

Phân tích các yếu tố ảnh hưởng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành dầu khí Việt Nam

TRẦN THỊ TUẤN ANH *, NGUYỄN QUỐC BÌNH, NGUYỄN TRUNG CHÁNH,
NGUYỄN VIỆT NAM & NGUYỄN PHƯƠNG THÚY AN

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

Nhận bài: 14/04/2023 - Duyệt đăng: 15/08/2023

(*) Liên hệ: anhttt@ueh.edu.vn - ĐT: 0909514660

Tóm tắt:

Bài viết khảo sát sự của các yếu tố vĩ mô và yếu tố tài chính đến hiệu quả hoạt động của các công ty dầu khí niêm yết trên thị trường chứng khoán VN trong giai đoạn 2012-2021. Kết quả phân tích dữ liệu cho thấy đòn bẩy tài chính, tỷ lệ tài sản cố định, tỷ giá hối đoái và tỷ lệ lạm phát đều tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp dầu khí. Trong khi đó, quy mô công ty, tỷ lệ nợ dài hạn và tình trạng niêm yết tác động cùng chiều. Kết quả còn cho thấy tính nhất quán của kết quả khi so sánh hai giai đoạn trước và sau khi doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán. Tuy nhiên, một số yếu tố có tác động thay đổi trong điều kiện xảy ra dịch bệnh COVID-19, trường hợp của đòn bẩy tài chính, tỷ lệ tài sản cố định, tỷ lệ nợ dài hạn và tỷ lệ lạm phát. Nghiên cứu này giúp các nhà quản lý có những quyết định hợp lý trong điều hành doanh nghiệp dầu khí.

Từ khóa: Doanh nghiệp dầu khí, các yếu tố tài chính, các yếu tố vĩ mô, hiệu quả hoạt động, dữ liệu bảng.

Abstract:

This study analyzed the impact of macroeconomic and financial factors on the performance of oil and gas companies listed on the Vietnamese stock market between 2012 and 2021. The findings of the research suggest that financial leverage, fixed asset ratio, exchange rate, and inflation rate negatively affect the performance of oil and gas companies. Conversely, company size, long-term debt ratio, and listing status positively impact the performance of these businesses. Furthermore, the research indicates that these financial and macro factors consistently impact the performance of oil and gas enterprises before and after their listing on the stock exchange. The study also highlights the changes in the factors that affect oil and gas companies during the COVID-19 pandemic. For instance, the leverage ratio, fixed asset ratio, long-term debt ratio, and inflation rate have been impacted by the pandemic. The results of this study provide managers with an understanding of the factors that affect the efficiency of oil and gas enterprises. As a result, they can make informed decisions when operating their businesses.

Keywords:

Oil and gas companies, financial factors, macro factors, firm performance, panel data.

1. Giới thiệu

Trong suốt gần 40 năm hoạt động, ngành dầu khí VN đã có vai trò rất quan trọng trong sự phát triển của đất nước. Hằng năm, ngành dầu khí đóng góp khoảng 9 - 11% vào tổng thu ngân sách của Nhà nước, đóng góp cho GDP trung bình từ 10 - 13% mỗi năm. Việc xuất khẩu dầu thô cũng giúp VN thu được ngoại tệ, góp phần quan trọng trong việc ổn định tỷ giá, điều chỉnh kinh tế vĩ mô và cải thiện thanh khoản ngoại tệ cho nền kinh tế. Tuy nhiên, hiệu quả của ngành dầu khí phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau, và nhà quản lý cần phải nhận thức rõ các yếu tố quyết định hiệu quả hoạt động doanh nghiệp để có những quyết định kinh doanh phù hợp. Đặc biệt, trong bối cảnh ảnh hưởng nặng nề từ đại dịch COVID-19 và biến động tình hình nhiên liệu hiện nay, việc nghiên cứu và phân tích hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành Dầu khí có ý nghĩa rất thiết thực.

Mặc dù các nghiên cứu về hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp nói chung đã được thực hiện và quan tâm rộng rãi trên thế giới cũng như trong nước; nhưng phân tích liên quan đến doanh nghiệp dầu khí vẫn còn hạn chế. Tuy nhiên, có một số nghiên cứu cụ thể về doanh nghiệp dầu khí như nghiên cứu của Goldmann và Zawadzki (2022). Nghiên cứu này cho thấy một mối quan hệ nghịch biến giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của các công ty được nghiên cứu (ROA và ROE). Các công ty được nghiên cứu đều cho thấy khả năng sinh lời từ doanh thu và tài sản dưới mức trung bình,

được thể hiện qua các giá trị độ lệch âm.

Hoàng Tùng (2016) sử dụng số liệu thu thập từ các báo cáo tài chính của 30 doanh nghiệp thuộc ngành dầu khí niêm yết trên 2 thị trường chứng khoán. Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản và kỳ thu tiền bình quân được cho là ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp dầu khí. Tốc độ tăng trưởng doanh thu có liên quan trực tiếp đến hiệu quả kinh doanh và quy mô của doanh nghiệp, được đo bằng quy mô doanh thu, thì không ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Bùi Ngọc Mai Phương (2022) đã nghiên cứu tác động của đại dịch COVID-19 đến quản lý vốn lưu động và hiệu quả hoạt động của 18 doanh nghiệp ngành dầu khí được niêm yết từ quý 1 năm 2018 đến quý 4 năm 2021. Kết quả cho thấy rằng, mối quan hệ giữa quản lý vốn lưu động và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành dầu khí trước và sau khi đại dịch xảy ra đã có sự thay đổi. Trong khi trước đại dịch, các doanh nghiệp cần giảm chu kỳ chuyển đổi tiền mặt để nâng cao hiệu quả hoạt động thì hiện tại yếu tố này lại có xu hướng gia tăng.

Có thể thấy rằng các nghiên cứu về hiệu quả hoạt động của ngành dầu khí trong nước hiện vẫn chưa đầy đủ. Do đó, nghiên cứu này được thực hiện để tìm hiểu rõ hơn về tình hình hoạt động của ngành dầu khí VN và xem xét các yếu tố tác động đến hiệu quả của lĩnh vực này trong nhiều điều kiện khác nhau. Để thực hiện những mục tiêu nghiên cứu này, phần còn lại của bài viết sẽ được tổ chức thành các mục

chính như sau: Mục 2 trình bày tóm tắt tổng quan các nghiên cứu có liên quan đến chủ đề nghiên cứu của bài viết; Mục 3 trình bày dữ liệu và phương pháp nghiên cứu; Mục 4 phân tích số liệu và thảo luận kết quả nghiên cứu; và Mục 5 kết luận và đưa ra các hàm ý chính sách.

