

---

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

**Mai Thanh Giang**

*Khoa Ngân hàng – Tài chính, Đại học Kinh tế và Quản trị Kinh doanh Thái Nguyên*

*Email: maithanhgiang@tueba.edu.vn*

Ngày nhận: 07/10/2019

Ngày nhận bản sửa: 14/02/2020

Ngày duyệt đăng: 05/10/2020

## **Tóm tắt**

*Với số liệu nghiên cứu của 35 doanh nghiệp ngành nhựa và bao bì niêm yết trong giai đoạn 2012 – 2018, kết quả ước lượng chỉ ra rằng cơ cấu nguồn vốn (DA, SDA) có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q). Trong số các biến kiểm soát, hiệu quả kinh doanh (ROA) và quy mô tài sản (QMTS) có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp. Với mẫu nghiên cứu đã cho, không có bằng chứng thống kê cho thấy cơ cấu tài sản (TANG); vòng quay tổng tài sản (VTS); tốc độ tăng trưởng tài sản (GRTS) có tác động đến giá trị doanh nghiệp. Từ kết quả nghiên cứu, bài viết đề xuất một số hàm ý quản trị cho các doanh nghiệp ngành nhựa và bao bì như: Điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng gia tăng dần tỷ trọng các khoản nợ vay dài hạn trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp; Ưu tiên sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu đáp ứng nhu cầu vốn của doanh nghiệp; Nâng cao hiệu quả kinh doanh cho các doanh nghiệp nhựa và bao bì.*

**Từ khóa:** Cơ cấu nguồn vốn, giá trị doanh nghiệp, doanh nghiệp nhựa và bao bì.

**Mã JEL:** B26

## **Impact of capital structure on firm value of the plastic and packaging industry firms listed on Vietnam Stock Exchange**

### *Abstract:*

*With 35 the plastic and packaging industry firms listed in Vietnam securities market in the period 2012 – 2018, the results reveal that capital structure (DA, SDA) have negative impacts on the firm value (Tobin's Q) with reliability of 99%. The control variables such as operational performance (ROA), asset scale (QMTS) have positive impacts on the firm value (Tobin's Q). With the research sample, there is no statistical evidence to suggest that asset structure (TANG), total assets turnover (VTS), asset growth (GRTS) have impacts on the firm value. Based on the findings, several methods are proposed in order to improve the firm value in the plastic and packaging industry listed in Vietnamese stock market such as adjust the capital structure in the direction of increasing the proportion of long-term debts in the total capital of the enterprise; prioritize the use of equity to meet the capital needs of enterprises; improve business efficiency for plastic and packaging businesses.*

**Keywords:** Capital structure, firm value, plastic and packaging industry firms.

**JEL Code:** B26

## **1. Đặt vấn đề**

Trong nền kinh tế thị trường, doanh nghiệp là một dạng tài sản, một tổ chức kinh tế có khả năng sinh lời và đem lại lợi ích kinh tế cho chủ sở hữu, nhà đầu tư nên hoàn toàn có thể trở thành đối tượng trao đổi, mua bán trên thị trường. Do đó, cũng giống như các loại hàng hóa thông thường khác, doanh nghiệp cũng là một loại hàng hóa có giá trị, và có thể được giao dịch, trao đổi trên thị trường (Bùi Văn Văn & Vũ Văn Ninh,

---

2013). Trên góc độ tài chính, giá trị của doanh nghiệp 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 doanh nghiệp mang lại. Các khoản lợi ích mà nhà đầu tư thu được từ doanh nghiệp được thể hiện qua dòng tiền mà doanh nghiệp 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 doanh nghiệp còn nhằm đạt tới mục tiêu tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp (hay tối đa hóa giá trị cho chủ sở hữu). Tuy nhiên, có rất nhiều yếu tố tác động đến giá trị của doanh nghiệp bao gồm các yếu tố bên trong và các yếu tố bên ngoài doanh nghiệp. Trong đó, cơ cấu nguồn vốn là một yếu tố rất quan trọng tác động đến giá trị của doanh nghiệp. 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 với giá trị của doanh nghiệp có kết quả không thống nhất. Do việc lựa chọn bộ dữ liệu, ngành nghề nghiên cứu và các biến độc lập, biến kiểm soát khác nhau nên các kết quả phân tích có sự khác biệt nhất định. Trong bài viết này, tác giả sử dụng mô hình tác động cố định (FEM), tác động ngẫu nhiên (REM) và phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS) thực hiện kiểm định tác động cơ cấu nguồn vốn đến giá trị của các doanh nghiệp ngành nhựa và bao bì niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam.

