
CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH NHỰA NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Thị Thanh Hiền

Đại học Công nghệ Giao thông Vận tải

Email: thanhhiennnt@utt.edu.vn

Mã bài báo: JED-2519

Ngày nhận: 27/06/2025

Ngày nhận bản sửa: 11/09/2025

Ngày duyệt đăng: 02/10/2025

DOI: 10.33301/JED.VI.2519

Tóm tắt:

Nghiên cứu được thực hiện nhằm phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ tăng trưởng bền vững của 26 doanh nghiệp nhựa niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2018-2024. Sử dụng mô hình hồi quy FGLS để xử lý khuyết tật phương sai sai số thay đổi trong mô hình. Kết quả phân tích cho thấy tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu, tỷ lệ vòng quay tài sản, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại, hệ số nợ có tác động tích cực đến tỷ lệ tăng trưởng bền vững, trong khi hệ số chi phí giá vốn hàng bán không có ý nghĩa thống kê. Nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ tăng trưởng bền vững của các doanh nghiệp ngành nhựa – ngành sản xuất chịu nhiều biến động từ giá nguyên vật liệu trên thị trường. Dựa trên kết quả nghiên cứu, một số đề xuất được đưa ra nhằm giúp cho các doanh nghiệp ngành nhựa đảm bảo tăng trưởng bền vững trong tương lai, góp phần nâng cao giá trị doanh nghiệp.

Từ khoá: Các nhân tố ảnh hưởng, doanh nghiệp nhựa niêm yết, tỷ lệ tăng trưởng bền vững, Việt Nam.

Mã JEL: G32, G31, L67, O16.

Determinants affecting the sustainable growth of listed plastic firms in Vietnam

Abstract:

This research analyzes the determinants influencing the sustainable growth rate of 26 plastic firms listed on the Vietnam Stock Exchange from 2018 to 2024. The Feasible Generalized Least Squares (FGLS) method is employed to address heteroskedasticity in the regression model. The results reveal that return on sales (ROS), asset turnover ratio, retained earnings ratio, and debt ratio have a positive impact on the sustainable growth rate. In contrast, the cost of goods sold (COGS) ratio is statistically insignificant. This research provides empirical evidence on the determinants of sustainable growth in the plastic manufacturing sector—an industry significantly affected by fluctuations in raw material prices. Based on the findings, several recommendations are proposed to help plastic firms maintain sustainable growth in the future, thereby enhancing corporate value.

Keywords: Influencing factors, listed plastic firms, sustainable growth rate, Vietnam.

JEL codes: G32, G31, L67, O16.

1. Đặt vấn đề

Trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam ngày càng hội nhập sâu rộng vào chuỗi cung ứng toàn cầu, các doanh nghiệp ngành nhựa niêm yết trên thị trường chứng khoán đang đối mặt với áp lực kép: vừa phải duy trì tăng trưởng tài chính ngắn hạn, vừa đảm bảo khả năng phát triển bền vững từ nguồn lực nội tại. Tăng trưởng bền vững ở đây được đo lường thông qua tỷ lệ tăng trưởng bền vững (Sustainable growth rate - SGR), phản ánh mức độ mở rộng quy mô hoạt động mà doanh nghiệp có thể đạt được dựa trên lợi nhuận giữ lại và hiệu quả sử dụng nguồn lực, mà không phụ thuộc quá mức vào vốn vay bên ngoài hoặc làm mất cân bằng tài chính. SGR không chỉ là chỉ số tài chính mà còn là công cụ chiến lược giúp doanh nghiệp dự báo và kiểm soát rủi ro, đặc biệt trong bối cảnh ngành nhựa Việt Nam phải đối phó với biến động giá nguyên liệu, áp lực từ các quy định môi trường nghiêm ngặt, và cạnh tranh gay gắt từ các nhà sản xuất khu vực như Trung Quốc và Thái Lan.

Lý thuyết về SGR đã được phát triển qua các công trình kinh điển. Higgins (1977, 2007) xây dựng mô hình SGR dựa trên 4 yếu tố cốt lõi: tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (Return on sales - ROS), tỷ lệ vòng quay tài sản (Asset turnover - AT), tỷ lệ lợi nhuận giữ lại (Retention ratio - RR), và hệ số nợ (Leverage - LEV), nhấn mạnh rằng $SGR = ROS \times AT \times RR \times LEV$. Van Horne (2002) bổ sung rằng các yếu tố như hiệu quả quản lý tài sản và cấu trúc vốn đóng vai trò quyết định trong việc duy trì tăng trưởng mà không làm suy yếu vị thế tài chính. Huang & Liu (2009) mở rộng nghiên cứu bằng cách tích hợp các yếu tố bên ngoài như biến động thị trường và hiệu quả quản lý, cho thấy SGR không chỉ phụ thuộc vào các chỉ số tài chính nội tại mà còn chịu ảnh hưởng từ cú sốc kinh tế và quyết định quản trị.

Ngành nhựa Việt Nam đóng góp đáng kể vào GDP (khoảng 3-4% theo báo cáo ngành Nhựa của VIRAC (2023)), cung cấp nguyên liệu cho các lĩnh vực bao bì, xây dựng, và hàng tiêu dùng. Dù vậy, ngành này đang đối mặt với thách thức lớn: chi phí nguyên liệu chiếm tỷ lệ cao (thường 60-70% giá vốn hàng bán), dẫn đến biến động lợi nhuận; yêu cầu vốn đầu tư lớn cho công nghệ xanh; và áp lực từ các tiêu chuẩn bền vững toàn cầu.

