



Original Article

The Influence of Financial Structure on Business Performance of Listed Oil and Gas Companies in Vietnam

Nguyen Van Anh Duc*, Than Thach Thao, Dinh Viet Giang, Bui Thanh Hien

National Economics University, No. 207 Giai Phong, Dong Tam, Hai Ba Trung District, Hanoi, Vietnam

Received 27 May 2021

Revised 25 August 2021; Accepted 10 October 2021

Abstract: The research investigates the influences of financial structure on business performance of listed oil and gas companies in Vietnam via their 145 audited observations (financial statements) in 2016-2020. The results show that the more the short-term debt, the higher the proportion of inventory and fixed assets and the lower the business efficiency - however, the market value on book value increases. At the same time, the older and larger the scale, the higher the proportion of state capital and the better the business performance. In each sub-sector of oil and gas companies, there will be different proportions of components in the financial structure, leading to diversity in business performance. This is the basis for the authors to make some recommendations for oil and gas companies and the State to promote the development of this spearhead industry of Vietnam.

Keywords: Financial structure, business performance, oil and gas companies.

* Corresponding author

E-mail address: anhduc172001@gmail.com

<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4543>

Ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp dầu khí niêm yết tại Việt Nam

Nguyễn Văn Anh Đức*, Thân Thạch Thảo, Đinh Viêt Giang, Bùi Thanh Hiền

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, 207 Giải Phóng, Đồng Tâm, Hai Bà Trưng, Hà Nội, Việt Nam

Nhận ngày 27 tháng 5 năm 2021

Chỉnh sửa ngày 25 tháng 8 năm 2021; Chấp nhận đăng ngày 25 tháng 10 năm 2021

Tóm tắt: Nghiên cứu đánh giá ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp dầu khí niêm yết tại Việt Nam thông qua sử dụng 145 mẫu quan sát (báo cáo tài chính) đã được kiểm toán của các doanh nghiệp này trong giai đoạn 2016-2020. Kết quả cho thấy, doanh nghiệp càng vay nợ ngắn hạn, tỷ trọng hàng tồn kho và tài sản cố định càng cao thì hiệu quả kinh doanh càng giảm, song giá trị thị trường trên giá trị sổ sách lại tăng. Đồng thời, doanh nghiệp càng lâu năm, quy mô càng lớn, tỷ trọng vốn nhà nước càng cao thì hiệu quả kinh doanh càng tốt. Đối với mỗi nhóm lĩnh vực hoạt động của các doanh nghiệp dầu khí sẽ có tỷ trọng các thành phần trong cấu trúc tài chính khác nhau, dẫn đến sự đa dạng trong hiệu quả kinh doanh. Đây là cơ sở để nhóm tác giả đưa ra một số khuyến nghị đối với các doanh nghiệp dầu khí và Nhà nước nhằm thúc đẩy sự phát triển ngành công nghiệp mũi nhọn của Việt Nam.

Từ khóa: Cấu trúc tài chính, hiệu quả kinh doanh, doanh nghiệp dầu khí.

1. Giới thiệu

Ngành công nghiệp dầu khí là một trong những ngành kinh tế mũi nhọn của đất nước và có những đóng góp to lớn, đặc biệt là Tập đoàn Dầu khí Việt Nam: Nộp ngân sách nhà nước hàng năm chiếm tỷ trọng từ 9-11% tổng thu ngân sách chung của Nhà nước và chiếm 16,5-17% tổng thu ngân sách Trung ương; đóng góp cho GDP cả nước trung bình hàng năm từ 10-13% [1]. Không chỉ dừng lại ở những đóng góp quan trọng vào nền kinh tế Việt Nam, dầu khí còn là ngành kinh tế - kỹ thuật đặc biệt, gắn với bài toán năng lượng cũng như chuỗi giá trị kinh tế trong chiến lược phát triển đất nước, đặc biệt là động lực phát triển kinh tế vùng, tham gia bảo vệ chủ quyền biển đảo...

Tuy nhiên, bước vào năm 2019, nền kinh tế Việt Nam nói chung và ngành dầu khí nói riêng

phải đối mặt với nhiều khó khăn, thách thức trong bối cảnh kinh tế thế giới có xu hướng tăng trưởng chậm lại với các yếu tố rủi ro gia tăng, hoạt động khai thác dầu khí gặp nhiều khó khăn, ảnh hưởng trực tiếp tới kết quả sản xuất - kinh doanh. Do đó, vấn đề hàng đầu mà các doanh nghiệp nói chung cũng như các doanh nghiệp dầu khí nói riêng hiện đang phải đối mặt là làm thế nào tối đa hóa hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Điều này đòi hỏi các nhà quản trị doanh nghiệp phải quan tâm đến bài toán quản trị doanh nghiệp, trọng tâm là thiết lập cấu trúc tài chính phù hợp cho doanh nghiệp. Đứng trên góc độ quản lý nguồn vốn, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp là mối tương quan giữa tỷ lệ nợ và vốn chủ sở hữu. Một cấu trúc tài chính được coi là tối ưu khi chi phí sử dụng vốn trung bình thấp nhất, đồng thời khi đó giá trị doanh nghiệp đạt được lớn nhất. Hiệu quả tài chính doanh nghiệp là hiệu

* Tác giả liên hệ

Địa chỉ email: anhduc172001@gmail.com

<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4543>

quả của việc huy động, sử dụng và quản lý nguồn vốn trong doanh nghiệp. Đặc biệt trong các doanh nghiệp phi tài chính, cấu trúc đầu tư vốn vào tài sản sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền lưu thông, từ đó tác động đến hiệu quả kinh doanh và khả năng sinh lợi của doanh nghiệp.

