

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH NĂNG LƯỢNG TRÊN THẾ GIỚI VÀ KINH NGHIỆM QUÝ CHO CÁC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

● ĐỖ VĂN ĐẠT - NGÔ VĂN TÙNG

TÓM TẮT:

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả đã tìm hiểu các giai đoạn khủng hoảng 2007 - 2009, giai đoạn hậu khủng hoảng 2010 - 2014 của kinh tế thế giới và phân tích mô hình nghiên cứu gồm các nhân tố ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn của các DN năng lượng lớn trên thế giới. Các phát hiện chính của nghiên cứu chỉ ra rằng tính hữu hình, khả năng sinh lời, quy mô, tính thanh khoản và lá chắn thuế, nợ là những yếu tố quyết định đáng kể đến cơ cấu nguồn vốn của các công ty dầu khí trên thế giới, qua đó có những kinh nghiệm quý dành cho các doanh nghiệp năng lượng Việt Nam về xây dựng cơ cấu nguồn vốn.

Từ khóa: cơ cấu vốn, các doanh nghiệp năng lượng, đòn bẩy, tăng trưởng, quy mô doanh nghiệp.

1. Đặt vấn đề

Năm 2017, nghiên cứu “The Determinants of Capital Structure: Empirical Analysis of Oil and Gas Firms during 2000-2015” của Aws Yousef Shambor [1] sử dụng dữ liệu của 346 doanh nghiệp năng lượng niêm yết trên thế giới (57 doanh nghiệp thuộc châu Đại Dương, 74 doanh nghiệp tại châu Âu, 12 doanh nghiệp tại Nga, 81 doanh nghiệp năng lượng châu Á, 12 doanh nghiệp năng lượng Nam Mỹ, 9 doanh nghiệp tại châu Phi, 83 doanh nghiệp tại Mỹ và 18 doanh nghiệp tại Vương quốc

Anh) trong giai đoạn 2000 - 2014 nhằm đánh giá mối quan hệ giữa các biến độc lập (khả năng thanh toán, khả năng sinh lời, tốc độ phát triển, lá chắn thuế phi nợ vay, quy mô doanh nghiệp và mức độ sử dụng tài sản hữu hình) và biến phụ thuộc - mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính, chỉ tiêu đại diện cho cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, tác giả cũng nghiên cứu mối quan hệ giữa các chỉ tiêu trong nhiều giai đoạn (giai đoạn trước khủng hoảng 2000 - 2006, giai đoạn khủng hoảng 2007 - 2009, giai đoạn hậu khủng hoảng 2010 - 2014), từ

đó rút ra nhận xét về tác động của khủng hoảng kinh tế tới cơ cấu nguồn vốn của các DN năng lượng lớn trên thế giới.

2. Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp năng lượng trên thế giới (Bảng 1, 2, 3, 4)

Mô hình được nhóm tác giả sử dụng là:

$$\text{Leverage (Firm}_{it}) = \beta_0 + \beta_1(\text{Tang}_{it}) + \beta_2(\text{Prof}_{it}) + \beta_3(\text{Grow}_{it}) + \beta_4(\text{Size}_{it}) + \beta_5(\text{Liq}_{it}) + \beta_6(\text{NDTS}_{it}) + \varepsilon_t$$

Hệ số tiêu chuẩn và sai số

I = Đại diện cho các công ty riêng lẻ t = Đại diện cho năm

β_0 = Hệ số chặn (Hằng số)

β_1 = Hệ số khả năng

β_2 = Hệ số khả năng sinh lời

β_3 = Hệ số tăng trưởng doanh nghiệp

β_4 = Hệ số kích thước

β_5 = Hệ số thanh khoản

β_6 = Hệ số lá chắn thuế

ε = sai số

Thông qua mô hình phân tích tương quan, có thể thấy tỷ trọng TSCĐ hữu hình, quy mô doanh nghiệp và tốc độ tăng trưởng có tác động cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay hệ số nợ của các doanh nghiệp năng lượng; còn khả năng sinh

Bảng 1. Các biến được sử dụng trong nghiên cứu của Shambor

Chỉ tiêu	Ký hiệu	Phương pháp xác định
Mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính	Leverage/ TDA	Tỷ trọng NPT/Tổng TS
Cấu trúc TS hữu hình	Tang	TSCĐ/Tổng TS
Khả năng sinh lời	Prof	EBIT/Tổng TS
Tốc độ tăng trưởng	Grow	Phần trăm thay đổi tổng TS
Quy mô DN	Size	Logarit tự nhiên của tổng TS
Khả năng thanh toán	Liq	TSNH/Nợ NH
Lá chắn thuế phi nợ vay	NDTS	Khấu hao TSCĐ/Tổng TS

Nguồn: *The Determinants of Capital Structure: Empirical Analysis of Oil and Gas Firms during 2000-2015* của Aws Yousef Shambor

