BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO **BỘ TÀI CHÍNH**

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

NGUYỄN THỊ THANH HIỀN

HUY ĐỘNG VỐN ĐẢM BẢO TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH NHỰA NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

Ngành: Tài chính - ngân hàng
Mã số: 9.34.02.01

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

HÀ NỘI, NĂM 2026

Công trình được hoàn thành tại:
HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

Người hướng dẫn khoa học:
1. PGS.TS. Bùi Văn Vần
2. TS. Nguyễn Thị Tuyết

Phản biện 1: **.....**
.....

Phản biện 2: **.....**
.....

Phản biện 3: **.....**
.....

Luận án sẽ được đánh giá trước Hội đồng chấm luận án cấp Học viện họp tại Học viện Tài chính.
Vào hồi ..... ngày ..... tháng ..... năm 2026.

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài luận án

Tăng trưởng của doanh nghiệp (DN) luôn đi kèm nhu cầu vốn tăng thêm, và phần vốn này chỉ có thể được tài trợ từ lợi nhuận giữ lại hoặc từ các nguồn bên ngoài như vay nợ, tín dụng thương mại, trái phiếu, cổ phiếu với chi phí, kỳ hạn và rủi ro khác nhau. Theo mô hình tỷ lệ tăng trưởng bền vững của Higgins (1977), với khả năng sinh lời, chính sách phân phối lợi nhuận và cơ cấu vốn cho trước, DN chỉ có thể tăng trưởng đến một mức nhất định nếu không phát hành thêm vốn chủ sở hữu (VCSH) và không thay đổi đòn bẩy; khi tăng trưởng thực tế vượt mức này, DN phải điều chỉnh vay nợ, phát hành vốn, chính sách cổ tức hoặc hiệu suất sử dụng tài sản. Vì vậy, bài toán tăng trưởng bền vững về tài chính gắn liền với bài toán lựa chọn quy mô, cơ cấu và phương thức huy động vốn.

Ngành nhựa Việt Nam tăng trưởng bình quân 10-12%/năm, có hơn 4.000 DN, sản phẩm có mặt tại hơn 170 quốc gia, nhưng phụ thuộc lớn vào nguyên liệu nhập khẩu và có nhu cầu vốn lớn cho đổi mới thiết bị, công nghệ và chuyển đổi xanh. Giai đoạn 2019-2025, tăng trưởng của các DN ngành nhựa niêm yết có nhiều dấu hiệu thiếu bền vững: doanh thu biến động mạnh, tỷ lệ tăng trưởng bền vững (SGR) có xu hướng giảm, một bộ phận DN sụt giảm doanh thu và lợi nhuận kéo dài; tổng nguồn vốn tăng từ 41.102 lên 71.663 tỷ đồng nhưng hiệu quả sử dụng vốn chưa tương xứng. Nguyên nhân quan trọng là cơ cấu huy động vốn còn bất cập, phụ thuộc nhiều vào nợ ngắn hạn, tích lũy nội sinh bị thu hẹp và khả năng tiếp cận kênh vốn dài hạn còn hạn chế. Từ thực trạng đó, nghiên cứu sinh (NCS) lựa chọn đề tài "Huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của các DN ngành nhựa niêm yết ở Việt Nam".

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án

Về tăng trưởng bền vững, Higgins (1977), Platt, Platt và Chen (1995), Van Horne (2002), Alam và Zahid (2008), Lockwood và Prombutr (2010) đã đặt nền móng cho mô hình PRAT và cách đo lường SGR; các nghiên cứu gần đây (Şahin và Ergün, 2018; Altahtamouni và cộng sự, 2022; Vuković, Tica và Jakšić, 2022) mở rộng sang so sánh AGR với SGR và xác nhận vai trò của vòng quay tài sản,

khả năng sinh lời. Trong nước, Phạm Thị Vân Anh (2012, 2016), Phạm Xuân Toàn và cộng sự (2016), Lê Bảo Toàn và cộng sự (2025) đã vận dụng khung SGR vào một số ngành cụ thể.

Về huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững, các nghiên cứu quốc tế cho kết quả chưa thống nhất: đòn bẩy tài chính có tác động thuận chiều, ngược chiều hoặc phi tuyến (Akhtar và cộng sự, 2022); nợ ngắn hạn và dài hạn có thể tác động trái chiều; tín dụng thương mại thúc đẩy tăng trưởng khi là nguồn tài trợ thay thế nhưng chuyển sang tiêu cực khi vượt ngưỡng (Tingbani và cộng sự, 2022); chi phí sử dụng vốn thuận chiều ở thị trường phát triển nhưng ngược chiều ở thị trường mới nổi. Phần lớn nghiên cứu chỉ xem xét một kênh tài trợ, chỉ dùng một thước đo tăng trưởng và sử dụng mẫu đa ngành; kênh phát hành vốn cổ phần còn ít được nghiên cứu. Các nghiên cứu trong nước (Nguyen, Ho và Vo, 2019 và các tác giả khác) chủ yếu đánh giá thực trạng hoặc từng kênh huy động vốn, chưa gắn với mục tiêu tăng trưởng bền vững; nghiên cứu về DN ngành nhựa mới dừng ở chi phí sản xuất, hiệu quả tài chính, vốn lưu động và giá trị DN.

Từ đó, luận án xác định ba khoảng trống nghiên cứu có quan hệ nối tiếp: (i) về lý luận, chưa có khung phân tích thống nhất xem huy động vốn là quá trình đáp ứng nhu cầu vốn cho tăng trưởng trong ràng buộc về kỳ hạn, chi phí, rủi ro và đánh giá kết quả qua năng lực tăng trưởng bền vững về tài chính; (ii) về bằng chứng thực nghiệm, chưa có nghiên cứu xem xét đồng thời các kênh huy động vốn (đòn bẩy, nợ ngắn hạn, tín dụng thương mại, nợ mới, phát hành cổ phần) cùng chi phí sử dụng vốn trong quan hệ với cả SGR và tốc độ tăng trưởng thực tế (AGR); (iii) về đối tượng và bối cảnh, chưa có công trình nghiên cứu huy động vốn gắn với tăng trưởng bền vững của DN ngành nhựa Việt Nam giai đoạn 2019-2025 với tác động của COVID-19, biến động lãi suất và thị trường trái phiếu.

3. Mục tiêu, nhiệm vụ và câu hỏi nghiên cứu

Mục tiêu nghiên cứu là đề xuất các giải pháp hoàn thiện huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của các DN ngành nhựa niêm yết ở Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2035.

Nhiệm vụ nghiên cứu gồm: (i) hệ thống hóa và phát triển lý luận về huy động vốn, tăng trưởng bền vững về tài chính và huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của DN, rút ra bài học kinh nghiệm từ các DN nhựa điển hình ở nước ngoài; (ii) phân tích, đánh giá thực trạng giai đoạn 2019-2025, kết hợp phân tích định tính với mô hình định lượng để chỉ ra kết quả, hạn chế và nguyên nhân; (iii) đề xuất giải pháp đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2035.

Câu hỏi nghiên cứu trung tâm: Các DN ngành nhựa niêm yết ở Việt Nam cần huy động vốn như thế nào để đảm bảo tăng trưởng bền vững? Các câu hỏi cụ thể: (1) Huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững về tài chính của DN được hiểu như thế nào và các kênh huy động vốn tác động theo cơ chế nào? (2) Quy mô, cơ cấu, phương thức và chi phí huy động vốn của các DN ngành nhựa niêm yết giai đoạn 2019-2025 có phù hợp với năng lực tăng trưởng bền vững hay không? (3) Các kênh huy động vốn có mối quan hệ như thế nào với SGR và AGR? (4) Các nhóm DN cần những giải pháp huy động vốn nào đến năm 2030, tầm nhìn 2035?

4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu là vấn đề huy động vốn để đảm bảo tăng trưởng bền vững về tài chính của DN.

Phạm vi nghiên cứu:

- *Về nội dung:* phân tích thực trạng huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của các DN ngành nhựa niêm yết ở Việt Nam.
- *Về không gian:* 28 DN nhựa niêm yết trên HOSE, HNX và UPCOM.
- *Về thời gian:* nghiên cứu giai đoạn 2019-2025, bao trùm trước đại dịch (2019), trong đại dịch (2020-2021), biến động lãi suất, giá nguyên liệu và thị trường trái phiếu (2022-2023) và phục hồi (2024-2025); giải pháp áp dụng từ năm 2026 trở đi.