## **2. Cơ sở lý luận**

### **2.1. Cơ cấu nguồn vốn và giá trị của doanh nghiệp**

Hiện nay có nhiều quan điểm khác nhau về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp tùy theo góc độ nhìn nhận. Các thuật ngữ về cơ cấu nguồn vốn được đề cập trong tiếng Việt như cơ cấu vốn, cấu trúc vốn, cấu trúc tài chính, đòn bẩy tài chính; trong tiếng Anh như capital structure, financial structure, financial leverage. Cách tiếp cận phổ biến hiện nay dựa theo quan hệ sở hữu vốn, cơ cấu vốn là quan hệ về tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu, bao gồm vốn cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường trong tổng số nguồn vốn của công ty (Nguyễn Minh Kiều, 2006). Theo Bùi Văn Vân & Vũ Văn Ninh (2013), cơ cấu nguồn vốn thể hiện tỷ trọng của các nguồn vốn trong tổng giá trị nguồn vốn mà doanh nghiệp huy động, sử dụng vào hoạt động kinh doanh. Khi xem xét cơ cấu nguồn vốn của một doanh nghiệp, người ta chú trọng đến mối quan hệ giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu trong nguồn vốn của doanh nghiệp.

Theo cách tiếp cận chi phí, giá trị doanh nghiệp là giá trị toàn bộ các tài sản (tài sản hữu hình, tài sản vô hình) thuộc quyền sở hữu hiện tại của doanh nghiệp. Theo cách tiếp cận lợi ích, giá trị doanh nghiệp là biểu hiện bằng tiền của toàn bộ các khoản lợi ích hay thu nhập mà doanh nghiệp có thể thu được trong tương lai (Bùi Văn Vân & Vũ Văn Ninh, 2013). Có nhiều quan điểm và phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp khác nhau, mỗi phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp được xây dựng dựa trên các cơ sở, căn cứ và phục vụ cho các đối tượng với các mục đích khác nhau. Tùy theo đặc điểm, cấu trúc hoạt động của doanh nghiệp; trình độ phát triển của mỗi quốc gia, mỗi khu vực; ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp 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. Có thể chia thành 3 nhóm phương pháp: Phương pháp tài sản; Phương pháp chiết khấu dòng tiền; Phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp theo các tỷ số so sánh. Trong nghiên cứu thực nghiệm, các chỉ tiêu được lựa chọn phản ánh giá trị doanh nghiệp như ROA, ROE, EPS, EVA, PE hay chỉ số Tobin's Q... Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng chỉ tiêu Tobin's Q đại diện cho giá trị doanh nghiệp như các nghiên cứu của Cheng và các cộng sự (2010); Đỗ Văn Thắng & Trịnh Quang Thiều (2010); Lin & Chang (2011); Karaca & Savsar (2012); Lê Thị Phương Vy & Phùng Đức Nam (2013); Võ Minh Long (2017)...

### **2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm**

Hiện nay có nhiều nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn với giá trị doanh nghiệp được thực hiện trong và ngoài nước với các mẫu nghiên cứu và kết quả nghiên cứu là khác nhau. Căn cứ vào kết quả nghiên cứu đạt được, các nghiên cứu này có thể được chia thành 3 nhóm:

(1) Các nghiên cứu cho thấy không có mối quan hệ tuyến tính giữa cơ cấu nguồn vốn với giá trị doanh nghiệp:

Shen (2012) nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn với giá trị doanh nghiệp qua dữ liệu năm 2007 của 4 nền kinh tế lớn nhất Châu Âu (Đức, Pháp, Ý, Anh). Kết quả ước lượng, không có bằng chứng thống kê cho thấy hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu (LEV) có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp

---

(ROE) tại tổng số doanh nghiệp ở của 4 nước trên, tại Đức, Anh. Không có bằng chứng thống kê cho thấy mối tương quan ngược chiều bậc 2 giữa LEV và ROE tại Đức, Ý, Anh và các doanh nghiệp của 4 nước trên.

Fumani & Moghadam (2015) nghiên cứu 55 doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2010 – 2014 trên thị trường chứng khoán Tehran. Nghiên cứu xem xét tác động của cơ cấu nguồn vốn, với biến đại diện là hệ số nợ phải trả (LEV) đến giá trị doanh nghiệp với biến được lựa chọn lần lượt là giá trị thị trường của cổ phiếu (MV), tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE) và thu nhập trên cổ phần (EPS). Kết quả ước lượng cho thấy, không có bằng chứng thống kê cho thấy tác động ngược chiều của LEV đến MV và EPS.