Từ những vấn đề nêu trên, việc đánh giá ảnh hưởng của cấu trúc tài chính (CTTC) đến hiệu quả kinh doanh (HQKD) của các doanh nghiệp đầu khí tại Việt Nam là một nhu cầu bức thiết nhằm đưa ra những khuyến nghị thúc đẩy sự phát triển của ngành công nghiệp mũi nhọn này.

2. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả kinh doanh được đo bằng tỷ suất lợi nhuận trên vốn (ROE) thông qua sử dụng phương pháp ước lượng OLS, Abor [2] đã chỉ ra mối quan hệ cùng chiều và có ý nghĩa thống kê giữa nợ ngắn hạn và tổng nợ với ROE, tuy nhiên lại có mối quan hệ ngược chiều giữa nợ dài hạn với ROE. Sử dụng mô hình nghiên cứu của Abor [2], đồng thời tiên hành phân chia ngành nghiên cứu, Gill và cộng sự [3] đã cho thấy nợ dài hạn tác động tích cực đến ROE của doanh nghiệp. Như vậy, với cùng một mô hình và phương pháp ước lượng, tại mỗi quốc gia cũng như giữa các ngành nghề khác nhau trong cùng một môi trường nghiên cứu sẽ có sự khác biệt về sự tác động của nợ dài hạn đến hiệu quả kinh doanh.

Nghiên cứu về tác động của cấu trúc tài sản đến hiệu quả kinh doanh, các nghiên cứu chủ yếu sử dụng biến tỷ trọng tài sản cố định trong tổng tài sản (TANG). Chẳng hạn, Zeintun và Tian [4] chỉ ra cấu trúc tài sản có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả kinh doanh được đo bằng tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA). Tuy nhiên, Onaolapo và Kajola [5] nghiên cứu 30 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Nigeria giai đoạn 2001-2007 bằng phương pháp phân tích hồi quy OLS lại chỉ ra cấu trúc tài sản có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả kinh doanh. Như vậy có thể thấy sự không thống nhất về chiều tác động của cấu trúc tài sản đến hiệu quả kinh doanh giữa các nghiên cứu. Tuy nhiên, hạn chế nghiên cứu của Onaolapo và

Kajola [5] là có số mẫu quá nhỏ, điều này có thể ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu. Khan [6] đã nghiên cứu 36 công ty kỹ thuật niêm yết trên sàn chứng khoán Karachi - Pakistan giai đoạn 2003-2009 và chỉ ra rằng tổng nợ và nợ ngắn hạn tác động tiêu cực, còn nợ dài hạn có tác động tích cực đến HQKD đo bằng GM. Muhammad và cộng sự (2012) nghiên cứu 100 doanh nghiệp hàng đầu ở Pakistan tại Sàn giao dịch chứng khoán Karachi từ năm 2006 đến năm 2009 cho thấy nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và tổng nợ có ảnh hưởng tiêu cực đến HQKD đo bằng thu nhập trên một cổ phần (EPS), lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT), hệ số biên lợi nhuận ròng (NPM).

Ở Việt Nam đã có một số nghiên cứu về cấu trúc tài chính [7, 8, 9], chủ yếu tập trung vào các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn, chỉ có số ít đề cập tới tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả kinh doanh trong một số ngành hoặc các doanh nghiệp niêm yết [8, 9]. Về các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, các nghiên cứu chủ yếu sử dụng ROA, ROE. Bên cạnh đó, một số nghiên cứu mở rộng ra các chỉ tiêu như lợi nhuận sau thuế trên doanh thu (ROS), biên lợi nhuận gộp (GM), giá thị trường trên thu nhập một cổ phiếu (P/E), giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (Tobin's Q) [9].

Đánh giá về chiều tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả kinh doanh, kết quả của các nghiên cứu tại Việt Nam cũng không thống nhất. Nghiên cứu của Nguyễn Thị Hồng Nhung và Đỗ Thị Ly [10] với 40 doanh nghiệp kinh doanh vật liệu xây dựng giai đoạn 2010-2013 tại tỉnh Khánh Hòa chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa tổng nợ và nợ dài hạn với hiệu quả kinh doanh được đo bằng sức sinh lợi của tài sản. Tuy nhiên, nghiên cứu của Đoàn Ngọc Phúc [11] với 217 doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE và HNX giai đoạn 2007-2012 lại chỉ ra nợ dài hạn có tác động tích cực, còn nợ ngắn hạn tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh.