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu của Shambor

Variable	Obs.	No. of Fs	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max
TDA	4181	346	0.2457	0.2290	0.1717	0.0000	0.7136
Tangibility	4181	346	0.5233	0.5401	0.2589	0.0422	0.9537
Profitability	4181	346	0.0920	0.0832	0.0942	-0.2216	0.3967
Growth	4181	346	0.1622	0.1132	0.2530	-0.4858	1.0000
Size	4181	346	15.9889	15.6293	2.6866	9.9686	23.2964
Liquidity	4181	346	1.7761	1.2366	2.0473	0.2246	15.6961
NDTS	4181	346	0.0473	0.0412	0.0317	0.0000	0.1638

Nguồn: *The Determinants of Capital Structure: Empirical Analysis of Oil and Gas Firms during 2000-2015* của Aws Yousef Shambor

Bảng 3. Kết quả phân tích tương quan trong mô hình của Shambor

Variable	TDA	Tangibility	Profitability	Growth	Size	Liquidity	NDTS
TDA	1						
Tangibility	0.249***	1					
Profitability	-0.238***	-0.006	1				
Growth	0.030**	0.002	0.076***	1			
Size	0.072***	0.005	0.159***	-0.127***	1		
Liquidity	-0.317***	-0.285***	-0.033	0.047***	-0.136***	1	
NDTS	-0.081***	0.422***	0.142***	-0.15***	-0.095***	-0.219***	1

(***) *p*-value <0.01; (**) *p*-value <0.05; (*) *p*-value <0.1

Nguồn: *The Determinants of Capital Structure: Empirical Analysis of Oil and Gas Firms during 2000-2015* của Aws Yousef Shambor

lời, khả năng thanh toán và lá chắn thuế phi nợ vay lại có tác động ngược chiều. Bên cạnh đó, kết quả của mô hình tương quan cũng cho thấy quy mô doanh nghiệp, lá chắn thuế phi nợ vay và tốc độ tăng trưởng cũng có mối quan hệ cùng chiều với khả năng sinh lời của doanh nghiệp năng lượng trong khi tỷ trọng TSCĐ hữu hình và khả năng thanh toán lại có mối quan hệ ngược chiều. Điều này có nghĩa là doanh nghiệp năng lượng có quy mô càng lớn thì sẽ có khả năng sinh lời càng cao.

Kết quả nghiên cứu định lượng của Shambor đã đưa ra phương trình hồi quy:

$$\text{Leverage} = 0,2387 + 0,1639.\text{Tang} - 0,4189.\text{Prof} + 0,017.\text{Grow} + 0,004.\text{Size} - 0,025.\text{Liq} - 1,053.\text{NDTS} + \epsilon$$

Từ mô hình này, có thể nhận thấy một số kết luận sau:

Dựa trên các nghiên cứu trước đó, nhà nghiên cứu giới hạn bản thân trong việc nghiên cứu 7 yếu tố cụ thể của các doanh nghiệp, thông qua Phương trình hồi quy cụ thể là tính hữu hình (TANG), quy mô (SIZE), khả năng sinh lời (PROF), tính thanh khoản (LIQ), tăng trưởng (GROW) và lá chắn thuế không nợ (NDTS). Áp dụng dữ liệu bảng cho các hệ số hiệu quả hơn và tạo điều kiện giảm tính cộng tuyến giữa các biến giải thích. Do đó, ảnh hưởng của các biến giải thích đối với đòn bẩy (biến phụ thuộc) được ước tính bằng cách sử dụng dữ liệu bảng hoặc dữ liệu mặt cắt chuỗi thời gian. Ngoài ra,

có 1 biến giả đề cập đến ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009 về đòn bẩy.

- Khả năng sinh lời của các doanh nghiệp năng lượng trong mẫu nghiên cứu có mối quan hệ ngược chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính, khi khả năng sinh lời tăng 1% thì hệ số nợ giảm 0,4189% với mức ý nghĩa thống kê 1%. Điều này có nghĩa là doanh nghiệp năng lượng có khả năng sinh lời càng cao thì hệ số nợ càng thấp. Kết luận này của Shambor đã ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking order theory) nhưng trái ngược với lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (Trade-off theory) (các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao thường ưa thích sử dụng hệ số nợ cao và tận dụng được lá chắn thuế từ lãi vay).

- Kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa tốc độ tăng trưởng và hệ số nợ là không có ý nghĩa thống kê trong thời gian nghiên cứu 2000 - 2014. Vì vậy, giả thuyết của Shambor về mối quan hệ ngược chiều giữa hai biến nghiên cứu này bị bác bỏ. Kết luận này trái ngược với lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (Trade-off theory) và lý thuyết về chi phí đại diện (Agency cost theory) nhưng ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking order theory) khi cho rằng nếu các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng thấp thường hạn chế sử dụng nợ vay hay mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính thấp và ngược lại. Điều này cho thấy có mối quan hệ cùng chiều giữa tốc độ tăng trưởng và mức độ sử dụng

Bảng 4. Kết quả phân tích hồi quy của biến TDA và các biến độc lập trong mô hình của Shambor

Biến nghiên cứu	Giai đoạn 2000 - 2014	Giai đoạn trước khủng hoảng (2000 - 2006)	Giai đoạn khủng hoảng (2007 - 2009)	Giai đoạn sau khủng hoảng (2010 - 2014)
Tang	0.1639***	0.1678***	0.2147***	0.1583***
Prof	-0.4189***	-0.5389***	-0.3453***	-0.3601***
Grow	0.0173	0.0257*	-0.0105	0.0162
Size	0.0038***	0.0057***	0.0018***	0.0039**
Liq	-0.0245***	-0.0128***	-0.0081***	-0.0348***
NDTS	-1.0531***	-0.5289***	-1.2707***	-1.3561***
constant	0.2387***	0.1782***	0.2121***	0.2625***
R-square	0.2309	0.2232	0.2180	0.2373

(***) p -value < 0.01; (**) p -value < 0.05; (*) p -value < 0.1

Nguồn: *The Determinants of Capital Structure: Empirical Analysis of Oil and Gas Firms during 2000-2015* của Aws Yousef Shambor

đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp năng lượng nghiên cứu.

- Với mức ý nghĩa thống kê 1%, giả thuyết của Shambor về mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô doanh nghiệp và hệ số nợ được chấp nhận. Kết luận này cũng ủng hộ lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (Trade-off theory) và lý thuyết về chi phí đại diện (Agency cost theory) khi cho rằng các doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì hệ số nợ càng cao do có nhiều TS thế chấp, đồng thời các chủ nợ cũng sẵn sàng cho các doanh nghiệp quy mô lớn vay nhiều hơn vì tính rủi ro thấp hơn so với các doanh nghiệp nhỏ.

- Với mức ý nghĩa thống kê 1%, khả năng thanh toán của doanh nghiệp năng lượng tăng 1% thì mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính giảm 0,025%. Kết quả thực nghiệm chấp nhận giả định của Shambor khi cho rằng khả năng thanh toán và hệ số nợ có mối quan hệ ngược chiều với nhau. Kết quả này cũng được ủng hộ bởi lý thuyết trật tự phân hạng. Các doanh nghiệp có khả năng thanh toán cao thường ưa thích sử dụng VCSH thay vì nợ vay để tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp.

- Kết quả thực nghiệm của mô hình hồi quy cũng cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa lá chắn thuế phi nợ vay và mức độ sử dụng đòn bẩy tài

Bảng 5. So sánh kết quả thực nghiệm giữa mô hình của Shambor và một số lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tiêu biểu

Các biến nghiên cứu	Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking order theory)	Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (Trade-off theory)	Lý thuyết về chi phí đại diện (Agency cost theory)	Mô hình của Shambor
Tang	+	+	+	+
Prof	-	+	?	-
Grow	+	-	-	+
Size	-	+	+	+
Liq	-	?	-	-
NDTS	?	-	?	-

chính của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp thu được nhiều lợi ích hơn từ lá chắn thuế phi nợ vay thì hệ số nợ của doanh nghiệp có xu hướng giảm.

Để đánh giá mức độ ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu, tác giả đã chia giai đoạn nghiên cứu thành 3 giai đoạn: giai đoạn tiền khủng hoảng (2000 - 2006), giai đoạn khủng hoảng (2007 - 2009), giai đoạn hậu khủng hoảng (2010 - 2014). Từ đó, thông qua mô hình định lượng, tác giả xem xét, đánh giá giá trị các biến nghiên cứu trong mối tương quan với nhau. Từ kết quả thực nghiệm, tác giả thấy rằng cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007 - 2009 có tác động mạnh mẽ tới các yếu tố (trừ khả năng thanh toán) ảnh hưởng tới việc xác định cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp năng lượng.

3. Kinh nghiệm quý cho các doanh nghiệp năng lượng Việt Nam

Thông qua việc nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn của một số doanh nghiệp năng lượng ở một số quốc gia trên thế giới, các doanh nghiệp Việt Nam rút ra những bài học kinh nghiệm để hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu của mình như sau:

Thứ nhất, mô hình thực nghiệm cho thấy cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp năng lượng cũng có mối quan hệ chặt chẽ với các đặc trưng của doanh nghiệp. Trong các mô hình về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp năng lượng đã được trình bày, các yếu tố được các nhà nghiên cứu lựa chọn và chứng minh có mối quan hệ với cơ cấu nguồn vốn bao gồm: quy mô doanh nghiệp và tỷ trọng TSCĐ hữu hình trên tổng TS của doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng, khả năng thanh toán, lá chắn thuế phi nợ vay. Kết quả thực nghiệm của các nghiên cứu cho thấy các yếu tố trên có tác động tới cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp năng lượng tại quốc gia nghiên cứu. Vì vậy, các yếu tố này có thể được sử dụng trong việc xem xét xác định cơ cấu

nguồn vốn của các doanh nghiệp năng lượng tại Việt Nam.