Asif & Aziz (2016) nghiên cứu mẫu 20 doanh nghiệp xi măng tại Pakistan niêm yết trên thị trường chứng khoán Karachi trong giai đoạn 2006 – 2015. Kết quả ước lượng cho thấy, không có bằng chứng thống kê cho thấy hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp được đại diện bằng chỉ tiêu giá trị kinh tế gia tăng (EVA).

(2) Các nghiên cứu cho thấy mối quan hệ tuyến tính giữa cơ cấu nguồn vốn với giá trị doanh nghiệp:

Kausar & cộng sự (2014) kiểm tra tác động của việc lựa chọn cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Karachi (KSE). Phương pháp phân tích được lựa chọn là ước lượng bình phương nhỏ nhất (OLS) với dữ liệu bảng của 197 công ty trong giai đoạn 2004 – 2011. Kết quả cho thấy, Cấu trúc vốn được xác định bằng hệ số nợ dài hạn và hệ số nợ phải trả có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q), trong khi chưa có bằng chứng thống kê cho thấy hệ số nợ ngắn hạn có tác động cùng chiều với Tobin's Q.

Farooq & Masood (2016) nghiên cứu tác động của cơ cấu vốn đến giá trị của 19 doanh nghiệp xi măng niêm yết tại KSE, Pakistan trong giai đoạn 2008 – 2012. Kết quả kiểm định cho thấy cơ cấu vốn có tác động cùng chiều với giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q). Các doanh nghiệp xi măng Pakistan có thể điều chỉnh tăng hệ số nợ trên vốn cổ phần để gia tăng hơn nữa giá trị doanh nghiệp. Các biến kiểm soát được sử dụng gồm quy mô tài sản, tỷ trọng tài sản cố định, khả năng thanh toán hiện thời.

Võ Minh Long (2017) nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị của 123 doanh nghiệp niêm yết trên HSX giai đoạn 2008 - 2015. Nghiên cứu sử dụng các phương pháp hồi quy như: Pooled OLS, REM, FEM và cuối cùng là GLS sau khi thực hiện các kiểm định. Cấu trúc vốn gồm hệ số nợ (DA), hệ số nợ dài hạn (LDA), hệ số nợ ngắn hạn (SDA) có tác động cùng chiều lên giá trị doanh nghiệp (Tobin'sQ).

(3) Các nghiên cứu cho thấy mối quan hệ phi tuyến tính giữa cơ cấu nguồn vốn với giá trị doanh nghiệp.

Cheng & cộng sự (2010) nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn với giá trị doanh nghiệp của 650 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Trung Quốc trong giai đoạn 2001 – 2006. Kết quả ước lượng cho thấy tồn tại tác động 3 ngưỡng nợ đến giá trị doanh nghiệp được đại diện bằng chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE). Doanh nghiệp có hệ số nợ nhỏ hơn 70,48%, tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp là cùng chiều. Ngược lại, doanh nghiệp có hệ số nợ lớn hơn 70,48%, tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp là ngược chiều.

Đỗ Văn Thắng & Trịnh Quang Thiều (2010) nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn (đại diện bằng tiêu tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu) lên giá trị doanh nghiệp (Tobin'sQ) của 159 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán TP. HCM từ năm 2006 – 2009. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp và cấu trúc vốn là mối quan hệ bậc 3. Khi tỷ lệ nợ gia tăng và nhỏ hơn 105% thì giá trị doanh nghiệp tăng cùng chiều với nó. Nhưng khi tỷ lệ nợ lớn hơn 105% thì sẽ cho kết quả ngược lại. Bài viết nhận định, cấu trúc vốn tối ưu đạt tại điểm có tỷ lệ nợ là 105%.

Nguyễn Hữu Huân và Lê Nguyễn Quỳnh Hương (2014) nghiên cứu cấu trúc vốn và giá trị của 517 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2010 – 2012. Kết quả nghiên cứu tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp, và không tìm thấy bằng chứng về sự tồn tại các ngưỡng nợ khác nhau tác động đến giá trị doanh nghiệp. Khi giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng chỉ tiêu giá trị sổ sách và giá trị thị trường của doanh nghiệp, cấu trúc vốn có tác động âm đến giá trị doanh nghiệp và không cho thấy bằng chứng về sự tồn tại của các ngưỡng nợ khác nhau tác động đến giá trị doanh nghiệp.