Mặc dù các yếu tố phi tài chính như lãnh đạo, quản trị nhân lực, và văn hóa tổ chức có thể ảnh hưởng gián tiếp đến hiệu suất doanh nghiệp, chúng thường khó đo lường định lượng và phụ thuộc vào dữ liệu chủ quan, trong khi SGR chủ yếu dựa trên các chỉ số tài chính khách quan từ báo cáo tài chính. Do đó, bài viết này tập trung vào các yếu tố tài chính cụ thể – bao gồm tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu, tỷ lệ vòng quay tài sản, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại, hệ số nợ và hệ số chi phí giá vốn hàng bán – vì chúng là các thành phần trực tiếp của mô hình Higgins, có thể thu thập từ dữ liệu niêm yết, và phản ánh rõ nét hiệu quả hoạt động nội tại của doanh nghiệp.

Nghiên cứu này giới hạn phạm vi với các chỉ tiêu tài chính để đi sâu phân tích các yếu tố nội tại ảnh hưởng đến tăng trưởng bền vững như thế nào, đồng thời mở đường cho các nghiên cứu tương lai tích hợp đa chiều. Từ đó, có thể cung cấp bằng chứng thực tiễn để giải quyết khoảng trống như tại sao một số doanh nghiệp nhựa Việt Nam đạt SGR cao hơn dù đối mặt thách thức chung, và làm thế nào để tối ưu hóa các chỉ số tài chính này trong bối cảnh kinh tế Việt Nam.

Nghiên cứu này nhằm phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến SGR của 26 doanh nghiệp ngành nhựa niêm yết tại Việt Nam từ năm 2018 đến 2024 - giai đoạn chứng kiến sự phục hồi sau đại dịch COVID-19 và chuyển dịch xanh - sử dụng mô hình hồi quy FGLS để xử lý khuyết tật phương sai. Từ đó, cung cấp cơ sở lý thuyết và thực tiễn để đề xuất các giải pháp tối ưu hóa tăng trưởng bền vững, góp phần nâng cao giá trị doanh nghiệp và sức cạnh tranh của ngành nhựa Việt Nam trong nền kinh tế hội nhập. Các phần tiếp theo sẽ trình bày tổng quan nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu, kết quả, kết luận và đề xuất.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

2.1. Tổng quan nghiên cứu

Đã có nhiều công trình về tăng trưởng bền vững tại nhiều quốc gia trên thế giới. Đầu tiên phải kể đến nghiên cứu của Higgins (1977) đã xác định các nhân tố cốt lõi ảnh hưởng đến tỷ lệ tăng trưởng bền vững bao gồm khả năng sinh lời từ doanh thu, hiệu quả sử dụng tài sản, đòn bẩy tài chính và mức độ tái đầu tư lợi

nhuận. Platt & cộng sự (1995) với nghiên cứu về tăng trưởng bền vững của các doanh nghiệp khó khăn về tài chính và nghiên cứu của Liow (2010) về mối quan hệ giữa lợi nhuận, tăng trưởng và giá trị doanh nghiệp của 19 công ty kinh doanh bất động sản tại Hoa Kỳ đã chỉ ra rằng sử dụng đòn bẩy tài chính hợp lý sẽ hỗ trợ SGR bằng cách mở rộng quy mô hoạt động, nhưng nếu nợ quá cao làm tăng rủi ro tài chính, giảm khả năng tăng trưởng bền vững.

Lockwood & Prombutr (2010) nhấn mạnh rằng tỷ lệ lợi nhuận giữ lại sẽ cao cung cấp nguồn vốn nội tại để duy trì tỷ lệ tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp. Nastiti & cộng sự (2020) tìm hiểu ảnh hưởng của quản lý vốn lưu động đến lợi nhuận và tăng trưởng bền vững của 136 công ty sản xuất niêm yết tại Indonesia (2010-2017) khẳng định SGR được cải thiện thông qua tối ưu hóa tài sản, giúp doanh nghiệp tăng trưởng mà không cần tăng vốn đầu tư. Yusoff & cộng sự (2018) tập trung vào các doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Malaysia, xác định tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu, tỷ lệ vòng quay tài sản, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại là các yếu tố chính ảnh hưởng đến tỷ lệ tăng trưởng bền vững. Nghiên cứu này cũng cho rằng việc quản lý nợ không hiệu quả dẫn đến giảm tỷ lệ tăng trưởng bền vững. Với phân tích tỷ lệ tăng trưởng bền vững tại các công ty Đông Âu, Vukovic & cộng sự (2022) thu được kết quả cho thấy thanh khoản và đòn bẩy có tác động tiêu cực đến tăng trưởng bền vững, trong khi lợi nhuận có tác động tích cực đến tăng trưởng bền vững. Các công trình này đều tập trung vào đánh giá tăng trưởng bền vững chung cho các công ty hỗn hợp hoặc đại diện cho vùng rộng lớn như Đông Âu.

Bên cạnh các công trình quốc tế, các nghiên cứu trong nước cũng đã đưa ra những phân tích, đánh giá về tăng trưởng bền vững ở một số nhóm ngành khác nhau. Với nghiên cứu tổng quan về tác động của năng lực tài chính tới tăng trưởng bền vững trong doanh nghiệp, Phạm Thị Vân Anh (2020) đã chỉ ra rằng năng lực tài chính, đặc biệt là năng lực tài chính chủ sở hữu nội sinh, có ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng cạnh tranh và tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp. Với bài viết này, tác giả mới chỉ đưa ra tổng quan về lý thuyết mà chưa đưa ra số liệu cụ thể phân tích cho từng ngành riêng biệt. Trần Phương Thảo (2021) nghiên cứu các doanh nghiệp nhựa niêm yết trên HOSE và HNX giai đoạn 2012-2020, với phân tích về tăng trưởng bền vững của các doanh nghiệp nhựa đã đưa ra kết luận hiệu suất sử dụng vốn kinh doanh, hệ số nợ phải trả, hệ số khả năng thanh toán lãi vay và tỷ trọng tài sản cố định trong tổng tài sản có tác động thuận chiều đến SGR. Tuy nhiên, nghiên cứu của Trần Phương Thảo mới chỉ tập trung vào 14 công ty có tiềm lực tài chính cao niêm yết trên HNX và HOSE, vẫn còn khá nhiều công ty nhỏ khác niêm yết trên sàn Upcom mà chưa được xét đến.

