các DN ngành N&BB gia tăng các khoản vay nợ (tỷ lệ tăng trưởng bình quân giai đoạn này là 33,88%); gia tăng số lượng cổ phiếu thường đang lưu hành, qua đó mong muốn gia tăng giá trị vốn chủ sở hữu. Nhưng giá trị cổ phiếu trên thị trường của các DN N&BB có xu hướng giảm, làm cho giá trị thị trường vốn chủ sở hữu giảm xuống với tỷ lệ giảm bình quân là 12,71%. Điều này làm cho hệ số nợ vay có biến động tăng lên (với tỷ lệ tăng bình quân 15,57%; giá trị DN (Tobin'sQ) có biến động giảm xuống (với tỷ lệ giảm 12,13%). Như vậy, có mối quan hệ ngược chiều giữa hệ số nợ vay với giá trị DN trong giai đoạn 2016 - 2018.

Trong cả giai đoạn 2012 - 2018, khi hệ số nợ vay có xu hướng biến động tăng lên, với tỷ lệ tăng trưởng bình quân đạt 1,45%, cùng với sự giảm xuống của chi phí sử dụng vốn vay, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu đã có tác động làm giảm chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) và qua đó có tác động làm tăng giá trị DN (Tobin'sQ). Như vậy, có mối quan hệ cùng chiều giữa hệ số nợ vay với giá trị DN trong giai đoạn 2012 - 2018.

Tóm lại, qua các phân tích trên nhận thấy, trong giai đoạn 2012 - 2016, hệ số nợ vay có biến động giảm xuống đã có tác động làm gia tăng hiệu quả kinh doanh, giảm rủi ro tài chính và

giảm chi phí sử dụng vốn bình quân, và qua đó có tác động làm gia tăng giá trị DN (Tobin's Q). Sang giai đoạn 2016 - 2018, hệ số nợ vay có biến động tăng lên đã có tác động làm giảm hiệu quả kinh doanh, gia tăng rủi ro tài chính và qua đó có tác động làm giảm giá trị DN. Như vậy, qua xem xét từng giai đoạn cho thấy có mối quan hệ tác động ngược chiều giữa hệ số nợ vay với giá trị DN (Tobin's Q). Tuy nhiên, nếu xét cả trong giai đoạn 2012 - 2018, sự gia tăng hệ số nợ vay đã có tác động làm giảm hiệu quả kinh doanh (ROE giảm), gia tăng rủi ro tài chính (Zscore và NWC giảm), chi phí sử dụng vốn bình quân giảm.

Như vậy, qua phân tích cho thấy có sự khác biệt trong mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn với giá trị DN (Tobin's Q) đối với các nhóm DN khác nhau theo các tiêu thức được phân loại.

Hệ số nợ vay ngắn hạn có mối quan hệ ngược chiều với chỉ số Tobin's Q của nhóm DN có quy mô nhỏ, quy mô trung bình, quy mô lớn và có mối quan hệ cùng chiều với Tobin's Q của nhóm DN SXSP nhựa; SXSP bao bì và nhóm DN thuộc SHTN, SHNN, nhóm DN niêm yết trên HOSE, HNX.

Hệ số nợ vay dài hạn có mối quan hệ ngược chiều với chỉ số Tobin's Q của nhóm DN SXSP nhựa, quy mô nhỏ, nhóm DN thuộc SHNN. Tobin's Q có mối quan hệ cùng chiều với hệ số nợ vay dài hạn của nhóm DN có quy mô trung bình, quy mô lớn, nhóm DN thuộc SHTN, DN niêm yết trên HOSE, HNX, UPCOM.

Hệ số nợ vay có mối quan hệ ngược chiều với chỉ số Tobin's Q của nhóm DN có quy mô nhỏ, trung bình và nhóm DN thuộc SHNN; nhóm DN niêm yết trên UPCOM. Tobin's Q có mối quan hệ cùng chiều với hệ số nợ vay của nhóm DN SXSP nhựa, SXSP bao bì, nhóm DN có quy mô lớn, nhóm DN SHTN, niêm yết trên HOSE, HNX.

### **3.2. SỬ DỤNG MÔ HÌNH HỒI QUY TUYẾN TÍNH KHẢO SÁT SỰ TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU NGUỒN VỐN ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH NHỰA VÀ BAO BÌ NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM**

#### **3.2.1. Mô tả các biến được lựa chọn nghiên cứu**

- Biến phụ thuộc phản ánh giá trị của DN. Tùy theo phương pháp tính toán khác nhau, giá trị DN có cách ước định giá trị khác nhau. Trong Luận án, giá trị DN được đại diện thông qua chỉ tiêu là Tobin's Q.

$$\text{Tobin's Q} = (\text{EMV} + \text{LBV}) / (\text{EBV} + \text{LBV})$$

- Biến giải thích: Khi xem xét cơ cấu nguồn vốn của DN, ta thường chú trọng đến mối quan hệ giữa các khoản vay nợ (bao gồm vay ngắn hạn, vay dài hạn) và vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn của DN. Trong đó, vay ngắn hạn và vay dài hạn xác định theo giá trị sổ sách; Vốn chủ sở hữu được xác định theo giá trị thị trường của DN. Cơ cấu nguồn vốn của DN được thể hiện thông qua chỉ tiêu hệ số nợ vay (DA), hệ số nợ vay ngắn hạn (SDA), hệ số nợ vay dài hạn (LDA).

- Biến kiểm soát, bao gồm Hiệu quả kinh doanh (ROA); Cơ cấu tài sản (TANG); Hiệu quả sử dụng vốn và tài sản (VTS); Tốc độ tăng trưởng DN (GRTS); Quy mô DN (QMTS)

Trên nền tảng phép lựa chọn mô hình BMA thông qua gói ứng dụng BMS trên phần mềm thống kê mã nguồn mở R, các biến kiểm soát tác động tốt nhất đến giá trị DN sẽ được phân tích. Kết quả cho thấy, các biến kiểm soát có khả năng nhất tác động đến giá trị DN (Tobin's Q) được lựa chọn gồm ROA và QMTS.

Mô hình nghiên cứu được đề xuất:

- Mô hình 1: Tác động của hệ số nợ vay đến giá trị DN

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1.DA_{i,t} + \beta_2.ROA_{i,t} + \beta_3.QMTS_{i,t}$$

- Mô hình 2: Tác động của hệ số nợ vay dài hạn đến giá trị DN

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1.LDA_{i,t} + \beta_2.ROA_{i,t} + \beta_3.QMTS_{i,t}$$

- Mô hình 3: Tác động của hệ số nợ vay ngắn hạn đến giá trị DN

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1.SDA_{i,t} + \beta_2.ROA_{i,t} + \beta_3.QMTS_{i,t}$$

