

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

Mai Thanh Giang

Tóm tắt

Với số liệu nghiên cứu của 35 doanh nghiệp ngành nhựa và bao bì niêm yết trong giai đoạn 2012 – 2018, bằng mô hình hồi quy phân vị, kết quả ước lượng chỉ ra rằng, tại các mức phân vị thấp hơn Q40, hệ số nợ vay, hệ số nợ vay ngắn hạn và hệ số nợ vay dài hạn có tác động cùng chiều với giá trị doanh nghiệp. Ngược lại, tại các mức phân vị cao hơn Q40, hệ số nợ vay ngắn hạn và hệ số nợ vay dài hạn có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp. 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.

Từ khóa: Cơ cấu nguồn vốn, giá trị doanh nghiệp, doanh nghiệp nhựa và bao bì, thị trường chứng khoán Việt Nam.

IMPACT OF CAPITAL STRUTURE ON FIRM VALUE OF THE PLASTIC AND PACKAGING COMPANIES LISTED IN VIETNAM SECURITIES MARKET: THE QUANTILE REGRESSION MODEL

Abstract

This research studies 35 plastic and packaging companies listed in Vietnam securities market in the period 2012 – 2018, using the quantile regression model. The results reveal that at the percentile lower than Q40, debt ratios including the short-term debt ratio and the long-term debt ratio have positive impacts on firm value. In contrast, at percentile higher than Q40, the short-term debt ratio and the long-term debt ratio have negative impacts on firm value. Among control variables, business performance (ROA) and scale of assets (QMTS) have positive impacts on firm value.

Keywords: capital structure, firm value, plastic and packaging companies, Vietnam securities market

JEL classification: B26

1. Đặt vấn đề

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 tác động đến giá trị của doanh nghiệp (Modigliani & Miller, 1963). 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. Nguyên nhân, do việc lựa chọn bộ dữ liệu, ngành nghề nghiên cứu và các biến độc lập, biến kiểm soát khác nhau, đặc biệt là mô hình nghiên cứu nên các kết quả chiều hướng tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp có

sự khác biệt nhất định. Trong bài viết này, tác giả sử dụng mô hình hồi quy phân vị nhằm đánh giá động của 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.

Cách tiếp cận phổ biến hiện nay dựa theo quan hệ sở hữu vốn, cơ cấu nguồn 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.

Quan điểm truyền thống, giá trị của DN có thể tăng lên hoặc chi phí sử dụng vốn có thể giảm xuống bằng cách kết hợp giữa nợ phải trả và nguồn vốn chủ sở hữu (Durand, 1952). Lý thuyết cổ điển dựa vào lá chắn thuế để cho rằng chi phí sử dụng vốn phụ thuộc vào cơ cấu nguồn vốn của

DN và có tồn tại một cơ cấu nguồn vốn tối ưu mà ở đó chi phí sử dụng vốn bình quân của DN là nhỏ nhất và giá trị DN lúc đó là lớn nhất.

Theo lý thuyết M&M, trong trường hợp có thuế thu nhập DN, giá trị DN có vay nợ sẽ cao hơn giá trị DN không có vay nợ. Tức là giá trị DN có vay nợ sẽ bằng giá trị DN không có vay nợ cộng với giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế nhờ lãi vay (Modigliani & Miller, 1963). Theo lý thuyết đánh đổi (TOT), DN đó sẽ thiết lập một hệ số nợ vay mục tiêu và cơ cấu nguồn vốn sẽ tự điều chỉnh về mức mục tiêu đó. Hệ số nợ vay mục tiêu được xác định bằng cách cân bằng giữa lợi ích của lá chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính. Nếu DN vay nợ, làm cho hệ số nợ vay vượt qua hệ số nợ vay tối ưu 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, khi đó giá trị DN sẽ giảm xuống (Myers, 1977, 1984)