Phạm Xuân Toàn & cộng sự (2016) tập trung vào các nhân tố ảnh hưởng đến tăng trưởng bền vững của các công ty thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2015 và phát hiện ra rằng tỷ lệ lợi nhuận giữ lại và vòng quay tài sản có tác động tích cực đến SGR, trong khi đòn bẩy tài chính không tạo ra sự khác biệt đáng kể giữa các nhóm công ty sử dụng nợ cao và thấp. Tuy nhiên, nghiên cứu này chỉ phân tích nhóm các công ty thủy sản niêm yết và khung thời gian 2010-2015, giai đoạn này chưa có biến động rõ rệt như giai đoạn 2018-2024 là giai đoạn trải qua dịch Covid-19.

Các công trình quốc tế chủ yếu tập trung vào các ngành như bất động sản, sản xuất, hoặc SMEs với phạm vi nghiên cứu các quốc gia như Hoa Kỳ, Indonesia, Malaysia hay Đông Âu, chịu ảnh hưởng của điều kiện kinh tế và đặc điểm ngành riêng biệt. Công trình trong nước cũng đã có phân tích SGR ở một số ngành như thủy sản hoặc nhựa, *nhưng như đã nêu ở trên*, phân tích ở ngành nhựa giới hạn ở phạm vi hẹp về số lượng doanh nghiệp hay phân tích trong ngành thủy sản lại cũng khác biệt về lĩnh vực kinh doanh và có khung thời gian trước các biến động kinh tế lớn như Covid-19. Khoảng trống nghiên cứu về mặt lý luận nằm ở việc thiếu sự tích hợp giữa mô hình SGR cổ điển (Higgins, 1977) với các yếu tố đặc thù của thị trường mới nổi như Việt Nam, nơi biến động giá nguyên liệu và quy định môi trường có thể làm thay đổi tác động của các chỉ số tài chính. Về thực tiễn, các nghiên cứu chưa bao quát đầy đủ các doanh nghiệp nhựa niêm yết trên tất cả các sàn (HOSE, HNX, Upcom) và giai đoạn gần đây (2018-2024), dẫn đến thiếu cái nhìn toàn diện về cách các yếu tố tài chính tương tác với thách thức ngành như phụ thuộc nguyên liệu nhập khẩu và chuyển dịch xanh. Nghiên cứu này mở rộng phạm vi phân tích các doanh nghiệp ngành nhựa niêm yết trên HOSE, HNX, và Upcom, bao quát giai đoạn 2018-2024, phản ánh bối cảnh kinh tế đầy thách thức và đặc thù của

ngành nhựa Việt Nam, đặc biệt là sự phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu và áp lực từ quy định môi trường, từ đó mang lại góc nhìn toàn diện và thực tiễn hơn về các nhân tố ảnh hưởng đến SGR. Ngành nhựa Việt Nam có đặc điểm riêng biệt, với sự phụ thuộc lớn vào nguyên liệu nhập và áp lực từ các quy định môi trường ngày càng nghiêm ngặt, như Luật Bảo vệ Môi trường 2020 và các cam kết quốc tế về giảm thiểu nhựa dùng một lần. Không giống các nghiên cứu quốc tế tập trung vào các ngành như bất động sản hay sản xuất chung, nghiên cứu này phân tích cách các yếu tố tài chính tương tác với những thách thức đặc thù này. Đặc biệt, phát hiện rằng hệ số giá vốn hàng bán (GV) không có ý nghĩa thống kê là một đóng góp mới, cho thấy chi phí nguyên liệu cao không nhất thiết cản trở SGR nếu doanh nghiệp quản lý tốt các yếu tố khác, một góc nhìn chưa được đề cập trong các nghiên cứu trước.

2.2. Giả thuyết nghiên cứu

Theo mô hình tăng trưởng bền vững (SGR) của Higgins (1977), tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS) là yếu tố cốt lõi phản ánh khả năng sinh lời từ doanh thu của doanh nghiệp. ROS bản chất là đo lường biên lợi nhuận ròng sau khi trừ các khoản thuế và chi phí. ROS ở mức cao cho thấy doanh nghiệp tạo ra nhiều lợi nhuận hơn từ mỗi đồng doanh thu, cung cấp nguồn vốn nội tại để tái đầu tư vào các hoạt động mở rộng mà không phụ thuộc quá nhiều vào vốn vay hoặc vốn chủ sở hữu bổ sung; ngược lại, ROS thấp có thể hạn chế nguồn lực nội tại và làm giảm SGR. Theo lý thuyết tài chính doanh nghiệp (Modigliani & Miller, 1958), ROS ảnh hưởng đến SGR qua việc tăng lợi nhuận giữ lại, từ đó nâng cao ROE và khả năng tự tài trợ tăng trưởng mà không làm tăng rủi ro tài chính. Nghiên cứu của Yusoff & cộng sự (2018) cũng xác nhận rằng ROS có mối quan hệ thuận chiều với SGR, vì lợi nhuận sau thuế cao tạo điều kiện tài chính để hỗ trợ tăng trưởng dài hạn. Tuy nhiên, một số nghiên cứu như Vukovic & cộng sự (2022) cho rằng ROS cao không đảm bảo tăng trưởng bền vững nếu lợi nhuận không được tái đầu tư hiệu quả hoặc trong bối cảnh cạnh tranh cao, chi phí vận hành tăng nhanh có thể làm giảm tác động của ROS.