Như vậy, mặc dù đã có nhiều nghiên cứu về tác động ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, tuy nhiên vẫn còn một số khoảng trống sau: Thứ nhất, hầu hết các nghiên cứu đều được thực hiện ở các nước có nền kinh tế phát triển và thể chế chính

trị cũng như đặc điểm tự nhiên, xã hội khác biệt so với Việt Nam, Từ đó dẫn đến những nét đặc trưng riêng của ngành dầu khí Việt Nam cần được nghiên cứu. Thứ hai, các nghiên cứu trước có điểm khác nhau về thời gian và không gian nghiên cứu, đồng thời có sự không thống nhất về chiều tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả kinh doanh. Thứ ba, các nghiên cứu trước chỉ mới đề cập tới một khía cạnh của cấu trúc tài chính là cấu trúc vốn, chưa phân tích sâu tác động của cấu trúc tài sản tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Nghiên cứu này sẽ giải quyết các khoảng trống nghiên cứu trên.

3. Phương pháp nghiên cứu

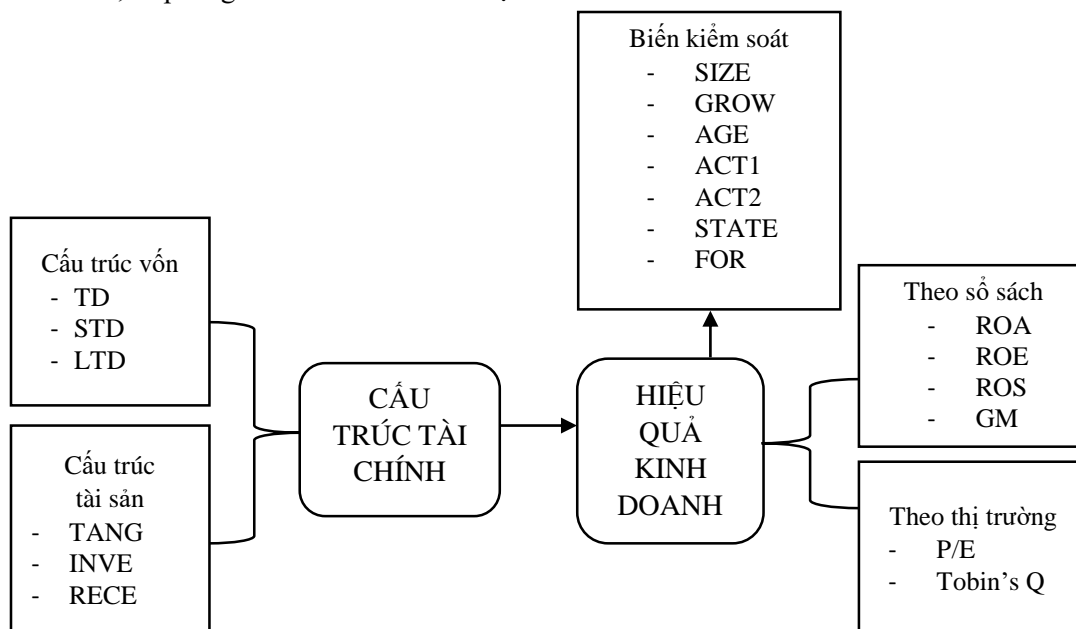
3.1. Quy trình thu thập và xử lý số liệu

Số liệu thu thập là báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các doanh nghiệp ngành dầu khí niêm yết trên sàn HNX, HOSE và UPCOM trong giai đoạn 2016-2020, với điều kiện là doanh nghiệp có mặt trong danh sách phân ngành cả 5 năm từ năm 2016-2020, có đầy đủ số liệu, báo cáo tài chính, đáp ứng đủ tiêu chuẩn để được

niêm yết trên sàn chứng khoán nhóm ngành dầu khí. Sau khi tiến hành sàng lọc, nhóm nghiên cứu chọn được 29 doanh nghiệp ngành dầu khí, trong đó có 11 doanh nghiệp niêm yết trên HNX, 10 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE, 8 doanh nghiệp niêm yết trên UPCOM, với 145 báo cáo tài chính đáp ứng đầy đủ các điều kiện chọn mẫu. Nhóm nghiên cứu xử lý số liệu bằng phần mềm Excel để tính ra các biến trong mô hình nghiên cứu. Tiếp đó, số liệu trong mô hình được xử lý bằng phần mềm Stata 14 theo phương pháp hồi quy dữ liệu bảng.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Nhóm nghiên cứu sử dụng phương pháp định lượng để kiểm định tác động của cấu trúc tài chính và các biến kiểm soát đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Hình 1 thể hiện mô hình nghiên cứu, trong đó biến phụ thuộc hiệu quả kinh doanh được đo lường bằng 6 thang đo: ROA, ROE, ROS, GM, P/E và hệ số Tobin's Q. Biến CTTC tập trung vào các chỉ tiêu đo lường cấu trúc vốn và tài sản của doanh nghiệp [2, 4, 12, 13, 14].



Hình 1: Mô hình nghiên cứu
 Nguồn: Nhóm tác giả, 2021.