### 3.2.2. Kết quả nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp

#### Mô hình 1: Tác động của hệ số nợ vay (DA) và các biến độc lập đến giá trị DN (Tobin'sQ)

Theo mô hình FGLS, hệ số hồi quy biến hệ số nợ vay (DA) của nhóm DN N&BB; nhóm DN Nhựa; nhóm DN Bao bì; Nhóm DN có tỷ lệ SHNN dưới 50%; Nhóm DN có quy mô trung bình và nhóm DN có quy mô lớn lần lượt là - 0,635; - 0,305; - 1,274; - 0,624; - 0,743 và - 0,678 với mức ý nghĩa thống kê 1%. Điều đó có nghĩa rằng, hệ số nợ vay (DA) có tác động ngược chiều đến giá trị DN (Tobin'sQ) với mức ý nghĩa thống kê 1%. Tức là, khi DA tăng 1% thì giá trị DN (Tobin'sQ) của nhóm DN N&BB giảm 0,635%; nhóm DN nhựa giảm 0,305%; nhóm DN bao bì giảm 1,274%; Nhóm DN có tỷ lệ SHNN dưới 50% giảm 0,624%; Nhóm DN có quy mô trung bình giảm 0,743% và nhóm DN có quy mô lớn giảm 0,678% với độ tin cậy 99%. Nhóm DN SXSP bao bì có độ biến động giá trị DN lớn hơn nhóm DN N&BB và nhóm DN SXSP nhựa do hiệu quả kinh doanh của nhóm DN này kém, chi phí sử dụng nợ vay lớn nên đòn bẩy tài chính khuếch đại âm, việc gia tăng vay nợ sẽ làm giá trị DN càng giảm lớn hơn. Tuy nhiên, kết luận này chỉ nói lên sự biến động trung bình của hệ số nợ vay và không đề cập tới những biến động trên toàn bộ phân phối của nó. Hệ số hồi quy phân vị của biến DA cho thấy tác động của DA lên Tobin'sQ tương ứng với từng phân vị của Tobin'sQ.

Nhóm DN N&BB: Ứng với các phân vị Q15, Q20, Q30, Q40, hệ số nợ vay (DA) có tác động cùng chiều đến GTDN (Tobin'sQ) với mức ý nghĩa thống kê 5% và 10% của phân vị Q15 và Q20. Nhưng mức độ tác động của DA lên Tobin'sQ giảm xuống khi phân vị tăng dần từ Q1 đến Q40. Tương ứng với mức phân vị cao hơn Q40, mức độ tác động của hệ số nợ vay (DA) đến giá trị DN (Tobin'sQ) tăng dần nhưng theo xu hướng ngược chiều với mức ý nghĩa thống kê 5% và 10% tại phân vị Q70, Q85 và Q90. Nói cách khác, nhóm DN Nhựa và Bao bì có Tobin'sQ nhỏ hơn 0,88 (tương ứng phân vị Q40), hệ số nợ vay có tác động cùng chiều đến giá trị DN, quyết định sử dụng nợ vay để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của DN N&BB sẽ tạo ra tín hiệu tốt đến thị trường. Những DN có Tobin'sQ lớn hơn 0,88, hệ số nợ vay có tác động ngược chiều đến GTDN.

Như vậy, mô hình FGLS cho thấy bằng chứng chứng minh hệ số nợ vay (DA) có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp trong các nhóm doanh nghiệp được phân tích (ngoại trừ nhóm DN có tỷ lệ SHNN trên 50%). Mô hình hồi quy phân vị cho thấy, những DN có Tobin'sQ thấp (tương ứng với mức phân vị nhỏ hơn Q40 của nhóm DN N&BB; Q30 của nhóm DN SXSP nhựa và nhóm DN có tỷ lệ SHNN dưới 50%; Q60 của nhóm DN SXSP Bao bì; Q50 của nhóm DN có quy mô trung bình và Q20 của nhóm DN có quy mô lớn) hệ số nợ vay (DA) có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp. Ngược lại, những DN có Tobin'sQ cao hơn, hệ số nợ vay (DA) có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp. Nói cách khác, những doanh nghiệp có giá trị DN thấp, việc gia tăng vay nợ sẽ có tác động gia tăng giá trị doanh nghiệp. Những DN có giá trị DN cao hơn, việc gia tăng vay nợ sẽ có tác động làm giảm giá trị doanh nghiệp.

#### Mô hình 2: Tác động của hệ số nợ vay dài hạn (LDA) và các biến độc lập đến giá trị DN (Tobin'sQ)

Theo mô hình FGLS, không có bằng chứng thống kê cho thấy hệ số nợ vay dài hạn (LDA) có tác động ngược chiều đến giá trị DN (Tobin'sQ) đối với nhóm DN N&BB; nhóm DN SXSP nhựa; nhóm DN SXSP bao bì nhựa. Đối với nhóm DN có quy mô TB; nhóm DN có quy mô lớn, có bằng chứng thống kê cho thấy hệ số nợ vay dài hạn (LDA) có tác động ngược chiều đến giá trị DN (Tobin'sQ). Tức là, việc gia tăng sử dụng nợ vay dài hạn có tác động làm giảm giá trị doanh nghiệp. Đối với nhóm DN có tỷ lệ SHNN dưới 50% và nhóm DN có tỷ lệ SHNN trên 50%, hệ số nợ vay dài hạn (LDA) có tác động cùng chiều đến giá trị DN (Tobin'sQ) với mức ý nghĩa thống kê 10% đối với nhóm DN có tỷ lệ SHNN trên 50%. Tuy



nhiên, kết luận này chỉ nói lên sự biến động trung bình của hệ số nợ vay và không đề cập tới những biến động trên toàn bộ phân phối của nó. Hệ số hồi quy phân vị của biến LDA cho thấy tác động của LDA lên Tobin'sQ tương ứng với từng phân vị của Tobin'sQ.

Nhóm DN N&BB: Tại phân vị Q15 và Q20, hệ số nợ vay dài hạn (LDA) có tác động cùng chiều đến giá trị DN (Tobin'sQ) với mức ý nghĩa thống kê 5% và 10%. Còn các mức phân vị khác từ Q30 đến Q90, không có bằng chứng thống kê cho thấy hệ số nợ vay dài hạn (LDA) có tác động cùng chiều đến giá trị DN (Tobin'sQ). Nói cách khác, nhóm DN Nhựa và Bao bì có Tobin'sQ nhỏ hơn 0,74 (tương ứng phân vị Q20), hệ số nợ vay dài hạn có tác động cùng chiều đến giá trị DN, quyết định sử dụng nợ vay để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của DN N&BB sẽ tạo ra tín hiệu tốt đến thị trường.

Như vậy, kết quả phân tích trong mô hình FGLS không có bằng chứng thống kê cho thấy hệ số nợ vay dài hạn (LDA) có tác động ngược chiều đến Tobin'sQ. Tại các mức phân vị thấp (Q15, Q20), có bằng chứng thống kê cho thấy LDA có tác động cùng chiều đến Tobin'sQ đối với nhóm DN N&BB; nhóm DN có quy mô trung bình. Ngoài ra, có bằng chứng thống kê cho thấy ROA và QMTS có tác động cùng chiều đến Tobin'sQ, tức là việc nâng cao hiệu quả kinh doanh và mở rộng quy mô DN sẽ có tác động làm tăng giá trị DN.

### **Mô hình 3: Tác động của hệ số nợ vay ngắn hạn (SDA) và các biến độc lập đến giá trị DN (Tobin'sQ)**

Theo mô hình FGLS, có bằng chứng thống kê cho thấy hệ số nợ vay ngắn hạn (SDA) của nhóm DN N&BB; nhóm DN SXSP nhựa; nhóm DN SXSP bao bì nhựa; nhóm DN có tỷ lệ SHNN dưới 50%; nhóm DN có quy mô trung bình và nhóm DN có quy mô lớn có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp (Tobin'sQ) với mức ý nghĩa thống kê 1%. Tức là, việc gia tăng sử dụng nợ vay ngắn hạn sẽ có tác động làm suy giảm giá trị doanh nghiệp. Không có bằng chứng thống kê cho thấy hệ số nợ vay ngắn hạn (SDA) có tác động ngược chiều đến Tobin'sQ của nhóm DN có tỷ lệ SHNN trên 50%. Tuy nhiên, kết luận này chỉ nói lên sự biến động trung bình của hệ số nợ vay ngắn hạn và không đề cập tới những biến động trên toàn bộ phân phối của nó. Hệ số hồi quy phân vị của biến SDA cho thấy tác động của SDA lên Tobin'sQ tương ứng với từng phân vị của Tobin'sQ.

