

LỜI MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Đối với nền kinh tế Việt Nam, trong suốt quá trình thực hiện quá trình công nghiệp hóa - hiện đại hóa đất nước, ngành dầu khí luôn là ngành mũi nhọn, là mắt xích trọng yếu, cung cấp nguồn nguyên, nhiên liệu quan trọng cho nhiều ngành nghề, lĩnh vực khác trong nền kinh tế, chẳng hạn như: điện, giao thông vận tải, công nghiệp hóa chất, phân bón... Đặc biệt, dầu khí còn là ngành mang lại nguồn thu lớn cho ngân sách nhà nước, góp phần đảm bảo sự phát triển kinh tế - xã hội của đất nước, duy trì sự ổn định về an ninh - quốc phòng và chủ quyền quốc gia. Lĩnh vực thương mại dầu khí là một bộ phận trong chuỗi giá trị của ngành dầu khí Việt Nam, là cầu nối giữa các doanh nghiệp (DN) sản xuất dầu khí và người tiêu dùng cũng như các DN khác trong nền kinh tế. Đây là bộ phận cuối cùng và không thể tách rời trong chuỗi cung ứng của ngành dầu khí Việt Nam.

Trong giai đoạn 2014-2019, nền kinh tế vĩ mô có nhiều sự biến động khó lường, đặc biệt là các vấn đề liên quan đến sản lượng khai thác dầu khí của các cường quốc dầu khí trên thế giới như Nga và OPEC, cũng như cuộc khủng hoảng giá dầu thế giới đã ảnh hưởng mạnh tới hoạt động của ngành dầu khí nói chung và các DN thương mại dầu khí nói riêng. Hiệu suất, hiệu quả HĐKD của các DN thương mại dầu khí giảm sút, tình hình tài chính của các DN cũng rơi vào trạng thái thiếu lành mạnh. Cơ cấu nguồn vốn của nhiều DN thương mại dầu khí có nhiều biến động khi nguồn vốn bên trong sụt giảm mạnh, nguồn vốn chủ sở hữu (VCSH) cũng suy giảm và phải gia tăng sử dụng nguồn vốn vay (chủ yếu là nợ ngắn hạn) để duy trì HĐKD.

Có thể thấy, trước diễn biến khó lường của nền kinh tế trong nước và thế giới, cơ cấu nguồn vốn của nhiều DN thương mại dầu khí đã có những chuyển biến tiêu cực, chưa đảm bảo mục tiêu tối thiểu chi phí sử dụng vốn cũng như tối đa hóa được hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính để nâng cao khả năng sinh lời. Vì vậy, xuất phát từ thực trạng đã được chỉ ra ở trên cùng với tầm quan trọng của ngành dầu khí đối với nền kinh tế Việt Nam, dựa trên các cơ sở khoa học về lý luận cũng như thực tiễn, NCS lựa chọn đề tài: ***“Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thương mại dầu khí tại Việt Nam”*** làm luận án tiến sỹ kinh tế.

2. Tổng quan các công trình nghiên cứu liên quan đến đề tài

Để xác định các vấn đề cần nghiên cứu, NCS đã tìm hiểu nhiều công trình khoa học về cơ cấu nguồn vốn. Sự đa dạng về số lượng cũng như quy mô nghiên cứu của các đề tài giúp cho NCS có cái nhìn tổng quan về những vấn đề cần quan tâm khi đánh giá cơ cấu nguồn vốn của các DN. Sau quá trình tổng hợp, phân tích, NCS lựa chọn trình bày một số nghiên cứu đã được công bố và phân loại theo lĩnh vực nghiên cứu: (i) nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn và tái cơ cấu nguồn vốn của DN; (ii) nghiên cứu

về tác động của cơ cấu nguồn vốn tới hoạt động của DN; (iii) nghiên cứu về nhân tố ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn của DN và (iv) nghiên cứu về về lĩnh vực thương mại dầu khí và DN thương mại dầu khí tại Việt Nam.

Khoảng trống nghiên cứu và định hướng nghiên cứu

Thứ nhất, các nghiên cứu vẫn chưa có sự thống nhất về định nghĩa về cơ cấu nguồn vốn. Vì vậy, đây vẫn là vấn đề còn nhiều tranh luận, đòi hỏi phải được những nghiên cứu cụ thể hơn.