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

Hiện nay, đã có nhiều công trình nghiên cứu trong và ngoài nước xem xét tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp 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 doanh nghiệp đa dạng đã cho ra các kết quả khác nhau. Theo đó, tác động của cơ cấu nguồn vốn 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. Quan điểm này xuất phát từ lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn của Modigliani và Miller (1958), M&M chỉ ra rằng, trong điều kiện không có thuế thu nhập doanh nghiệp, giá trị doanh nghiệp có vay nợ bằng giá trị của doanh nghiệp không có vay nợ. Tức là, cơ cấu nguồn vốn không có ảnh hưởng gì đến giá trị doanh nghiệp. Bằng chứng thực nghiệm trong các nghiên cứu của Fumani & Moghadam (2015), Asif & Aziz (2016) đồng nhất ý kiến với quan điểm này.

Thứ hai, cơ cấu nguồn vốn có tác động tuyến tính đến giá trị DN. Nghiên cứu của Modigliani và Miller (1958) về cơ cấu nguồn vốn trong điều kiện có thuế thu nhập doanh nghiệp đã chỉ ra rằng: Giá trị của doanh nghiệp có vay nợ cao hơn giá trị của doanh nghiệp không có vay nợ nhờ khoản tiết kiệm thuế do lãi vay. Theo quan điểm này, một số nghiên cứu thực nghiệm đồng thuận với kết luận trên như nghiên cứu của Ogbulu & Emeni (2012), Võ Minh Long (2017), Altan & Arkan (2011), Drăniceanu & Ciobanu (2013), Gill & Obradovich (2012), Đỗ Văn Thắng & Trịnh Quang Thiệu (2010), Kausar, Nazir & Butt (2014), Kodongo,

Mokoaleli-Mokoteli & Maina (2014), Lê Thị Phương Vy và Phùng Đức Nam (2013)

Thứ ba, cơ cấu nguồn vốn tác động phi tuyến tính đến giá trị doanh nghiệp. Lý thuyết đánh đổi trong nghiên cứu Myers (1977, 1984) chỉ ra rằng có tồn tại cơ cấu nguồn vốn tối ưu. Khi lượng vay nợ tăng lên đến điểm tối ưu (điểm cân bằng), 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 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, giá trị doanh nghiệp sẽ giảm xuống. Tức là, cơ cấu nguồn vốn có tác động phi tuyến tính đến giá trị doanh nghiệp. Một số nghiên cứu thực nghiệm đồng thuận với kết luận trên như nghiên cứu của Cheng, Liu & Chien (2010), Lin & Chang (2011), Ahmad & Abdullah (2013), Hamidzadeh, Mirabi & Lajevardi (2016). Nguyễn Thanh Cường và Nguyễn Thị Cảnh (2012).

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Nguồn dữ liệu

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

Biến phụ thuộc: Trong nghiên cứu này, giá trị DN được đại diện thông qua chỉ tiêu là 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 vay; EBV: Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu; LBV: Giá trị sổ sách của nợ vay. Trong thực tiễn, để đơn giản cách tính toán, chỉ số giá trị thị trường của nợ vay được đo lường bằng giá trị sổ sách của nợ vay. 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 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:

- Hiệu quả kinh doanh (ROA) đo lường bởi lợi nhuận sau thuế trên tài sản bình quân. Việc đưa các biến phản ánh hiệu quả kinh doanh vào mô hình nghiên cứu được ủng hộ của các nghiên cứu thực nghiệm như: Karaca và cộng sự (2012); Lê Thị Phương Vy & Phùng Đức Nam (2013); Asiri và cộng sự (2014), Võ Minh Long (2017). Khi ROA tăng lên, hiệu quả kinh doanh tăng sẽ có tác động tích cực đến giá trị DN, vì vậy giả thuyết đặt ra là: Chỉ tiêu ROA có tác động cùng chiều đến giá trị DN.