Ngoài các biến đặc trưng doanh nghiệp phản ánh quy mô, tốc độ tăng trưởng, tuổi doanh nghiệp và kế thừa từ những nghiên cứu trước [2, 4, 13], nhóm tác giả đề xuất thêm 3 biến kiểm soát phù hợp với đặc thù ngành dầu khí. Thứ nhất, chỉ tiêu loại hình hoạt động của doanh nghiệp (ACT) đại diện cho 3 nhóm ngành dầu khí phổ biến tại Việt Nam: (1) Hoạt động tìm kiếm - thăm dò - khai thác; (2) Hoạt động vận chuyển - tàng trữ - chế biến dầu khí; (3) Các hoạt động kinh doanh dịch vụ dầu khí. Thứ hai, tỷ lệ góp vốn nhà nước (STATE): Doanh nghiệp có tỷ lệ vốn góp nhà nước cao thường có uy tín, hoạt động trong thời gian dài, có thương hiệu, do đó dễ tiếp cận nguồn vốn vay và nhận được nhiều ưu đãi hơn. Cuối cùng, tỷ lệ vốn đầu tư nước ngoài (FOR) cũng dẫn tới sự khác biệt giữa các doanh nghiệp, đặc biệt đem lại nhiều lợi ích cho các doanh nghiệp dầu khí Việt Nam.

3.3. Phương trình hồi quy

Ba biến phản ánh cấu trúc vốn là TD, STD và LTD có mối quan hệ ràng buộc với nhau ($TD = STD + LTD$), vì vậy nếu đồng thời đưa cả 3 biến vào phương trình hồi quy sẽ xảy ra

khuyết tật trong mô hình. Do đó, đối với mỗi phương trình hồi quy, nhóm nghiên cứu chỉ đưa biến TD hoặc 2 biến STD và LTD vào phương trình. Nghiên cứu thu được 12 phương trình hồi quy (2 phương trình gốc x 6 thang đo hiệu quả kinh doanh).

Phương trình 1a: $ROA = \beta_1 + \beta_2*TD + \beta_3*TANG + \beta_4*RECE + \beta_5*INVE + \beta_6*SIZE + \beta_7*GROW + \beta_8*AGE + \beta_9*ACT1 + \beta_{10}*ACT2 + \beta_{11}*STATE + \beta_{12}*FOR$

Phương trình 1b: $ROA = \beta_1 + \beta_2*STD + \beta_3*LTD + \beta_4*TANG + \beta_5*RECE + \beta_6*INVE + \beta_7*SIZE + \beta_8*GROW + \beta_9*AGE + \beta_{10}*ACT1 + \beta_{11}*ACT2 + \beta_{12}*STATE + \beta_{13}*FOR$

Các phương trình 2a, 2b, 3a, 3b, 4a, 4b, 5a, 5b, 6a, 6b tương tự như trên với 5 chỉ tiêu lần lượt là ROE, ROS, GM, P/E và Tobin's Q.

3.4. Giả thuyết nghiên cứu

Căn cứ vào một số lý thuyết về tác động của cấu trúc tài chính đến hiệu quả kinh doanh và điều kiện kinh tế của Việt Nam, nhóm nghiên cứu đưa ra các giả thuyết về chiều tác động của cấu trúc tài chính và các chỉ tiêu khác đến hiệu quả kinh doanh, được tóm lược ở Bảng 1.

Bảng 1: Giả thuyết nghiên cứu

| Giả thuyết | Tên biến | Chiều tác động | Giả thuyết | Tên biến | Chiều tác động |
|----------------|--------------|----------------|-----------------|------------|----------------|
| H ₁ | TD, STD, LTD | - | H ₆ | GROW | + |
| H ₂ | TANG | + | H ₇ | AGE | + |
| H ₃ | INVE | - | H ₈ | ACT1, ACT2 | +/- |
| H ₄ | RECE | - | H ₉ | STATE | + |
| H ₅ | SIZE | + | H ₁₀ | FOR | + |

Nguồn: Đề xuất của nhóm tác giả, 2021.

Bảng 2: Mô tả các biến

| Tên biến | Công thức | Dấu kỳ vọng |
|--------------------|------------------------------|-------------|
| Biến độc lập: CTTC | | |
| TD | Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn | - |
| STD | Nợ ngắn hạn/Tổng nguồn vốn | - |
| LTD | Nợ dài hạn/Tổng nguồn vốn | - |
| TANG | Tài sản cố định/Tổng tài sản | + |
| INVE | Hàng tồn kho/Tổng tài sản | - |

| | | |
|----------------|---|-----|
| RECE | Các khoản phải thu ngắn hạn/Tổng tài sản | - |
| Biến kiểm soát | | |
| SIZE | ln(tài sản) | + |
| GROW | [Doanh thu thuần năm i/doanh thu thuần năm thứ (i-1)] - 1 | + |
| AGE | Thời gian tính theo năm từ lúc chuyển sang công ty cổ phần đến thời điểm nghiên cứu | + |
| ACT1 ACTE2 | ACT1=1 nếu là doanh nghiệp thăm dò, khai thác ACT2=1 nếu là doanh nghiệp tăng chứa, vận chuyển, chế biến ACT1=ACT2=0 nếu là doanh nghiệp dịch vụ thương mại, tài chính, bảo hiểm công nghiệp dầu khí | +/- |
| STATE | Vốn nhà nước/Vốn chủ sở hữu | + |
| FOR | Vốn đầu tư nước ngoài/Vốn chủ sở hữu | + |

Ghi chú: “+”: tác động tích cực; “-”: tác động tiêu cực.