Nhóm DN N&BB: Ứng với các phân vị Q15, Q20, Q30, hệ số nợ vay ngắn hạn (SDA) có tác động cùng chiều đến giá trị DN (Tobin'sQ) với mức ý nghĩa thống kê 10% tại phân vị Q15. Mức độ tác động của SDA lên Tobin'sQ giảm xuống khi phân vị tăng dần từ Q15 đến Q30. Tương ứng với mức phân vị từ Q40 đến Q90, hệ số nợ vay ngắn hạn (SDA) có tác động ngược chiều đến giá trị DN (Tobin'sQ) với mức ý nghĩa thống kê 5% tại phân vị Q70 đến Q90. Mức độ tác động của SDA đến Tobin'sQ tăng dần từ mức phân vị Q40 đến Q90. Nói cách khác, nhóm DN N&BB có Tobin'sQ nhỏ hơn 0,81 (tương ứng phân vị Q30), hệ số nợ vay ngắn hạn có tác động cùng chiều đến giá trị DN, quyết định sử dụng nợ vay ngắn hạn để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của DN N&BB sẽ tạo ra tín hiệu tốt đến thị trường. Những DN có Tobin'sQ lớn hơn 0,81, hệ số nợ vay ngắn hạn có tác động ngược chiều đến giá trị DN.

Như vậy, kết quả phân tích trong mô hình FGLS cung cấp bằng chứng cho thấy hệ số nợ vay ngắn hạn (SDA) có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp trong các nhóm doanh nghiệp được phân tích. Mô hình hồi quy phân vị, cung cấp bằng chứng thống kê cho thấy những DN có giá trị DN cao, hệ số nợ vay ngắn hạn (SDA) có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp (Tobin'sQ).

## **3.3. TỔNG HỢP KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU**

### **3.3.1. Kết quả đạt được**

Thứ nhất, cơ cấu nguồn vốn của các DN ngành N&BB đã đảm bảo khả năng tự chủ tài chính.

Trong giai đoạn 2012 - 2016, nền kinh tế có sự phục hồi với tốc độ tăng trưởng kinh tế tăng liên tục, thị trường chứng khoán có sự khởi sắc, giá chứng khoán bình quân của nhóm DN ngành N&BB đều tăng lên, dẫn đến giá trị nguồn vốn chủ sở hữu theo giá trị thị trường của các DN ngành N&BB tăng lên, hệ số vốn chủ sở hữu theo giá trị thị trường tăng lên liên tục từ mức 60,72% năm 2012 lên mức 67,95% năm 2016. Đồng thời, trong giai đoạn 2012 - 2018, dù đứng trên góc độ giá trị sổ sách hay giá trị thị trường, hệ số vốn chủ sở hữu của các DN ngành N&BB đều lớn hơn hệ số nợ. Điều này cho thấy, cơ cấu nguồn vốn của các DN ngành N&BB đã đảm bảo khả năng tự chủ tài chính.

Thứ hai, cơ cấu nguồn vốn của các DN ngành N&BB đã đảm bảo sự cân bằng tài chính trong hoạt động kinh doanh.

Quy mô NVTX và NVTT đều có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2012 - 2018, với tốc độ tăng trưởng bình quân lần lượt là 18,24% và 19,08%. Tuy nhiên, các DN ngành N&BB duy trì hệ số NVTX bình quân là 60% và hệ số NVTT bình quân là 40%. Nguồn vốn thường xuyên mang tính chất dài hạn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nguồn vốn. Điều này phù hợp với đặc điểm ngành nghề kinh doanh và đảm bảo sự ổn định trong hoạt động tài trợ của DN. Trong giai đoạn 2012 - 2018, chỉ số NWC của các DN ngành N&BB đều lớn hơn 0 theo các tiêu chí phân loại. Như vậy, các yếu tố phân tích trên cho thấy các DN ngành N&BB vẫn đảm bảo sự cân bằng tài chính.

Thứ ba, giá trị DN của các DN ngành N&BB có xu hướng tăng lên.

Giá trị DN được phản ánh qua chỉ tiêu Tobin's Q. Chỉ số Tobin's Q tăng lên trong giai đoạn 2012 - 2016 và giảm xuống trong giai đoạn 2016 - 2018. Điều đó cho thấy, giá trị DN của các DN ngành N&BB tăng lên trong giai đoạn 2012 - 2016 và giảm xuống trong giai đoạn 2016 - 2018. Nếu xét chung trong giai đoạn 2012 - 2018, chỉ số Tobin's Q tăng nhẹ, nói cách khác, giá trị DN của các DN ngành N&BB có xu hướng tăng nhẹ. Ngoại trừ nhóm DN niêm yết trên UPCOM có chỉ số Tobin's Q giảm xuống trong giai đoạn 2012 - 2018, các nhóm DN còn lại có chỉ số Tobin's Q tăng lên trong giai đoạn 2012 - 2016 và giảm xuống trong giai đoạn 2016 - 2018. Đặc biệt, năm 2018, chỉ số Tobin's Q của các nhóm DN này chụm gần nhau, xoay gần quanh mức 0,9.

### **3.3.2. Hạn chế và nguyên nhân**

#### **3.3.2.1. Hạn chế**

Một là, việc gia tăng nợ vay làm giảm hiệu quả kinh doanh của DN.

Các chỉ số BEP, ROA, ROE của các DN ngành N&BB có xu hướng giảm xuống trong giai đoạn 2012 - 2018. Hệ số nợ vay có xu hướng biến động tăng lên trong giai đoạn 2012 - 2018 với tốc độ tăng bình quân hàng năm là 1,45%. Trong bối cảnh tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) có xu hướng biến động giảm và đạt thấp hơn so với chi phí sử dụng nợ vay (rdt) đã làm cho đòn bẩy tài chính phát sinh tác động ngược chiều, khuếch đại giảm tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE). Như vậy, việc điều chỉnh gia tăng mức vay nợ của các DN ngành N&BB trong giai đoạn 2012 - 2018 đã làm giảm hiệu quả kinh doanh của DN, từ đó có tác động tiêu cực đến giá trị DN; Đặc biệt đối với nhóm các DN có hiệu số giữa tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản và lãi suất tiền vay bị âm (BEP - rdt < 0).

Hai là, việc gia tăng quy mô nợ vay và hệ số nợ vay đã làm tăng rủi ro tài chính, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Cơ cấu nguồn vốn của các DN ngành N&BB có sự điều chỉnh theo hướng tăng dần hệ số nợ và giảm hệ số vốn chủ sở hữu trong giai đoạn 2012 - 2018. Cơ cấu nguồn vốn theo giá trị sổ sách năm 2018 xoay quanh mức 49% hệ số nợ và 51% hệ số vốn chủ sở hữu. Trong cơ cấu nguồn vốn của DN ngành N&BB, các khoản nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao, bình quân trong giai đoạn 2012 - 2018 đạt 39,39%. Đồng thời, các khoản nợ

phải trả của DN phần lớn là các khoản nợ có phí (28,67%). Điều này cho thấy, việc gia tăng sử dụng nguồn vốn vay nợ ngắn hạn sẽ làm gia tăng rủi ro tài chính cho DN, từ đó có tác động làm giảm giá trị DN. Về cơ cấu nợ phải trả, quy mô và tỷ trọng nợ ngắn hạn trong tổng nợ phải trả có xu hướng tăng. Nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng rất cao trong cơ cấu nợ phải trả, bình quân giai đoạn 2012 - 2018 đạt 87,88%. Việc sử dụng phần lớn nợ ngắn hạn tài trợ cho nhu cầu vốn của DN sẽ gây áp lực lên khả năng thanh toán, ảnh hưởng đến dòng tiền và qua đó tác động tiêu cực đến giá trị DN.