- Quy mô DN (QMTS) được đo lường bằng logarit của tổng tài sản của DN. Có nghiên cứu thực nghiệm của một số tác giả như Asifa Kausar và cộng sự (2014); Ajayi và Ghazali (2016); Tianyu He (2013) cho thấy quy mô DN tác động ngược chiều đến giá trị DN. Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu như của Odongo và cộng sự (2014); Zahoor và cộng sự (2015); Fumani và Moghadam (2015); Zeitun và Tian (2007) cho thấy quy mô DN có tác động cùng chiều đến giá trị DN.

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 vay đến giá trị doanh nghiệp

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

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

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

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

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

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

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

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.

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	$\text{Tobin's } Q = (\text{EMV} + \text{LBV}) / (\text{EBV} + \text{LBV})$	
2	DA	Hệ số nợ vay	$DA = \text{Tổng nợ vay} / \text{Tổng nguồn vốn}$	-
3	SDA	Hệ số nợ vay ngắn hạn	$SDA = \text{Nợ vay ngắn hạn} / \text{Tổng nguồn vốn}$	-
4	LDA	Hệ số nợ vay dài hạn	$LDA = \text{Nợ vay dài hạn} / \text{Tổng nguồn vốn}$	+/-
5	ROA	Tỷ suất sinh lời của tài sản	$ROA = \text{Lợi nhuận sau thuế trên tài sản bình quân}$	+
6	QMTS	Quy mô doanh nghiệp	Logarit tổng tài sản của doanh nghiệp	+

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

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. 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 (FGLS) được sử dụng. Cuối cùng, tác giả sử dụng mô hình hồi quy phân vị nghiên cứu 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.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả các biến

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
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

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

Tên biến	Tobin's Q	DA	LDA	SDA	ROA	QMTS
Dickey-Fuller	-5,119	-8,116	-5,512	-7,402	-5,907	-5,651
P - Value	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Kết luận	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng

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

4.2. 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

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

	Tobin'sQ	DA	LDA	SDA	ROA	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	
QMTS	0,389	0,402	0,258	0,343	0,056	1,000

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm thống kê R đến Q40. Tương ứng với mức phân vị cao hơn Q40, mức độ tác động của hệ số nợ vay (DA) đến giá trị doanh nghiệp (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 doanh nghiệp nhựa và bao bì có Tobin'sQ nhỏ hơn hoặc bằng 0,88 (tương ứng phân vị Q40), hệ số nợ vay có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp, quyết định sử dụng nợ vay để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp N&BB sẽ tạo ra tín hiệu tốt đến thị trường. Những doanh nghiệp có Tobin'sQ lớn hơn 0,88, hệ số nợ vay có tác động ngược chiều đến GTDN.

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

Kết quả ước lượng mô hình hồi quy phân vị tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp cho thấy:

Theo mô hình nghiên cứu bình phương nhỏ nhất tổng quát (FGLS), hệ số nợ vay (DA) và hệ số nợ vay ngắn hạn (SDA) có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp (Tobin'sQ) với mức ý nghĩa thống kê là 1%. Tức là, khi DA tăng 1% thì Tobin'sQ giảm 0,635%; Khi SDA tăng 1% thì Tobin'sQ giảm 0,585%. Không có bằng chứng thống kê cho thấy hệ số nợ vay dài hạn (LDA) có tác động đến giá trị doanh nghiệp (Tobin'sQ). 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, biến SDA cho thấy tác động của DA và SDA lên Tobin'sQ tương ứng với từng phân vị của Tobin'sQ.

- Cơ cấu nguồn vốn

Trong mô hình 1, 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

Trong mô hình 2, ứng với các phân vị từ Q15 đến Q90, không có bằng chứng thống kê cho thấy hệ số nợ vay dài hạn (DA) có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp (Tobin'sQ).