2. Các giả thuyết nghiên cứu và cơ sở lý thuyết liên quan

Với những mục tiêu nghiên cứu đã giới thiệu trong Mục 1, bài nghiên cứu sẽ thực hiện kiểm định các giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H1: Đòn bẩy tài chính (LEV) có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Đòn bẩy tài chính, còn được gọi là tỷ lệ nợ trên tổng tài sản, là chỉ số đo lường tỷ lệ giữa tổng số nợ phải trả và tổng giá trị tài sản mà một doanh nghiệp sở hữu. Nghiên cứu của Das và cộng sự (2022) đã chỉ ra đòn bẩy ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của các công ty có lợi nhuận cao hơn so với các công ty có lợi nhuận thấp. Rashata (2021) cũng tìm thấy mối liên hệ ngược chiều đáng kể giữa tỷ lệ đòn bẩy công ty (LEV) và hiệu quả hoạt động (ROA) trong giai đoạn tiền COVID và trong thời điểm ảnh hưởng của đại dịch COVID với mức ý nghĩa là 1%.

Giả thuyết H2: Tỷ lệ tài sản cố định (FA) có ảnh hưởng tích cực hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Tại các công ty hoạt động trong ngành dầu khí, tài sản cố định chủ yếu bao gồm các thiết bị chuyên dụng, máy móc, và vật dụng chuyên chứa xăng dầu. Những tài sản này đóng một vai

trò quan trọng trong quá trình kinh doanh của công ty và có thể được sử dụng làm tài sản đảm bảo khi công ty cần vay vốn từ ngân hàng. Theo Akintoye (2008), các công ty có số lượng tài sản cố định lớn sẽ được hưởng ưu đãi về lãi suất khi vay vốn từ ngân hàng, đồng thời tăng hiệu quả hoạt động của công ty. Nghiên cứu của Mawih (2013) tại Oman chỉ ra rằng sự thay đổi của cơ cấu tài sản không ảnh hưởng đến ROA; tuy nhiên, ROE sẽ được ảnh hưởng tích cực bởi tài sản cố định trong lĩnh vực dầu khí.

Giả thuyết H3: Quy mô doanh nghiệp (SIZE) tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Theo lý thuyết, các doanh nghiệp lớn được hưởng ưu đãi hơn khi vay vốn, ngoài ra khi vay số lượng lớn sẽ được giảm thuế thu nhập doanh nghiệp do chi phí lãi vay được khấu trừ thuế.; vì vậy, một doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì khả năng sử dụng nguồn lực và hợp tác với các công ty khác cũng như việc đa dạng hóa các lĩnh vực sẽ dễ dàng hơn và do đó làm tăng hiệu quả hoạt động. Theo nghiên cứu của Hung và cộng sự (2021), quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng quan trọng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tư nhân tại VN với các mức độ khác nhau. Trong thời kỳ COVID-19, nghiên cứu của Rashata (2021) cũng tìm thấy mối liên hệ thuận lợi đáng kể giữa quy mô công ty và hiệu quả hoạt động (ROA) cả trước và trong giai đoạn bùng phát đại dịch COVID-19.

Giả thuyết H4: Khả năng thanh toán nợ ngắn hạn (CR) có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả

hoạt động của doanh nghiệp.

Hệ số thanh toán hiện hành của một công ty là chỉ số để đánh giá khả năng thanh toán nợ và sử dụng tài sản hiệu quả. Việc thanh toán đúng hạn các khoản nợ ngắn hạn là rất quan trọng để tránh rủi ro nợ. Một nghiên cứu của Gill và cộng sự (2010) đã xem xét tác động của hệ số thanh toán hiện hành đến khả năng sinh lời của công ty Mỹ niêm yết giai đoạn 2007-2008; và cho thấy hệ số thanh toán hiện hành có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động. Cụ thể, các công ty có thể tác động đến hiệu quả hoạt động của mình bằng cách quản lý chuyển đổi tiền mặt và các khoản phải thu hiệu quả vì những lý do sau: 1) ít rủi ro hơn về hàng tồn kho, 2) mức độ thanh khoản cao hơn trong trường hợp nền kinh tế ở trình trạng xấu, 3) chu kỳ chuyển đổi tiền mặt nhanh hơn làm giảm rủi ro khách hàng không thanh toán (nợ xấu) hoặc nợ khó đòi.

Giả thuyết H5: Tỷ lệ nợ dài hạn (LDA) có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Klein và cộng sự (2002) cho rằng các tổ chức có dòng tiền kỳ vọng thấp hơn khó có mức nợ cao hơn so với các tổ chức có dòng tiền kỳ vọng cao hơn. Evbayiro-Osagie (2022), đã tìm ra tác động tích cực đáng kể của tỷ lệ nợ dài hạn đối với hiệu quả hoạt động của công ty.

Giả thuyết H6: Tình trạng niêm yết của doanh nghiệp (LIST) ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Nhìn chung, khi DN được niêm yết trên sàn chứng khoán sẽ nhận được các lợi ích nhất định. Lợi ích thứ nhất là nâng cao khả

năng thanh khoản, cổ phiếu đã niêm yết dễ dàng giao dịch trực tiếp trên thị trường. Thứ hai, doanh nghiệp sẽ có tiềm năng tăng trưởng tốt hơn. Thứ ba, mức độ uy tín - an toàn được nâng cao; vì để được niêm yết trên TTCK, các công ty phải đảm bảo đạt những yêu cầu về mặt tài chính, hiệu quả sản xuất kinh doanh, cơ cấu tổ chức,... Vì thế, đầu tư vào cổ phiếu của những DN đã niêm yết sẽ hạn chế rủi ro, gia tăng lợi nhuận vì hoạt động kinh doanh của các công ty này khá ổn định, trên đà tăng trưởng.

Giả thuyết H7: Tỷ giá hối đoái (logEXR) có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Trong một nền kinh tế mở, sự biến động của tỷ giá hối đoái có thể ảnh hưởng đến xuất khẩu và nhập khẩu và cuối cùng dẫn đến những thay đổi trong tăng trưởng kinh tế và thu nhập quốc gia. Ngoài ra, chúng có tác động đáng kể đến mức giá, có thể ảnh hưởng đến năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp và các quyết định về việc làm. Christopher và Tomilade (2012) đã kết luận tỷ giá hối đoái có tác động tích cực đến sản lượng trong nước, thúc đẩy tăng trưởng trong lĩnh vực sản xuất, có nghĩa là ảnh hưởng gián tiếp đến lợi nhuận của các DN.

Giả thuyết H8: Tỷ lệ lạm phát có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Simon và cộng sự (2019) đã chỉ ra rằng lạm phát có tác động tiêu cực và bất lợi đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở Nigeria, đặc biệt là về ROA và ROE. Nghĩa là, trong thời kỳ

lạm phát cao, các công ty không thể đạt được lợi nhuận và duy trì tăng trưởng chỉ bằng các chiến lược hoạt động hiện tại của họ. Do đó, cần có các cơ chế tài chính và hoạt động mới để tránh những tác động bất lợi của lạm phát cao đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đồng thời, lạm phát cũng có tác động tiêu cực đối với cả chủ nợ và con nợ (Mathuva, 2014). Trong lĩnh vực dầu khí, việc xuất nhập khẩu diễn ra thường xuyên, lạm phát tăng làm tăng giá nguyên liệu đầu vào, gây sự bất ổn trong quá trình sản xuất và hiệu quả hoạt động.