5. Phương pháp nghiên cứu

Luận án phối hợp các phương pháp phân tích và tổng hợp, so sánh đối chiếu, thu thập thông tin thứ cấp từ báo cáo tài chính (BCTC) đã kiểm toán của 28 DN, phương pháp định tính (nghiên cứu tại bàn, phân tích thống kê mô tả) và phương pháp định lượng.

Phương pháp định lượng sử dụng mô hình dữ liệu bảng trên 28 DN trong 7 năm (196 quan sát), xử lý bằng Stata theo bốn bước: (i) xây dựng mô hình với hai biến phụ thuộc SGR và AGR; (ii) lựa chọn giữa Pooled OLS, FEM và REM bằng kiểm định F, Breusch-Pagan, Hausman, thay bằng kiểm định Sargan-Hansen (xtoverid) với sai số chuẩn cụm và đối chiếu kiểm định Mundlak khi Hausman cổ điển không tin cậy; (iii) kiểm định khuyết tật (VIF, Wald hiệu chỉnh, Wooldridge, Pesaran CD) và khắc phục bằng FGLS hoặc ước lượng tác động cố định với sai số chuẩn Driscoll-Kraay; (iv) kiểm định nội sinh cho từng biến bằng biến công cụ là độ trễ bậc hai, bậc ba, phương pháp hàm kiểm soát và 2SLS với các thống kê F giai đoạn một, Kleibergen-Paap, Hansen J, thống kê C và Anderson-Rubin; GMM không được sử dụng do số DN hạn chế.

6. Những đóng góp mới của luận án

Về lý luận, học thuật: (i) Luận án đã hệ thống hóa, bổ sung và làm rõ hơn lý luận về huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp. Luận án xây dựng khung phân tích huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững về tài chính của DN, trong đó huy động vốn được xem xét trong mối quan hệ giữa nhu cầu vốn cho tăng trưởng, các kênh tài trợ, kỳ hạn và chi phí vốn với năng lực tăng trưởng bền vững; (ii) Luận án đã xem xét kinh nghiệm huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp ngành nhựa ở một số quốc gia trên thế giới; từ đó rút ra bốn bài học có thể tham khảo, vận dụng vào Việt Nam; (iii) xem xét đồng thời các kênh huy động vốn trong quan hệ với cả SGR và AGR trên cùng một mẫu, cho thấy cùng một kênh có thể có quan hệ khác chiều với hai thước đo: tỷ trọng nợ ngắn hạn thuận chiều với SGR nhưng ngược chiều với AGR; phát hành cổ phần mới thuận chiều với cả hai; vay nợ mới chỉ thuận chiều với AGR.

Về thực tiễn: (i) Luận án cung cấp bức tranh định lượng về quy mô, cơ cấu, phương thức, chi phí huy động vốn và năng lực tăng trưởng bền vững của các DN ngành nhựa niêm yết giai đoạn 2019-2025, chỉ ra sự khác biệt giữa các nhóm DN theo SGR; (ii) đề xuất hệ thống giải pháp phân hóa theo nhóm DN, gắn với hạn chế và nguyên nhân đã xác định, có giá trị tham khảo đối với nhà quản trị DN, nhà đầu tư, tổ chức tín dụng và cơ quan quản lý.

7. Kết cấu của luận án

Ngoài phần mở đầu, kết luận, danh mục tài liệu tham khảo và phụ lục, luận án gồm 3 chương: Chương 1: Lý luận chung về huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của các DN; Chương 2: Thực trạng huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của các DN ngành nhựa niêm yết ở Việt Nam; Chương 3: Giải pháp huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của các DN ngành nhựa niêm yết ở Việt Nam.

CHƯƠNG 1
LÝ LUẬN CHUNG VỀ HUY ĐỘNG VỐN ĐẢM BẢO TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG CỦA DOANH NGHIỆP

1.1. Huy động vốn của DN

1.1.1. Vốn và vai trò của vốn đối với DN

Vốn kinh doanh là biểu hiện bằng tiền của toàn bộ giá trị tài sản mà DN đã đầu tư và sử dụng vào hoạt động sản xuất kinh doanh (SXKD) nhằm mục tiêu sinh lợi. Vốn có bốn đặc điểm cơ bản: biểu hiện giá trị tài sản hữu hình và vô hình; luôn vận động, chuyển đổi hình thái; có giá trị theo thời gian; và có thể được huy động từ nhiều nguồn khác nhau. Vốn là điều kiện tiên quyết cho sự ra đời, tồn tại và phát triển của DN.

1.1.2. Khái niệm và phân loại nguồn vốn của DN

Nguồn vốn của DN là nguồn tài chính để hình thành và bổ sung các tài sản cần thiết, bảo đảm DN hoạt động hiệu quả và đạt mục tiêu tăng trưởng lâu dài. Nguồn vốn được phân loại theo quan hệ sở hữu (VCSH và nợ phải trả); theo thời gian huy động và sử dụng (nguồn vốn thường xuyên và tạm thời); và theo phạm vi huy động (nguồn vốn nội sinh từ lợi nhuận giữ lại và nguồn vốn ngoại sinh như vay ngân hàng, tín dụng thương mại, phát hành cổ phiếu, trái phiếu, thuê tài sản). Mỗi hình thức có ưu điểm và hạn chế riêng, đòi hỏi DN cân nhắc cơ cấu phù hợp với ngành nghề và giai đoạn phát triển.

1.1.3. Khái niệm, các chỉ tiêu đánh giá tình hình huy động vốn của DN

Huy động vốn là quá trình DN tìm kiếm, tiếp cận và sử dụng các nguồn lực tài chính từ nội bộ hoặc bên ngoài nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư, mở rộng quy mô

và duy trì phát triển dài hạn, đồng thời cân bằng giữa tốc độ tăng trưởng và ổn định tài chính. Các chỉ tiêu đánh giá gồm: quy mô và tốc độ tăng của tổng nguồn vốn, VCSH và nợ phải trả; hệ số VCSH và hệ số nợ; cơ cấu và tốc độ tăng của từng kênh huy động vốn; và chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (WACC).

1.1.4. Các nhân tố ảnh hưởng đến việc huy động vốn của DN

Nhân tố bên trong gồm đặc điểm của DN (loại hình, ngành nghề), năng lực và uy tín của lãnh đạo, tình hình tài chính, hiệu quả kinh doanh và tài sản bảo đảm. Nhân tố bên ngoài gồm môi trường kinh tế vĩ mô và khung pháp lý; chính sách tiền tệ, lãi suất, thuế, tỷ giá; chính sách tín dụng của ngân hàng thương mại (NHTM) và tổ chức tài chính; sự phát triển của thị trường vốn; và định hướng hỗ trợ DN của Chính phủ.

1.2. Tăng trưởng bền vững của DN

1.2.1. Tính tất yếu và các nhân tố ảnh hưởng đến tăng trưởng bền vững của DN

Tăng trưởng phản ánh sự gia tăng quy mô hoạt động, giá trị tài sản, doanh thu hoặc lợi nhuận của DN, là yêu cầu tất yếu để đáp ứng nhu cầu thị trường và duy trì vị thế cạnh tranh. Tăng trưởng được phân loại theo nguồn lực (nội tại, bên ngoài), tính chất (chiều ngang, chiều dọc, đa dạng hóa), thời gian, tính bền vững và tốc độ; chịu tác động của nhân tố bên trong (năng lực tài chính, quản trị, công nghệ, nhân lực, thị trường, thương hiệu) và nhân tố bên ngoài (kinh tế vĩ mô, pháp lý, cạnh tranh ngành, công nghệ).

1.2.2. Tăng trưởng bền vững của DN

Tăng trưởng bền vững của DN là tốc độ tăng trưởng tối đa mà DN có thể đạt được mà không làm mất cân đối tài chính, không phụ thuộc quá mức vào vốn bên ngoài. Theo Higgins (1977), nợ vay chỉ tăng tương ứng với VCSH để giữ nguyên hệ số nợ mục tiêu, nên tăng trưởng bền vững không loại trừ việc sử dụng nợ mà đòi hỏi mức độ sử dụng nợ ổn định. Nội dung tăng trưởng bền vững về tài chính thể hiện trên bốn phương diện: sự phù hợp giữa AGR và SGR; sự cân đối của cơ cấu nguồn vốn và kỳ hạn; khả năng tạo dòng tiền và thanh toán; hiệu quả và chi phí sử dụng vốn; trong đó SGR là chỉ tiêu trung tâm.