Giả thuyết H1: Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS) có ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ tăng trưởng bền vững (SGR).

Tỷ lệ vòng quay tài sản (ATR) phản ánh hiệu quả sử dụng tài sản để tạo ra doanh thu, là một thành phần quan trọng trong mô hình SGR của Higgins (1977). ATR thể hiện đặc điểm về tốc độ chuyển đổi tài sản thành doanh thu, bản chất là đo lường hiệu suất hoạt động và quản lý tài sản. ATR ở mức cao cho thấy doanh nghiệp tối ưu hóa tài sản để tạo ra doanh thu lớn mà không cần tăng đáng kể vốn đầu tư, thúc đẩy SGR; ngược lại, ATR thấp có thể chỉ ra lãng phí tài sản và làm giảm SGR. Dựa trên lý thuyết DuPont (phân tích ROE thành các thành phần), ATR tác động đến SGR bằng cách nâng cao ROA, từ đó tăng khả năng tạo lợi nhuận từ tài sản mà không cần thêm vốn bên ngoài, giảm rủi ro thiếu hụt dòng tiền. Nghiên cứu của Nastiti & cộng sự (2020) chỉ ra rằng quản lý tài sản hiệu quả giúp cải thiện lợi nhuận và giảm chi phí tài chính, từ đó thúc đẩy tăng trưởng bền vững. Tuy nhiên, việc tối ưu hóa tài sản quá mức có thể dẫn đến thiếu hụt nguồn lực hoặc giảm chất lượng sản phẩm, làm suy yếu khả năng cạnh tranh dài hạn.

Giả thuyết H2: Tỷ lệ vòng quay tài sản (ATR) có ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ tăng trưởng bền vững.

Trong mô hình SGR của Higgins (1977), tỷ lệ lợi nhuận giữ lại (RR) đo lường phần lợi nhuận sau thuế được doanh nghiệp giữ lại để tái đầu tư thay vì chi trả cổ tức. RR ở mức cao cung cấp nguồn vốn nội tại dồi dào, giúp doanh nghiệp tài trợ cho các hoạt động mở rộng mà không cần vay nợ hoặc phát hành cổ phiếu mới, từ đó thúc đẩy SGR; ngược lại, RR thấp có thể làm giảm nguồn vốn nội bộ và hạn chế SGR, mặc dù có thể hấp dẫn cổ đông ngắn hạn. Theo lý thuyết thứ tự ưu tiên tài trợ (Myers & Majluf, 1984), RR ảnh hưởng đến SGR qua việc ưu tiên nguồn vốn nội bộ rẻ hơn, giảm chi phí vốn và duy trì cấu trúc vốn ổn định, từ đó hỗ trợ tăng trưởng mà không tăng rủi ro tài chính. Nghiên cứu của Lockwood & Prombutr (2010) khẳng định rằng RR cao là yếu tố then chốt đảm bảo SGR, vì nó giảm rủi ro tài chính liên quan đến vốn vay và duy trì sự ổn định trong tăng trưởng dài hạn. Tuy nhiên, việc giữ lại lợi nhuận quá nhiều có thể làm giảm sự hấp dẫn đối với cổ đông, gây áp lực tài chính hoặc hạn chế dòng tiền cho các mục đích khác.

Giả thuyết H3: Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại (RR) có ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ tăng trưởng bền vững.

Hệ số nợ (Hn) phản ánh mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Hn thể hiện đặc điểm về

cấu trúc vốn, bản chất là đo lường mức độ rủi ro tài chính từ việc sử dụng nợ. Hn ở mức hợp lý có thể hỗ trợ SGR bằng cách tăng tài sản và mở rộng quy mô hoạt động, từ đó nâng cao lợi nhuận; ngược lại, Hn quá cao có thể tăng rủi ro phá sản và làm giảm SGR, trong khi Hn thấp có thể bỏ lỡ cơ hội đòn bẩy. Dựa trên lý thuyết đánh đổi (Kraus & Litzenberger, 1973), Hn tác động tích cực đến SGR qua việc tận dụng lợi ích thuế từ lãi vay, tăng ROE mà không làm tăng vốn chủ sở hữu, nhưng chỉ ở mức độ hợp lý để tránh rủi ro phá sản. Theo Liow (2010), sử dụng nợ hợp lý có thể hỗ trợ SGR bằng cách tăng tài sản và mở rộng quy mô hoạt động, từ đó nâng cao lợi nhuận. Tuy nhiên, Vukovic & cộng sự (2022) cảnh báo rằng nợ quá cao làm tăng chi phí tài chính và rủi ro phá sản, có thể gây ảnh hưởng tiêu cực đến SGR. Do đó, tác động của Hn đến SGR cần được kiểm định để xác định liệu nợ có thực sự thúc đẩy hay cản trở tăng trưởng bền vững trong bối cảnh cụ thể.

Giả thuyết H4: Hệ số nợ (Hn) có ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ tăng trưởng bền vững.