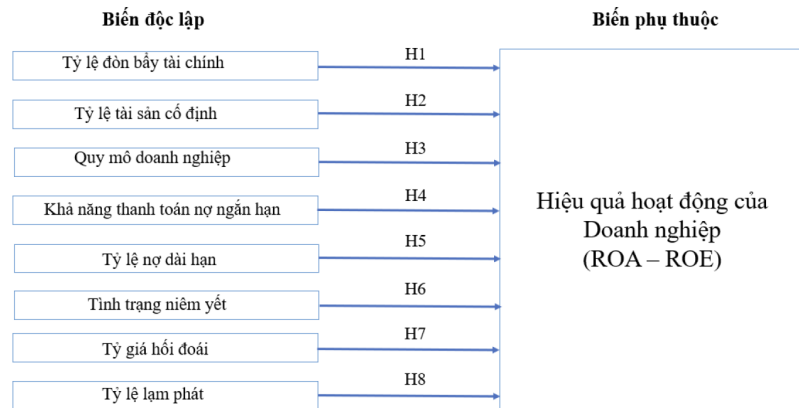
Với tám giả thuyết nghiên cứu, bài viết thu thập dữ liệu về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp dầu khí, áp dụng kỹ thuật hồi quy trên dữ liệu bảng để thực hiện mục tiêu nghiên cứu đặt ra. Những mô tả chi tiết về dữ liệu và phương pháp nghiên cứu được đề cập trong Mục 3.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng bộ dữ liệu tài chính liên quan đến các công ty Dầu khí niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) và Sàn giao dịch UPCOM. Dữ liệu được thu thập từ các BCTC đã kiểm toán trong giai đoạn 2012 – 2021 để phân tích ảnh hưởng của các yếu tố tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, để đảm bảo tính tin cậy của dữ liệu, nhóm tác giả đã tiến hành kiểm tra chéo dữ liệu bằng cách đối chiếu với các chỉ số từ Cafef, Vietstock. Cuối cùng, dữ liệu thống kê về các yếu tố vĩ mô như tỷ giá hối đoái và tỷ lệ lạm

Hình 1: Tóm tắt các giả thuyết nghiên cứu



Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ tài liệu tham khảo

phát được thu thập từ bộ dữ liệu của Ngân hàng Thế giới (World Bank). Sau khi chọn lọc, mẫu dữ liệu cuối cùng bao gồm 31 công ty Dầu khí VN, tương ứng 310 quan sát, đủ để đảm bảo kích thước mẫu đáp ứng được mục tiêu nghiên cứu của bài viết.

3.2. Phương pháp định lượng

Để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu, bài viết sử dụng mô hình hồi quy bội trên dữ liệu bảng với phương trình hồi quy cụ thể như sau:

$$Performance_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * LEV_{i,t} + \beta_2 * FA_{i,t} + \beta_3 * SIZE_{i,t} + \beta_4 * CR_{i,t} + \beta_5 * LDA_{i,t} + \beta_6 * LIST_{i,t} + \beta_7 * logEXR_{i,t} + \beta_8 * INF_{i,t} + u_{i,t}$$

Trong đó:

Performance: Hiệu quả hoạt động, có thể được đo lường bằng ROE hoặc ROA

LEV: Tỷ lệ đòn bẩy tài chính

FA: Tỷ lệ tài sản cố định

SIZE: Quy mô doanh nghiệp

CR: Khả năng thanh toán hiện hành

LDA: Tỷ lệ nợ dài hạn

LIST: Tình trạng niêm yết

logEXR: Tỷ giá hối đoái

INF: Tỷ lệ lạm phát

Bài nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính với

dữ liệu bảng. Các mô hình và phương pháp ước lượng dữ liệu bảng điển hình, bao gồm POLS, FEM, REM, GLS, GMM được áp dụng và trình bày cùng để đảm bảo tính nhất quán và tính hiệu quả của các ước lượng. Để đảm bảo kết quả đáng tin cậy, bài viết cũng tiến hành các kiểm định thích hợp cho hồi quy dữ liệu bảng, bao gồm kiểm định Hausman giúp so sánh các mô hình FEM và REM; kiểm định sự phù hợp của mô hình; kiểm định sự hiện diện của phương sai thay đổi trong dữ liệu bảng. Các kiểm định liên quan đến GMM trên dữ liệu dạng bảng động bao gồm kiểm định Hansen và tự tương quan AR(2) cũng được thực hiện và trình bày tương ứng với từng kết quả hồi quy.

Bài viết cũng thực hiện so sánh sự tác động của các yếu tố theo nhiều tình huống khác nhau, bao gồm so sánh giữa giai đoạn trước khi niêm yết và sau niêm yết; cũng như giai đoạn trước và giai đoạn có COVID-19, để từ đó phân tích chi tiết hơn kết quả kiểm định các giả thuyết nghiên cứu. Thời điểm để phân chia giai đoạn trước và sau niêm yết là khác nhau đối với từng

doanh nghiệp, tùy theo thời điểm cổ phiếu của doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường. Ngoài ra, để xem xét tác động của COVID-19, với mẫu dữ liệu thu thập được, giai đoạn từ 2019 trở về trước được ghi nhận là giai đoạn trước COVID-19 và những năm từ 2020 trở về sau được ghi nhận là giai đoạn có dịch bệnh COVID-19. Năm 2020 được tính vào giai đoạn có COVID-19 vì ca lây nhiễm đầu tiên được phát hiện tại VN là vào tháng 01 năm 2020,

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả dữ liệu

Bảng 1 thể hiện thống kê mô tả các biến được sử dụng trong mô hình. Tỷ lệ đòn bẩy có giá trị trung bình đạt 54% với giá trị lớn nhất đạt 230,10% và giá trị nhỏ nhất là 5,35%. Đối với quy mô doanh nghiệp được tính bằng logarit của tổng tài sản, bình quân

đạt 3,144968, tương ứng với 23 nghìn tỷ đồng trong khi mức cao nhất đạt 4,95 tương ứng với 142 nghìn tỷ VND; và mức quy mô thấp nhất là 1,128 (ứng với tổng tài sản 3 nghìn tỷ đồng). Kết quả thống kê mô tả cho thấy quy mô doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu là rất đa dạng. Xét về tỷ lệ tài sản cố định, tỷ lệ này có giá trị trung bình chiếm 20,54%, với tỷ lệ thấp nhất 0% và tỷ lệ cao nhất

là 80,13%. Số liệu mô tả này cho thấy tỷ lệ tài sản cố định phân bố đa dạng theo từng doanh nghiệp.