Ba là, nguồn vốn của các DN Nhựa và Bao bì lệ thuộc chủ yếu vào nguồn vốn bên ngoài.

Mặc dù về mặt quy mô, NVBT và NVBN đều có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2012 - 2018 với tốc độ tăng trưởng bình quân lần lượt là 16,42% và 19,02%, nhưng về mặt cơ cấu, trong giai đoạn 2012 - 2018, các DN ngành N&BB duy trì ổn định tỷ trọng NVBN bình quân là 83,35%. Như vậy, nguồn vốn của các DN ngành N&BB phụ thuộc lớn vào các nguồn vốn bên ngoài. Nguồn vốn nội sinh chiếm tỷ trọng thấp (bình quân 16,65%) đã chứng tỏ năng lực tự tài trợ cho hoạt động của các DN này là không cao.

Bốn là, sự gia tăng giá trị DN của các DN ngành N&BB do sự gia tăng quy mô vốn, chưa thực sự xuất phát từ sự gia tăng hiệu quả kinh doanh.

Giá trị DN được tính toán và phản ánh thông qua giá trị kinh tế gia tăng và chỉ số Tobin's Q. Qua phương pháp giá trị kinh tế gia tăng, giá trị DN của các DN ngành N&BB tăng liên tục trong giai đoạn 2012 - 2018. Sự gia tăng giá trị DN chủ yếu do sự gia tăng nhanh chóng của tổng vốn đầu tư của các DN ngành N&BB. Phần giá trị gia tăng (EVA) tạo ra chiếm tỷ trọng nhỏ trong giá trị DN và có xu hướng giảm xuống trong giai đoạn 2012 - 2018. Điều này cung cấp bằng chứng cho nhận định: Sự gia tăng giá trị DN của DN ngành N&BB do sự gia tăng quy mô nợ vay và vốn chủ sở hữu, chưa thực sự xuất phát từ sự gia tăng hiệu quả kinh doanh đem lại.

Năm là, hệ số nợ vay và hệ số nợ vay ngắn hạn tác động tiêu cực đến giá trị DN của các DN ngành N&BB.

Kết quả thực nghiệm cho thấy:

- Hệ số nợ vay (DA) có tác động tiêu cực đến giá trị DN của các DN ngành N&BB.

Mô hình FGLS đã cung cấp bằng chứng thống kê cho thấy hệ số nợ vay (DA) của nhóm các DN ngành N&BB; nhóm DN SXSP Nhựa; nhóm DN SXSP Bao bì nhựa; Nhóm DN có tỷ lệ SHNN dưới 50%; Nhóm DN có quy mô trung bình và nhóm DN có quy mô lớn có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Tức là, khi các yếu tố khác không thay đổi, việc gia tăng hệ số nợ vay (DA) sẽ là tín hiệu xấu đến thị trường, có tác động làm giảm giá trị DN (Tobin's Q). Điều này phù hợp với diễn biến kết quả kinh doanh của các DN ngành N&BB trong giai đoạn 2012 - 2018. Khi hiệu số giữa tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) nhỏ hơn chi phí sử dụng nợ vay sau thuế (rd), việc gia tăng hệ số nợ vay sẽ làm đòn bẩy tài chính phát sinh tác động ngược chiều, khuếch đại theo chiều hướng làm giảm tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu, từ đó có tác động làm giảm giá trị DN. Ngoài ra, việc gia tăng quy mô các khoản nợ vay ngắn hạn và hệ số nợ vay ngắn hạn, sẽ làm gia tăng rủi ro tài chính cho các DN ngành N&BB, qua đó có tác động làm giảm giá trị DN. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm này tương đồng với các nghiên cứu của Asifa Kausar, Mian Sajid Nazir và Hashim Awais Butt (2014); Batool K. Asiri and Salwa A. Hameed (2014); Chinaemerem và Odita Anthony (2012); Shohreh Alfi và Mohammad Hossein Safarzadeh (2016); Divya Aggarwal, Purna Chandra Padhan (2017); Rami Zeitun and Gary G. Tian (2007); Ajayi Oziomobo Dada và Zahiruddin B. Ghazali (2016); Tianyu He (2013); Lê Thị Phương Vy & Phùng Đức Nam (2013). Không có bằng

chứng thống kê cho thấy hệ số nợ vay dài hạn có tác động tiêu cực đến giá trị DN (Tobin's Q) của các DN ngành N&BB.

Tuy nhiên, khi xem xét mô hình hồi quy phân vị, kết quả cho thấy ảnh hưởng của hệ số nợ vay đến giá trị DN (Tobin's Q) là khác nhau giữa các phân vị của từng nhóm DN được phân loại. Khi giá trị DN (Tobin's Q) ở mức thấp (ứng với mức phân vị Q15 đến Q40), hệ số nợ vay (DA) có tác động tích cực đến giá trị DN (Tobin's Q), đặc biệt ứng với mức phân vị thấp (Q15, Q20). Kết quả nghiên cứu này tương đồng với các nghiên cứu của Rathinasamy và cộng sự (2000), Cheng & Tzeng (2011), Altan & Arkan (2011), Sudivat và cộng sự (2012), Ogbulu & Emeni (2012), Berzkalne (2015). Ngược lại, khi giá trị DN (Tobin's Q) ở mức cao (ứng với mức phân vị Q50 đến Q90), hệ số nợ vay (DA) có tác động tiêu cực đến giá trị DN (Tobin's Q), cho thấy việc gia tăng sử dụng nợ vay sẽ có tác động làm giảm giá trị DN.

- Hệ số nợ vay ngắn hạn (SDA) có tác động tiêu cực đến giá trị DN của các DN ngành N&BB.

Mô hình FGLS cung cấp bằng chứng thống kê cho thấy hệ số nợ vay ngắn hạn (SDA) có tác động tiêu cực đến giá trị DN (Tobin's Q) của các DN ngành N&BB với mức ý nghĩa thống kê 1%. Tức là, việc gia tăng sử dụng nợ vay ngắn hạn sẽ có tác động làm suy giảm giá trị doanh nghiệp. Sự gia tăng hệ số nợ vay ngắn hạn sẽ làm gia tăng rủi ro tài chính cho các DN, qua đó có tác động làm giảm giá trị DN. Mô hình hồi quy phân vị, cung cấp bằng chứng thống kê cho thấy những DN có giá trị DN cao (ứng với mức phân vị Q70 đến Q90), hệ số nợ vay ngắn hạn (SDA) có tác động tiêu cực đến giá trị DN (Tobin's Q) của các DN ngành N&BB.

Đối với nợ vay dài hạn, với mẫu khảo sát được thực hiện, không có bằng chứng thống kê cho thấy hệ số nợ vay dài hạn (LDA) của các nhóm DN ngành N&BB, nhóm DN SXSP nhựa; nhóm DN SXSP bao bì nhựa; nhóm DN có tỷ lệ SHNN dưới 50% có tác động đến giá trị DN (Tobin's Q).