### **3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu**

#### **3.1. Nguồn dữ liệu**

**Bảng 1: Dấu và kỳ vọng của các biến trong mô hình**

TT	Biến	Tên biến	Cách tính	Kỳ vọng
1	Tobin's Q	Giá trị doanh nghiệp	Tobin's Q = (EMV + LBV) / (EBV + LBV)	
2	DA	Hệ số nợ vay	DA = Tổng khoản vay nợ theo giá trị sổ sách / (Tổng vay nợ theo giá trị sổ sách + Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu)	-
3	SDA	Hệ số nợ vay ngắn hạn	SDA = Tổng vay ngắn hạn theo giá trị sổ sách / (Tổng vay nợ theo giá trị sổ sách + Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu)	-
4	LDA	Hệ số nợ vay dài hạn	LDA = Tổng vay dài hạn theo giá trị sổ sách / (Tổng vay nợ theo giá trị sổ sách + Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu)	+/-
5	ROA	Tỷ suất sinh lời của tài sản	ROA = Lợi nhuận sau thuế trên tài sản bình quân.	+
6	TANG	Cơ cấu tài sản	TANG = Giá trị tài sản hữu hình trên tổng tài sản	-
7	VTS	Vòng quay tổng tài sản	VTS = doanh thu thuần trên tổng tài sản	-
8	GRTS	Tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp	Tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp = (Tổng tài sản năm t - Tổng tài sản năm t-1) / Tổng tài sản năm t-1.	+
9	QMTS	Quy mô doanh nghiệp	Logarit tổng tài sản của doanh nghiệp	+

*Nguồn: Tác giả tổng hợp.*

Bài viết tiến hành khảo sát 35 doanh nghiệp ngành nhựa và bao bì niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2012 – 2018. Tác giả thu thập dữ liệu báo cáo tài chính, dữ liệu về giá chứng khoán từ các trang website của các Công ty chứng khoán, Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội và Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

### 3.2. Mô hình nghiên cứu

Các mô hình hồi quy được thiết lập để kiểm chứng sự tác động của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp thông qua 3 mô hình sau:

Mô hình 1: Tác động của hệ số nợ phải trả (DA) đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q)

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{DA}_{it} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{TANG}_{it} + \beta_4 \text{VTS}_{it} + \beta_5 \text{GRTS}_{it} + \beta_6 \text{QMTS}_{it} + \text{uit}$$

Mô hình 2: Tác động của hệ số nợ dài hạn (LDA) đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q)

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LDA}_{it} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{TANG}_{it} + \beta_4 \text{VTS}_{it} + \beta_5 \text{GRTS}_{it} + \beta_6 \text{QMTS}_{it} + \text{uit}$$

Mô hình 3: Tác động của hệ số nợ ngắn hạn (SDA) đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q)

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SDA}_{it} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{TANG}_{it} + \beta_4 \text{VTS}_{it} + \beta_5 \text{GRTS}_{it} + \beta_6 \text{QMTS}_{it} + \text{uit}$$

- Biến phụ thuộc phản ánh giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng chỉ tiêu Tobin's Q.

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

EMV: Giá trị thị trường của Vốn chủ sở hữu; LMV: Giá trị thị trường của Nợ phải trả; EBV: Giá trị sổ sách của Vốn chủ sở hữu; LBV: Giá trị sổ sách của Nợ phải trả. Trong thực tiễn, để đơn giản cách tính toán, chỉ số giá trị thị trường của nợ phải trả được xác định bằng giá trị sổ sách của nợ phải trả. Khi đó, công thức Tobin's Q được xác định:

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

- Biến giải thích: Khi xem xét cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp, 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 doanh nghiệp được nhà quản trị quan tâm. Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp 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 được sử dụng gồm Hiệu quả kinh doanh (ROA) đo lường bởi lợi nhuận sau thuế trên tài sản bình quân; Cơ cấu tài sản (TANG) đo lường bằng tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản; Hiệu quả sử dụng vốn và tài sản (VTS) đo lường bằng chỉ tiêu vòng quay tổng tài sản; Tốc độ tăng trưởng doanh

**Bảng 2: Thống kê mô tả các biến được khảo sát**

	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Trung vị	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Tobin's Q	245	0,99	0,42	0,96	0,21	3,66
DA	245	0,37	0,25	0,39	0,00	0,93
LDA	245	0,08	0,10	0,03	0,00	0,54
SDA	245	0,30	0,22	0,26	0,00	0,82
ROA	245	0,06	0,06	0,06	-0,10	0,28
TANG	245	0,25	0,15	0,20	0,00	0,80
VTS	245	1,43	0,58	1,46	0,11	2,92
GRTS	245	0,11	0,27	0,08	-0,38	2,51
QMTS	245	19,59	1,22	19,35	16,97	22,74

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả từ phần mềm thống kê R

ngành (GRTS) được đo bằng tốc độ tăng tài sản. Việc gia tăng giá trị tài sản của doanh nghiệp sẽ có tác động làm tăng quy mô kinh doanh và giá trị doanh nghiệp; Quy mô doanh nghiệp (QMTS) được đo lường bằng logarit của giá trị tổng tài sản.