4.2. Kết quả nghiên cứu

a. Kết quả nghiên cứu trên toàn bộ mẫu dữ liệu

Bảng 2 và Bảng 3 lần lượt thể hiện kết quả hồi quy của các yếu tố tác động đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp đầu khí – đo lường bằng ROA và ROE. Từ kết quả của phương

Bảng 1: Bảng thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	310	3.522	7.506	-32.04	30,36
ROE	310	9.163	21.020	-176.86	233.16
LEV	310	0,547	0,296	0,054	2.301
FA	310	0,205	0,202	0,000	0,801
SIZE	310	3.145	0,872	1.128	4.959
CR	310	2.873	5.108	0,400	40,553
LDA	310	-0,034	0,774	-7.216	0,582
LIST	310	0,842	0,365	0,000	1.000
logEXR	310	4.344	0,017	4.319	4.366
INF	310	2.442	1.664	-1.719	4.363

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 2: Kết quả hồi quy các yếu tố tác động đến ROA của các doanh nghiệp đầu khí

Biến độc lập	OLS		FEM		REM		GLS		GMM	
	Hệ số hồi quy	p-value	Hệ số hồi quy	p-value	Hệ số hồi quy	p-value	Hệ số hồi quy	p-value	Hệ số hồi quy	p-value
LEV	-8.189***	0,00	-0,179	0,95	-4.160*	0,05	-4.938***	0,00	-9.157***	0,00
FA	1.657	0,45	-1.361	0,77	0,866	0,79	0,23	0,87	-33.923***	0,00
SIZE	1.117**	0,02	2.782	0,11	1.550*	0,07	0,800**	0,04	2.964**	0,01
CR	-0,164*	0,06	0,056	0,68	-0,044	0,69	-0,076**	0,02	0,037***	0,00
LDA	0,795	0,15	-0,279	0,79	0,435	0,58	0,385	0,36	0,936**	0,04
LIST	-1.558	0,21	-2.18	0,13	-2.055	0,11	-1.136	0,14	2.366***	0,01
logEXR	-38.412	0,14	-31.476	0,17	-32.171	0,16	-7.412	0,54	-41.556***	0,00
INF	-0,23	0,34	-0,192	0,35	-0,214	0,29	-0,048	0,41	-0,197***	0,00
Hệ số chặn	173.378	0,12	1340,04	0,18	142.89	0,15	36.975	0,48	181.962***	0,00
Số quan sát	310		310		310		310		279	
Kiểm định sự phù hợp	0,1416		0,0267		0,1149		24.05		6712.16	
p-value	6.21		0,0000		16.15		0,0022		0,00	
AR (1)	0		0,1787		0,0403				0,033	
AR (2)									0,826	
Hansen test									0,539	

(***), (**), (*) lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 3: Kết quả hồi quy các yếu tố tác động đến ROA của các doanh nghiệp dầu khí

Biến độc lập	OLS		FEM		REM		GLS		GMM	
	Hệ số hồi quy	p-value	Hệ số hồi quy	p-value	Hệ số hồi quy	p-value	Hệ số hồi quy	p-value	Hệ số hồi quy	p-value
LEV	4.150	0,36	-3.545	0,71	3.9735	0,47	3.595	0,19	-27.753***	0,00
FA	3.065	0,63	17.816	0,24	4.2738	0,59	-0,207	0,94	-53.534***	0,00
SIZE	2.345	0,1	17.253***	0,00	2.9117	0,113	3.0051***	0,00	4.567***	0,01
CR	-0,227	0,37	0,049	0,92	-0,1753	0,561	-0,111**	0,04	-0,407***	0,02
LDA	0,863	0,60	-0,545	0,88	0,8646	0,727	0,046	0,95	1.949	0,00
LIST	0,501	0,89	-2.332	0,62	0,2705	0,945	0,509	0,80	7.858***	0,01
logEXR	-148.63*	0,05	-137.540*	0,07	-147.36	0,050*	-46.206*	0,09	-88.642***	0,00
INF	-0,547	0,44	-0,557	0,42	-0,5487	0,426	-0,109	0,44	-1.265***	0,00
Hệ số chặn	646.123*	0,05	553.805	0,10	638.73	0,049**	197.321*	0,09*	398.51***	0,00
Số quan sát	310		310		310		310		279	
R ²	0,0419		0,0178		0,0411					
Kiểm định sự phù hợp	1.65		2.01		11.62		38.85		3163.01	
p-value	0,1115		0,0459		0,169		0		0	
Kiểm định Hausman			7.65							
p-value			0,46							
AR (1)									0,112	
AR (2)									0,14	
Hansen test									0,508	

(***), (**), (*) lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

pháp GMM, biến Tỷ lệ đòn bẩy (LEV) có ý nghĩa thống kê và có tác động âm đối với cả ROA và ROE. Kết quả này ngược lại với nghiên cứu của Singapurwoko (2011) cho rằng nợ thực sự có thể làm tăng lợi nhuận của một công ty. Sự nghịch biến này có thể giải thích bởi việc khi công ty sử dụng ĐBTC càng nhiều sẽ càng tăng thêm rủi ro phá sản cho công ty, gây thêm áp lực từ việc trả các khoản vay ngân hàng, các khoản nợ tài chính từ các nhà cung cấp, từ đó cũng khiến cho tỷ suất sinh lợi có chiều hướng giảm đi. Đối với những quốc gia mà nguồn vốn vay chủ yếu từ ngân hàng thương mại, điển hình là VN, khả năng giám sát sau cho vay của các ngân hàng thương mại ở các quốc gia này

còn hạn chế, do đó làm tăng khả năng các công ty không sử dụng nguồn vốn vay hiệu quả và đúng mục đích. Vì vậy, các công ty có tỷ lệ nợ cao có thể lại là một dấu hiệu của một công ty hoạt động kém hiệu quả.

Tiếp theo, yếu tố Tỷ lệ tài sản cố định (FA) có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và cũng có tác động âm đối với mô hình ROA và ROE, không giống với kỳ vọng ban đầu. Phát hiện này phù hợp với nghiên cứu của Hussain và cộng sự (2020). Kết quả này có thể do các nguyên nhân sau: Với nền kinh tế phát triển nhanh chóng của VN, các doanh nghiệp dầu khí ngày càng đầu tư nhiều hơn, đặc biệt là vào tài sản cố định nên tỷ trọng tài sản cố định trong doanh nghiệp cũng tăng

lên. Do tốc độ luân chuyển của tài sản cố định chậm, nếu tỷ trọng tài sản cố định hiện tại của DN quá cao thì chắc chắn tính thanh khoản chung sẽ kém. Một khi vòng quay vốn không hiệu quả, quỹ đầu tư tài sản cố định không thu hồi được, sẽ dẫn đến áp lực tài chính lớn, tài sản DN mất khả năng chi trả sẽ trực tiếp ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của của công ty.