Trong mô hình 3, ứng với các phân vị Q15, Q20, Q30, hệ số nợ vay ngắn hạn (SDA) có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp (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 cao hơn Q30, hệ số nợ vay ngắn hạn (SDA) có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp (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 doanh nghiệp N&BB có Tobin'sQ nhỏ hơn hoặc bằng 0,81 (tương ứng phân vị Q30), hệ số nợ vay ngắn hạn có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp, quyết định sử dụng nợ vay ngắn hạn để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp N&BB sẽ tạo ra tín hiệu tốt đến thị

trường. Những doanh nghiệp có Tobin'sQ lớn hơn 0,81, hệ số nợ vay ngắn hạn có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp.

Như vậy, nhóm doanh nghiệp ngành nhựa và bao bì có giá trị doanh nghiệp thấp, sự gia tăng hệ số nợ vay và hệ số nợ vay ngắn hạn sẽ có tác động làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với nhận định của Odongo & cộng sự (2014); Aggarwal & Padhan (2017); Nguyen Thanh Cuong & Nguyen Thi Canh (2012); Asif & Aziz (2016); Drăniceanu, & Ciobanu (2013); Gill & Obradovich (2012); Võ Minh Long (2017); Đỗ Văn Thắng & Trịnh Quang Thiều (2010). Ngược lại, nhóm doanh nghiệp ngành nhựa và bao bì có giá trị doanh nghiệp cao, sự gia tăng hệ số nợ vay và hệ số nợ vay ngắn hạn sẽ là tín hiệu cho thấy giá trị doanh nghiệp có xu hướng giảm xuống. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với nhận định của Zeitun & Tian (2007); Kausar & cộng sự (2014); Dada & Ghazali (2016).

- Hiệu quả kinh doanh (ROA)

Theo mô hình FGLS, hiệu quả kinh doanh (ROA) có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp trong cả 3 mô hình. Kết quả hồi quy phân vị cũng cho thấy, tại mức phân vị từ Q15 đến Q90, hiệu quả kinh doanh (ROA) có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp (Tobin'sQ) với mức ý nghĩa thống kê 5%. Mức độ tác động của ROA lên Tobin'sQ tăng dần lên từ mức phân vị Q15 đến Q90. Tức là, doanh nghiệp có giá trị càng lớn thì mức độ tác động của ROA đến giá trị doanh nghiệp càng cao. Như vậy, sự nâng cao hiệu quả kinh doanh của các nhóm doanh nghiệp được xem xét có tác động làm gia tăng giá trị doanh nghiệp.

- Quy mô doanh nghiệp (QMTS)

Theo mô hình FGLS, quy mô doanh nghiệp (QMTS) có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp (Tobin'sQ) trong cả 3 mô hình. Kết quả hồi quy phân vị cũng cho thấy, tại mức phân vị từ Q15 đến Q90, quy mô doanh nghiệp (QMTS) có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp (Tobin'sQ) với mức ý nghĩa thống kê 5%. Mức độ tác động của QMTS lên Tobin'sQ tăng dần lên từ mức phân vị Q15 đến Q90. Tức là, doanh nghiệp có giá trị càng lớn thì mức độ tác động của QMTS đến giá trị doanh nghiệp càng cao.

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, đối với công tác quản trị cơ cấu nguồn vốn

- Đối với nhóm doanh nghiệp có giá trị doanh nghiệp thấp (Tobin'sQ nhỏ hơn 0,88): Cần 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. Năm 2018, hệ số nợ vay dài hạn trong cơ cấu nguồn vốn là thấp (7,82%), hệ số nợ vay ngắn hạn cao (35%). Việc tăng sử dụng các khoản vay nợ ngắn hạn sẽ làm gia tăng rủi ro tài chính cho doanh nghiệp.

- Đối với nhóm doanh nghiệp có giá trị doanh nghiệp cao (Tobin'sQ lớn hơn 0,88): Cần điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng giảm dần các khoản nợ vay, đặc biệt là nợ vay ngắn hạn và tăng dần sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu. 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 hai, 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%. 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. Các doanh nghiệp ngành nhựa và bao bì 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.