Qua nghiên cứu lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm, tác giả kỳ vọng các biến số tác động đến giá trị của doanh nghiệp ngành nhựa và bao bì niêm yết tại Việt Nam.

### 3.3. Phương pháp nghiên cứu

Để tiến hành nghiên cứu tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị của doanh nghiệp ngành nhựa và bao bì niêm yết tại Việt Nam. Đầu tiên, tác giả thực hiện kiểm định tính dừng của chuỗi số liệu, phân tích thống kê mô tả nhằm tổng quan về mẫu nghiên cứu, phân tích tương quan giữa các biến nhằm xem xét sự phù hợp của các biến nghiên cứu khi đưa vào mô hình hồi quy. Tiếp theo, nghiên cứu sử dụng kiểm định F Test (Gujarati, 2009); Hausman Test (1978) để lựa chọn mô hình phân tích gồm Pooled OLS, FEM, REM. Cuối cùng, để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan, mô hình nghiên cứu bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS) được sử dụng.

## 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

### 4.1. Thống kê mô tả các biến

Hệ số nợ vay (DA) trung bình của các doanh nghiệp ngành nhựa và bao bì là 37%, trong đó hệ số nợ vay ngắn hạn (30%), hệ số nợ vay dài hạn chiếm tỷ lệ thấp (8%). ROA đạt thấp (6%), tỷ trọng tài sản hữu hình chiếm bình quân 25%, vòng quay tổng tài sản là cao (1,43 lần) và tốc độ tăng trưởng tài sản bình quân đạt 11%.

### 4.2. Kiểm định tính dừng của các chuỗi số liệu

Kết quả kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu các biến cho thấy tất cả các biến đều có tính dừng và có ý nghĩa thống kê. Do đó, các biến được sử dụng trong mô hình phù hợp cho các phân tích tiếp theo.

### 4.3. Phân tích hệ số tương quan giữa các biến

Bảng 4 cho thấy mối tương quan giữa các biến. Giữa các cặp biến độc lập có mối tương quan thấp và đều có ý nghĩa thống kê. Hệ số tương quan giữa các cặp biến DA với LDA và DA với SDA tương đối cao nên khả năng xuất hiện đa cộng tuyến là cao. Vì vậy, nghiên cứu tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp sẽ được xem xét lần lượt với các biến DA, LDA và SDA.

### 4.4. Kết quả nghiên cứu

**Bảng 3: Kết quả kiểm tra tính dừng của các biến**

Tên biến	Tobin's Q	DA	LDA	SDA	ROA	TANG	VTS	GRTS	QMTS
Dickey-Fuller	-5,119	-8,116	-5,512	-7,402	-5,907	-3,811	-3,439	-4,971	-5,651
P - Value	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,019	0,049	0,01	0,01
Kết luận	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm thống kê R

**Bảng 4: Ma trận tương quan giữa các biến được quan sát**

	Tobin'sQ	DA	LDA	SDA	ROA	TANG	VTS	GRTS	QMTS
Tobin'sQ	1,000								
DA	-0,173	1,000							
LDA	-0,018	0,511	1,000						
SDA	-0,192	0,914	0,117	1,000					
ROA	0,564	-0,486	-0,283	-0,427	1,000				
TANG	0,059	0,159	0,411	-0,011	-0,013	1,000			
VTS	0,036	-0,100	-0,236	-0,004	0,269	-0,079	1,000		
GRTS	0,149	0,180	0,269	0,080	0,138	0,143	0,009	1,000	
QMTS	0,389	0,402	0,258	0,343	0,056	0,107	-0,217	0,357	1,000

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm thống kê R.