Thứ hai, mỗi nghiên cứu lại cung cấp một cách nhìn khác nhau và từ những mảnh ghép của từng bộ phận tương ứng với từng lĩnh vực, từng ngành nghề trong nền kinh tế mà các nhà nghiên cứu cũng như các nhà quản trị có cái nhìn tổng quát hơn trong việc xây dựng cơ cấu nguồn vốn của DN.

Thứ ba, các nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn, tái cơ cấu nguồn vốn thường được thực hiện tại các DN thuộc một ngành nghề nhất định (chẳng hạn ngành thép, dược phẩm, điện, thủy sản...) nhưng chưa có công trình khoa học nào nghiên cứu về DN thương mại dầu khí.

Thứ tư, ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn tới hoạt động sản xuất kinh doanh (SXKD) của DN có sự khác biệt giữa từng ngành nghề, từng giai đoạn. Do đó, đòi hỏi phải có sự nghiên cứu cụ thể đối với từng lĩnh vực để từ đó cung cấp được những bằng chứng khách quan nhằm đánh giá được tác động của việc sử dụng nợ vay đối với các DN nói chung và DN thương mại dầu khí nói riêng.

Thứ năm, số lượng nghiên cứu về ngành dầu khí nói chung và lĩnh vực thương mại dầu khí nói riêng mới về các khía cạnh liên quan HĐKD còn hạn chế. Bên cạnh đó, sự biến động của nền kinh tế thế giới cũng như nền kinh tế Việt Nam khiến cho nhiều đề tài nghiên cứu trong khoảng thời gian trước không đảm bảo được tính thời sự, giảm khả năng áp dụng vào thực tiễn. Do vậy cần có những nghiên cứu mới về lĩnh vực thương mại dầu khí của Việt Nam phù hợp với sự biến động của nền kinh tế vĩ mô.

3. Mục đích nghiên cứu của luận án

Thứ nhất, hệ thống hóa cơ sở lý luận về cơ cấu nguồn vốn của DN; nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn của một số DN ở các quốc gia trên thế giới và rút ra bài học kinh nghiệm cho các DN thương mại dầu khí Việt Nam.

Thứ hai, phân tích, đánh giá thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DN thương mại dầu khí, đánh giá những thành tựu, hạn chế và nguyên nhân của các hạn chế.

Thứ ba, luận án đề xuất những giải pháp có tính khả thi cao, phù hợp với thực tiễn để khắc phục những hạn chế còn tồn tại, hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các DN thương mại dầu khí Việt Nam.

4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

❖ Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của luận án là cơ cấu nguồn vốn của DN.

❖ Phạm vi nghiên cứu:

Về không gian: luận án nghiên cứu các DN thương mại dầu khí tại Việt Nam.

Về thời gian: Luận án nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn của DN thương mại dầu khí tại Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2019.

5. Phương pháp nghiên cứu

Các phương pháp nghiên cứu được sử dụng trong luận án nhằm đảm bảo việc thực hiện được mục tiêu nghiên cứu đã đề ra có thể được kể tên như sau:

- Nhóm phương pháp nghiên cứu định tính bao gồm: Phương pháp tổng hợp; phương pháp thống kê, so sánh; phương pháp phân tích

- Phương pháp nghiên cứu định lượng: sử dụng phương pháp thống kê kết hợp với mô hình hồi quy với sự trợ giúp của phần mềm STATA để phân tích cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thương mại dầu khí tại Việt Nam.

6. Những đóng góp mới của luận án

Về mặt lý luận, luận án đã hệ thống hóa cơ sở lý luận về nguồn vốn và cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp, trong đó NCS đã nghiên cứu kinh nghiệm hoạch định cơ cấu nguồn vốn của hai DN thương mại dầu khí lớn của Ấn Độ và Phillipines để từ đó rút ra bài học có giá trị tham khảo cho các DN thương mại dầu khí Việt Nam.