Khi AGR vượt SGR kéo dài, DN dễ thiếu hụt vốn, gia tăng đòn bẩy và rủi ro thanh toán; khi AGR thấp hơn đáng kể SGR, DN rơi vào tăng trưởng ì ạch. Tuy nhiên, chênh lệch AGR-SGR chỉ là tín hiệu ban đầu về áp lực tài trợ, chưa đồng nghĩa với thiếu vốn, và cần đối chiếu với dòng tiền, khả năng thanh toán, nghĩa vụ nợ. Việc điều chỉnh mất cân bằng được thực hiện qua ba nhóm chính sách: huy động vốn, phân phối lợi nhuận và đầu tư.

1.2.3. Các chỉ tiêu đánh giá tình hình tăng trưởng và tăng trưởng bền vững của DN

Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu thuần (DTT) và tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (LNST) phản ánh tăng trưởng thực tế. Tỷ lệ tăng trưởng bền vững được xác định theo mô hình PRAT của Higgins: SGR = Tỷ suất lợi nhuận VCSH (ROE) × Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại. Theo dõi đồng thời AGR và SGR giúp nhận diện DN đang tăng trưởng vượt khả năng tự tài trợ hay hoạt động dưới tiềm năng.

1.3. Huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của DN

1.3.1. Huy động vốn và tăng trưởng bền vững

Tăng trưởng về bản chất là sự mở rộng quy mô kinh doanh, biểu hiện ở sự gia tăng tổng tài sản; mọi gia tăng tài sản đều phải được tài trợ bằng nguồn vốn tương ứng, nên huy động vốn là điều kiện vật chất bắt buộc của tăng trưởng. Quan hệ giữa huy động vốn và tăng trưởng bền vững mang tính hai chiều: vốn huy động quyết định tốc độ và giới hạn tăng trưởng; kết quả tăng trưởng quyết định năng lực huy động vốn kỳ sau. Huy động vốn tác động theo ba hướng: quy mô vốn xác định trần tốc độ tăng trưởng; tính chất nguồn vốn quyết định rủi ro tài chính; hiệu quả sử dụng vốn quyết định tăng trưởng tạo ra hay phá hủy giá trị. Do đó, huy động vốn là điều kiện cần nhưng chưa đủ của tăng trưởng bền vững.

1.3.2. Các nguồn huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của DN

Theo mô hình Higgins, mọi kênh huy động vốn tác động đến tăng trưởng bền vững qua ROE, qua tỷ lệ lợi nhuận giữ lại hoặc qua mức độ ổn định của nguồn tài trợ. (i) Lợi nhuận giữ lại là nguồn duy nhất không phát sinh nghĩa vụ hoàn trả và chi phí huy động trực tiếp, là trụ cột của tăng trưởng nội tại nhưng quy mô phụ thuộc khả năng sinh lời. (ii) Nợ vay ngắn hạn linh hoạt, hỗ trợ vốn lưu động nhưng

có rủi ro tái tài trợ, nghiêm trọng nhất khi tài trợ tài sản dài hạn. (iii) Nợ vay dài hạn cho phép mở rộng công suất, tạo hiệu ứng đòn bẩy dương và lá chắn thuế khi tỷ suất sinh lời kinh tế vượt lãi suất. (iv) Trái phiếu DN giúp tiếp cận lượng vốn lớn, kỳ hạn dài nhưng đòi hỏi vị thế thị trường, minh bạch thông tin và tạo áp lực khi đáo hạn. (v) Tín dụng thương mại không lãi danh nghĩa nhưng có chi phí ẩn khi từ bỏ chiết khấu thanh toán sớm. (vi) VCSH từ bên ngoài không tạo nghĩa vụ hoàn trả nhưng pha loãng sở hữu, có thể làm giảm ROE trong ngắn hạn. (vii) Các kênh khác gồm thuê tài chính, nợ mang tính chu kỳ, vốn ưu đãi và vốn xanh.

1.3.3. Mô hình nghiên cứu tác động của huy động vốn đến tăng trưởng bền vững

Luận án sử dụng hai mô hình song song với cùng bộ biến giải thích cho hai biến phụ thuộc SGR (năng lực tự tài trợ tăng trưởng) và AGR (tăng trưởng doanh thu thực tế): $R_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 STD_{it} + \beta_3 TCR_{it} + \beta_4 EQISS_{it} + \beta_5 DEBTISS_{it} + \beta_6 BLG_{it} + \beta_7 WACC_{it} + \beta_8 ATO_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} COGSR_{it} + \beta_{11} COVID_{it} + \varepsilon_{it}$. Các biến độc lập gồm ba nhóm: cơ cấu vốn hiện có (hệ số nợ trên VCSH - LEV, tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nợ - STD, tỷ lệ phải trả người bán trên tổng nợ - TCR); huy động vốn mới (vốn phát hành cổ phiếu trên tổng tài sản đầu kỳ - EQISS, nợ vay tăng thêm trên tổng tài sản đầu kỳ - DEBTISS, tốc độ tăng dư nợ vay ngân hàng - BLG); và chi phí sử dụng vốn (WACC, chi phí VCSH theo CAPM). Biến kiểm soát gồm vòng quay tổng tài sản (ATO), quy mô (SIZE), tỷ lệ giá vốn hàng bán trên DTT (COGSR) và biến giả COVID-19.

Trên cơ sở cơ chế truyền dẫn qua bốn thành tố PRAT và đặc điểm DN ngành nhựa, luận án xây dựng 10 giả thuyết: LEV tác động âm đến SGR, dương đến AGR (H1); STD tác động âm đến cả hai (H2); TCR tác động dương đến cả hai (H3); EQISS tác động dương đến cả hai (H4); DEBTISS tác động dương đến AGR, âm đến SGR (H5); BLG, WACC tác động âm đến cả hai (H6, H7); ATO, SIZE tác động dương (H8, H9); COGSR tác động âm (H10). Kết quả của hai mô hình được so sánh theo dấu và mức ý nghĩa, không so sánh trực tiếp độ lớn hệ số; hệ số của LEV, EQISS, ATO và COGSR được diễn giải có tính đến quan hệ mang tính cơ học với các thành phần cấu thành SGR.

1.4. Kinh nghiệm huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của DN ngành nhựa ở một số quốc gia và bài học rút ra với Việt Nam

1.4.1. Kinh nghiệm huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của DN ngành nhựa ở một số quốc gia trên thế giới

Luận án nghiên cứu ba trường hợp điển hình. Rain Industries Limited (Ấn Độ) có doanh thu, lợi nhuận phụ thuộc nguyên liệu biến động theo giá dầu; giảm nợ trong giai đoạn thuận lợi nhưng khi giá đảo chiều, thua lỗ làm VCSH giảm nhanh hơn tốc độ trả nợ và tín dụng thương mại thu hẹp đúng lúc khủng hoảng. Scientex Berhad (Malaysia) tăng đòn bẩy song song với tăng trưởng lợi nhuận, duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức khoảng 34-35% và chỉ phát hành trái phiếu Sukuk khi cần tài trợ tài sản dài hạn. Công ty Cổ phần Bao bì SCG (SCGP, Thái Lan) duy trì lợi nhuận dương cả giai đoạn 2022-2025 dù doanh thu giảm; dòng tiền tự do trên 10 tỷ Baht mỗi năm; hệ số nợ trên VCSH tăng có kiểm soát từ 0,60 lên khoảng 0,96 lần để tài trợ các thương vụ mua lại tại ASEAN, EBIT gấp khoảng 3,6 lần chi phí lãi vay; lợi nhuận giữ lại tăng đều là trụ cột, nợ vay chỉ đóng vai trò bổ trợ.

1.4.2. Những bài học rút ra đối với Việt Nam

Từ ba trường hợp trên, luận án rút ra bốn bài học: (i) kiểm soát đòn bẩy theo chu kỳ kinh doanh, xây dựng bộ đệm VCSH đủ lớn và chỉ tăng đòn bẩy khi lợi nhuận tăng tương xứng; (ii) lấy lợi nhuận giữ lại làm nguồn tài trợ chủ đạo cho tăng trưởng thường xuyên, với chính sách cổ tức gắn với nhu cầu vốn; (iii) huy động nợ dài hạn, trái phiếu theo mục đích sử dụng vốn cụ thể và bảo đảm khớp kỳ hạn với thời gian thu hồi vốn; (iv) tổ chức nguồn tài trợ vốn lưu động phù hợp chu kỳ giá nguyên liệu, duy trì dòng tiền và hạn mức tín dụng dự phòng, kèm công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá. Các bài học cần vận dụng có chọn lọc: DN quy mô lớn có thể vận dụng đầy đủ, DN nhỏ cần tập trung tích lũy nội sinh, kiểm soát đòn bẩy và quản trị rủi ro giá nguyên liệu.