Về biến SIZE (quy mô doanh nghiệp), dựa vào bảng kết quả, có thể nhận thấy được rằng biến SIZE có ý nghĩa thống kê và tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty bao gồm cả ROA và ROE với mức ý nghĩa 5%. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu của Guo và Zhangs (2007) lập luận rằng các DN lâu

đòi quy mô lớn có cấu trúc vốn ổn định hơn cũng như có nhiều nguồn lực và kinh nghiệm xã hội hơn, từ đó nâng cao khả năng cạnh tranh và giá trị của doanh nghiệp. Hơn nữa, các công ty mới nổi có quy mô nhỏ hơn bị hạn chế các chuyên viên về lĩnh vực nghiên cứu và phát triển (R&D), ngân sách và thông tin thị trường, dẫn đến công ty có thể đầu tư một cách mù quáng số tiền khổng lồ vào một dự án mà không đánh giá đúng triển vọng và lợi ích trong tương lai, từ đó dẫn đến kinh doanh thua lỗ hiệu quả hoạt động của công ty sẽ giảm..

Tỷ số thanh toán hiện hành (CR) cho thấy tác động tích cực đến ROA nhưng tác động tiêu cực đến ROE ở mức ý nghĩa thống kê 1%. Đầu tiên, tỷ lệ thanh toán hiện hành cho thấy mối quan hệ thuận chiều với ROA với hệ số hồi quy 0,0375. Đây là bằng chứng cho thấy rằng khi công ty sở hữu tài sản ngắn hạn càng lớn thì hiệu quả hoạt động của công ty càng cao. Hệ số thanh khoản cao cho thấy khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn đến hạn của công ty. Kết quả tương đồng với nghiên cứu trước đây của Jin (2015) cho rằng biến tỷ lệ thanh toán hiện hành có tác động tích cực đến biến ROA. Khác với chỉ số ROA, tỷ số thanh toán hiện hành lại có tác động ngược chiều với ROE, khác với kỳ vọng ban đầu.

Đối với biến LDA (Tỷ lệ nợ dài hạn) có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và tác động tích cực đối với cả hai mô hình ROA và ROE, đúng với kỳ vọng ban đầu về ảnh hưởng cùng chiều mà bài nghiên cứu đặt ra. Kết quả này tương tự

và tương đồng với các nghiên cứu trước như nghiên cứu của Anil và Marc Zenner (2005) cho rằng các công ty có lợi nhuận cao và ổn định đều sử dụng nợ nhiều hơn để tận dụng các lá chắn thuế lãi suất. Nghiên cứu của Muchiri và cộng sự (2016) đã xem xét tác động của cấu trúc tài chính đối với hiệu quả tài chính của các công ty đầu tư niêm yết ở Kenya và kết quả cho thấy nợ dài hạn có mối quan hệ tích cực đáng kể với ROA và ROE.

Đối với Tình trạng niêm yết (LIST) có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, có quan hệ cùng chiều với cả ROA và ROE; kết quả này cho thấy khi công ty được niêm yết sẽ có tỷ suất sinh lợi tốt hơn khi chưa được niêm yết, kết quả này hợp lý vì khi niêm yết doanh nghiệp sẽ được hưởng nhiều lợi ích như là: huy động vốn thuận lợi; tăng tính thanh khoản của chứng khoán, thuận lợi khi chuyển nhượng cổ phiếu của các cổ đông. Qua đó tăng tính thu hút của cổ phiếu đối với những nhà đầu tư. Những lợi ích từ việc niêm yết trên các SCK cho phép doanh nghiệp nâng cao hiệu quả hoạt động cũng như thu hút được phần lớn nhà đầu tư.

Thành phần tiếp theo có ý nghĩa thống kê đối với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Dầu khí là Tỷ giá hối đoái qua từng năm. Tỷ giá hối đoái (logEXR) có tác động âm đến cả ROA và ROE, và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Có thể giải thích sự tác động âm này là do ngành dầu khí chịu ảnh hưởng lớn của tỷ giá hối đoái trong hoạt động kinh doanh, bao gồm nhập khẩu đầu vào, xuất khẩu sản phẩm dầu khí, ký kết hợp đồng nước ngoài thanh toán bằng ngoại tệ không phải VN.

Mặt khác, đồng tiền VN tăng giá có thể tác động tiêu cực đến các công ty hoạt động bán hàng, trong đó phần lớn là xuất khẩu, kể cả xuất khẩu dầu khí. Các kết quả nghiên cứu trước đây cũng chỉ ra rằng tỷ giá hối đoái có thể làm giảm tác động của hiệu quả tài chính lên giá trị doanh nghiệp. Glaum và cộng sự (2000) cũng chỉ ra giá trị DN ở Đức bị ảnh hưởng đáng kể bởi những thay đổi về giá trị của đồng la Mỹ. Vì thế, kết quả nghiên cứu bác bỏ giả thuyết.

Cuối cùng là Tỷ lệ lạm phát (INF), yếu tố này ảnh hưởng đến giá nguyên vật liệu thô, đồng nghĩa với việc chi phí nhập khẩu hàng hóa cao hơn. Tác động của lạm phát đối với xuất - nhập khẩu thường dẫn đến giá cao hơn, những chi phí bổ sung này sau đó được chuyển cho người tiêu dùng thông qua việc tăng giá sản phẩm hoặc dịch vụ, vì thế người tiêu dùng có xu hướng chuyển qua sử dụng các sản phẩm sử dụng các phương tiện công cộng như xe bus hay phương tiện chạy bằng điện. Một lý do khác khiến lạm phát có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động là do lạm phát tăng làm sẽ khiến chính phủ thực hiện chính sách tiền tệ thu hẹp thông qua việc tăng lãi suất thực. Lãi suất cao hơn dẫn đến chi phí lãi vay cao hơn, doanh nghiệp có thể vay một lượng ít hơn và thu hẹp hoạt động sản xuất kinh doanh.

b. Kết quả phân tích tác động của các yếu tố trước và sau khi niêm yết.

Niem yết là giai đoạn công ty được chính thức thông báo, công khai cho công chúng biết về một vấn đề nào đó. Đây là một giai đoạn rất quan trọng ảnh hưởng

đến hiệu quả hoạt động của công ty trong tương lai. Vì vậy, nhóm tác giả chọn sử dụng biến LIST (niêm yết) để đo lường hiệu quả hoạt động trong giai đoạn trước niêm yết và sau niêm yết. Mô hình một và bốn cho thấy kết quả hồi quy trên toàn bộ mẫu theo biến phụ thuộc lần lượt là ROA, ROE. Mô hình hai và ba cho phép chúng tôi so sánh hiệu quả hoạt động trước và sau niêm yết theo biến ROA trong khi mô hình năm và sáu cũng giúp so sánh tương tự theo biến ROE.

Dựa vào kết quả Bảng 4, tất cả các kết quả sau khi niêm yết đều cùng dấu với kết quả trên toàn bộ mẫu. Điều này cho thấy kết quả có sự nhất quán đối với các công ty đã niêm yết. Tuy nhiên, vẫn còn một số khác biệt về chiều hướng tác động trong giai đoạn khi công ty chưa được niêm yết, nhưng đa số các kết quả trong giai đoạn này đều không có ý nghĩa thống kê.