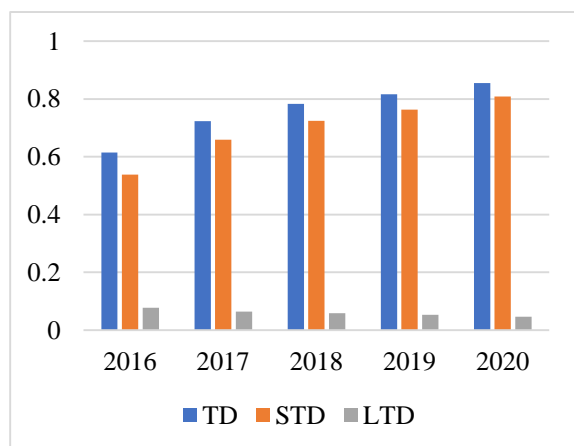
Nguồn: Nhóm tác giả, 2021.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thực trạng cấu trúc tài chính và hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp dầu khí niêm yết

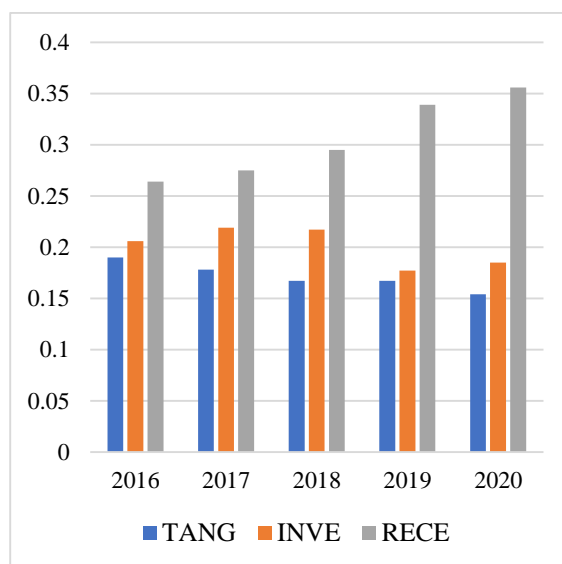
Cấu trúc tài chính

Về cấu trúc vốn, các doanh nghiệp có đặc trưng là hệ số nợ tương đối lớn, trong các khoản nợ thì nợ ngắn hạn chiếm chủ yếu. Khi tỷ lệ nợ ngắn hạn cao, doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí lãi vay do lãi suất tiền vay ngắn hạn giảm so với vay dài hạn, tuy nhiên hạn chế của vay ngắn hạn là bị áp lực về thời hạn thanh toán.



Hình 2: Cấu trúc nguồn vốn của các doanh nghiệp dầu khí niêm yết giai đoạn 2016-2020

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả, 2021.



Hình 3: Cấu trúc tài sản của các doanh nghiệp dầu khí niêm yết giai đoạn 2016-2020

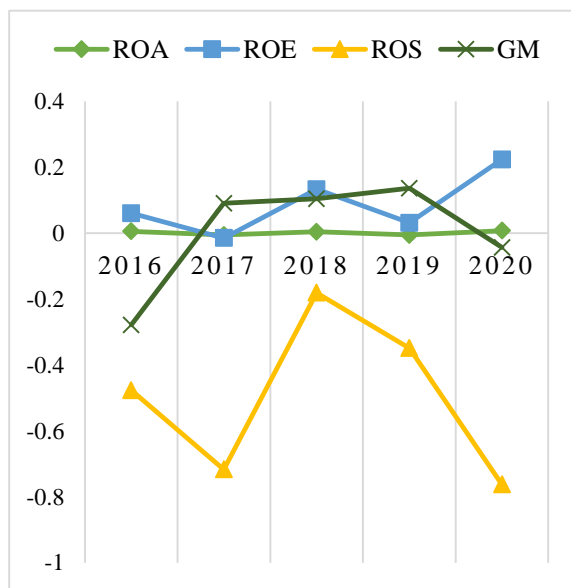
Nguồn: Kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả, 2021.

Về cấu trúc tài sản, nhìn chung các doanh nghiệp không biến động nhiều qua các năm. Trị số TANG biến động theo hướng giảm dần kể từ năm 2016, đồng thời so với 2 trị số INVE và RECE thì trị số TANG nhỏ hơn nhiều. Điều này chứng tỏ trong tài sản cố định chỉ chiếm một phần nhỏ trong tổng tài sản của các doanh nghiệp. Trong khi đó, trị số RECE có xu hướng tăng dần và có giá trị tương đối cao. Như vậy, các khoản phải thu chiếm tỷ trọng tương đối lớn

trong tổng tài sản (trên 30%) của các doanh nghiệp, đây là nguyên nhân làm cho các doanh nghiệp gặp khó khăn trong vấn đề thanh khoản. Trị số INVE có xu hướng giảm dần từ năm 2018, tuy nhiên giá trị hàng tồn kho vẫn chiếm tỷ trọng tương đối lớn trong tổng tài sản của các doanh nghiệp.