CHƯƠNG 2

THỰC TRẠNG HUY ĐỘNG VỐN ĐẢM BẢO TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG CỦA CÁC DN NGÀNH NHỰA NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

2.1. Tổng quan về các DN ngành nhựa niêm yết trên TTCK

2.1.1. Khái quát về các DN ngành nhựa Việt Nam giai đoạn 2019 đến 2025

Doanh thu toàn ngành nhựa tăng bình quân 13,4%/năm giai đoạn 2015-2024, cao hơn khoảng 5 điểm phần trăm so với tốc độ tăng GDP danh nghĩa. Các DN nhựa niêm yết trải qua các giai đoạn: trước đổi mới (1960-1990); sau đổi mới đến khi gia nhập WTO (1990-2009) với làn sóng niêm yết 2005-2009; chững lại sau khủng hoảng toàn cầu và phục hồi từ 2014; và giai đoạn từ 2020 đến nay chịu tác động của COVID-19, phục hồi rõ nét từ 2024 với sản lượng 11,7 triệu tấn (tăng 15,7%), doanh thu khoảng 31 tỷ USD. Tổ hợp hóa dầu Long Sơn vận hành thương mại từ tháng 8/2025 nâng khả năng tự chủ hạt nhựa lên khoảng 35%; sản lượng tiêu thụ được dự báo tăng khoảng 7%/năm giai đoạn 2025-2029.

2.1.2. Đặc điểm SXKD của các DN ngành nhựa

Chuỗi giá trị ngành gồm thượng nguồn (hóa dầu, hạt nhựa nguyên sinh) và hạ nguồn (bao bì, xây dựng, gia dụng, kỹ thuật). Thượng nguồn trong nước thiếu cả sản lượng lẫn chủng loại, hạ nguồn sử dụng khoảng 30 loại nhựa nguyên sinh, phần lớn phải nhập khẩu. Chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 76% chi phí SXKD năm 2024, riêng hạt nhựa chiếm khoảng 80% chi phí nguyên vật liệu, khiến biên lợi nhuận gộp nhạy cảm với giá dầu và tỷ giá. Ngành có khoảng 4.000 DN, gần 90% là DN vừa và nhỏ, cạnh tranh cao nhất ở phân khúc bao bì (biên lợi nhuận gộp thấp hơn bình quân khoảng 5 điểm phần trăm); khoảng 70% máy móc nhập khẩu từ Trung Quốc; ngành đang chịu yêu cầu chuyển đổi xanh theo Nghị định 08/2022/NĐ-CP.

2.1.3. Khái quát các DN ngành nhựa niêm yết thuộc mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu gồm 28 công ty cổ phần ngành nhựa niêm yết liên tục trên HOSE, HNX và UPCOM giai đoạn 2019-2025 (196 quan sát dạng bảng cân bằng), đã loại các DN hủy niêm yết như RDP, DAG. Theo lĩnh vực, mẫu bao gồm nhựa

bao bì, xây dựng, gia dụng và kỹ thuật. Theo quy mô tổng vốn bình quân, có 8 DN quy mô lớn trên 1.000 tỷ đồng (28,6%, bình quân 6.490 tỷ đồng), 16 DN quy mô trung bình (57,1%) và 4 DN quy mô nhỏ dưới 100 tỷ đồng (14,3%). Theo sàn niêm yết, HNX có 15 DN (53,6%), HOSE 7 DN (25,0%), UPCOM 6 DN (21,4%); địa điểm niêm yết được diễn giải như biến đại diện cho mức độ minh bạch và khả năng tiếp cận vốn cổ phần.

2.1.4. Khái quát tình hình tài chính các công ty nhựa niêm yết

Giai đoạn 2019-2025, DTT tăng từ 40.591 lên 64.555 tỷ đồng (tăng 59,03%), giảm nhẹ năm 2020 và 2023; EBIT tăng từ 3.008 lên 5.594 tỷ đồng (tăng 85,96%); chi phí lãi vay tăng từ 159 tỷ đồng lên đỉnh 1.058 tỷ đồng (2023) rồi giảm còn 777 tỷ đồng (2025); LNTT và LNST tăng lần lượt 69,08% và 60,18% dù sụt giảm hai năm 2020-2021.

2.2. Thực trạng huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của các DN ngành nhựa niêm yết

2.2.1. Thực trạng tăng trưởng bền vững của các DN ngành nhựa niêm yết

Tăng trưởng tài sản duy trì dương liên tục (1,99%-23,60%); tăng trưởng DTT biến động mạnh nhất, từ -8,99% (2023) đến 47,25% (2021); LNST âm hai năm 2020-2021 rồi phục hồi từ 2022. SGR bình quân ngành dao động từ 1,48% (2024) đến 5,56% (2020), bình quân cả giai đoạn 4,11%. Theo SGR bình quân, mẫu chia thành ba nhóm: nhóm SGR âm gồm 3 DN (DPC, SDG, TPC) với AGR -2,39%, SGR -3,17%; nhóm SGR dương dưới bình quân (BQ) mẫu gồm 12 DN với AGR 6,69%, SGR 1,72%; nhóm SGR dương trên BQ mẫu gồm 13 DN với AGR 12,34%, SGR 8,01%. Tương quan giữa DTT và SGR toàn ngành thấp (khoảng 0,31); ở hai nhóm SGR dương, AGR phần lớn vượt SGR, cho thấy tốc độ tăng doanh thu cao hơn mức có thể duy trì nếu giữ nguyên chính sách tài chính.

2.2.2. Thực trạng huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của các DN ngành nhựa niêm yết ở Việt Nam

Về quy mô, tổng nguồn vốn tăng liên tục từ 41.102 lên 71.663 tỷ đồng (tăng 74,3%, bình quân 9,7%/năm) nhưng tốc độ biến động mạnh, từ 23,60% (2021) xuống 1,99% (2023). Về VCSH, tăng từ 18.169 lên 31.522 tỷ đồng (tăng 73,5%),

hệ số VCSH ổn định 0,44-0,46; tỷ trọng VCSH trong vốn có chi phí tăng từ 63,31% lên 71,08%.

Về nợ phải trả, tăng từ 22.932 lên 40.140 tỷ đồng, hệ số nợ ổn định 0,54-0,56. Nợ ngắn hạn chiếm 64,13%-72,05% tổng nợ theo số liệu tổng hợp và bình quân 90,44% tính theo DN. Trái phiếu DN tăng từ 2.216 tỷ đồng (2019) lên đỉnh 5.138 tỷ đồng (2022) rồi giảm còn 996 tỷ đồng (2,48% tổng nợ) năm 2025 sau Nghị định 65/2022/NĐ-CP, chỉ 5/28 DN sử dụng (AAA, APH, TDP, DNP, TPP); thuê tài chính chỉ 8/28 DN tiếp cận, chiếm 0,67%-1,41% tổng nợ. Về chi phí sử dụng vốn, WACC toàn ngành dao động 6,32%-7,73%, bình quân 6,83%, đạt đỉnh năm 2023 rồi lùi về 6,48% năm 2025 nhờ chi phí nợ vay giảm từ 6,70% xuống 4,96%; chênh lệch WACC giữa DN cao nhất và thấp nhất nới rộng từ 7,42 điểm phần trăm (2019) lên 13,20 điểm phần trăm (2023).

2.2.3. Thực trạng huy động vốn của các nhóm DN ngành nhựa niêm yết phân chia theo bình quân SGR giai đoạn 2019-2025

Nhóm SGR âm: VCSH giảm từ 764 xuống 512 tỷ đồng (khoảng 33%); vốn CSH tăng thêm từ bên ngoài gần như cạn kiệt (từ 20,61% xuống 3,10%); tỷ trọng nợ ngân hàng giảm từ 76,94% xuống 57,40% trong khi tín dụng thương mại tăng từ 8,27% lên 27,03%, hoàn toàn không tiếp cận trái phiếu và thuê tài chính. WACC của nhóm thấp nhất (6,41%) nhưng tỷ suất sinh lời không bù đắp được chi phí vốn.

Nhóm SGR dương dưới BQ mẫu: VCSH tăng từ 5.741 lên 10.506 tỷ đồng, trong đó VCSH tăng thêm từ bên ngoài tăng từ 17,21% lên 40,89%, trong khi tỷ trọng lợi nhuận giữ lại giảm từ 34,75% xuống 24,80%; nợ phải trả tăng khoảng 109%, trái phiếu giảm mạnh sau năm 2022, nợ ngân hàng trở lại 58,09% năm 2025. Phần lớn tăng trưởng doanh thu được tài trợ bằng vốn bên ngoài, chưa chuyển hóa thành năng lực tự tài trợ (chênh lệch AGR-SGR 4,97 điểm phần trăm).