Sự khác biệt duy nhất có ý nghĩa thống kê trong phân tích này là biến Tỷ số thanh toán hiện hành (CR), khi chưa niêm yết tỷ số này có tác động tiêu cực ở mô hình biến phụ thuộc ROA và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, kết quả này trái ngược với giai đoạn đã niêm yết và toàn bộ mẫu. Cho thấy khi chưa được niêm yết, tính thanh khoản của công ty có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả hoạt động, và tính thanh khoản sẽ trở nên có lợi cho hiệu quả hoạt động sau khi doanh nghiệp được niêm yết trên các Sàn giao dịch. Bởi vì, sau khi niêm yết, tính minh bạch và truyền tải thông tin cho cổ đông được cải thiện, điều này cũng có thể giúp các doanh nghiệp trong

Bảng 4: So sánh kết quả tác động của các yếu tố trước và sau khi được niêm yết

Biến	ROA			ROE		
	Trên toàn bộ mẫu	Trước niêm yết	Sau niêm yết	Trên toàn bộ mẫu	Trước niêm yết	Sau niêm yết
I.ROA	0,555*** (-11.7)	-0,363 (-0,48)	0,494*** (-9.36)			
I.ROE				0,267*** (-25.03)	-1.279 (-0,73)	0,220*** (-26.69)
LEV	-9.158*** (-6.87)	-54.39* (-1.95)	-11.28*** (-7.99)	-27.75*** (-10,26)	70,02 (-0,53)	-20,98*** (-13.54)
FA	-33.92** (-10,07)	69.04 (-1.5)	-41.84*** (-16.92)	-53.53*** (-5.64)	-126.5 (-0,70)	-32.43*** (-4.59)
SIZE	2.964** (-2.55)	18.5 (-1.45)	3.027** (-2.46)	4.567*** (-3.51)	-11.5 (-1.34)	2.730* (-1.86)
CR	0,0375*** (-2.85)	-6.248** (-2.40)	0,0631*** (-3.81)	-0,407*** (-9.74)	0,508 (-0,2)	-0,215*** (-5.22)
LDA	0,936** (-2.09)	-18.58 (-1.17)	1.844** (-2.26)	1.949*** (-2.66)	37.43 (-1.12)	2.317*** (-4.33)
LIST	2.366*** (-2.75)		1.044 (-1.26)	7.858** (-2.48)		0,368 (-0,12)
logEXR	-41.56*** (-4.24)	-1384.4 (-1.54)	-21.51** (-2.55)	-88.64*** (-3.31)	14.64 (-1.55)	-44.22 (-1.38)
INF	-0,197*** (-3.61)	-0,204 (-0,36)	-0,369*** (-5.87)	-1.266*** (-7.64)	7.818 (-1.05)	-1.270*** (-9.14)
Hệ số chặn	182 (-4.36)	5959.3 (-1.55)	98.67 (-2.8)	398.5 (-3.43)	0 (.)	210,4 (-1.47)

(***), (**), (*) lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

việc tạo dựng một hình ảnh tốt hơn và cải thiện tính uy tín của họ trên thị trường. Các chỉ số tài chính như tỷ lệ thanh toán hiện hành cũng được doanh nghiệp chú trọng và quan tâm khi công bố ra công chúng, doanh nghiệp duy trì mức tỷ lệ thanh toán này ở mức phù hợp, tính toán xem cần bao nhiêu đồng tài sản ngắn hạn đủ để đảm bảo cho khoản vay trong ngắn hạn, từ đó có sự điều chỉnh hợp lý trong tỷ lệ nợ ngắn hạn và tài sản ngắn hạn. Khi niêm yết, DN chịu sự giám sát từ nhiều phía, điều này giúp doanh nghiệp tránh rủi ro trong việc sử dụng sai lệch cấu trúc vốn. Từ đó doanh nghiệp ít có nguy cơ bị phá sản, hiệu quả hoạt động cũng vì thế được cải thiện. Kết quả trên cho thấy doanh nghiệp trước và sau niêm yết trên các

Sàn chứng khoán không ảnh hưởng nhiều đến mối quan hệ giữa các yếu tố tài chính và yếu tố vĩ mô đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp.

c. Kết quả phân tích giai đoạn trước và trong khi xảy ra đại dịch COVID-19

Theo kết quả Bảng 5, với biến phụ thuộc ROA, nhóm tác giả nhận thấy sự khác dấu của các biến LEV, FA, LDA, INF trong giai đoạn COVID so với mô hình trên toàn bộ mẫu. Trong khi đó, với mô hình sử dụng ROE làm biến phụ thuộc, biến LEV trong giai đoạn COVID trái dấu với kết quả trên toàn bộ mẫu. Các biến khác như CR, LDA, INF cũng cho thấy kết quả ngược chiều so với kết quả ban đầu, nhưng không có ý nghĩa thống kê.

Trong đó, biến Tỷ lệ đòn bẩy

(LEV) ở giai đoạn trước COVID có tác động ngược chiều với hiệu quả hoạt động (ROA và ROE) giống với kết quả trên toàn bộ mẫu, nhưng xét về giai đoạn khi doanh nghiệp trải qua đại dịch COVID, tỷ số này lại có tác động tích cực đáng kể đến hiệu quả hoạt động. Tương tự với biến Tỷ lệ tài sản cố định (FA) ở ba mô hình với biến phụ thuộc là ROA, kết quả của giai đoạn tiền COVID và trên toàn bộ mẫu có tác động tiêu cực đáng kể với hiệu quả hoạt động của công ty, nhưng ở giai đoạn COVID lại mang lại kết quả tích cực và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, kết quả này nói lên trong giai đoạn COVID-19, việc tăng sử dụng tài sản cố định ảnh hưởng tích cực về đến hiệu quả hoạt động (ROA) của công ty. Ngoài ra, hai biến Tỷ lệ nợ dài hạn (LDA) và Tỷ lệ lạm phát (INF) cho thấy kết quả không có ý nghĩa thống kê tại giai đoạn tiền COVID-19. Song, nó lại có những chuyển biến khó lường vào giai đoạn xảy ra dịch bệnh. Cụ thể, với biến Tỷ lệ nợ dài hạn (LDA), kết quả cho thấy biến này có sự chuyển biến rõ rệt, khi trước COVID-19, tỷ lệ nợ dài hạn có tác động tích cực, có lợi cho hoạt động kinh doanh của các DN Dầu khí, trong khi ở giai đoạn COVID lại có mối quan hệ tích cực đáng kể đến hiệu quả hoạt động. Đối với Tỷ lệ lạm phát (INF), biến này cũng cho thấy sự thay đổi chiều hướng tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trước và sau COVID, tỷ lệ lạm phát chuyển từ tác động tiêu cực giai đoạn tiền COVID sang tác động tích cực trong giai đoạn COVID xảy ra. Lạm phát tăng cũng có thể có lợi