Thứ ba, căn cứ vào chu kỳ kinh doanh, cần không ngừng mở rộng quy mô kinh doanh của doanh nghiệp. Doanh nghiệp cần tìm cách mở rộng thị trường kinh doanh, xây dựng nhiều kênh bán hàng, đa dạng hóa sản phẩm tiêu thụ, ứng dụng công nghệ mới nhằm tạo nền tảng hỗ trợ mở rộng quy mô kinh doanh.

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: Tại các mức phân vị thấp hơn Q40, hệ số nợ vay (DA), hệ số nợ vay ngắn hạn và hệ số nợ vay dài hạn có tác động cùng chiều với giá trị doanh nghiệp. Ngược lại, tại các mức phân vị cao hơn Q40, hệ số nợ vay ngắn hạn và hệ số nợ vay dài hạn có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp. 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.

Bảng 5: Kết quả ước lượng tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp bằng mô hình hồi quy phân vị

Phân vị	Mô hình 1				Mô hình 2				Mô hình 3			
	(Intercept)	DA	ROA	QMTS	(Intercept)	LDA	ROA	QMTS	(Intercept)	SDA	ROA	QMTS
15%	-0,854	0,384**	2,958***	0,059*	-1,375**	0,734**	3,002***	0,089***	-1,128*	0,347*	2,928***	0,075**
20%	-1,091*	0,342*	3,489***	0,073**	-1,517**	0,486*	2,841***	0,101***	-1,371**	0,251	3,131***	0,090**
30%	-0,895	0,267	3,719***	0,067*	-1,049	0,326	3,1***	0,081**	-1,401*	0,057	3,514***	0,098**
40%	-1,309*	0,031	3,830***	0,097***	-1,029	0,243	3,76***	0,081**	-1,300*	-0,120	3,418***	0,101**
50%	-1,435**	-0,104	3,392***	0,110***	-1,143	0,117	3,469***	0,092**	-1,398**	-0,187	3,254***	0,110***
60%	-1,559***	-0,217	3,107***	0,123***	-1,326*	0,019	3,71***	0,103***	-1,360**	-0,227	3,270***	0,111***
70%	-1,601***	-0,389**	3,082***	0,132***	-1,192	0,054	4,211***	0,098**	-1,791**	-0,390**	3,173***	0,140***
80%	-1,654*	-0,400	3,053**	0,137***	-1,308	0,222	4,871***	0,105**	-1,534	-0,554***	2,850***	0,133**
85%	-2,105*	-0,638**	2,452	0,171***	-1,323	0,366	4,686***	0,108*	-2,204*	-0,658***	2,656**	0,173***
90%	-1,960	-1,142***	1,071	0,184***	-1,666	0,329	4,541**	0,131*	-1,803	-0,902***	3,538**	0,160**
FEM		-0,795***	0,366	0,172***		-0,288	1,343***	0,180***		-0,673***	0,894**	0,116**
FGLS		-0,635***	0,442	0,110***		-0,010	1,001***	0,100***		-0,585***	0,788***	0,067***