Nhóm SGR dương trên BQ mẫu: VCSH tăng từ 11.665 lên 20.504 tỷ đồng, vốn góp ban đầu ổn định 57-61%, VCSH tăng thêm 20-23%, lợi nhuận giữ lại phục hồi lên 20,53% năm 2025; nợ phải trả tăng thấp nhất (khoảng 62%) nhưng nợ khác tăng mạnh lên 33,10% tổng nợ, cần được làm rõ bản chất. Nhóm chịu WACC cao

nhất (7,53%) nhưng vẫn đạt SGR 8,01% và AGR 12,34%, chứng tỏ tỷ suất sinh lời vượt chi phí sử dụng vốn.

2.3. Kiểm định tác động của huy động vốn đến tăng trưởng bền vững của các DN ngành nhựa niêm yết

2.3.1. Dữ liệu nghiên cứu và nguồn dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu lấy từ BCTC hợp nhất (hoặc BCTC riêng) đã kiểm toán của 28 DN niêm yết liên tục 2019-2025 (196 quan sát), số liệu năm 2018 dùng làm số đầu kỳ năm 2019. WACC được tính cho từng DN từng năm: chi phí VCSH theo CAPM với lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm, beta của từng DN và phần bù rủi ro thị trường Việt Nam theo Damodaran; chi phí nợ từ chi phí lãi vay và dư nợ vay bình quân, có điều chỉnh lá chắn thuế.

2.3.2. Kết quả nghiên cứu

Thống kê mô tả cho thấy AGR bình quân (8,28%) cao gấp đôi SGR bình quân (4,11%), độ lệch chuẩn của AGR (0,2861) lớn hơn nhiều SGR (0,0801). EQISS bình quân chỉ 1,59% và chỉ 33/196 quan sát có phát hành cổ phiếu; BLG phân tán rất lớn (độ lệch chuẩn 1,1199). Mô hình không có đa cộng tuyến nghiêm trọng (VIF cao nhất 1,65).

Với SGR, kiểm định F và Breusch-Pagan bác bỏ Pooled OLS; kiểm định Sargan-Hansen (66,580; p = 0,0000) bác bỏ REM nên FEM được chọn; mô hình có phương sai sai số thay đổi và tự tương quan nên được ước lượng bằng FGLS (Wald chi2(11) = 69,55). Với AGR, REM trùng với Pooled OLS, kiểm định F chọn FEM; mô hình còn có thêm phụ thuộc chéo (Pesaran CD = 3,043; p = 0,0023) nên được ước lượng bằng FEM với sai số chuẩn Driscoll-Kraay (F(11,6) = 30,80; R2 nội bộ = 0,4944).

Kết quả kiểm định giả thuyết: bác bỏ H1 (LEV không có ý nghĩa ở cả hai mô hình); H2 được chấp nhận với AGR (STD: -0,4448, p<0,01) nhưng STD lại dương với SGR (0,0804, p<0,01); bác bỏ H3 (TCR âm với SGR: -0,0516, p<0,01); chấp nhận H4 (EQISS: 0,0590 với SGR, p<0,05; 1,0961 với AGR, p<0,01); chấp nhận H5 với AGR (DEBTISS: 0,4367, p<0,01), không có ý nghĩa với SGR; chấp nhận H6 với SGR (BLG: -0,0028, p<0,05); chấp nhận H7 với AGR ở mức 10% (WACC:

-2,3714); chấp nhận H8 với cả hai (ATO: 0,0257 và 0,4817, p<0,01); chấp nhận H9 và H10 chỉ với SGR (SIZE: 0,0095; COGSR: -0,2474, đều p<0,01); COVID dương với AGR (0,1073, p<0,05).

2.3.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Thứ nhất, huy động vốn mới (EQISS, DEBTISS) có quan hệ dương rất mạnh với AGR nhưng yếu hơn hoặc không có ý nghĩa với SGR: huy động vốn mới gắn với tăng trưởng doanh thu nhưng không đồng nghĩa bảo đảm tăng trưởng bền vững; do tính ngoại sinh chưa kiểm định được, đây là mối liên hệ cùng chiều, chưa phải bằng chứng nhân quả. Thứ hai, STD tác động ngược chiều lên hai chỉ tiêu: nợ ngắn hạn chi phí thấp tài trợ vốn lưu động giúp cải thiện ROE trong quy mô hiện tại nhưng hạn chế khả năng mở rộng; ràng buộc nằm ở kỳ hạn khoản vay hơn là khả năng vay. Thứ ba, TCR âm với SGR, nhất quán với Tingbani và cộng sự (2022), do chi phí ẩn khi từ bỏ chiết khấu thanh toán sớm trong ngành có giá vốn chiếm 86,58% DTT, đồng thời có thể là tín hiệu căng thẳng thanh khoản (quan hệ nhân quả ngược).

Thứ tư, WACC chỉ kìm hãm AGR (qua kênh quyết định đầu tư), không tác động SGR vì chi phí VCSH là chi phí cơ hội không đi vào lợi nhuận giữ lại; kết luận nên hiểu như một xu hướng. Thứ năm, ATO là nhân tố duy nhất có quan hệ cùng chiều với cả hai chỉ tiêu, dù một phần mang tính cơ học, hàm ý dư địa tăng trưởng nằm ở việc sử dụng hiệu quả vốn hiện có. Thứ sáu, BLG âm với SGR nhưng không thúc đẩy AGR, gợi ý một phần dư nợ tăng thêm được dùng để đảo nợ hoặc bù đắp thiếu hụt vốn lưu động. Thứ bảy, COGSR và SIZE chỉ tác động đến SGR: kiểm soát giá vốn là điều kiện tiên quyết; lợi thế quy mô thể hiện ở khả năng tăng trưởng ổn định hơn là tăng nhanh hơn. Thứ tám, LEV không có ý nghĩa và không có bằng chứng quan hệ phi tuyến (Lind-Mehlum: p = 0,186), hàm ý điều quan trọng là vay bằng kênh nào, kỳ hạn ra sao và sử dụng vào việc gì.

2.3.4. Kiểm định tính vững của mô hình

Kiểm định nội sinh cho thấy: STD và TCR có biến công cụ mạnh (Kleibergen-Paap 27,29 và 157,78) và không có bằng chứng nội sinh; LEV có dấu hiệu nội sinh ở mức biên nhưng không có ý nghĩa trong mọi đặc tả nên không ảnh hưởng kết

luận; WACC không bác bỏ tính ngoại sinh nhưng biến công cụ yếu; EQISS, DEBTISS và BLG không có biến công cụ đủ mạnh nên chưa kết luận được về tính ngoại sinh. Không có bằng chứng về quan hệ nhân quả ngược có độ trễ. Sau khi winsorize EQISS và DEBTISS ở phân vị 1% và 99%, dấu và mức ý nghĩa các biến không đổi, riêng WACC trong mô hình AGR tăng lên mức ý nghĩa 5%. Vì vậy, hệ số của STD, TCR có độ tin cậy cao hơn, còn hệ số của EQISS, DEBTISS, BLG, WACC được diễn giải là mối liên hệ thống kê.

2.4. Đánh giá thực trạng huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của các DN ngành nhựa niêm yết ở Việt Nam

2.4.1. Những kết quả đạt được

(i) Quy mô tổng nguồn vốn tăng liên tục, không năm nào sụt giảm, kể cả năm khó khăn 2023. (ii) Cơ cấu nguồn vốn dịch chuyển an toàn hơn: tỷ trọng VCSH trong vốn có chi phí tăng từ 63,31% lên 71,08%; lợi nhuận giữ lại phục hồi (tăng 11,70% năm 2024 và 17,20% năm 2025). (iii) Nợ phải trả được kiểm soát ổn định (hệ số nợ 0,54-0,56), nợ dài hạn từ ngân hàng tăng từ 2.693 lên 5.915 tỷ đồng năm 2024; LEV không có tác động ý nghĩa đến tăng trưởng. (iv) Chi phí sử dụng vốn được kiểm soát trong biên độ hẹp 6,32%-7,73% ngay cả khi lãi suất tăng 2022-2023. (v) Hiệu suất sử dụng tài sản (ATO bình quân 1,3926 lần) là động lực tăng trưởng có chất lượng nhất. (vi) Có sự khác biệt rõ về quy mô, cơ cấu và chi phí huy động vốn giữa các nhóm; nhóm SGR dương trên BQ mẫu dù WACC cao nhất vẫn tạo thặng dư nhờ khả năng sinh lời tốt.