Hệ số chi phí giá vốn hàng bán (GV) phản ánh tỷ trọng chi phí sản xuất trực tiếp trong doanh thu, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận và khả năng sinh lời của doanh nghiệp. GV thể hiện đặc điểm về cấu trúc chi phí sản xuất, bản chất là đo lường hiệu quả quản lý chi phí nguyên liệu và sản xuất. GV ở mức thấp phản ánh quản lý chi phí hiệu quả, giúp tăng biên lợi nhuận và hỗ trợ SGR; ngược lại, GV cao có thể làm giảm lợi nhuận và cản trở SGR. Theo lý thuyết chi phí giao dịch (Williamson, 1985), GV ảnh hưởng tiêu cực đến SGR qua việc làm giảm ROS và ROA, dẫn đến giảm lợi nhuận giữ lại và khả năng tự tài trợ tăng trưởng, đặc biệt trong ngành sản xuất phụ thuộc nguyên liệu như nhựa. Theo Yusoff & cộng sự (2018), chi phí hoạt động cao, bao gồm giá vốn hàng bán, làm giảm lợi nhuận sau thuế, từ đó hạn chế nguồn lực tài chính để tái đầu tư và tăng trưởng. Nghiên cứu của Nastiti & cộng sự (2020) cũng nhấn mạnh rằng quản lý chi phí hiệu quả, đặc biệt là chi phí liên quan đến vốn lưu động, đóng vai trò quan trọng trong việc cải thiện SGR. Tuy nhiên, trong một số ngành có biên lợi nhuận thấp, GV cao có thể là đặc thù và không nhất thiết cản trở tăng trưởng nếu doanh nghiệp quản lý tốt các yếu tố khác.

Giả thuyết H5: Hệ số chi phí giá vốn hàng bán (GV) có ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ lệ tăng trưởng bền vững.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Thu thập dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính đa biến trên dữ liệu bảng cân bằng. Mẫu nghiên cứu bao gồm 26 công ty cổ phần ngành nhựa niêm yết trên HOSE, HNX và UPCoM trong giai đoạn 2018-2024. Mẫu nghiên cứu bao quát cả các công ty có quy mô lớn và quy mô nhỏ niêm yết, đồng thời giai đoạn nghiên cứu cũng có phản ánh về thời gian trước, trong và sau Covid 19. Tổng số quan sát là 182 (26 doanh nghiệp $\times$ 7 năm), tạo thành dữ liệu bảng cân bằng. Mô hình này nhấn mạnh vai trò của các nhân tố tài chính trong việc ảnh hưởng đến tăng trưởng bền vững. Cụ thể, SGR được tính toán dựa trên công thức $SGR = ROE \times RR$.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Từ cơ sở lý thuyết, tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu:

$$SGR_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROS_{it} + \beta_2 ATR_{it} + \beta_3 RR_{it} + \beta_4 Hn_{it} + \beta_5 GV_{it} + \epsilon_{it}$$

Trong đó:

SGR: Tỷ lệ tăng trưởng bền vững, được tính bằng $ROE \times$ tỷ lệ lợi nhuận giữ lại.

ROS: Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu thuần

ATR: Tỷ lệ vòng quay tài sản, được tính bằng $\text{Doanh thu thuần} / \text{Tổng tài sản bình quân}$

RR: Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại, được tính bằng $\text{Lợi nhuận giữ lại} / \text{Lợi nhuận sau thuế}$

Hn: Hệ số nợ, được tính bằng $\text{Nợ phải trả} / \text{Tổng nguồn vốn}$

GV: Hệ số chi phí giá vốn hàng bán, được tính bằng $\text{Giá vốn hàng bán} / \text{Doanh thu thuần}$

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Như đã trình bày ở trên, nghiên cứu sử dụng mẫu nghiên cứu gồm 26 công ty ngành nhựa niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Các biến được sử dụng trong mô hình hồi quy đã được thu thập trong giai

đoạn 2018-2024. Giá trị thống kê mô tả các biến số này của mẫu nghiên cứu được trình bày trong Bảng 1.

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình hồi quy

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
SGR	182	0,0447612	0,0804761	-0,3227984	0,3909324
ROS	182	0,0318534	0,0749117	-0,725083	0,2150559
ATR	182	1,406889	0,5899327	0,2021697	3,209046
RR	182	0,4065632	0,5762879	-3,588629	1,387245
Hn	182	0,4537593	0,2021423	0,055976	0,7936831
GV	182	0,8692028	0,0798964	0,4871352	1,221762

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ báo cáo tài chính và xử lý số liệu qua Stata.

Phân tích tương quan giữa các biến trong mô hình

Kết quả phân tích tương quan giữa các biến trong mô hình được thể hiện trong Bảng 2.

Bảng 2. Phân tích tương quan giữa các biến trong mô hình và chỉ số VIF

	SGR	ROS	ATR	KC	RR	Hn	VIF
SGR	1						1,11
ROS	0,6303	1					1,08
ATR	0,1857	0,1053	1				1,08
RR	0,3973	-0,0248	-0,1277	1			1,05
Hn	0,0140	-0,2534	-0,1152	0,1611	1		1,04
GV	0,0363	0,0042	0,1920	-0,0060	0,0817	1	1,11
						Mean VIF	1,07

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ báo cáo tài chính và xử lý số liệu qua Stata.

Dựa trên phân tích tương quan và kiểm định đa cộng tuyến, các hệ số tương quan giữa các biến (SGR, ROS, ATR, RR, Hn, GV) nằm trong khoảng từ -0,2534 đến 0,6303, thấp hơn ngưỡng $\pm 0,8$. Kết quả kiểm định VIF cho thấy các giá trị VIF dao động từ 1,04 đến 1,11, với VIF trung bình là 1,07; nhỏ hơn ngưỡng lý tưởng VIF < 3 (Hair & cộng sự, 2009). Từ đó, có thể kết luận rằng mô hình không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến, đảm bảo tính độc lập của các biến và độ tin cậy của các ước lượng hồi quy.

Lựa chọn mô hình phù hợp giữa FEM và REM

Để lựa chọn mô hình phù hợp phân tích ảnh hưởng của các nhân tố tới chỉ tiêu SGR, tác giả lựa chọn phương pháp hồi quy FEM (Fixed effect model) và REM (Random effect model) với giả thuyết:

H₀: REM là mô hình thích hợp hơn FEM; H₁: FEM là mô hình thích hợp hơn REM

Kết quả kiểm định Hausman cho thấy giá trị P-value của mô hình là $0,0000 < 0,05$, với độ tin cậy 95%, do đó bác bỏ H₀, chấp nhận H₁, việc sử dụng mô hình tác động cố định (FEM) là phù hợp hơn và giải thích được tốt hơn mô hình tác động ngẫu nhiên (REM).