Về mặt thực tiễn, luận án nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn của 31 DN thương mại dầu khí Việt Nam niêm yết trên TTCK bao gồm: (i) đánh giá tổng quan cơ cấu nguồn vốn của các DN nghiên cứu thông qua các khía cạnh: cơ cấu nguồn vốn theo quan hệ sở hữu, cơ cấu nguồn vốn theo thời gian huy động và sử dụng vốn, cơ cấu nguồn vốn theo phạm vi huy động vốn; (ii) kiểm định các nhân tố tác động tới cơ cấu nguồn vốn và tác động của cơ cấu nguồn vốn tới HĐKD của các DN thương mại dầu khí Việt Nam.

Thông qua các đánh giá về cơ cấu nguồn vốn của các DN nghiên cứu cũng như kết quả thực nghiệm của các mô hình, luận án đề xuất một số giải pháp có tính thực tiễn cao nhằm hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của mình.

7. Kết cấu luận án

Ngoài phần Mở đầu và Kết luận, luận án bao gồm ba chương:

Chương 1: Lý luận chung về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp.

Chương 2: Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thương mại dầu khí tại Việt Nam.

Chương 3: Giải pháp hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thương mại dầu khí tại Việt Nam

CHƯƠNG 1: LÝ LUẬN CHUNG VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

1.1. NGUỒN VỐN CỦA DN

1.1.1. Khái niệm nguồn vốn của DN

Để đảm bảo hoạt động SXKD, DN phải đáp ứng lượng tối thiểu về vốn kinh doanh theo yêu cầu của pháp luật, của ngành nghề kinh doanh và tùy thuộc vào từng mục đích cụ thể của chủ sở hữu DN. Để huy động đủ số vốn cần thiết, DN có thể tìm từ nhiều nguồn khác nhau. Như vậy, có thể thấy nguồn vốn của DN phản ánh được nguồn gốc, xuất xứ vốn kinh doanh của DN, trách nhiệm của DN đối với lượng vốn này (có cả quyền sở hữu và quyền sử dụng hay chỉ có quyền sử dụng, chi phí sử dụng vốn, thời gian sử dụng vốn...). Việc nghiên cứu về nguồn vốn không chỉ hỗ trợ DN trong việc lựa chọn các nguồn vốn của DN hợp lý nhằm tối thiểu hóa rủi ro tài chính, đảm bảo tính linh hoạt trong quá trình tài trợ cho hoạt động SXKD mà còn giúp cho chủ thể khác quan tâm tới hoạt động của DN có cách nhìn tổng quát trong việc xác định giá trị DN. Khi nghiên cứu về nguồn vốn, các nhà khoa học đều có sự thống nhất trong định nghĩa của thuật ngữ này, cụ thể như sau: *“Nguồn vốn là nguồn hình thành các tài sản của DN”*.

1.1.2. Phân loại nguồn vốn của DN

- Căn cứ vào quan hệ sở hữu, nguồn vốn của DN bao gồm: Nguồn VCSH và Nợ phải trả (NPT).

- Căn cứ vào phạm vi huy động vốn, nguồn VKD của DN bao gồm: Nguồn vốn nội sinh và nguồn vốn ngoại sinh.

- Căn cứ vào thời gian huy động vốn, nguồn vốn kinh doanh bao gồm: Nguồn vốn tạm thời và nguồn vốn thường xuyên.

1.2. CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DN

1.2.1. Khái niệm cơ cấu nguồn vốn của DN

Sau quá trình nghiên cứu, phân tích những công trình khoa học về cơ cấu nguồn vốn cũng như tìm hiểu về đặc điểm các DN thương mại dầu khí, đặc biệt là những DN hoạt động trong lĩnh vực thương mại dầu khí, NCS đồng ý với quan điểm của Đoàn Hương Quỳnh [27], Dương Thị Thúy Hà [7], Nguyễn Thu Hà [8], đó là: *“Cơ cấu nguồn vốn của DN thể hiện thành phần và tỷ trọng của từng nguồn vốn trong tổng giá trị nguồn vốn mà DN huy động sử dụng vào hoạt động SXKD”*.