4.2. Thực trạng hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp đầu khí niêm yết

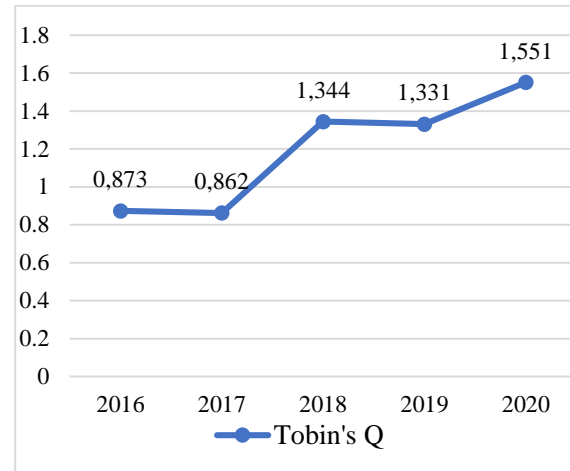
Trong giai đoạn 2016-2020, ROE của các doanh nghiệp có nhiều biến động, trong khi ROA nhìn chung không thay đổi nhiều. Trị số các chỉ tiêu ROA, ROE, ROS và GM thấp thể hiện đây là giai đoạn khó khăn của các doanh nghiệp. Hình 4 thể hiện sự biến thiên của các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả kinh doanh theo giá trị sổ sách.



Hình 4: Biến động ROE, ROA, ROS và GM của các doanh nghiệp đầu khí niêm yết giai đoạn 2016-2020
Nguồn: Kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả, 2021.

Đối với hiệu quả kinh doanh theo đánh giá của thị trường, biểu hiện qua hệ số Tobin's Q: Trị số Tobin's Q cao nhất vào các năm 2018, 2020 và thấp nhất vào năm 2017. Từ năm 2016, trị số này nhìn chung có xu hướng tăng. Từ năm 2018, trị số Tobin's Q lớn hơn 1, chứng tỏ thị trường đã đánh giá tiềm lực của các doanh

nh nghiệp ở mức cao. Hình 5 thể hiện sự biến động của Tobin's Q trong giai đoạn nghiên cứu.



Hình 5: Tobin's Q trung bình của các doanh nghiệp đầu khí niêm yết giai đoạn 2016-2020
Nguồn: Kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả, 2021.

4.3. Kết quả hồi quy các phương trình

Biến cấu trúc vốn

Kết quả cho thấy, hầu hết các biến cấu trúc vốn có tác động đến các biến phản ánh hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Ngoại trừ chỉ tiêu nợ dài hạn chưa cho thấy nhiều ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh, chỉ tác động đến duy nhất chỉ tiêu giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của doanh nghiệp. Các chỉ tiêu tổng nợ và nợ ngắn hạn có tác động lớn đến hầu hết các chỉ tiêu đo lường hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, ngoại trừ chỉ tiêu ROE chưa có ý nghĩa thống kê. Bên cạnh đó, chỉ tiêu tổng nợ dài hạn của doanh nghiệp khá cao, chiếm tỷ trọng hơn nửa tổng tài sản của doanh nghiệp, cho thấy tài sản chủ yếu được tài trợ bởi nợ vay và chứng tỏ mức độ độc lập, tự chủ tài chính của doanh nghiệp còn thấp, rủi ro tài chính cao. Vì vậy, kết quả nghiên cứu chỉ ra tác động tiêu cực của chỉ tiêu này đối với các chỉ tiêu phản ánh sức mạnh tài chính của doanh nghiệp như ROA và ROS.

Biến cấu trúc tài sản

Các chỉ tiêu phản ánh cấu trúc tài sản của doanh nghiệp hầu hết không có ý nghĩa thống kê

với các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả kinh doanh. Chỉ tiêu tỷ trọng các khoản phải thu (RECE) không có ý nghĩa thống kê với bất kỳ biến số thể hiện hiệu quả kinh doanh nào. Qua đó có thể thấy, mặc dù trong các doanh nghiệp có tỷ trọng các khoản phải thu tương đối lớn song lại chưa cho thấy sự tác động mạnh mẽ đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Hai chỉ tiêu về tỷ trọng tài sản cố định (TANG) và hàng tồn kho (INVE) đều tác động tiêu cực đến các chỉ tiêu hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, ngoại trừ đối với chỉ tiêu giá trị thị trường trên giá trị sổ sách là tích cực. Khi doanh nghiệp gia tăng hàng tồn kho sẽ dẫn đến ứ đọng vốn, gây ảnh hưởng xấu đến hiệu quả sử dụng tài sản cũng như làm giảm mức độ hiệu quả của việc sử dụng vốn chủ sở hữu trong doanh nghiệp và khả năng sinh lợi của hàng tồn kho. Trong khi đó, tỷ trọng tài sản cố định cao sẽ giúp nâng cao giá của doanh nghiệp trên thị trường, tuy nhiên nó lại gây ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả sử dụng tài sản của doanh nghiệp.

Các biến kiểm soát

Chỉ tiêu quy mô doanh nghiệp (SIZE) tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến phần lớn các biến phản ánh hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Điều này chứng tỏ quy mô doanh nghiệp có tác động lớn đến thị phần, uy tín của doanh nghiệp, từ đó tác động đến hiệu quả kinh doanh. Quy mô doanh nghiệp càng lớn thì hiệu quả kinh doanh càng cao.