Bảng 5: So sánh kết quả tác động của các yếu tố trước và trong

Biến	ROA			ROE		
	Trên toàn bộ mẫu	Trước năm yết	Sau năm yết	Trên toàn bộ mẫu	Trước năm yết	Sau năm yết
I.ROA	0,555*** (11.7)	0,550*** (6.76)	0,0926** (2.52)			
I.ROE				0,267*** (25.03)	-16.59*** (-3.29)	0,420*** (4.4)
LEV	-9.158*** (-6.87)	-10,34*** (-3.29)	13.86*** (4.81)	-27.75*** (-10.26)	-16.59*** (-3.29)	16.33*** (4.73)
FA	-33.92** (-10.07)	-20,45*** (-4.71)	29.97*** (-8.38)	-53.53*** (-5.64)	-22.84** (-2.32)	-19.39*** (-3.87)
SIZE	2.964** (2.55)	6.547 (1.08)	3.912** (6.6)	4.567*** (3.51)	3.24 (1.58)	3.849*** (4.18)
CR	0,0375*** (2.85)	0,0834*** (3.24)	0,113** (2.35)	-0,407*** (-9.74)	-0,0431 (-1.35)	0,0622 (-0.52)
LDA	0,936** (2.09)	0,2 (0.17)	-0,833*** (-6.06)	1.949*** (2.66)	0,927 (1.08)	-0,122 (-1.00)
LIST	2.366*** (2.75)	-0,684 (-0.27)		7.858** (-2.48)	8.756*** (-3.19)	
logEXR	-41.56*** (-4.24)	-22.16 (-0.90)	-6.466*** (-25.49)	-88.64*** (-3.31)	-226.0*** (-4.65)	-3.502*** (-7.34)
INF	-0,197*** (-3.61)	-0,0411 (-0.48)	1.689*** (-7.24)	-1.266*** (-7.64)	-0,123 (-0.85)	0,409 (-0.78)
Hệ số chặn	182 (4.36)	85.24 (0.88)		398.5 (3.43)	983.9*** (4.65)	

(***), (**), (*) lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

cho doanh nghiệp theo cách làm giảm giá trị thực của khoản nợ của DN, kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Riaz (2010) kết luận rằng tỷ lệ lạm phát có mối quan hệ tích cực đáng kể với nợ được sử dụng trong ngành dệt may của Pakistan.

4.3 Thảo luận kết quả nghiên cứu

Từ kết quả các mục 4.2, bài nghiên cứu kết luận cho tám giả thuyết trong mô hình như sau:

Đầu tiên, Tỷ lệ đòn bẩy (LEV) có tác động tiêu cực đáng kể đến hiệu quả hoạt động của các công ty Dầu khí, điều này giống với nghiên cứu của Singapurwoko (2011). Từ đó, kết quả nghiên cứu chấp nhận giả thuyết H1 cho rằng: Đòn bẩy tài chính (LEV) có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tỷ lệ này không thay đổi chiều

hướng tác động đến hiệu quả hoạt động trước và sau khi doanh nghiệp niêm yết. Tuy nhiên, nó bị ảnh hưởng bởi COVID-19, cụ thể, Tỷ lệ đòn bẩy tác động tích cực đến doanh nghiệp trong giai đoạn COVID-19.

Thứ hai, yếu tố Tỷ lệ tài sản cố định (FA) có ý nghĩa thống kê và tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, kết quả này bác bỏ giả thuyết H2 cho rằng Tỷ lệ tài sản cố định (FA) có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Yếu tố Tỷ lệ tài sản cố định không bị ảnh hưởng bởi tình trạng niêm yết của doanh nghiệp, nhưng lại cho thấy sự thay đổi về chiều hướng tác động trong giai đoạn trước và trong COVID-19.

Thứ ba, biến Quy mô ngân hàng (SIZE) cho thấy tác động tích cực đáng kể đến hiệu quả

hoạt động của doanh nghiệp, kết quả này giống với nghiên cứu trước đây của Rashata (2021), quy mô doanh nghiệp trong nghiên cứu có tính nhất quán, yếu tố này không bị ảnh hưởng bởi tình trạng niêm yết của DN và dịch bệnh COVID-19. Từ đó có đủ bằng chứng để tương đồng với giả thuyết H3 cho rằng: Quy mô ngân hàng (SIZE) tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Tiếp theo, Tỷ số thanh toán hiện hành (CR) là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả hoạt động của công ty. Tuy nhiên, chiều hướng tác động của tỷ lệ thanh toán hiện hành đến ROA và ROE là không giống nhau, trong đó, tỷ lệ thanh toán hiện hành có tác động tích cực đến ROA và có tác động tiêu cực đến ROE. Kết quả này tương ứng với nghiên cứu của Putri và Sasi (2017) và do đó dẫn đến việc chấp nhận giả thuyết H4: Khả năng thanh toán nợ ngắn hạn (CR) có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tỷ lệ này là yếu tố duy nhất có ý nghĩa thống kê và bị ảnh hưởng trước và sau khi các doanh nghiệp niêm yết trên các SCK.

Thứ tư, Tỷ lệ nợ dài hạn (LDA) cho thấy tác động tích cực đáng kể đối với cả ROA và ROE, đúng với kỳ vọng H5 mà bài nghiên cứu đặt ra: Tỷ lệ nợ dài hạn (LDA) có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Anil và Marc Zenner (2005) cho rằng các công ty nên sử dụng nợ dài hạn để tận dụng lợi ích từ tầm chắn thuế. Chiều hướng tác động

của nợ dài hạn đến hiệu quả hoạt động bị ảnh hưởng bởi đại dịch COVID-19, nợ dài hạn tác động tích cực trước dịch COVID, nhưng lại cho thấy tác động tiêu cực đáng kể đến ROA và ROE trong giai đoạn bùng phát dịch.

Tình trạng niêm yết (LIST) trong mô hình có các động dương mạnh mẽ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, kết quả này đã được giải thích trước đó rằng khi DN niêm yết trên Sàn chứng khoán sẽ nhận được các lợi ích nhất định như: công ty dễ dàng huy động vốn, nâng cao tính thanh khoản cho chứng khoán và những ưu đãi về thuế. Từ đó, có đủ bằng chứng chấp nhận giả thuyết H6: Tình trạng niêm yết của doanh nghiệp (LIST) ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Yếu tố vĩ mô tác động đến hiệu quả hoạt động của các công ty trong ngành dầu khí phải kể đến Tỷ giá hối đoái (EXR), yếu tố này cho thấy tác động tiêu cực đáng kể đến cả ROA và ROE. Kết quả này góp phần bác bỏ giả thuyết H7 được đặt ra: Tỷ giá hối đoái (logEXR) có ảnh hưởng tích cực hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, Trong giai đoạn nghiên cứu, Tỷ giá hối đoái không bị ảnh hưởng bởi tình trạng niêm yết của DN và dịch bệnh COVID-19.