2.4.2. Những hạn chế và nguyên nhân

2.4.2.1. Những hạn chế

(i) Tốc độ tăng trưởng thực tế cao hơn SGR (AGR 8,28% so với SGR 4,11%), tiềm ẩn nguy cơ phụ thuộc vốn bên ngoài; huy động vốn mới gắn với tăng doanh thu nhưng chưa chuyển hóa thành năng lực tăng trưởng bền vững. (ii) Tốc độ tăng vốn biến động mạnh (từ 23,60% xuống 1,99%); nhóm SGR âm có tổng nguồn vốn bình quân giảm từ 457,7 xuống 419,0 tỷ đồng mỗi DN. (iii) Cơ cấu nợ phụ thuộc cao vào nợ ngắn hạn (bình quân theo DN 90,44%), kìm hãm khả năng mở rộng quy mô, dù hạn chế chỉ thực sự tồn tại ở DN có nguồn vốn thường xuyên không đủ tài

trợ tài sản dài hạn. (iv) Năng lực tích lũy nội sinh hạn chế do biên lợi nhuận mỏng: tỷ trọng lợi nhuận giữ lại trong VCSH giảm từ 27,08% xuống 19,35% (2023) rồi phục hồi lên 21,91% (2025), biên lợi nhuận gộp chỉ khoảng 13,42%.

(v) Kênh huy động vốn chưa đa dạng, phụ thuộc tín dụng ngân hàng: chỉ 5/28 DN dùng trái phiếu, 8/28 DN dùng thuê tài chính, nhóm SGR âm không tiếp cận cả hai; BLG có quan hệ âm với SGR. (vi) Chi phí sử dụng vốn chưa tương xứng với hiệu quả sử dụng vốn: nhóm SGR âm có WACC thấp (6,41%) nhưng SGR vẫn âm; nhóm dưới BQ mẫu có WACC thấp nhất (6,17%) nhưng SGR chỉ 1,72%. (vii) Phân hóa lớn và nới rộng: tổng nguồn vốn bình quân nhóm trên BQ mẫu gấp 4,56 lần nhóm SGR âm năm 2019, tăng lên 8,37 lần năm 2025; VCSH bình quân gấp 9,24 lần, có dấu hiệu bẫy tài chính ở nhóm yếu.

2.4.2.2. Nguyên nhân dẫn đến hạn chế

Nguyên nhân chủ quan: (i) cơ cấu sản phẩm thiên về phân khúc giá trị gia tăng thấp (19/28 DN thuộc nhựa bao bì), hợp đồng bán hàng chưa có điều khoản điều chỉnh giá và DN chưa sử dụng công cụ phái sinh phòng ngừa rủi ro giá, tỷ giá; (ii) quyết định tài trợ và chính sách phân phối lợi nhuận chưa đặt trong kế hoạch tài chính gắn với mục tiêu tăng trưởng; (iii) quản trị tài chính và minh bạch thông tin chưa đáp ứng yêu cầu của thị trường vốn; (iv) quy mô phần lớn DN chưa đủ lớn để các kênh vốn thị trường hiệu quả về chi phí (20/28 DN có tổng vốn bình quân dưới 1.000 tỷ đồng); (v) vị thế thương lượng với nhà cung cấp nguyên liệu thấp do mua nhỏ lẻ, thiếu liên kết.

Nguyên nhân khách quan: (i) biến động kinh tế vĩ mô 2020-2023 (COVID-19, lạm phát, lãi suất, giá nguyên liệu) gây tác động bất lợi kép; (ii) khung pháp lý thị trường vốn chưa hoàn thiện và thay đổi đột ngột (Nghị định 65/2022/NĐ-CP); (iii) lộ trình giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn theo Thông tư 22/2019/TT-NHNN hạn chế nguồn cung vốn dài hạn; (iv) điều kiện tiếp cận tín dụng bất bình đẳng giữa các nhóm DN; (v) thị trường vốn dài hạn chưa phát triển và mức bù rủi ro thị trường còn cao.

CHƯƠNG 3

GIẢI PHÁP HUY ĐỘNG VỐN ĐẢM BẢO TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG CỦA CÁC DN NGÀNH NHỰA NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

3.1. Bối cảnh, định hướng và quan điểm huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của các DN ngành nhựa niêm yết đến năm 2030, tầm nhìn 2035

3.1.1. Bối cảnh kinh tế, xã hội trong nước và quốc tế đến năm 2030, tầm nhìn 2035

Trong nước, mục tiêu tăng trưởng kinh tế bình quân từ 10%/năm trở lên giai đoạn 2026-2030 và tỷ lệ đô thị hóa vượt 50% tạo nhu cầu lớn cho nhựa xây dựng, bao bì và nhựa kỹ thuật; Nghị định 08/2022/NĐ-CP và Nghị định 05/2025/NĐ-CP siết chặt lộ trình hạn chế nhựa dùng một lần và tỷ lệ tái chế bắt buộc; Tổ hợp Long Sơn nâng tự chủ hạt nhựa lên khoảng 35%; thị trường chứng khoán được FTSE Russell nâng hạng từ ngày 21/9/2026 và danh mục phân loại xanh theo Quyết định 21/2025/QĐ-TTg tạo cơ sở cho vốn xanh. Trên thế giới, năm xu hướng lớn gồm kinh tế tuần hoàn, yêu cầu hàm lượng tái chế của thị trường nhập khẩu (Quy định (EU) 2025/40), dư cung hóa dầu, dịch chuyển chuỗi sản xuất và dịch chuyển giá trị sang phân khúc cao. Các xu hướng này đòi hỏi nguồn vốn dài hạn cho chuyển đổi, củng cố nền tảng lợi nhuận và giữ cân đối tài chính.

3.1.2. Định hướng phát triển ngành nhựa Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn 2035

Định hướng được tổng hợp từ bốn nguồn: (a) chính sách của Nhà nước (lộ trình hạn chế nhựa dùng một lần, tỷ lệ tái chế, Chiến lược tăng trưởng xanh, danh mục phân loại xanh, thuế nhập khẩu hạt nhựa); (b) Hiệp hội Nhựa Việt Nam (chuyển dịch sang nhựa xây dựng, kỹ thuật, tăng nguyên liệu tái chế, tăng liên kết); (c) dự báo thị trường (tiêu thụ tăng khoảng 7-8,4%/năm đến 2030); và (d) định hướng huy động vốn do luận án đề xuất: chuyển trọng tâm từ mở rộng quy mô vốn sang nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và củng cố vốn nội sinh; tăng tỷ trọng vốn dài hạn; đa dạng hóa kênh huy động, trong đó vốn xanh trở thành kênh quan trọng; phân hóa lộ trình theo nhóm DN.

3.1.3. Quan điểm huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của các DN ngành nhựa niêm yết

Sáu quan điểm cần quán triệt: (i) huy động vốn phục vụ mục tiêu tăng trưởng bền vững, quy mô và tốc độ huy động xác định trên cơ sở SGR của từng DN; (ii) ưu tiên củng cố nền tảng nội tại, cải thiện biên lợi nhuận và hiệu suất sử dụng tài sản trước khi mở rộng huy động vốn; (iii) bảo đảm phù hợp kỳ hạn giữa nguồn vốn và tài sản đầu tư; (iv) đa dạng hóa kênh huy động đi đôi với kiểm soát chi phí vốn; (v) vận dụng phân hóa theo ba nhóm DN; (vi) kết hợp với giải pháp bổ trợ về quản trị tài chính, minh bạch thông tin và liên kết chuỗi.

3.2. Giải pháp huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững của các DN ngành nhựa niêm yết ở Việt Nam

3.2.1. Cơ sở đề xuất giải pháp

Hệ giải pháp dựa trên ba căn cứ: những hạn chế và nguyên nhân rút ra từ đánh giá thực trạng; bối cảnh, định hướng và quan điểm huy động vốn; kinh nghiệm quốc tế. Kết quả hồi quy là căn cứ bổ trợ, củng cố khi cùng chiều với phân tích thực trạng. Các giải pháp chia thành bốn nhóm theo cách thức tác động, mỗi giải pháp gồm nội dung chung và phần vận dụng riêng cho ba nhóm DN; thứ tự ưu tiên với từng DN cần kết hợp thêm khả năng thanh toán lãi vay, cân đối nguồn vốn thường xuyên với tài sản dài hạn, dòng tiền hoạt động và phân khúc sản xuất.