1.2.2. Hệ thống chỉ tiêu phản ánh cơ cấu nguồn vốn của DN

Cơ cấu nguồn vốn của DN được thể hiện thông qua thành phần và tỷ trọng của từng nguồn vốn trên tổng nguồn vốn của DN. Do đó, khi nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn của DN cần xem xét các chỉ tiêu sau:

- Căn cứ vào quan hệ sở hữu vốn: Hệ số nợ; Hệ số VCSH; Hệ số nợ trên VCSH; Tỷ trọng nợ ngắn hạn trên tổng NPT; Tỷ trọng nợ dài hạn trên tổng NPT; Tỷ trọng nợ vay trên tổng NPT; Tỷ trọng nợ chiếm dụng trên tổng NPT.

- Căn cứ vào thời gian huy động vốn: Tỷ trọng nguồn vốn ngắn hạn; Tỷ trọng nguồn vốn dài hạn.

- Căn cứ vào phạm vi huy động vốn: Tỷ trọng nguồn vốn bên trong; Tỷ trọng nguồn vốn bên ngoài.

1.2.3. Một số lý thuyết cơ bản về cơ cấu nguồn vốn của DN

- Lý thuyết cơ cấu nguồn vốn của Modigliani và Miller (lý thuyết M&M)

- Lý thuyết đánh đổi (The trade-off theory)

- Lý thuyết trật tự phân hạng (the pecking order theory)

- Lý thuyết định điểm thị trường (The market-timing theory)

- Lý thuyết chi phí đại diện (The agency cost theory)

Thông qua việc tìm hiểu một số lý thuyết cơ bản về cơ cấu nguồn vốn của các nhà nghiên cứu trên thế giới, NCS nhận thấy:

Thông qua việc tìm hiểu một số lý thuyết cơ bản về cơ cấu nguồn vốn của các nhà nghiên cứu trên thế giới, NCS nhận thấy:

+ *Thứ nhất*, có sự bất đồng quan điểm về việc có hay không cơ cấu nguồn vốn tối ưu của các DN. Trong khi lý thuyết M&M, lý thuyết trật tự phân hạng hay lý thuyết định điểm thị trường cho rằng không tồn tại cơ cấu nguồn vốn tối ưu và cơ cấu nguồn vốn không tác động tới giá trị DN (hai chỉ tiêu độc lập với nhau) thì lý thuyết đánh đổi, lý thuyết chi phí đại diện lại cho rằng cơ cấu nguồn vốn tối ưu có tồn tại và các DN luôn tìm kiếm và cố gắng duy trì cơ cấu nguồn vốn tối ưu để đảm bảo tối đa hóa giá trị DN.

+ *Thứ hai*, mặc dù có sự bất đồng về quan điểm liên quan đến cơ cấu nguồn vốn tối ưu nhưng các nhà nghiên cứu đều thống nhất rằng cơ cấu nguồn vốn đóng vai trò quan trọng, ảnh hưởng tới hoạt động của DN. Khi DN gia tăng sử dụng nợ vay, lợi ích đem lại từ lá chắn thuế cũng sẽ gia tăng làm cho tỷ suất sinh lời được khuếch đại nhưng đồng thời cũng sẽ khiến cho rủi ro trong hoạt động của DN và chi phí phá sản tăng lên.

+ Thứ ba, kể cả đối với các lý thuyết ủng hộ quan điểm tồn tại cơ cấu nguồn vốn tối ưu thì việc xác định chính xác cơ cấu nguồn vốn tối ưu cũng gặp rất nhiều khó khăn do sự khác biệt về môi trường kinh tế vĩ mô (môi trường pháp luật, môi trường kinh tế - chính trị - văn hóa) cũng như môi trường vi mô (ngành nghề kinh doanh, sự phát triển của hệ thống trung gian tài chính...). Khi các yếu tố kinh tế có sự biến động thì cơ cấu nguồn vốn tối ưu cũng thay đổi, do đó việc hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu của DN cần phù hợp với từng giai đoạn phát triển của nền kinh tế cũng như của DN, đồng thời tương thích với các đặc điểm riêng của DN.

1.2.4. Các nhân tố ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn của DN

- Nhân tố bên trong DN: Cơ hội tăng trưởng; Quy mô của DN; Hiệu quả hoạt động SXKD của DN; Tỷ trọng tài sản cố định (TSCĐ) hữu hình trên tổng tài sản (TS); Lợi ích thuế phi nợ vay (non-debt tax shields); Mức độ sở hữu vốn của Nhà nước; Tính thanh khoản; Rủi ro kinh doanh.