Cuối cùng, Tỷ lệ lạm phát (INF) cho thấy mối quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, vì lạm phát liên quan đến giá nguyên vật liệu thô, đồng nghĩa với việc chi phí nhập khẩu hàng hóa cao hơn. Kết quả này đồng thời chấp nhận giả thuyết H8: Tỷ lệ lạm phát có ảnh

hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Yếu tố này không bị ảnh hưởng bởi tình trạng niêm yết của doanh nghiệp, tức là trước và sau khi doanh nghiệp niêm yết, kết quả là nhất quán cho rằng lạm phát tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, tỷ lệ lạm phát trước và trong giai đoạn dịch COVID có chiều hướng tác động khác nhau đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, cho thấy yếu tố này bị tác động bởi đại dịch COVID-19.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Bài nghiên cứu xác định tác động của các yếu tố quyết định đến hiệu quả hoạt động (ROA và ROE) của các 31 công ty Dầu khí niêm yết trên thị trường chứng khoán VN giai đoạn 2012 - 2021. Nghiên cứu đã xác định mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV), tỷ lệ tài sản cố định (FA), tỷ giá hối đoái (logEXR), và tỷ lệ lạm phát (INF) đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ở cả hai tiêu chí là Tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA) và Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) ở mức ý nghĩa 1%. Các yếu tố khác ảnh hưởng tích cực đến ROA và ROE như là quy mô công ty (SIZE), tỷ lệ nợ dài hạn (LDA), tình trạng niêm yết (LIST). Riêng đối với tỷ số thanh toán hiện hành (CR), tỷ số này có mối quan hệ đồng biến với ROA, nhưng lại nghịch biến với ROE. Kết quả còn cho thấy tính nhất quán giữa các yếu tố tài chính và yếu tố vĩ mô trên với hiệu quả hoạt động (ROA và ROE) trước và sau khi doanh nghiệp niêm yết trên các SCK và một số yếu tố như tỷ lệ đòn bẩy (LEV), tỷ lệ tài sản cố định (FA),

tỷ lệ nợ dài hạn (LDA), Tỷ lệ lạm phát (INF) bị thay đổi chiều hướng tác động đến hiệu quả hoạt động do bị ảnh hưởng bởi COVID-19. Nghiên cứu đã giải quyết mối quan hệ giữa các yếu tố đa dạng trong ngành dầu khí, hỗ trợ các nhà quản lý lựa chọn phương pháp điều hành đúng đắn.

Dựa vào kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả đề xuất một số hàm ý chính sách đối với hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp Dầu khí liên quan đến nghiên cứu đã được thực hiện và có thể được sử dụng làm tài liệu tham khảo cho những chủ đề nghiên cứu tiếp theo.

Kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô công ty (SIZE) có quan hệ thuận chiều với hiệu quả hoạt động của công ty, cho thấy khi công ty càng mở rộng quy mô thì hiệu quả hoạt động (ROE và ROA) càng cao. Cơ quan Nhà nước cần tạo điều kiện để DN có thể tiếp cận nguồn vốn khi doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn để mở rộng quy mô. Nhà nước cần xem xét đến các chính sách về thuế và lãi suất ở mức hợp lý để DN vừa nhận được vốn, vừa mang lại hiệu quả kinh doanh.

Đồng thời, kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy các công ty có tỷ lệ ĐBTC cao hơn có kết quả kinh doanh thấp hơn, Các nhà quản lý nên tránh sử dụng tỷ lệ nợ quá cao do tính chất rủi ro của chúng và xem xét cẩn thận để hạn chế ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái và lạm phát đến hiệu quả của công ty. Ngoài ra, họ nên cân bằng giữa tài ngắn hạn và nợ ngắn hạn để sử dụng hiệu quả khả năng thanh toán, tối ưu hóa hoạt động của mình, nâng

cao hiệu quả hoạt động, điều này có thể cho phép chi trả cổ tức cao hơn và đều đặn hơn cho các cổ đông.

Đối với ngành dầu khí, tài sản cố định đóng một vai trò quan trọng trong việc kinh doanh nhưng kinh doanh hiệu quả hay, không còn tùy vào việc sử dụng tài sản đó như thế nào chứ không phải giá trị tài sản lớn là hiệu quả. Điều này phụ thuộc vào nhiều yếu tố, tình hình nền kinh tế đang trong giai đoạn khó khăn, có nhiều biến động nên việc đầu tư vào tài sản cố định có thể không đem lại hiệu quả cao cho DN lúc này. Để đảm bảo tài sản hoạt động tốt, việc sử dụng tài sản cố định phải chú trọng đến việc sửa chữa bảo dưỡng định kỳ nhằm hạn chế những hư hỏng trong quá trình sử dụng, ảnh hưởng đến hoạt động của công ty. Đồng thời, các nhà quản trị phải tính toán, sử dụng tỷ lệ tài sản cố định phù hợp, tránh mua tài sản cố định quá nhiều, gây lãng phí, ảnh hưởng đến khả năng thanh toán hiện hành và các cơ hội đầu tư khác của công ty ●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Anil and Marc Zenner. (2005). How To Choose a Capital Structure: Navigating the Debt-Equity Decision. *Journal of Applied Corporate Finance*. VOL. 17.
- Akintoye, I. R. (2008). Optimizing Investment Decisions Through Informative Accounting. *European Journal of Social Sciences*. Hellenic Open University, Greece, Vol. 7 No 3 pp 178-191, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2597211>
- Ayaz, M., Mohamed Zabri, S., and Ahmad, K. (2021). An empirical investigation on the impact of capital structure on firm performance: Evidence from Malaysia. *Managerial Finance*, 47(8), 1107-1127.
- Christopher, E., and Tomilade, I. O. (2012). Exchange rate management and the

manufacturing sector performance in the Nigerian Economy. *IOSR Journal of Humanities and Social Science*, 5(5), 1-12. doi:10.9790/0837-0550112

- Das, N.C., Chowdhury, M.A.F. and Islam, M.N. (2022). The heterogeneous impact of leverage on firm performance: empirical evidence from Bangladesh. *South Asian Journal of Business Studies*, Vol. 11 No. 2, pp. 235-252. <https://doi.org/10.1108/SAJBS-04-2020-0100>
- Evbayiro-Osagie, E. I., and Enadeghe, I. B. (2022). Capital structure and performance of non-financial firms in Sub-Sahara Africa. *International Journal of Finance Research*, 3(1), 49-62. doi:<https://doi.org/10.47747/ijfr.v3i1.682>
- Gill, A., Biger, N., and Mathur, N. (2010). The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States. *Business and Economics Journal*, 1-9. doi:10.5539/ibr.v12n8p142
- Glaum, M., Brunner, M. and Himmel, H. (2000). The DAX and the Dollar: The Economic Exchange Rate Exposure of German Corporations. *J Int Bus Stud* 31, 715-724. doi:<https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490931>
- Goldmann, K., and Zawadzki, A. (2022). Financial Sector Analysis of Companies in the Energy Industry Listed on the Warsaw Stock Exchange. *Energies*, 15(22), 8770, doi:<https://doi.org/10.3390/en15228770>
- Guo, M., and Zhang, P. (2007). Empirical research on enterprise age, R&D investment and performance—evidence from empirical data of a-share listed companies in Zhejiang province. *Communication of Finance and Accounting*, 36.