3.2.2. Nhóm giải pháp huy động vốn mới

3.2.2.1. Đa dạng hóa các kênh huy động vốn dài hạn

Phục hồi có chọn lọc kênh trái phiếu DN ở các DN quy mô đủ lớn (có tài sản bảo đảm, kỳ hạn 3-5 năm, công bố thông tin vượt yêu cầu tối thiểu), trước hết là các DN đã từng phát hành như AAA, APH, TDP, TPP, DNP; mở rộng thuê tài chính cho thiết bị (kỳ hạn 3,5-10 năm, phù hợp chu kỳ khấu hao máy ép đùn, thổi màng, ép phun); áp dụng cơ chế bán và thuê lại tài sản khi tiền thu về được dùng cho mục đích có tỷ suất sinh lời vượt chi phí thuê; tiếp cận vốn từ các định chế tài chính phát triển quốc tế (kỳ hạn 7-12 năm), với DN quy mô vừa thông qua dự án ngành do hiệp hội làm đầu mối. Nhóm SGR dương trên BQ mẫu tiên phong phục hồi trái phiếu; nhóm dưới BQ mẫu ưu tiên thuê tài chính, bán và thuê lại; nhóm SGR âm

chỉ nên dùng thuê tài chính cho thiết bị đơn lẻ, các kênh trái phiếu và định chế quốc tế chỉ đặt ra sau khi có lãi ít nhất hai năm liên tiếp.

3.2.2.2. Huy động vốn cổ phần mới cần gắn với dự án đầu tư cụ thể

Tốc độ huy động VCSH bên ngoài biến động rất lớn (đỉnh 48,73% năm 2021, âm 2,75% năm 2025), phản ánh việc phát hành theo điều kiện thị trường hơn là theo nhu cầu dự án. Mỗi đợt phát hành cần nêu rõ dự án, dòng tiền, thời gian hoàn vốn, với tỷ suất sinh lời dự kiến vượt WACC của DN; quy mô phát hành bằng phần chênh lệch giữa tăng trưởng kế hoạch và SGR; khi chênh lệch AGR-SGR vượt 5 điểm phần trăm trong hai năm liên tiếp, Hội đồng quản trị rà soát lại kế hoạch huy động vốn. Ưu tiên phát hành quyền mua cho cổ đông hiện hữu, cân nhắc trái phiếu chuyển đổi và thu hút cổ đông chiến lược nước ngoài; nhóm dưới BQ mẫu chỉ nên phát hành sau khi tỷ lệ giá vốn được cải thiện, nhóm SGR âm chỉ phát hành riêng lẻ gắn với phương án tái cơ cấu.

3.2.2.3. Tiếp cận nguồn vốn xanh gắn với lộ trình chuyển đổi của ngành

Điều kiện tiên quyết là đo lường và công bố dữ liệu môi trường (phát thải, tiêu thụ điện nước, tỷ lệ phế phẩm tái chế, tỷ lệ nguyên liệu tái sinh) trong ít nhất hai năm để hình thành đường cơ sở, có soát xét độc lập. Trên cơ sở đó, khai thác trái phiếu xanh cho dự án tái chế, điện mặt trời mái nhà, thiết bị tiết kiệm năng lượng (phù hợp nhóm SGR dương trên BQ mẫu); khoản vay liên kết bền vững và tín dụng xanh trong nước (phù hợp nhóm dưới BQ mẫu); nhóm SGR âm trước mắt xây dựng đường cơ sở dữ liệu môi trường.

3.2.3. Nhóm giải pháp điều chỉnh cơ cấu và kỳ hạn tài trợ

3.2.3.1. Tái cơ cấu kỳ hạn nguồn vốn huy động theo hướng tăng tỷ trọng nợ dài hạn

Giải pháp chỉ hướng vào phần nợ ngắn hạn đang tài trợ tài sản dài hạn. Mục tiêu cho các DN có kế hoạch đầu tư mở rộng là đưa tỷ trọng nợ ngắn hạn xuống dưới 60% tổng nợ phải trả và nâng tỷ trọng nợ dài hạn trong nợ vay ngân hàng lên tối thiểu 35% vào năm 2030. Tận dụng mặt bằng lãi suất thấp (chi phí nợ bình quân 4,96%) để chuyển một phần hạn mức ngắn hạn thành khoản vay 3-7 năm lãi suất cố định, vay hợp vốn, thiết lập quan hệ với 3-5 ngân hàng; giám sát EBIT/chi phí

lãi vay tối thiểu 2,0 lần và nợ tài chính ròng/EBITDA dưới 3,5 lần. Nhóm SGR dương trên BQ mẫu triển khai nhanh nhất (mục tiêu dưới 60% vào năm 2028); nhóm dưới BQ mẫu chuyển sang khoản vay kỳ hạn cố định 18-24 tháng; nhóm SGR âm tập trung giãn lịch trả gốc.

3.2.3.2. Kiểm soát tốc độ tăng dư nợ vay ngân hàng và chất lượng sử dụng vốn vay

Năm 2024, nợ từ NHTM và tổ chức tín dụng tăng 23,70% trong khi DTT chỉ tăng 5,07%. Giải pháp gồm: xây dựng cơ chế theo dõi mục đích sử dụng từng khoản vay đến khi hình thành tài sản; đặt ngưỡng tốc độ tăng dư nợ ngân hàng không vượt 1,5 lần tốc độ tăng DTT (1,2 lần với nhóm dưới BQ mẫu), trừ dự án được phê duyệt riêng; xử lý tình trạng vay mới trả nợ cũ bằng tái cơ cấu kỳ hạn nợ và thu hẹp quy mô về mức dòng tiền hoạt động tự chi trả được. Nhóm SGR âm không tăng dư nợ cho tới khi dòng tiền hoạt động dương ổn định.

3.2.3.3. Tái cơ cấu việc sử dụng tín dụng thương mại

Chi phí cơ hội của việc từ bỏ chiết khấu 2/10, net 30 tương đương lãi suất khoảng 36%/năm, gấp hơn năm lần WACC bình quân 6,83%. DN cần thiết lập quy tắc so sánh chi phí cơ hội của việc từ bỏ chiết khấu với WACC để quyết định thanh toán sớm; áp dụng mô hình tài trợ chuỗi cung ứng (bao thanh toán ngược); xây dựng chính sách tín dụng bán hàng theo phân loại khách hàng và hợp đồng khung cam kết khối lượng 12-24 tháng hoặc tham gia mua chung để cải thiện vị thế thương lượng.

3.2.4. Nhóm giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn

3.2.4.1. Quản trị chi phí sử dụng vốn trong tương quan với hiệu quả sử dụng vốn

DN tính WACC hằng năm làm tỷ lệ chiết khấu tối thiểu khi thẩm định đầu tư, chỉ chấp nhận dự án có tỷ suất sinh lời vượt WACC với biên an toàn tối thiểu 2 điểm phần trăm (căn cứ độ lệch chuẩn WACC khoảng 2,32 điểm phần trăm). Nhóm SGR dương trên BQ mẫu khai thác lá chắn thuế qua tăng vừa phải nợ dài hạn và giảm hệ số beta qua ổn định kết quả kinh doanh, quan hệ nhà đầu tư; nhóm dưới

BQ mẫu tập trung nâng tỷ suất sinh lời vượt chi phí vốn; nhóm SGR âm theo dõi chênh lệch giữa tỷ suất sinh lời và chi phí vốn thay vì mức chi phí vốn tuyệt đối.

3.2.4.2. Nâng cao hiệu suất sử dụng tài sản

Mục tiêu nâng ATO bình quân từ 1,3926 lên khoảng 1,55 lần vào năm 2030 (khoảng 2%/năm) chủ yếu bằng biện pháp quản trị: rà soát, thanh lý hoặc bán và thuê lại tài sản không sinh lời; quản trị tồn kho tích hợp ERP và tinh giản danh mục sản phẩm; nâng công suất dây chuyền hiện có qua tự động hóa, bảo trì dự đoán và cải tiến liên tục (kinh nghiệm BMP: đầu tư 91 tỷ đồng, tiết kiệm 35 tỷ đồng/năm). Nhóm SGR dương trên BQ mẫu đầu tư tự động hóa; nhóm dưới BQ mẫu ưu tiên giảm tồn kho, tinh giản danh mục; nhóm SGR âm xử lý tài sản không sinh lời, cho thuê năng lực dư thừa.

3.2.4.3. Cải thiện biên lợi nhuận để củng cố nguồn vốn nội sinh

Mục tiêu đưa COGSR bình quân từ 86,58% xuống khoảng 84% vào năm 2030 (biên lợi nhuận gộp lên khoảng 16%). Biện pháp gồm: đưa điều khoản điều chỉnh giá theo chỉ số giá nguyên liệu vào hợp đồng bán hàng; đa dạng hóa nguồn cung, kết hợp hợp đồng dài hạn với mua giao ngay, sử dụng công cụ phòng vệ giá và hợp đồng kỳ hạn ngoại tệ; sử dụng nhựa tái chế thay thế một phần nhựa nguyên sinh (NTP nâng tỷ lệ nhựa tái sinh từ 10% lên 49,5%); chuyển dịch sang phân khúc biên lợi nhuận cao. Đây là giải pháp ưu tiên hàng đầu với nhóm dưới BQ mẫu; với nhóm SGR âm là tái cơ cấu hoạt động, thoái vốn khỏi mảng thua lỗ kéo dài.