Kiểm định các khuyết tật của mô hình: tự tương quan và phương sai sai số thay đổi thu được kết quả:

- Kết quả kiểm định Wooldridge cho tự tương quan trong dữ liệu bảng thu được giá trị $F(1, 25) = 3,404$, $p\text{-value} = 0,0769 (> 0,05)$. Do đó có thể kết luận không có hiện tượng tự tương quan bậc một trong mô hình.

- Kết quả kiểm định Modified Wald cho giá trị $\chi^2(26) = 178946,29$ với $p\text{-value} = 0,0000 (< 0,05)$, bác bỏ giả thuyết H₀ rằng phương sai sai số là đồng nhất giữa các nhóm. Do đó, mô hình hồi quy hiệu ứng cố định tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Từ những kiểm định trên, có thể thấy các khuyết tật tồn tại trong mô hình, vì vậy các ước lượng thu được sẽ không còn đáng tin cậy. Sử dụng phương pháp hồi quy mô hình bình phương nhỏ nhất tổng quát (FGLS) để khắc phục khuyết tật phương sai sai số thay đổi của mô hình nghiên cứu. Với mô hình FGLS, có giá trị Wald $\chi^2(5) = 398,03$ với $p\text{-value} = 0,0000 < 5\%$ cho thấy mô hình tổng thể có ý nghĩa thống kê cao, chứng minh rằng các biến độc lập trong mô hình có khả năng giải thích sự thay đổi của SGR. Từ đó tác giả thu được

kết quả phân tích hồi quy ảnh hưởng của các nhân tố tới chỉ tiêu SGR ở Bảng 3.

Bảng 3. Bảng kết quả ảnh hưởng của các nhân tố tới chỉ tiêu tỷ lệ tăng trưởng bền vững

	REM (1) SGR	FEM (2) SGR	FGLS (3) SGR
ROS	0,698*** (13,23)	0,651*** (11,07)	0,769*** (11,53)
ATR	0,0266*** (3,49)	0,0407** (2,81)	0,0194*** (4,65)
RR	0,0535*** (8,04)	0,0429*** (6,13)	0,0447*** (11,26)
Hn	0,0553* (2,44)	0,0278 (0,59)	0,0384*** (4,09)
GV	-0,0371 (-0,68)	-0,238* (-2,56)	-0,0214 (-0,48)
Cons	-0,0555 (-0,62)	-0,0576*** (1,69)	-0,0420*** (-0,83)
N	182	182	182
R square	55,06%	56,09%	

Mức ý nghĩa của từng nhân tố

Ghi chú: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$.

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ BCTC và xử lý số liệu qua Stata.

Phương trình hồi quy được viết lại như sau:

$$SGR_{it} = -0,0420 + 0,769ROS_{it} + 0,0194ATR_{it} + 0,0447RR_{it} + 0,0384Hn_{it} + \varepsilon_{it}$$

Từ bảng phân tích các nhân tố ảnh hưởng có thể thấy:

Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS): Biến ROS có hệ số hồi quy là 0,769, đạt ý nghĩa thống kê cao ($p < 0,01$) và tác động tích cực đến SGR. Kết quả này phù hợp với giả thuyết H1 và cho thấy ROS là nhân tố có tác động tích cực mạnh mẽ nhất đến SGR. Các nghiên cứu trước đó của Higgins (1977) cũng đã đưa ra ROS là yếu tố cốt lõi của SGR, phản ánh khả năng sinh lời từ doanh thu. So với nghiên cứu của Yusoff & cộng sự (2018), nghiên cứu này nhấn mạnh ROS cao giúp ngành nhựa đối phó biến động chi phí nguyên liệu hậu COVID-19, góp phần lý luận bằng cách tích hợp yếu tố kinh tế vĩ mô Việt Nam, khác biệt với các nghiên cứu chung chung ở các ngành khác.

Tỷ lệ vòng quay tài sản (ATR): Biến ATR có hệ số hồi quy là 0,0194 với ý nghĩa thống kê cao ($p < 0,01$), tác động tích cực đến SGR cho thấy khả năng sử dụng tài sản để tạo ra doanh thu có đóng góp vào tỷ lệ tăng trưởng bền vững. Kết quả này ủng hộ giả thuyết H2 và phù hợp với mô hình SGR của Higgins (1977), trong đó ATR đo lường hiệu quả sử dụng tài sản để tạo ra doanh thu. Nghiên cứu của Nastiti & cộng sự (2020) cũng chỉ ra rằng quản lý tài sản hiệu quả giúp cải thiện SGR mà không cần tăng vốn đầu tư. Từ mô hình hồi quy có thể thấy mức độ tác động của ATR đến SGR nhỏ hơn so với mức độ tác động của ROS, có thể thấy rằng trong ngành nhựa, hiệu quả sử dụng tài sản tuy quan trọng nhưng vẫn có tác động thấp hơn so với khả năng sinh lời.

Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại (RR): Biến RR có hệ số hồi quy là 0,0447 và đạt ý nghĩa thống kê cao ($p < 0,01$). Tác động tích cực của RR đến tỷ lệ tăng trưởng bền vững SGR cho thấy rằng việc giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư là yếu tố quan trọng trong việc thúc đẩy SGR. Kết quả này xác nhận giả thuyết H3 và phù hợp với lý thuyết của Higgins (1977), trong đó RR là yếu tố quyết định nguồn vốn nội tại giữ lại để tái đầu tư. Lockwood & Prombutr (2010) cũng nhấn mạnh rằng RR cao giúp doanh nghiệp duy trì SGR mà không phụ thuộc vào vốn vay hoặc phát hành cổ phiếu mới. Hệ số của RR trong mô hình cho thấy vai trò quan trọng của lợi nhuận giữ lại trong việc tài trợ tăng trưởng bền vững. Đối với các công ty nhựa niêm yết, lợi nhuận giữ lại là nguồn lực nội tại quan trọng, trực tiếp bổ sung vào vốn chủ sở hữu, giúp giảm sự phụ thuộc vào vốn vay. Điểm khác biệt là nghiên cứu chỉ ra RR cao giúp giảm phụ thuộc vốn vay trong ngành phụ thuộc nguyên liệu nhập khẩu, khuyến nghị chính sách cổ tức cân bằng để duy trì niềm tin cổ đông mà không hy sinh SGR.

Tuy nhiên, trong dài hạn việc giữ lại nhiều lợi nhuận cũng tác động đến chính sách cổ tức. Nếu chính sách cổ tức thấp kéo dài sẽ ảnh hưởng đến khả năng huy động vốn từ phát hành cổ phiếu mới.

Hệ số nợ (Hn): Biến Hn ghi nhận hệ số hồi quy là 0,0384 với ý nghĩa thống kê cao ($p < 0,01$). Kết quả này cho thấy hệ số nợ có tác động tích cực đáng kể đến SGR và ủng hộ giả thuyết H4. Nghiên cứu của Liow (2010) đã chỉ ra sử dụng đòn bẩy tài chính hợp lý giúp mở rộng quy mô và tăng SGR. Tuy nhiên, kết quả này lại trái ngược với nghiên cứu của Vukovic & cộng sự (2022), sử dụng nợ tác động tiêu cực tới SGR và có rủi ro tài chính cao. Trong ngành nhựa niêm yết, việc huy động vốn vay đã hỗ trợ các công ty tài trợ cho các hoạt động đầu tư, mở rộng sản xuất hoặc cải tiến công nghệ, từ đó thúc đẩy tăng trưởng bền vững trong giai đoạn 2018-2024. Tuy nhiên, tác động tích cực này cần được quản lý cẩn thận để tránh rủi ro tài chính do nợ quá mức.

Hệ số chi phí giá vốn hàng bán (GV): Biến GV trong mô hình là biến duy nhất không có ý nghĩa thống kê ($p = 0,63$). Kết quả này không ủng hộ giả thuyết H5, trái với kỳ vọng rằng GV cao sẽ làm giảm SGR. Khác với các nghiên cứu trước, GV không có ý nghĩa thống kê khi xét tác động đến SGR cho thấy mặc dù giá nguyên liệu có nhiều biến động nhưng lại không ảnh hưởng trực tiếp đến SGR. Dù GV không ý nghĩa thống kê trong nghiên cứu này nhưng kết quả GV có hướng tác động tiêu cực đến SGR được giả định trong giả thuyết H5 giống như nghiên cứu của Yusoff & cộng sự (2018) và Nastiti & cộng sự (2020) nhấn mạnh rằng chi phí hoạt động cao, bao gồm giá vốn hàng bán, làm giảm lợi nhuận và hạn chế nguồn lực tái đầu tư, từ đó làm giảm SGR.

5. Kết luận và khuyến nghị

Như đã phân tích ở trên, các biến tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu, tỷ lệ vòng quay tài sản, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại và hệ số nợ có tác động tích cực đáng kể đến tỷ lệ tăng trưởng bền vững, trong khi hệ số chi phí giá vốn hàng bán không có ý nghĩa thống kê. Nghiên cứu này nằm ở việc tập trung vào ngành nhựa niêm yết tại Việt Nam – một lĩnh vực chưa được khám phá sâu rộng trong bối cảnh kinh tế chuyển đổi. Nghiên cứu đã mở rộng mô hình SGR bằng cách tích hợp thêm biến như tỷ lệ chi phí giá vốn hàng bán, dù biến này không có ý nghĩa thống kê nhưng đã giúp làm rõ giới hạn của mô hình trong ngành công nghiệp nặng phụ thuộc nguyên liệu. Điều này góp phần điều chỉnh mô hình SGR cho các thị trường có nhiều biến động giá nguyên liệu có thể làm giảm tác động của các yếu tố khác. Về mặt thực tiễn, kết quả cung cấp cơ sở cho các doanh nghiệp nhựa niêm yết để ưu tiên quản lý nợ và lợi nhuận giữ lại, giúp cải thiện khả năng chống chịu khủng hoảng kinh tế, chẳng hạn như biến động giá dầu mỏ ảnh hưởng đến ngành nhựa.

Dựa trên kết quả nghiên cứu, một số đề xuất được đưa ra nhằm giúp các doanh nghiệp nhựa niêm yết tối ưu hóa năng lực tài chính và đảm bảo SGR trong dài hạn.

Thứ nhất, Để tăng cường khả năng sinh lời (ROS), các doanh nghiệp cần tối ưu hóa chi phí sản xuất. Do lượng nguyên liệu lớn từ nhập khẩu, các doanh nghiệp có thể đàm phán hợp đồng dài hạn với nhà cung cấp nguyên liệu nhập khẩu. Việc tận dụng các hiệp định thương mại tự do (EVFTA, RCEP) để mở rộng thị trường xuất khẩu, đặc biệt tại EU và Nhật Bản, cũng sẽ giúp tăng doanh thu từ đó cải thiện ROS.