Chỉ tiêu tốc độ tăng trưởng (GROW) tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến ROA, ROE. Vì vậy, việc tăng doanh thu không chỉ tác động đến hiệu năng sử dụng tài sản mà còn có tác động trực tiếp đến khả năng sinh lợi của tài sản và vốn chủ sở hữu.

Chỉ tiêu thời gian hoạt động của doanh nghiệp (AGE) tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến ROA. Điều này chứng tỏ các doanh nghiệp có thời gian hoạt động lâu thì có nhiều kinh nghiệm trong hoạt động kinh doanh, do đó tránh được các rủi ro trong quá trình hoạt động, được ưu đãi trong quá trình vay nợ, dẫn tới tác động tích cực đến hiệu quả kinh doanh.

Chỉ tiêu vốn đầu tư nhà nước của doanh nghiệp (STATE) tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến ROA. Điều này chứng tỏ doanh

nh nghiệp có tỷ lệ vốn góp nhà nước cao thường có uy tín, hoạt động trong thời gian dài, có thương hiệu, do đó dễ tiếp cận nguồn vốn vay và nhận được nhiều ưu đãi hơn so với các doanh nghiệp có hình thức sở hữu khác, góp phần làm tăng hiệu quả kinh doanh.

Chỉ tiêu vốn đầu tư nước ngoài của doanh nghiệp (FOR) có tác động song không có ý nghĩa thống kê đến tất cả các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

5. Kết luận và đề xuất khuyến nghị

5.1. Đối với các doanh nghiệp dầu khí

Thứ nhất, cần nâng cao tốc độ tăng trưởng doanh thu: Chỉ tiêu tốc độ tăng trưởng tác động tích cực đến sức sinh lợi của tài sản và vốn chủ sở hữu, do đó doanh nghiệp cần nâng cao tốc độ tăng trưởng doanh thu. Doanh nghiệp cần mở rộng các mối quan hệ, tìm kiếm việc làm, giữ vững uy tín để củng cố niềm tin cho các chủ đầu tư, từ đó từng bước mở rộng thị trường, tăng doanh thu cho doanh nghiệp. Ngoài ra, nợ ngắn hạn chiếm phần lớn cơ cấu nợ phải trả của doanh nghiệp, do đó doanh nghiệp cần chủ động tích cực quản lý và duy trì các yếu tố trong quản lý vốn lưu động để tối ưu hóa hiệu quả và tăng cường tiết kiệm chi phí.

Thứ hai, mở rộng quy mô sản xuất: Chỉ tiêu quy mô sản xuất tác động tích cực đến phần lớn các biến phản ánh hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp của doanh nghiệp. Do đó, để tăng quy mô sản xuất, doanh nghiệp cần tăng cường huy động vốn từ cả hai nguồn vốn chủ sở hữu và nợ phải trả.

Thứ ba, tối ưu hóa vốn đầu tư nhà nước: Vốn đầu tư nhà nước có tác động tích cực đến sức sinh lợi của tài sản, do đó các doanh nghiệp cần sử dụng hiệu quả nguồn vốn này để khai thác tài nguyên quốc gia, sử dụng như một nguồn vốn kinh doanh được chuyển thành áp dụng hình thức ghi thu chi qua ngân sách nhà nước (NSNN) là cơ chế quản lý nguồn vốn do NSNN cấp.

Thứ tư, tăng cường thu hút vốn đầu tư nước ngoài: Chỉ tiêu vốn đầu tư nước ngoài của doanh nghiệp có tác động song không có ý nghĩa thống

kê đến hiệu quả kinh doanh. Nguyên nhân có thể do các doanh nghiệp chưa thu hút được lượng lớn nhà đầu tư nước ngoài, dẫn đến tỷ trọng vốn đầu tư nước ngoài trong vốn chủ sở hữu còn thấp. Bằng chứng là có đến 13 trong tổng số 21 doanh nghiệp có chỉ tiêu này dưới mức 5% trong cả giai đoạn 2016-2020.

Thứ năm, đề xuất giải pháp nâng cao hiệu quả kinh doanh trước tình hình đại dịch COVID-19 có thể kéo dài trong tương lai: Trong bối cảnh “ảnh hưởng kép” từ đại dịch COVID-19 và sự sụt giảm giá dầu thô trên thế giới, các doanh nghiệp cần có những ứng phó linh hoạt với tình hình kinh tế trong và ngoài nước; tiếp tục xây dựng kế hoạch ứng phó cốt yếu, kịp thời đưa ra các nhóm giải pháp tổng thể gồm tiết giảm chi phí - giảm đơn giá khai thác; điều chỉnh, giãn tiến độ đầu tư; các giải pháp tài chính và duy trì hoạt động của các dự án một cách tối ưu.