3.2.5. Nhóm giải pháp bổ trợ

Nâng cao chất lượng quản trị tài chính và minh bạch thông tin qua bốn cấu phần: hệ thống kế toán quản trị nội bộ; kiểm soát nội bộ đối với BCTC; áp dụng chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế theo lộ trình; bộ phận quan hệ nhà đầu tư, nhằm thu hẹp chênh lệch chi phí vốn giữa các DN. Tăng cường liên kết chuỗi và liên kết nội ngành: hình thành nhóm mua chung nguyên liệu trong khuôn khổ Hiệp hội Nhựa Việt Nam (tuân thủ Luật Cạnh tranh 2018); chia sẻ hạ tầng thu gom, tái chế theo mô hình chuỗi khép kín; cùng tiếp cận các chương trình tài trợ quốc tế theo dự án ngành.

3.2.6. Lộ trình và thứ tự ưu tiên triển khai giải pháp theo nhóm DN

Nguyên tắc chung là giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và điều chỉnh cơ cấu tài trợ đi trước, huy động vốn mới đi sau; DN càng yếu thì lộ trình càng nghiêng về củng cố nền tảng. Nhóm SGR âm (TPC, DPC, SDG): đến 2027 tái cơ cấu hoạt động, giãn nợ, không tăng dư nợ; 2028-2030 khi có lãi hai năm liên tiếp mới tiếp cận thuê tài chính và mua chung; các kênh cổ phiếu, trái phiếu, vốn xanh đặt ra trong tầm nhìn 2035. Nhóm SGR dương dưới BQ mẫu: ưu tiên biên lợi nhuận và hiệu suất tài sản, sau đó kiểm soát dư nợ, quy tắc chiết khấu, rồi thuê tài chính và phát hành gắn dự án; các DN như BMP, DNP cần điều chỉnh chính sách phân phối lợi nhuận và có thể tiếp cận sớm kênh vốn dài hạn. Nhóm SGR dương trên BQ mẫu: ưu tiên tái cơ cấu kỳ hạn nợ, làm rõ nợ khác, đa dạng hóa vốn dài hạn và phát hành cổ phiếu gắn dự án tái chế. Kết quả kỳ vọng đến 2030 là thu hẹp khoảng chênh AGR-SGR (khoảng 4,2 điểm phần trăm) bằng nâng SGR thay vì kìm hãm tăng trưởng doanh thu.

3.3. Điều kiện thực hiện các giải pháp

Đối với cơ quan quản lý nhà nước: bảo đảm tính ổn định, khả năng dự đoán của khung pháp lý thị trường vốn (lộ trình thông báo trước 12-18 tháng, tham vấn DN và hiệp hội); xây dựng cơ chế hỗ trợ vốn dài hạn cho DN sản xuất quy mô vừa (bảo lãnh tín dụng, gói tín dụng 7-10 năm qua Ngân hàng Phát triển Việt Nam, ưu đãi thuế và khấu hao nhanh cho dự án tái chế); hỗ trợ giảm phụ thuộc nguyên liệu nhập khẩu (thu hút đầu tư nguyên liệu, tiêu chuẩn hạt nhựa tái chế, hoàn thiện cơ chế EPR); phát huy tác động của việc nâng hạng thị trường chứng khoán và phát triển dịch vụ xếp hạng tín nhiệm độc lập.

Đối với các tổ chức tài chính: phát triển sản phẩm tín dụng đầu tư kỳ hạn 5-7 năm phù hợp chu kỳ đầu tư ngành; bổ sung tiêu chí tiềm năng tăng trưởng, đặc biệt là SGR, vào thẩm định tín dụng; triển khai rộng rãi tài trợ chuỗi cung ứng; mở rộng thuê tài chính chuyên biệt cho thiết bị ngành nhựa. Đối với Hiệp hội Nhựa Việt Nam: tổ chức, điều phối nhóm mua chung nguyên liệu; xây dựng và công bố bộ chỉ tiêu tham chiếu ngành hằng năm (COGSR, ATO, cơ cấu kỳ hạn nợ, WACC, SGR); làm đầu mối tiếp cận các chương trình tài trợ quốc tế và đào tạo quản trị tài chính cho DN thành viên.

KẾT LUẬN

Với mục tiêu làm rõ huy động vốn đảm bảo tăng trưởng bền vững về tài chính của các DN ngành nhựa niêm yết ở Việt Nam, luận án đã kết hợp phân tích thực trạng giai đoạn 2019-2025 với kiểm định định lượng trên 28 DN và đạt được các kết quả chính sau.

Thứ nhất, về lý luận: xác lập khái niệm tăng trưởng bền vững của DN theo góc độ tài chính, đo lường bằng SGR theo mô hình Higgins và đối chiếu với AGR; làm rõ những nội dung SGR phản ánh được và những nội dung cần chỉ tiêu bổ sung như khả năng thanh toán, cân đối kỳ hạn, nghĩa vụ nợ; xác định chênh lệch AGR-SGR là tín hiệu về áp lực tài trợ chứ không đồng nhất với số vốn thiếu hụt; phân tích cơ chế tác động của từng kênh huy động vốn trong điều kiện đặc thù của ngành nhựa.

Thứ hai, về thực trạng: tổng nguồn vốn tăng từ 41.102 lên 71.663 tỷ đồng, hệ số nợ ổn định quanh 0,55, WACC dao động 6,32%-7,73%; tuy nhiên AGR bình quân 8,28% gấp đôi SGR 4,11%, nợ ngắn hạn chiếm 64%-72% tổng nợ, biên lợi nhuận gộp chỉ khoảng 13,4%, trái phiếu và thuê tài chính mới được 5 và 8 trong 28 DN sử dụng; phân hóa giữa ba nhóm SGR ngày càng sâu, khoảng cách tổng nguồn vốn bình quân giữa nhóm trên BQ mẫu và nhóm SGR âm tăng từ 4,56 lần lên 8,37 lần.

Thứ ba, về kết quả kiểm định: vốn phát hành cổ phiếu và nợ vay mới có quan hệ dương rõ rệt với AGR nhưng yếu hơn hoặc không có ý nghĩa với SGR; tỷ lệ nợ ngắn hạn dương với SGR nhưng âm với AGR; tín dụng thương mại và tốc độ tăng dư nợ ngân hàng âm với SGR; chi phí sử dụng vốn âm với AGR; vòng quay tổng tài sản là biến duy nhất cùng chiều với cả hai chỉ tiêu. Kết quả vững khi xử lý giá trị cực trị và không có bằng chứng về quan hệ ngược có độ trễ.

Thứ tư, về giải pháp: đề xuất bốn nhóm giải pháp đến năm 2030, tầm nhìn 2035 gồm huy động vốn mới; điều chỉnh cơ cấu và kỳ hạn tài trợ; nâng cao hiệu quả sử dụng vốn; và nhóm giải pháp bổ trợ, mỗi giải pháp gắn với hạn chế cụ thể, có căn cứ cho các ngưỡng định lượng, được phân hóa lộ trình theo nhóm DN, kèm kiến nghị đối với Nhà nước, tổ chức tài chính và Hiệp hội Nhựa Việt Nam.

Luận án còn một số hạn chế: mẫu 28 DN niêm yết chưa đại diện đầy đủ cho khoảng 4.000 DN toàn ngành và lệch về phân khúc bao bì; với 28 DN và 7 năm, chưa tìm được biến công cụ đủ mạnh cho nhóm biến huy động vốn mới nên hệ số mới phản ánh mối liên hệ thống kê, mô hình chưa đưa vào các biến vĩ mô; SGR và AGR chưa bao quát đầy đủ khía cạnh môi trường, xã hội, quản trị; các nguyên nhân chủ yếu được suy luận từ BCTC, chưa kiểm chứng bằng khảo sát. Hướng nghiên cứu tiếp theo: mở rộng mẫu sang DN chưa niêm yết và ước lượng theo phân khúc; sử dụng chuỗi dữ liệu dài hơn hoặc cú sốc chính sách làm biến công cụ; xây dựng bộ chỉ tiêu tăng trưởng bền vững tích hợp ESG; kết hợp khảo sát, phỏng vấn nhà quản trị.