**Bảng 3.4: Kết quả tác động của CCNV đến giá trị DN từ mô hình FGLS của từng nhóm DN**

Tên biến	Giá thuyết	Hệ số hồi quy						
		DN N&BB	DN SXSP Nhựa	DN SXSP bao bì nhựa	DN có tỷ lệ SHNN dưới 50%	DN có tỷ lệ SHNN trên 50%	DN quy mô trung bình	DN quy mô lớn
DA	-	0,64***	-0,31***	-1,27***	-0,62***	0,11	-0,74***	-0,68***
LDA	+/-	-0,01	-0,02	-0,01	0,03	0,31*	-0,74***	-0,49**
SDA	-	0,59***	-0,31***	-1,04***	-0,56***	-0,16	-0,81***	-0,58***

*Nguồn: Tổng hợp của NCS*

*Ghi chú: \*, \*\* và \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%*

### 3.3.2.2. Nguyên nhân của những hạn chế

#### a. Nguyên nhân chủ quan

Thứ nhất, các DN ngành Nhựa và Bao bì chưa thực hiện xây dựng cơ cấu nguồn vốn mục tiêu

Các DN ngành N&BB chưa xác lập được cơ cấu nguồn vốn mục tiêu một cách khoa học. Nguồn vốn vay và vốn chủ sở hữu của các DN ngành N&BB huy động được căn cứ trên nhu cầu sử dụng vốn theo kế hoạch kinh doanh trong từng thời điểm. Khảo sát thực tiễn cho thấy, khi nhu cầu vốn nảy sinh, các nguồn vốn chủ sở hữu như phân lợi nhuận giữ lại, vốn góp qua

phát hành cổ phiếu. Sau đó, phần nhu cầu vốn còn lại sẽ được tài trợ từ nguồn vốn vay trên thị trường. Việc huy động vốn tài trợ cho nhu cầu vốn chưa xuất phát từ việc phải đảm bảo cơ cấu nguồn vốn mục tiêu, ảnh hưởng đến kế hoạch huy động và sử dụng vốn của DN, làm gia tăng rủi ro kinh doanh, từ đó tác động tích cực đến giá trị DN. Như vậy, việc xây dựng và duy trì cơ cấu nguồn vốn mục tiêu phù hợp với từng giai đoạn phát triển của DN chưa được nhà quản trị nhận thức và quan tâm. Từ đó, ảnh hưởng đến chiến lược huy động vốn và tác động tiêu cực đến giá trị DN.

Thứ hai, các DN ngành N&BB chưa sử dụng hợp lý đòn bẩy tài chính. Đòn bẩy tài chính chỉ phát huy tác động tích cực khi chênh lệch ( $BEP - rdt > 0$ ) và ngược lại; nếu DN gia tăng sử dụng nợ vay trong điều kiện hiệu số ( $BEP - rdt < 0$ ) sẽ có tác động làm giảm ROE hoặc EPS, từ đó làm giảm giá trị DN. Trong giai đoạn 2012-2018 vừa qua, việc duy trì hệ số nợ ở mức cao trong khi tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) của các DN ngành Nhựa và Bao bì thấp hơn chi phí lãi vay đã tác động tiêu cực đến ROE và giá trị DN.

Thứ ba, hiệu quả huy động và sử dụng tài sản ngắn hạn còn thấp. Các doanh nghiệp N&BB đã duy trì quy mô khoản phải thu ngắn hạn và hàng tồn kho lớn, từ đó ảnh hưởng đến tốc độ luân chuyển vốn lưu động và hiệu quả kinh doanh của DN.

Thứ tư, hiệu quả hoạt động và giá trị của DN N&BB chịu ảnh hưởng lớn bởi sự biến động về tỷ giá ngoại tệ. Nguyên liệu đầu vào của các DN N&BB chủ yếu được nhập khẩu từ nước ngoài (phần lớn từ Trung Quốc) trong khi doanh thu xuất khẩu các sản phẩm N&BB chỉ chiếm khoảng 14% cơ cấu giá trị của ngành; Vì vậy, sự biến động tỷ giá USD/VND ảnh hưởng lớn đến biên lợi nhuận của các DN trong ngành, ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh và giá trị DN.

#### ***b. Nguyên nhân khách quan***

Thứ nhất, mức độ cạnh tranh trong các DN ngành N&BB luôn ở mức cao.

Do hệ thống rào cản gia nhập ngành ở mức thấp nên số lượng DN trong ngành lớn, với tổng số lượng DN trong toàn ngành khoảng 4000 DN đang hoạt động với quy mô toàn ngành ở mức khoảng 15 tỷ USD. Sản phẩm của ngành N&BB không có quá nhiều sự khác biệt giữa các DN khi công nghệ sản xuất đơn giản, chủ yếu đến từ Trung Quốc.

Thứ hai, xu hướng hạn chế sử dụng các sản phẩm nhựa không thân thiện với môi trường. Đây cũng là một thách thức đối với ngành N&BB Việt Nam khi trong cơ cấu xuất khẩu của ngành, các sản phẩm bao bì truyền thống không thân thiện với môi trường chiếm tỷ trọng tương đối lớn. Bên cạnh đó, nhiều nước trên thế giới cũng đang áp dụng mức thuế bảo vệ môi trường cao hoặc thậm chí cấm sản xuất, bán, sử dụng túi nilon. Điều này là thách thức đối với các DN ngành N&BB sử dụng công nghệ lạc hậu. Xu hướng này có tác động làm giảm khả năng tiêu thụ sản phẩm của DN, từ đó tác động đến doanh thu, lợi nhuận và giá trị của DN N&BB.

Thứ ba, các sản phẩm N&BB tại Việt Nam hầu hết nằm ở phân khúc thấp. Các DN N&BB Việt Nam chủ yếu có quy mô nhỏ và trung bình (chiếm hơn 90% tổng số DN N&BB). Vì vậy, không có điều kiện thực hiện đầu tư công nghệ, máy móc hiện đại. Bên cạnh đó, các DN quy mô nhỏ và trung bình thường gặp khó khăn trong việc tiếp cận vốn vay do những hạn chế về tài sản đảm bảo, chi phí lãi vay cao...vv. Chỉ có một số rất ít các DN có quy mô sản xuất lớn chịu đầu tư chuyên sâu và có những sản phẩm đáp ứng được nhu cầu và thị hiếu ngày càng cao của người tiêu dùng. Điều này khiến sức cạnh tranh của sản phẩm Nhựa và Bao bì của Việt Nam trên thị trường không lớn, đặc biệt là những sản phẩm nhựa gia dụng.

## CHƯƠNG 4

### KHUYẾN NGHỊ VỚI CÁC NHÀ QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP NGÀNH NHỰA VÀ BAO BÌ NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

#### 4.1. BỐI CẢNH KINH TẾ VĨ MÔ VÀ TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM.

##### 4.1.1. Bối cảnh kinh tế

##### 4.1.2. Định hướng phát triển của các DN ngành Nhựa và Bao bì niêm yết tại Việt Nam.

#### 4.2. KHUYẾN NGHỊ VỚI CÁC NHÀ QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP NGÀNH NHỰA VÀ BAO BÌ NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

##### 4.2.1. Hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu cho các DN ngành Nhựa và Bao bì niêm yết

Trong mỗi giai đoạn phát triển, DN cần xác định những mục tiêu kinh doanh cụ thể phù hợp với đặc điểm của DN, tình hình kinh tế - xã hội ở mỗi giai đoạn. Hoạch định cơ cấu nguồn vốn phải dựa trên cơ sở lý luận của lý thuyết đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận. Sự kỳ vọng lợi nhuận lớn hơn trong tương lai bằng cách gia tăng hệ số nợ cũng sẽ làm gia tăng rủi ro tài chính cho DN. Khi rủi ro tăng lên, giá cổ phiếu có xu hướng giảm và giá trị DN cũng có xu hướng giảm xuống, nhưng sự kỳ vọng lợi nhuận gia tăng cũng làm giá trị DN tăng lên. Do đó, cơ cấu nguồn vốn tối ưu phải đảm bảo sự cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận, qua đó tối đa hóa giá trị DN.