Thứ hai, trong các mô hình lý thuyết được nghiên cứu, tỷ trọng TSCĐ hữu hình trên tổng TS luôn có mối quan hệ cùng chiều với hệ số nợ. Điều này cho thấy việc sử dụng nợ vay để tài trợ cho TSCĐ hữu hình luôn được các doanh nghiệp năng lượng quốc tế ưa chuộng, đồng thời các TSCĐ hữu hình này sẽ trở thành tài sản thế chấp cho các khoản vay của doanh nghiệp.

Thứ ba, do sự khác biệt trong đặc điểm kinh tế - xã hội - văn hóa của từng quốc gia nên tác động của các yếu tố ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn có sự khác biệt. Nghiên cứu các doanh nghiệp năng lượng tại Malaysia, Pakistan cho thấy sự khác nhau trong tác động của nhiều yếu tố tới cơ cấu nguồn vốn, chẳng hạn như trong nghiên cứu các doanh nghiệp năng lượng tại Malaysia của tác giả Yaasmin Farzana Abdul Karim và cộng sự [5] cho thấy tác động ngược chiều giữa quy mô doanh nghiệp và mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính. Trong khi đó ở nghiên cứu của Mahvish Sabir và Qaisar Ali Malik (2012) [3] đối với các doanh nghiệp năng lượng Pakistan lại cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa hai chỉ tiêu này. Hay trong lý thuyết trật tự phân hạng và mô hình của Yaasmin và cộng sự [5], quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ ngược chiều với cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp dầu khí, còn đối với các lý thuyết khác lại có mối quan hệ cùng chiều. Vì vậy, việc xác định mối quan hệ giữa các chỉ tiêu này đối với cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp năng lượng Việt Nam cần được kiểm định thực tiễn để đảm bảo tính phù hợp với các đặc điểm riêng của nền kinh tế Việt Nam, không thể áp dụng máy móc theo một mô hình lý thuyết nhất định nào ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Aws Yousef Shambor. (2017). The Determinants of Capital Structure: Empirical Analysis of Oil and Gas Firms during 2000-2015”, *Asian Journal of Finance & Accounting*, 9(1).

2. Emeh, Yadirichukwu và Okoli, Margaret. (2015). Determinants of capital structure in oil and gas sector in Nigeria”, *Merit Research Journal of Accounting, Auditing, Economics and Finance*, 3(3), 032-045, 6/2015.
3. Mahvish Sabir, Qaisar Ali Malik. (2012). Determinants of Capital Structure - A Study of Oil and Gas Sector of Pakistan, *Interdisciplinary journal of contemporary research in business*, 3(10, February 2012).
4. Shalini R, Mohua Biswas. (2017). An empirical study on the capital structure of oil and gas companies in India. *IPASJ International Journal of Management*, 5(9).
5. Yaasmin Farzana Abdul Karim, Sharifah Nazura Syed-Noh, Noor Azila Mohd Zaid. (2017). Financial risk and leverage relationship of oil and gas local companies in Malaysia. *International Journal of Business*, 14(1).

Ngày nhận bài: 1/5/2022

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 1/6/2022

Ngày chấp nhận đăng bài: 11/6/2022

Thông tin tác giả:

1. ThS. ĐỖ VĂN ĐẠT

Công ty cổ phần Hàng không Hành Tinh xanh

3. ThS. NGÔ VĂN TÙNG

Tổng công ty Xuất nhập khẩu Tổng hợp Vạn Xuân

FACTORS AFFECTING THE CAPITAL STRUCTURE OF MAJOR ENERGY COMPANIES IN THE WORLD AND VALUABLE EXPERIENCES FOR VIETNAMESE ENERGY COMPANIES

● Master. **DO VAN DAT**¹

● Master. **NGO VAN TUNG**²

¹Green Planet Airways Joint Stock Company

²General Import and Export Van Xuan Corporation

ABSTRACT:

In this study, the 2007 - 2009 crisis period and the 2010 - 2014 post-crisis period of the global economy are analyzed. The study also analyzes the research model including factors affecting the capital structure of major energy companies in the world. The study finds out that tangibility, profitability, size, liquidity, tax shield, and debt are significant determinants of the capital structure of oil and gas companies in the world. This study draws some valuable experiences for Vietnamese energy companies in developing their capital structure.

Keywords: capital structure, energy businesses, leverage, growth, firm size.