- Nhân tố bên ngoài DN: Tốc độ tăng trưởng kinh tế; Tỷ lệ lạm phát; Lãi suất; Chính sách thuế; Đặc điểm ngành nghề kinh doanh; Sự phát triển của thị trường tài chính và hệ thống trung gian tài chính; Mức độ hội nhập kinh tế quốc tế.

1.2.5. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến hoạt động SXKD của DN

Việc huy động và sử dụng vốn kinh doanh, trong đó bao gồm việc xác định cơ cấu nguồn vốn là tiền đề thiết yếu để tiến hành hoạt động của DN. Cơ cấu nguồn vốn của DN quyết định đến quy mô cũng như tỷ trọng của các loại nguồn vốn được DN sử dụng, từ đó ảnh hưởng đến các khía cạnh sau:

- (i) CCNV ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời VCSH của DN;
- (ii) CCNV ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn của DN;
- (iii) CCNV ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của DN (ảnh hưởng đến khả năng thanh toán; ảnh hưởng tới cân bằng tài chính; ảnh hưởng tới sự độc lập tài chính).

1.2.6. Nguyên tắc hoạch định cơ cấu nguồn vốn của DN

Cơ cấu nguồn vốn mục tiêu là điều kiện cần thiết để các nhà quản trị có thể đảm bảo thực hiện các phương án kinh doanh nhằm đạt được lợi ích lớn nhất, tối đa hóa giá trị của DN. Khi tiến hành hoạch định cơ cấu nguồn vốn của DN, để đảm bảo đạt được các mục tiêu phù hợp với từng giai đoạn phát triển của DN, các nhà quản trị cần chú ý các nguyên tắc cơ bản.

- Nguyên tắc đảm bảo tính tương thích
- Nguyên tắc đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro
- Nguyên tắc đảm bảo quyền kiểm soát DN
- Nguyên tắc tài trợ linh hoạt

- Nguyên tắc tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn

1.3. KINH NGHIỆM HOẠCH ĐỊNH CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA MỘT SỐ DOANH NGHIỆP THƯƠNG MẠI DẦU KHÍ TRÊN THẾ GIỚI VÀ BÀI HỌC CHO DN THƯƠNG MẠI DẦU KHÍ TẠI VIỆT NAM

1.3.1. Cơ cấu nguồn vốn của một số DN thương mại dầu khí

Để nghiên cứu kinh nghiệm quốc tế về cơ cấu nguồn vốn của các DN thương mại dầu khí, NCS đã lựa chọn hai DN là công ty TNHH Dầu khí Mahanagar của Ấn Độ và công ty TNHH Phoenix Petroleum của Philippines.

1.3.1.1. Kinh nghiệm của Mahanagar Gas Ltd (Ấn Độ)

1.3.1.2. Kinh nghiệm của Phoenix Petroleum Philippines, Inc (Philippines)

1.3.2. Bài học kinh nghiệm cho các DN thương mại dầu khí Việt Nam

Thứ nhất, không có một cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho tất cả các DN.

Thứ hai, đảm bảo quyền tự chủ của DN luôn là vấn đề trọng tâm trong việc hoạch định cơ cấu nguồn vốn.

Thứ ba, cơ cấu nguồn vốn đóng vai trò truyền tải thông tin của DN.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Chương 1 đã nghiên cứu và hệ thống hóa các lý luận về cơ cấu nguồn vốn của DN. Những kết quả nghiên cứu ở chương 1 có thể cụ thể hóa như sau:

Thứ nhất, hệ thống hóa lý luận cơ bản về nguồn vốn và cơ cấu nguồn vốn của DN. Bên cạnh đó, NCS hệ thống các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của DN, bao gồm cả nhân tố bên ngoài và nhân tố bên trong DN cũng như trình bày tác động của cơ cấu nguồn vốn đến hoạt động SXKD của DN. Ngoài ra, NCS cũng nghiên cứu, phân tích một số lý thuyết cơ bản về cơ cấu nguồn vốn của DN và hệ thống các nguyên tắc mà các nhà quản trị cần chú ý đảm bảo khi hoạch định cơ cấu nguồn vốn của DN.