Note: * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm R

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Abd Halim Ahmad & Nur Adiana Hiau Abdullah. (2013). Investigation of optimal capital structure in Malaysia: a panel threshold estimation. *Studies in Economics and Finance*, 30(2), 108-117.
- [22]. Mikail Altan & Ferhat Arkan. (2011). Relationship Between Firm Value And Financial Structure: A Study On Firms In ISE Industrial Index. *Journal of Business & Economics Research*, 9 (9), 61 - 65.
- [3]. Ammara Asif & Bilal Aziz. (2016). Impact of Capital Structure on Firm Value Creation - Evidence from the Cement Sector of Pakistan. *International Journal of Research in Finance and Marketing (IMPACT FACTOR – 5.861)*, 6(6 (June, 2016)), 231 - 245.
- [4]. Batool K. Asiri & Salwa A. Hameed. (2014). Financial Ratios and Firm's Value in the Bahrain Bourse . *Research Journal of Finance and Accounting* 5(7), 1-10.
- [5]. Yu-Shu Cheng, Yi-Pei Liu & Chu-Yang Chien. (2010). Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis. *African Journal of Business Management*, 4(12), 2500-2507.
- [6]. Nguyen Thanh Cuong & Nguyen Thi Canh. (2012). The Effect of Capital Structure on Firm Value for Vietnam's Seafood Processing Enterprises. *International Research Journal of Finance and Economics*, (89), 221 - 233.
- [7]. Simona Maria Drăniceanu & Anamaria Ciobanu. (2013). Capital structure and firm value: Empirical evidence from Romanian listed companies, retrieved on 9/23/18, from http://www.dafi.ase.ro/revista/7/simona_maria.pdf.
- [9]. David Durand. (1952). Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. *Conference on Research in Business Finance*, 215 - 262.
- [10]. Maryam Alhani Fumani & Abdolkarim Moghadam. (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.
- [11]. Amarjit Gill & John Obradovich. (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.

- [12]. Mohammad Reza Hamidizadeh, Vahid Reza Mirabi & Masoud Lajevardi. (2016). Application of Advanced Panel Threshold Regression Model to Estimate Optimal Capital Structure. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(17), 30-42.
- [13]. Saleyman Serdar Karaca & Arif Savsar. (2012). The Effect Of Financial Ratios On The Firm Value: Evidence From Turkey. *Journal of Applied Economic Sciences*, 7(1), 56-63.
- [14]. Asifa Kausar, Mian Sajid Nazir & Hashim Awais Butt. (2014). 'Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Pakistan', *Asian Journal of Research in Economics and Finance*, 1(1), 11 - 22.
- [15]. Odongo Kodongo, Thabang Mokoaleli-Mokoteli & Leonard Maina. (2014). Capital structure, profitability and firm value: panel evidence of listed firms in Kenya, retrieved on, from https://www.researchgate.net/publication/263655553_Capital_structure_profitability_and_firm_value_Panel_evidence_of_listed_firms_in_Kenya.
- [16]. Feng-Li Lin & Tsangyao Chang. (2011). Does debt affect firm value in Taiwan? A panel threshold regression analysis. *Applied Economics*, 43(1), 117 - 128.
- [17]. Franco Modigliani & Merton Miller. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Corection. *American Economic Review*, 53, 433 - 443.
- [18]. Nguyễn Minh Kiều. (2006). *Tài chính doanh nghiệp*, Nxb Thống Kê, Hà Nội.
- [19]. Võ Minh Long. (2017). Tác động của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp cổ phần niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. *Luận án tiến sĩ kinh tế*, Trường ĐH Ngân hàng TP. HCM, TP. Hồ Chí Minh.
- [20]. Stewart C. Myers. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(1977), 147 - 175.
- [21]. Stewart C. Myers. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3,, pp. 575-592.
- [22]. Onyemachi Maxwell Ogbulu & Francis Kehinde Emani. (2012). Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Nigeria. *International Journal of Business and Social Science*, 3(19), 252 - 261.
- [23]. Rami Zeitun & Gary G. Tian. (2007). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 1(4), 40-61.
- [24]. Bùi Văn Vân & Vũ Văn Ninh. (2013). *Giáo trình Tài chính doanh nghiệp*, Nxb Tài chính, Hà Nội.
- [25]. Đỗ Văn Thắng & Trịnh Quang Thiệu. (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.
- [26]. 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 NCKH cấp Cơ sở*, Đại học kinh tế TP. Hồ Chí Minh, TP. Hồ Chí Minh.

Thông tin tác giả:

Mai Thanh Giang

- Đơn vị công tác: Khoa Ngân Hàng - Tài chính – Trường Đại học Kinh tế & QTKD

- Địa chỉ email: maithanhgiangtctt@gmail.com

Ngày nhận bài: 20/08/2020

Ngày nhận bản sửa: 27/09/2020

Ngày duyệt đăng: 30/09/2020