Kết quả ước lượng mô hình hồi quy tuyến tính tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp như sau:

*Cơ cấu nguồn vốn:* Có bằng chứng thống kê cho thấy DA và SDA có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp ngành nhựa và bao bì niêm yết tại Việt Nam với độ tin cậy 99%. Tức là, khi các yếu tố khác không thay đổi, việc gia tăng hệ số nợ vay (DA), đặc biệt là hệ số nợ vay ngắn hạn (SDA) sẽ có tác động làm giảm giá trị doanh nghiệp (Tobin'sQ). Điều này phù hợp với diễn biến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành Nhựa và bao bì 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 ( $r_d$ ), việc gia tăng hệ số nợ vay sẽ làm đòn bẩy tài chính khuếch đại theo chiều hướng làm giảm tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu, từ đó có tác động làm giảm giá trị doanh nghiệp. 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 doanh nghiệp ngành Nhựa và bao bì, qua đó có tác động làm giảm giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với nhận định của Zeitun & Tian (2007); Kausar & cộng sự (2014); Dada & Ghazali (2016) và trái ngược với các nghiên cứu của Drăniceanu & Ciobanu (2013); Gill & Obradovich (2012); Võ Minh Long (2017); Đỗ Văn Thắng & Trịnh Quang Thiệu (2010). Đối với hệ số nợ vay dài hạn, với mẫu nghiên cứu đã cho, không có bằng chứng thống kê cho thấy hệ số nợ vay dài hạn (LDA) có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q).

*Hiệu quả kinh doanh (ROA):* Trong mô hình 2 và mô hình 3, có bằng chứng thống kê cho thấy hiệu quả kinh doanh có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp với độ tin cậy 99%. Nghĩa là, việc nâng cao khả năng sinh lời sẽ có tác động làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu của Karaca & Savsar (2012); Lê Thị Phương Vy & Phùng Đức Nam (2013); Asiri & Hameed (2014), Võ Minh Long (2017), Aggarwal & Padhan (2017).

*Quy mô doanh nghiệp (QMTS):* Có bằng chứng thống kê cho thấy QMTS có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp với độ tin cậy 99% trong cả 3 mô hình. Điều này cho thấy, việc gia tăng quy mô doanh nghiệp trong giai đoạn 2012 - 2018 có tác động làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Quy mô doanh nghiệp lớn giúp doanh nghiệp thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư, đối tác kinh doanh, đặc biệt là những doanh nghiệp có quy mô tài sản cố định lớn, công nghệ hiện đại, qua đó góp phần nâng cao hiệu quả kinh doanh và giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu phù hợp với kết quả nghiên cứu của Võ Minh Long (2017); Đỗ Văn Thắng, & Trịnh Quang Thiệu (2010); Drăniceanu & Ciobanu (2013); Zeitun & Tian (2007); Kodongo & cộng sự (2014).

*Các biến phụ thuộc khác,* với mẫu nghiên cứu trên, không có bằng chứng thống kê cho thấy cơ cấu tài sản (TANG) và tăng trưởng tài sản (GRTS) có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp; Hiệu quả sử dụng vốn và tài sản (VTS) có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp.

Tóm lại, kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, cơ cấu nguồn vốn được đại diện bởi 2 biến là DA, SDA có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp. Việc gia tăng sử dụng nợ vay ngắn hạn nhằm tăng quy mô nợ vay của doanh nghiệp sẽ có tác động làm gia tăng rủi ro tài chính, suy giảm hiệu quả kinh doanh, từ

**Bảng 5: Kết quả ước lượng mô hình hồi quy tuyến tính**

Mô hình	Biến phụ thuộc: Tobin's Q					
	Mô hình 1		Mô hình 2		Mô hình 3	
	FEM	GLS	FEM	GLS	FEM	GLS
DA	-0,76*** -0,174	-0,637*** 0,128				
LDA			-0,160 -0,278	0,121 0,191		
SDA					-0,669*** -0,173	-0,586*** 0,116
ROA	0,411 -0,514	0,491 0,332	1,355*** -0,49	0,988*** 0,309	0,754 -0,494	0,694*** 0,304
TANG	-0,109 -0,184	0,109 0,140	-0,238 -0,194	-0,132 0,134	-0,243 -0,182	-0,084 0,128
VTS	0,001 0,061	0,013 0,042	0,012 -0,065	0,028 0,042	0,042 -0,061	0,045 0,039
GRTS	-0,047 -0,079	-0,015 0,056	-0,085 -0,083	-0,08 0,057	-0,078 -0,079	-0,035 0,052
QMTS	0,186*** 0,056	0,122*** 0,039	0,198*** -0,06	0,119*** 0,041	0,149*** -0,057	0,091*** 0,036
Observations	245	245	245	245	245	245
R2	0,178		0,103		0,163	
Multiple R-squared		0,745		0,721		0,742
Kiểm định F test (p - value)	F = 7,08 2,2E-16		F = 6,004 2,20E-16		F = 6,730 2,20E-16	
Kiểm định Hausman test (p - value)	chisq = 219,98 2,2E-16		chisq = 54,65 5,45E-10		chisq = 126,9 2,20E-16	
Kiểm định Breusch- Godfrey/Wooldridge test (p - value)	chisq = 37,55 3,68E-06		chisq = 39,51 1,56E-06		chisq = 40,14 1,18E-06	
Kiểm định studentized Breusch- Pagan test (p - value)	BP = 37,088 1,7E-06		BP = 30,74 2,84E-05		BP = 37,659 1,31E-06	
Note:				*p<0,1;	**p<0,05;	***p<0,01