Tuy nhiên, trong thực tiễn, việc xác định cơ cấu nguồn vốn tối ưu là rất phức tạp, bởi vì mỗi nguồn vốn huy động đề tồn tại những điểm hạn chế và ưu điểm nhất định. Ngoài ra, đặc điểm ngành nghề kinh doanh, đặc điểm của mỗi DN là không giống nhau. Ở những thời điểm, trong bối cảnh kinh tế khác nhau thì cơ cấu nguồn vốn mục tiêu cũng khác nhau, nó thay đổi theo từng thời kỳ, từng giai đoạn phát triển của DN. Do đó, để hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu, DN cần quán triệt các quan điểm cơ bản sau: Điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn cần phù hợp với đặc điểm của DN; Điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn cần đảm bảo sự cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận; Điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn phải đảm bảo sự tương thích và linh hoạt; Điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn phải phù hợp với từng giai đoạn phát triển của DN; Điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn cần phù hợp với môi trường kinh doanh; Hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu của DN phải được xem xét trong mối tương quan với nhiều nhân tố ảnh hưởng.

Các nhà quản trị DN thuộc ngành Nhựa và Bao bì cần dựa vào các biến số như hiệu quả kinh doanh (ROA), cơ cấu tài sản (TANG), hiệu quả hoạt động (VTS), tăng trưởng kinh doanh (GRTS), khả năng thanh toán (LIQ) và quy mô DN (QMTS). Kết quả phân tích yếu tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các DN Nhựa và Bao bì cho thấy:

- Hiệu quả kinh doanh (ROA) và khả năng thanh toán (LIQ) có tác động ngược chiều đến hệ số nợ vay (DA). Tức là, việc gia tăng hiệu quả kinh doanh, khả năng thanh toán của DN sẽ có tác động làm giảm hệ số nợ vay, từ đó làm gia tăng giá trị DN.

- Tốc độ tăng trưởng kinh doanh (GRTS) và cơ cấu tài sản (TANG) có tác động cùng chiều đến hệ số nợ vay (DA), cho thấy việc gia tăng tốc độ tăng trưởng kinh doanh và điều chỉnh cơ cấu tài sản theo hướng gia tăng tài sản cố định sẽ có tác động làm gia tăng hệ số nợ vay (DA), qua đó có tác động làm suy giảm giá trị DN.

##### 4.2.2. Điều chỉnh cơ cấu nợ theo hướng tăng nợ dài hạn, giảm dần nợ ngắn hạn

Trong cơ cấu nguồn vốn của DN Nhựa và Bao bì, các khoản nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao, bình quân trong giai đoạn 2012 - 2018 đạt 39,39%. Đồng thời, các khoản nợ của DN phần lớn là các khoản nợ có phí (28,67%). Điều này cho thấy việc sử dụng nợ vay ngắn hạn sẽ làm gia tăng rủi ro tài chính cho DN. Kết quả phân tích cho thấy việc gia tăng SDA sẽ có tác động

làm giảm giá trị DN. Do đó, DN ngành Nhựa và Bao bì cần thực hiện điều chỉnh cơ cấu nợ theo hướng tăng các khoản nợ dài hạn và giảm dần các khoản nợ ngắn hạn.

DN cần chủ động củng cố, gia tăng vị thế tín dụng và tăng cường các hoạt động đàm phán, yêu cầu nhà cung cấp mở rộng chính sách tín dụng thương mại hoặc yêu cầu khách hàng phải thực hiện thanh toán trước tiên hàng lớn hơn, khi đó cho phép DN giảm các khoản vay ngắn hạn để tài trợ cho nhu cầu vốn ngắn hạn, làm giảm chí phí sử dụng vốn vay.

\* Các khoản nợ dài hạn bao gồm các khoản nợ dài hạn chiếm dụng và các khoản vay nợ dài hạn. Các khoản chiếm dụng dài hạn chiếm tỷ trọng thấp trong cơ cấu nguồn vốn của DN Nhựa và Bao bì, bình quân trong giai đoạn 2012 - 2018 đạt 0,57%. Các khoản vay nợ dài hạn cũng chiếm tỷ trọng thấp, bình quân đạt 6,34% trong cơ cấu nguồn vốn của DN Nhựa và Bao bì trong giai đoạn 2012 - 2018. Nhằm gia tăng các khoản vay nợ dài hạn, DN Nhựa và Bao bì có thể thực hiện các giải pháp cụ thể sau:

- Phát hành trái phiếu DN.
- Vay dài hạn từ ngân hàng thương mại hoặc các tổ chức tín dụng.
- Vay dài hạn thông qua hình thức thuê tài chính.

#### **4.2.3. Định kỳ đánh giá, phân tích lại cơ cấu nguồn vốn của DN**

Cơ cấu nguồn vốn chịu sự tác động của hiệu quả kinh doanh, cơ cấu tài sản, tốc độ tăng trưởng tài sản, khả năng thanh toán... Do đó, khi các biến số này thay đổi sẽ có tác động đến cơ cấu nguồn vốn, từ đó ảnh hưởng giá trị DN. Việc xem xét lại cơ cấu nguồn vốn định kỳ sẽ giúp nhà quản trị xem xét cơ cấu nguồn vốn mục tiêu hiện tại có còn phù hợp với biên độ cho phép không? Có cần điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn mục tiêu không? Như vậy, việc đánh giá lại định kỳ cơ cấu nguồn vốn mục tiêu là cần thiết. Khi đánh giá lại, các DN cần lưu ý những thay đổi quan trọng sau:

- Khi có sự thay đổi về chính sách tiền tệ và tín dụng của ngân hàng
- Khi có sự thay đổi về chính sách đầu tư
- Khi có sự thay đổi về chính sách cổ tức trong dài hạn
- Khi có sự thay đổi về hiệu quả kinh doanh

#### **4.2.4. Tăng cường nguồn vốn chủ sở hữu nhằm nâng cao hơn nữa khả năng tự chủ tài chính của DN**

Trong giai đoạn 2012 - 2018, quy mô nguồn vốn chủ sở hữu tăng lên liên tục trong giai đoạn 2012 - 2017 và giảm xuống trong giai đoạn 2017 - 2018. Theo giá trị thị trường, hệ số vốn chủ sở hữu tăng lên trong giai đoạn 2012 - 2016 và giảm xuống trong giai đoạn 2016 - 2018. Việc duy trì cơ cấu nguồn vốn theo xu hướng giảm dần hệ số vốn chủ sở hữu và tăng dần hệ số nợ ẩn chứa nhiều rủi ro, mức độ độc lập về mặt tài chính giảm. Do đó, việc tăng cường nguồn vốn chủ sở hữu, nâng cao hệ số vốn chủ sở hữu, khả năng tự chủ tài chính của các DN ngành N&BB là rất cần thiết. Một số biện pháp cần thiết nhằm gia tăng hệ số vốn chủ sở hữu như sau:

*Một là, khai thác triệt để nguồn vốn nội sinh bổ sung nhằm gia tăng vốn chủ sở hữu.* Thông qua điều chỉnh chính sách cổ tức, bằng cách điều chỉnh giảm tỷ lệ chi trả cổ tức để ưu tiên lợi nhuận giữ lại tái đầu tư hoặc lựa chọn phương thức trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ phù hợp. Ngoài ra, việc áp dụng chính sách cổ tức hợp lý phải căn cứ vào chiến lược sản xuất kinh doanh và điều kiện thực tế trong chu kỳ sống của DN.