5.2. Đối với Nhà nước

Thứ nhất, Nhà nước cần sửa đổi và bổ sung Luật Đầu tư nước ngoài tại Việt Nam, Luật Dầu khí và các chính sách của Nhà nước theo hướng mở rộng và khuyến khích đầu tư nước ngoài vào Việt Nam; Sửa đổi Luật Doanh nghiệp theo hướng mở rộng quyền tự chủ cho doanh nghiệp nhà nước trong các hoạt động như: huy động vốn, đầu tư, mua sắm, nhượng bán, thanh lý, cầm cố, thế chấp, trích lập và sử dụng nguồn vốn khấu hao cơ bản để tạo điều kiện cho các doanh nghiệp ứng phó với những biến đổi thị trường.

Thứ hai, Nhà nước cần có chính sách bổ sung vốn cho Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (với vai trò là đơn vị nòng cốt, chủ lực của ngành dầu khí; là trụ cột, đầu tàu dẫn dắt các doanh nghiệp dầu khí có điều kiện phát triển) nhằm thực hiện đầu tư các dự án dầu khí trọng điểm thông qua: (1) Cho phép tăng dần tỷ lệ lãi sau thuế của Chính phủ Việt Nam được chia trong các hợp đồng phân chia sản phẩm (PSC) và từ Xí nghiệp Liên doanh Dầu khí Vietsovpetro, tiến tới 100% cho đầu tư phát triển ngành dầu khí; (2) Điều chuyển vốn ở khu vực kinh tế kém hiệu quả, hoặc vốn thu được từ cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước để đầu tư cho ngành dầu khí; (3) Cho phép Tập đoàn Dầu khí Việt Nam và các doanh nghiệp thành

viên được chủ động lựa chọn áp dụng hình thức khấu hao nhanh để thu hồi vốn đối với các tài sản, công trình dầu khí.

Tài liệu tham khảo

- [1] PVN, “PVN - Proud Contributions,” 2020, <https://nhandan.vn/thong-tin-doanh-nghiep/pvn-nhung-dong-gop-dang-tu-hao-615351/> (Accessed 20 April, 2020) (in Vietnamese).
- [2] J. Abor, “The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana,” *The Journal of Risk Finance*, 6 (5) (2005) 438-445.
- [3] A. Gill, N. Biger and N. Mathur, “The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States,” *International Journal of Management*, 28 (4) (2011) 3-15.
- [4] R. Zeitun and G. Tian, “Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan,” *Australian Accounting Business and Financial Journal*, 1(4) (2007) 40-60.
- [5] A. Onaolapo and S. Kajola, “Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Nigeria,” *Uropean Journal of Economic, Finance and Administrative Sciences*, 25 (2010) 70-82.
- [6] A. Khan, “The Relationship of Capital Structure decisions with Firm Performane: A Study of the Engineering Sector of Pakistan,” *International Journal of Accounting and Finial Reporting*, 2(1) (2012) 245-262.
- [7] Chu Thi Thu Thuy, “Analysis of Factors Affecting Financial Performance: A Case Study at Non-financial Joint Stock Companies Listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange,” *Journal of Economics & Development*, 215 (2015) 59-66 (in Vietnamese).
- [8] Le Thi Hong Tam, “Analysis of the Influence of Financial Structure on Business Performance of Vietnamese Construction Enterprises,” Master's Thesis in Economics, National Economics University, 2020 (in Vietnamese).
- [9] Le Thi Nhu, “Analysis of the Relationship between Financial Structure and Profitability in Construction Companies Listed on Vietnam Stock Market,” Master's Thesis in Economics, National Economics University 2017 (in Vietnamese).
- [10] Nguyen Thi Hong Nhung, Do Thi Ly, “Analysis of Factors Affecting the Performance of Construction Material Enterprises in Khanh Hoa Province,” *Proceedings of the Scientific Conference:*

- Solutions to Improve Financial Efficiency for Businesses*, 2 (2016) 62-64.
- [11] Doan Ngoc Phuc, "The Effect of Capital Structure on Business Performance of Enterprises after Equitization in Vietnam," *Journal of World Economic and Political Issues*, 3 (2014) 72-80.
- [12] I. Berzkalne, "Trade-off Theory vs. Pecking Order Theory-Empirical Evidence from the Baltic Countries," *Journal of Economic and Social Development*, 1 (1) (2014) 22-32.
- [13] I. Ebaid, "The Impact of Capital - Structure Choice on Firm Performance: Empirical Evidence from Egypt," *The Journal of Risk Finance*, 10 (5) (2009) 477-487.
- [14] V. Dawar, "Agency Theory, Capital Structure and Firm Performance: Some Indian Evidence," *Managerial Finance*, 40 (12) (2014) 1190-1206.
- [15] A. Kraus and Litzenberger, R. H, "A State - Preference Model of Optimal Financial Leverage," *Journal of Finance*, 28 (4) (1973) 911-922.
- [16] Modigliani, F and Miller, M, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *The American Economic Review*, 48 (3) (1958) 261-280.
- [17] DeAngelo, H and Masulis, R.W, "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics*, 9 (1980) 3-29.
- [18] Myers, S. and Majluf, N., "Corporate Financing an Investment Decision when Firms Have Information that Investors do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13 (1984) 187-221.
- [19] T. Muritala, "An Empirical Analysis of Capital Structure on Firms' Performance in Nigeria," *International Journal of Advances in Management and Economics*, 1 (5) (2012) 116-124.