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm R.

đó làm giảm giá trị doanh nghiệp. Nâng cao hiệu quả kinh doanh (ROA) và gia tăng quy mô doanh nghiệp (QMTS) có tác động tích cực làm gia tăng giá trị doanh nghiệp.

#### 4.5. Kiến nghị chính sách

Từ kết quả nghiên cứu, bài viết đề xuất một số hàm ý quản trị doanh nghiệp như sau:

Thứ nhất, điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng gia tăng dần tỷ trọng các khoản nợ vay dài hạn trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp. Trong cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp 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 doanh nghiệp phần lớn là các khoản nợ có phí (28,67%). Trong khi đó, các khoản nợ dài hạn chiếm tỷ trọng thấp trong cơ cấu nguồn vốn (7%). Điều này cho thấy việc sử dụng các khoản vay nợ ngắn hạn sẽ làm gia tăng rủi ro tài chính cho doanh nghiệp. Kết quả ước lượng cho thấy, gia tăng các khoản nợ dài hạn sẽ có tác động làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Do đó, doanh nghiệp ngành nhựa và bao bì cần thực hiện điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng tăng các khoản nợ vay dài hạn và giảm dần các khoản nợ vay ngắn hạn.

Thứ hai, điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng giảm dần hệ số nợ vay, tăng dần hệ số vốn chủ sở hữu. Kết quả ước lượng cho thấy, hệ số nợ vay có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp. Doanh nghiệp nên ưu tiên sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu nhằm tài trợ cho nhu cầu vốn của doanh nghiệp. Doanh nghiệp

---

cần nắm bắt điều kiện môi trường kinh doanh ổn định, tăng trưởng kinh tế tốt, tác động tích cực của hiệp định EVFTA hiện nay, tăng cường phát hành cổ phiếu thường mới nhằm gia tăng quy mô vốn chủ sở hữu, quy mô doanh nghiệp, từ đó có tác động làm gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Thứ ba, nâng cao hiệu quả kinh doanh cho các doanh nghiệp nhựa và bao bì. ROA của các doanh nghiệp ngành nhựa và bao bì có xu hướng giảm xuống, bình quân trong giai đoạn 2012 – 2018 đạt 6,5%. Kết quả ước lượng cho thấy, ROA có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp, do đó sự giảm sút khả năng sinh lời sẽ có tác động làm giảm giá trị doanh nghiệp. Do đó, cần tích cực triển khai các giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh như tìm cách gia tăng doanh thu, tiết kiệm chi phí, hạ giá thành sản phẩm. Giá thành sản xuất của ngành nhựa bị biến động theo sự biến động của giá cả nguồn nguyên liệu nhập khẩu. Ngành nhựa cần chủ động tập trung đầu tư vào các lĩnh vực sản xuất nguyên liệu đầu vào, chú trọng sản xuất các loại nguyên liệu mà các doanh nghiệp trong nước có nhu cầu lớn như các loại hạt nhựa để tự chủ nguồn nguyên liệu.

## 5. Kết luận

Trên cơ sở số liệu từ báo cáo tài chính của 35 doanh nghiệp ngành nhựa và bao bì niêm yết tại Việt Nam trong thời gian 7 năm (2012 – 2018), nghiên cứu này đã chỉ ra rằng cơ cấu nguồn vốn (DA, SDA) có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp (Tobin'sQ) với độ tin cậy 99%. Mặc dù đã đạt được một số kết quả nhất định, nhưng nghiên cứu vẫn bị hạn chế về mặt thu thập dữ liệu từ báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Do đó, các biến quan sát khác như tuổi của doanh nghiệp, đặc điểm của nhà quản trị doanh nghiệp, chi phí sử dụng vốn, rủi ro, các biến vĩ mô như tăng trưởng kinh tế, lạm phát...chưa được đưa xem xét nghiên cứu và đây cũng là gợi ý cho các nghiên cứu tiếp theo.