Thứ hai, NCS đã nghiên cứu những kinh nghiệm quốc tế về hoạch định cơ cấu nguồn vốn của các DN nước ngoài hoạt động trong ngành dầu khí, từ đó, tác giả đã rút ra một số bài học cho DN thương mại dầu khí Việt Nam để hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của mình.

Những vấn đề nghiên cứu ở chương 1 sẽ là cơ sở lý luận vững chắc để tác giả đánh giá thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DN thương mại dầu khí cũng như đưa ra giải pháp hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các DN thương mại dầu khí tại Việt Nam trong những chương tiếp theo.

CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP THƯƠNG MẠI DẦU KHÍ TẠI VIỆT NAM

2.1. TỔNG QUAN VỀ CÁC DN THƯƠNG MẠI DẦU KHÍ TẠI VIỆT NAM

2.1.1. Quá trình hình thành và phát triển của lĩnh vực thương mại dầu khí tại Việt Nam

Ngành dầu khí nói chung và lĩnh vực thương mại dầu khí nói riêng là một trong những ngành trọng điểm của quốc gia, không chỉ ảnh hưởng tới nhiều ngành nghề SXKD mà còn đóng vai trò quan trọng trong thúc đẩy quá trình phát triển nền kinh tế. Quá trình hình thành và phát triển của lĩnh vực thương mại dầu khí tại Việt Nam được chia làm ba giai đoạn:

- Giai đoạn khởi đầu (từ năm 1945 đến trước năm 1975)
- Giai đoạn đặt nền tảng và định hình (từ năm 1975 đến năm 1990)
- Giai đoạn phát triển (từ năm 1991 đến nay)

2.1.2. Đặc điểm HĐKD của các DN thương mại dầu khí Việt Nam

Thứ nhất, các sản phẩm dầu khí là những hàng hóa chiến lược có ảnh hưởng trực tiếp tới sự phát triển kinh tế - xã hội và an ninh quốc phòng của đất nước nên chịu sự quản lý chặt chẽ của Nhà nước.

Thứ hai, HĐKD của DN thương mại dầu khí chịu rủi ro cao.

Thứ ba, HĐKD của các DN thương mại dầu khí có tính tập trung cao.

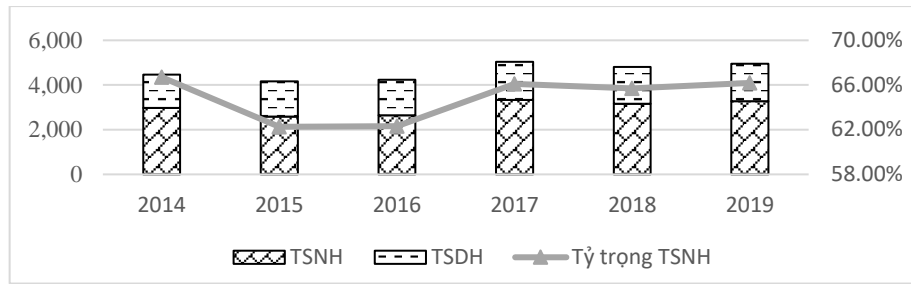
2.1.3. Tổng quan mẫu nghiên cứu

Đối với lĩnh vực thương mại dầu khí, nhằm đảm bảo tính chính xác, minh bạch, phù hợp với đặc điểm ngành nghề SXKD của quá trình phân tích, đánh giá cơ cấu nguồn vốn của các DN, luận án đã lựa chọn 31 DN hoạt động trong lĩnh vực thương mại dầu khí đang niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam, đảm bảo đại diện cho hơn 70% thị phần của ngành dầu khí Việt Nam trong lĩnh vực thương mại dầu khí. Các DN dầu khí trong mẫu có thể được phân loại dựa theo những tiêu chí sau: (i) Căn cứ vào quy mô vốn kinh doanh; (ii) Căn cứ vào tỷ trọng sở hữu vốn Nhà nước; (iii) Căn cứ vào hoạt động các DN trên SGDCK.