Thứ hai, về hiệu quả sử dụng tài sản, thay vì các phương pháp quản lý lỗi thời, các doanh nghiệp nên triển khai quản lý chuỗi cung ứng số hóa (Digital supply chain management) trong quản lý tài sản. Ứng dụng công nghệ số hoá kết hợp AI, các doanh nghiệp có thể dự báo chính xác nhu cầu nguyên liệu, giảm tồn kho dư thừa và chi phí tài chính, từ đó tăng ATR. Sử dụng mạng lưới các thiết bị thông minh (IoT) giúp cho nhà quản lý có thể giám sát thời gian thực hiệu suất máy móc, tối ưu hóa sử dụng tài sản cố định, và phát hiện sớm các lỗi kỹ thuật.

Thứ ba, đối với tỷ lệ lợi nhuận giữ lại (RR), các doanh nghiệp cần thiết lập chính sách cổ tức cân bằng, duy trì RR ở mức cao để tài trợ các dự án chiến lược như công nghệ tái chế nhựa hoặc mở rộng thị trường, đồng thời chi trả cổ tức hợp lý để duy trì niềm tin của cổ đông, tránh ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị cổ phiếu. Tuy nhiên, việc chi trả cổ tức cũng phải đảm bảo không bị thấp quá, nếu không cũng sẽ ảnh hưởng đến tâm lý nhà đầu tư cũng như cổ đông, làm giảm giá trị cổ phiếu.

Thứ tư, về đòn bẩy tài chính, các doanh nghiệp nên sử dụng nợ vay một cách hợp lý để giảm rủi ro tài

chính trong bối cảnh lãi suất biến động và chi phí nguyên liệu nhập khẩu tăng cao. Hiện nay, đi cùng với xu thế phát triển bền vững, đã có những quỹ tín dụng xanh hoặc chương trình hỗ trợ của chính phủ để đầu tư vào công nghệ thân thiện với môi trường, các công ty nhựa có thể tận dụng các khoản vay ưu đãi từ những nguồn này để giảm áp lực về chi phí tài chính.

Thứ năm, dù hệ số chi phí giá vốn hàng bán không có ý nghĩa thống kê, các doanh nghiệp cần giảm phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu. Các doanh nghiệp nhựa có thể xem xét hợp tác với các nhà sản xuất nhựa trong nước và đầu tư vào tái chế nhựa để giảm chi phí giá vốn hàng bán, đồng thời đáp ứng các yêu cầu bền vững. Việc này không chỉ giúp tối ưu hóa năng lực tài chính mà còn đảm bảo SGR, đồng thời đáp ứng các yêu cầu xanh hóa, phát triển bền vững và cạnh tranh trên thị trường quốc tế.

Tài liệu tham khảo:

- Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J. & Anderson, R.E. (2009). *Multivariate data analysis*, 7th edition. Prentice Hall.
- Higgins, R.C. (1977). How much growth can a firm afford. *Financial Management*, 6(3), 7-16. <https://doi.org/10.2307/3665251>.
- Higgins, R.C. (2007). *Analysis for Financial Management*, 8th edition. McGraw-Hill/Irwin.
- Huang, R. & Liu, G. (2009). Study on the enterprise sustainable growth and the leverage mechanism. *International Journal of Business and Management*, 4(3), 200-205. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v4n3p200>
- Kraus, A. & Litzenberger, R.H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922. <https://doi.org/10.2307/2978343>
- Liow, K.H. (2010). Firm value, growth, profitability and capital structure of listed real estate companies: An international perspective. *Journal of Property Research*, 27(4), 295-317. <https://doi.org/10.1080/09599916.2010.500459>
- Lockwood, L.J. & Prombutr, W. (2010). Sustainable growth and stock returns. *Journal of Financial Research*, 33(4), 519-538. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2010.01281.x>
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- Nastiti, P.K.Y., Atahau, A.D.R. & Supramono, S. (2020). Working capital management and its influence on profitability and sustainable growth. *Business: Theory and Practice*, 21(1), 94-103. <https://doi.org/10.3846/btp.2019.06>.
- Phạm Thị Vân Anh (2020). Tác động của năng lực tài chính tới tăng trưởng bền vững trong doanh nghiệp. *Tạp chí Tài chính*, 2. <http://tapchitaichinh.vn/tac-dong-cua-nang-luc-tai-chinh-toi-tang-truong-ben-vung-trong-doanh-nghiep.html>
- Phạm Xuân Toàn, Nguyễn Đức Tiến & Nguyễn Thị Lệ (2016). Đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến tăng trưởng bền vững của các công ty thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Kỷ yếu Olympic Kinh tế lượng và Ứng dụng 2016*. Học viện Tài chính, Hà Nội, 84-98. https://hvtc.edu.vn/Portals/29/Ky_yeu_Olympic_KTL_2016.pdf
- Platt, H.D., Platt, M.B. & Chen, G. (1995). Sustainable growth rate of firms in financial distress. *Journal of Economics*

and Finance, 19(2), 147-151. <https://doi.org/10.1007/BF02920515>

Trần Phương Thảo (2021). *Phân tích tài chính của các doanh nghiệp nhựa niêm yết tại Việt Nam* [Luận án tiến sĩ]. Học viện Tài chính.

Van Horne, J.C. (2002). *Financial management and policy*, 12th edition. Prentice Hall.

VIRAC (2023). *Báo cáo ngành nhựa 2023 Việt Nam: Tổng quan ngành và triển vọng*. <https://viracresearch.com/bao-cao-nganh-nhua-2023-tong-quan-trien-vong/>

Vuković, D., Jovanović, J. & Petrović, D. (2022). Sustainable growth rate analysis in Eastern European companies. *Sustainability*, 14(2), 1023. <https://doi.org/10.3390/su141710731>

Williamson, O.E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship.

Yusoff, W.F.W., Tan, S.K. & Abidin, S. (2018). The determinants of sustainable growth rate among SMEs in Malaysia. *International Journal of Business and Management*, 13(9), 165-175. doi:10.5539/ijms.v8n3p43.