## Tài liệu tham khảo

- Aggarwal, D. & Padhan, P.C. (2017), 'Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry', *Theoretical Economics Letters*, 7, 982-1000.
- Asif, A. & Aziz, B. (2016), 'Impact of Capital Structure on Firm Value Creation - Evidence from the Cement Sector of Pakistan', *International Journal of Research in Finance and Marketing*, 6 (June,2016), 231 - 245.
- Asiri, B.K. & Hameed, S.A. (2014), 'Financial Ratios and Firm's Value in the Bahrain Bourse', *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(7), 1-10.
- 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), 2500-2507.
- Dada, A.O. & Ghazali, Z.B. (2016), 'The Impact of Capital Structure on Firm Performance: Empirical Evidence from Nigeria', *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)*, 7(4. Ver. III (Jul. - Aug. 2016)), 23 - 30.
- Drăniceanu, S.M. & Ciobanu, A. (2013), *Capital structure and firm value: Empirical evidence from Romanian listed companies*, retrieved on Septemeber 23<sup>rd</sup> 2018, from: <[http://www.dafi.ase.ro/revista/7/simona\\_maria.pdf](http://www.dafi.ase.ro/revista/7/simona_maria.pdf)>.
- Farooq, M.A. & Masood, A. (2016), 'Impact of Financial Leverage on Value of Firms: Evidence from Cement Sector of Pakistan', *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(9), 73 - 77.
- Fumani, M.A. & Moghadam, A. (2015), 'The Effect of Capital Structure on Firm Value , The Rate of Return on Equity and Earnings Per Share of Listed Companies in Tehran Stock Exchange', *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(15), 50 - 57.
- Gill, A. & Obradovich, J. (2012), 'The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms', *International Research Journal of Finance and Economics*, 91, 1-14.
- Karaca, S.S. & Savsar, A. (2012), 'The Effect Of Financial Ratios On The Firm Value: Evidence From Turkey', *Journal of Applied Economic Sciences*, 7(1), 56-63.
- Kausar, A., Nazir, M.S. & Butt, H.A. (2014), 'Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Pakistan', *Asian Journal of Research in Economics and Finance*, 1(1), 11 - 22.
- Kodongo, O., Mokoaleli-Mokoteli, T. & Maina, L. (2014), *Capital structure, protability and firm value: panel evidence*



---

*of listed firms in Kenya*, retrieved on April 1<sup>st</sup>, 2014, from: <[https://www.researchgate.net/publication/263655553\\_Capital\\_structure\\_profitability\\_and\\_firm\\_value\\_Panel\\_evidence\\_of\\_listed\\_firms\\_in\\_Kenya](https://www.researchgate.net/publication/263655553_Capital_structure_profitability_and_firm_value_Panel_evidence_of_listed_firms_in_Kenya)>.

- Lin, F.-L. & Chang, T. (2011), 'Does debt affect firm value in Taiwan? A panel threshold regression analysis', *Applied Economics*, 43(1), 117 - 128.
- Shen, G. (2012), 'How does capital structure affect firm performance? Recent evidence from Europe countries', Master thesis, Tilburg University.
- Zeitun, R. & Tian, G.G. (2007), 'Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan', *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 1(4), 40-61.
- Bùi Văn Vân & Vũ Văn Ninh (2013), *Giáo trình Tài chính doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Tài chính, Hà Nội.
- Đỗ Văn Thắng & Trịnh Quang Thiều (2010), 'Ảnh hưởng của cấu trúc vốn lên giá trị doanh nghiệp của các Công ty niêm yết trên Sàn chứng khoán TP. Hồ Chí Minh', *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 238, 36 - 41.
- Lê Thị Phương Vy & Phùng Đức Nam (2013), 'Ảnh hưởng của các nhân tố sở hữu nước ngoài đến cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp: Bằng chứng thực nghiệm tại các công ty cổ phần Việt Nam', Đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở, Đại học kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Hồ Chí Minh.
- Nguyễn Hữu Huân & Lê Nguyễn Quỳnh Hương (2014), 'Cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp Việt Nam', *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 101, 50 - 58.
- Nguyễn Minh Kiều (2006), *Tài chính doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Thống Kê, Hà Nội.
- Võ Minh Long (2017), 'Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp: Trường hợp Công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh', *Tạp chí Khoa học Đại học Mở TP. Hồ Chí Minh*, 53(2), 45 - 57.