Định kỳ, các DN ngành N&BB cần đánh giá lại chu kỳ sống của DN và khả năng tăng trưởng trong tương lai làm căn cứ xây dựng chính sách chi trả cổ tức đúng đắn, hiệu quả theo từng giai đoạn phát triển của DN. Ngoài ra, hoạch định chính sách cổ tức phải đặt trong sự thống nhất với việc hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu, theo chiến lược phát triển kinh doanh của DN.

Các DN ngành N&BB nên có sự kết hợp đa dạng giữa các hình thức chi trả cổ tức như bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu.

Hai là, lựa chọn các phương án huy động vốn chủ sở hữu hiệu quả. Bên cạnh việc gia tăng vốn chủ sở hữu từ lợi nhuận để lại tái đầu tư thông qua điều chỉnh chính sách cổ tức, các DN ngành N&BB cần lựa chọn các phương án huy động vốn chủ sở hữu từ bên ngoài như phát hành cổ phiếu rộng rãi ra công chúng. Trong giai đoạn 2012 - 2018, số lượng cổ phiếu thường phát hành và số vốn góp của chủ sở hữu có xu hướng tăng lên liên tục, đặc biệt là nhóm các DN SXSP nhựa; nhóm DN có quy mô lớn; nhóm DN thuộc sở hữu tư nhân và nhóm DN niêm yết trên HOSE, HNX. Cùng với bối cảnh kinh tế vĩ mô ổn định, tăng trưởng kinh tế tốt, tiềm năng phát triển mạnh mẽ của các DN ngành Nhựa và Bao bì thì việc tận dụng cơ hội gia tăng phát hành chứng khoán để huy động vốn chủ sở hữu là khả quan. Đặc biệt với nhóm các nhà đầu tư nước ngoài, thông qua đó DN có thể tiếp cận được công nghệ hiện đại, kỹ năng quản lý.

#### 4.2.5. Coi trọng việc nâng cao hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính phản ánh mức độ sử dụng vốn vay trong tổng nguồn vốn của DN nhằm kỳ vọng sự gia tăng của tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu hay thu nhập trên một cổ phần thường của DN. Việc sử dụng vốn vay ẩn chứa rủi ro tài chính tiềm tàng mà DN có thể gặp phải trong kinh doanh, tuy nhiên nó cũng có tác động làm tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu có mức độ dao động lớn hơn, qua đó kỳ vọng đem lại mức lợi nhuận lớn hơn cho chủ sở hữu. Nếu tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) mà DN tạo ra lớn hơn chi phí sử dụng vốn vay, việc gia tăng vay nợ sẽ có tác động khuếch đại dương, làm gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE), nhưng nếu tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) mà DN tạo ra nhỏ hơn chi phí sử dụng vốn vay, việc gia tăng vay nợ sẽ có tác động khuếch đại âm, làm suy giảm nhanh hơn tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu.

**Bảng 4.1: Hiệu số (BEP - rdt) của các DN theo các tiêu chí phân loại**

Đơn vị tính: %

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Theo lĩnh vực sản xuất kinh doanh</b>							
SXSPBB	3,08	0,19	-1,36	0,11	0,19	-1,17	-1,25
SXSPNhựa	-2,57	-3,78	-4,12	-0,69	0,16	-0,32	-1,17
<b>Theo quy mô tài sản</b>							
QM Nhỏ	-0,22	-3,26	0,44	-6,25	1,08	1,40	-1,56
QM TB	-1,55	-2,28	-4,08	-0,35	-0,24	-0,73	-2,07
QM Lớn	1,10	-1,79	-1,70	2,06	1,68	-1,05	0,62
<b>Theo tỷ lệ sở hữu nhà nước</b>							
SHTN	-0,55	-2,10	-2,85	0,21	0,21	-1,14	-1,10
SHNN	0,86	-2,65	-3,85	-3,18	0,00	1,69	-1,70
<b>Theo địa điểm niêm yết</b>							
HOSE	1,42	-0,30	-1,31	2,01	1,08	-3,52	-2,42
HNX	-1,43	-2,14	-3,42	0,29	0,32	-0,34	-1,27
UPCOM	-0,09	-3,97	-3,91	-3,57	-0,89	1,42	0,01
<b>Theo mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính</b>							
(BEP - rd) > 0	7,41	5,69	4,53	5,17	4,72	4,19	4,78
(BEP - rd) < 0	-6,10	-5,80	-6,03	-5,03	-3,24	-7,12	-5,69
<b>Ngành N&amp;BB</b>	<b>-0,31</b>	<b>-2,19</b>	<b>-3,02</b>	<b>-0,37</b>	<b>0,17</b>	<b>-0,66</b>	<b>-1,20</b>

Nguồn: Tính toán của NCS từ BCTC của các DN Nhựa và BB



Trong 35 DN quan sát trong năm 2018, 15 DN có hiệu số BEP - rdt > 0; có 20 DN còn lại có hiệu số BEP - rdt < 0. Trong năm 2018, ngoại trừ các DN có quy mô lớn, các DN niêm yết trên UPCOM, các nhóm DN còn lại đều có hiệu số BEP - rdt < 0, đòn bẩy tài chính khuếch đại âm, việc gia tăng sử dụng thêm nợ vay sẽ có tác động làm suy giảm nhanh hơn tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Trước thực trạng này, các DN không nên vay nợ thêm, cần tập trung các giải pháp nhằm nâng cao hơn nữa hiệu quả kinh doanh, tìm kiếm các nguồn tài trợ có tác động nâng cao hệ số vốn chủ sở hữu. Các DN này nên ưu tiên sử dụng phần lợi nhuận để lại tái đầu tư nhiều hơn, phát hành cổ phiếu để huy động vốn và quan trọng nhất cần thực hiện các giải pháp nâng cao hiệu quả kinh doanh, từ đó mới có phần lợi nhuận bền vững chi trả cho các khoản nợ tới hạn.

#### **4.2.6. Nâng cao không ngừng hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp**

Kết quả phân tích cho thấy, phần giá trị kinh tế gia tăng (EVA) tạo ra chiếm tỷ trọng nhỏ trong giá trị DN và có xu hướng giảm xuống trong giai đoạn 2012 - 2018. Như vậy, sự gia tăng giá trị tài sản của DN ngành Nhựa và Bao bì do sự gia tăng quy mô nợ vay và vốn chủ sở hữu, chưa thực sự xuất phát từ sự gia tăng hiệu quả kinh doanh đem lại. Kết quả ước lượng cũng cho thấy, hiệu quả kinh doanh (ROA) có tác động cùng chiều đến giá trị DN. Do đó, cần có giải pháp nâng cao hiệu quả kinh doanh của DN ngành Nhựa và Bao bì. Giải pháp cơ bản để nâng cao hiệu quả kinh doanh là thúc đẩy quá trình sản xuất và tiêu thụ sản phẩm, nhằm gia tăng doanh thu cho DN và tiết kiệm chi phí, hạ giá thành sản phẩm.

- Đẩy mạnh hơn nữa hoạt động sản xuất và tiêu thụ sản phẩm.
- Tiết kiệm chi phí, hạ giá thành sản phẩm.

#### **4.2.7. Đẩy mạnh tốc độ luân chuyển vốn trong quá trình kinh doanh, chú trọng đến khả năng thanh toán của DN**

Kết quả nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn cho thấy, vòng quay tổng tài sản (VTS) và khả năng thanh toán (LIQ) có tác động ngược chiều đến hệ số nợ vay (DA). Do đó, việc gia tăng vòng quay tổng tài sản, khả năng thanh toán sẽ có tác động làm giảm hệ số nợ xuống. Nhằm gia tăng tốc độ luân chuyển vốn của DN, cần thực hiện tối đa hóa doanh thu trên cơ sở mức tài sản được quản lý và sử dụng của DN. DN cần thực hiện các giải pháp mở rộng thị trường, tăng chất lượng, tăng giá bán, do đó sẽ tăng doanh thu, đồng thời giảm giá thành sản phẩm, giảm chi phí bán hàng, chi phí quản lý DN.

- Đa dạng hoá thị trường tiêu thụ sản phẩm
- Áp dụng công nghệ tiên tiến trong sản xuất nhằm sản xuất được những sản phẩm chất lượng cao, đa dạng hóa về chủng loại, mẫu mã, có tính cạnh tranh cao, thân thiện với môi trường, đáp ứng phần lớn nhu cầu của thị trường trong nước, có khả năng xuất khẩu những sản phẩm có giá trị gia tăng cao với sản lượng ngày càng cao.
- Kiểm soát chặt chẽ chi phí kinh doanh, hạ giá thành sản phẩm

### **4.3. ĐIỀU KIỆN THỰC HIỆN**

#### **4.3.1. Nhà nước cần có biện pháp ổn định vĩ mô nền kinh tế**

#### **4.3.2. Nhà nước cần có chính sách hỗ trợ DN ngành Nhựa và Bao bì**

#### **4.3.3. Nhà nước cần có biện pháp hỗ trợ các DN ngành Nhựa và Bao bì đã niêm yết thực hiện huy động vốn qua thị trường chứng khoán**

#### **4.3.4. Nhà nước cần thực hiện chính sách ổn định lãi suất và tỷ giá hối đoái**

## KẾT LUẬN

Trong hoạt động kinh doanh, DN có thể sử dụng nhiều nguồn vốn khác nhau để đáp ứng nhu cầu về vốn trong từng giai đoạn phát triển. Tuy nhiên, DN cần phải biết phối hợp sử dụng các nguồn vốn để tạo ra một cơ cấu nguồn vốn hợp lý qua đó làm tối đa hóa giá trị DN. Trong thực tiễn, quyết định lựa chọn cơ cấu nguồn vốn luôn là vấn đề khó khăn đối với nhà quản trị do nó chịu nhiều yếu tố tác động khác nhau tùy thuộc vào điều kiện hoạt động kinh doanh của DN. Trên cơ sở phân tích thực trạng cơ cấu nguồn vốn, giá trị DN của các DN ngành Nhựa và Bao bì, cùng với các bằng chứng thực nghiệm về tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị DN của các DN ngành Nhựa và Bao bì niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Luận án đã giải quyết được các mục tiêu đặt ra như sau:

Một là, Luận án đã góp phần hệ thống hóa cơ sở lý luận về cơ cấu nguồn vốn, giá trị DN và tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị DN trong nền kinh tế thị trường.

Hai là, Luận án đã phân tích thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DN Nhựa và Bao bì niêm yết tại Việt Nam trên các góc độ về quan hệ sở hữu vốn; thời gian huy động và sử dụng vốn; phạm vi huy động vốn. Qua đó chỉ ra những điểm hạn chế trong cơ cấu nguồn vốn của các DN ngành Nhựa và Bao bì như cơ cấu nguồn vốn có tác động làm giảm hiệu quả kinh doanh; làm gia tăng rủi ro tài chính cho DN. Cơ cấu nguồn vốn của DN phụ thuộc lớn vào các chủ thể bên ngoài.

Ba là, Luận án đã phân tích tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị DN của các DN ngành Nhựa và Bao bì niêm yết tại Việt Nam. Mô hình hồi quy tuyến tính chỉ ra rằng hệ số nợ vay và hệ số nợ vay ngắn hạn có tác động tiêu cực đến giá trị DN với mức ý nghĩa thống kê 5%. Tuy nhiên, theo mô hình hồi quy phân vị, sự tác động của hệ số nợ vay và hệ số nợ vay ngắn hạn đến Tobin's Q có sự khác biệt với các mức phân vị khác nhau.

Bốn là, Luận án phân tích đặc điểm ngành Nhựa và Bao bì Việt Nam, xem xét bối cảnh kinh tế - xã hội và định hướng phát triển của ngành Nhựa và Bao bì, từ đó đề xuất hàm ý chính sách nhằm điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn nhằm nâng cao giá trị của doanh nghiệp.

Như vậy, Luận án đã giải quyết được các mục tiêu đề ra, trả lời các câu hỏi nghiên cứu dựa trên kết quả phân tích có luận cứ vững chắc. Mặc dù, nghiên cứu sinh đã có nhiều cố gắng trong nghiên cứu, cơ cấu nguồn vốn, giá trị DN là một vấn đề phức tạp, đặc biệt đối với ngành đặc thù như ngành Nhựa và Bao bì đang chịu sự cạnh tranh rất khốc liệt của các nhà sản xuất từ bên ngoài. Vì vậy, Luận án không khỏi có những thiếu sót nhất định. Nhằm hoàn thiện hơn Luận án, nghiên cứu sinh rất mong nhận được sự đóng góp ý kiến quý báu của các nhà khoa học, đồng nghiệp để Luận án được hoàn thiện hơn.

## **DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ CỦA NGHIÊN CỨU SINH CÓ LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN**

1. Mai Thanh Giang, Trần Văn Quyết (2018), “Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành nhựa niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 258 (Tháng 12/2018), tr.55-62.
2. Mai Thanh Giang (2020), “Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp Nhựa và Bao bì niêm yết trên TTCK Việt Nam\_ Thực trạng và giải pháp”, *Tạp chí Kinh tế & Quản trị Kinh doanh*, 12(T3/2020), tr.67-73.
3. Mai Thanh Giang (2020), “Xác định giá trị doanh nghiệp: Nghiên cứu trường hợp các doanh nghiệp ngành Nhựa và Bao bì niêm yết tại Việt Nam”, *Kỷ yếu Hội thảo Quốc tế\_ Phát triển bền vững và vai trò của các Trường Đại học trong thời đại cách mạng công nghiệp lần thứ tư*, Tháng 5/2020, tr.339-345.
4. Mai Thanh Giang (2020), “Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp ngành Nhựa và Bao bì niêm yết tại Việt Nam: Mô hình hồi quy phân vị.”, *Tạp chí Kinh tế & Quản trị Kinh doanh*, 14 (Tháng 9/2020), tr.87-92.
5. Mai Thanh Giang (2020), “Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp ngành Nhựa và Bao bì niêm yết tại Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 280 (Tháng 10/2020), tr.59-67.