2.1.4. Khái quát tình hình hoạt động của các DN thương mại dầu khí tại Việt Nam

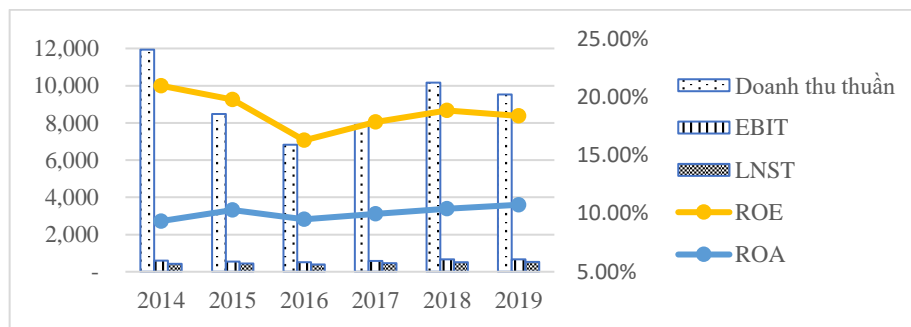
- Quy mô TS bình quân của các DN thương mại dầu khí trong mẫu đã có sự biến động tăng trong giai đoạn nghiên cứu. Khi xem xét về cơ cấu TS của các DN thương mại dầu khí, có thể thấy TSNH luôn chiếm tỷ trọng lớn hơn so với TSDH. Và trong TSNH, các khoản chiếm tỷ trọng lớn nhất là các khoản phải thu và tiền và tương đương tiền. Điều này phù hợp với đặc thù kinh doanh của các DN thương mại dầu khí.

Sơ đồ 2.4: Cơ cấu TS của các DN thương mại dầu khí nghiên cứu



(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Sơ đồ 2.5: Doanh thu thuần, EBIT và LNST của mẫu nghiên cứu

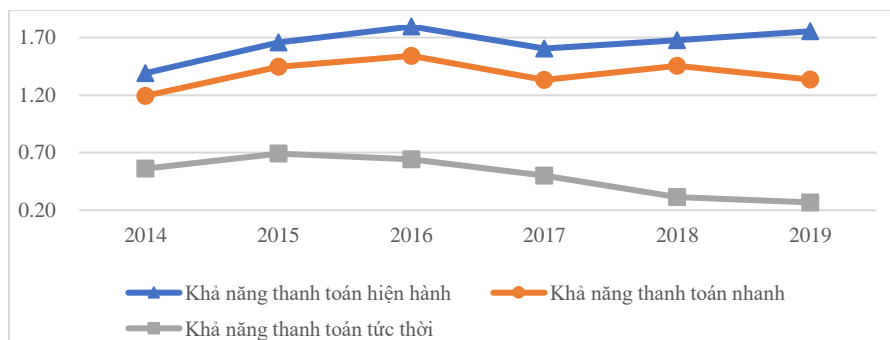


(Nguồn: Tính toán của tác giả)

- Trong giai đoạn 2014 - 2019, doanh thu thuần, EBIT và LNST của các doanh nghiệp nghiên cứu có sự biến động cùng chiều với giá dầu thế giới. Từ năm 2014, khi cuộc khủng hoảng về giá dầu mỏ xảy ra, giá dầu thế giới có sự sụt giảm nghiêm trọng khiến cho giá các sản phẩm dầu khí trong nước cũng được điều chỉnh giảm, trong khi đó, lượng hàng tồn kho tại các DN thương mại dầu khí vẫn được duy trì ổn định khiến cho mức chênh lệch giữa giá vốn và giá bán bị thu hẹp đáng kể, khiến cho doanh thu thuần, EBIT và LNST của các DN thương mại dầu khí bị suy giảm mạnh. Và khi giá dầu thế giới có dấu hiệu phục hồi kể từ năm 2017, các DN thương mại dầu khí Việt Nam lại được hưởng lợi khi lợi nhuận trên từng đơn vị sản phẩm dầu khí có sự gia tăng.

- Hệ số khả năng thanh toán hiện thời cũng như hệ số khả năng thanh toán nhanh của các DN thương mại dầu khí đều lớn hơn 1. Điều này cho thấy các DN thương mại dầu khí đều đảm bảo được việc thanh toán các khoản NPT đến hạn thanh toán. Đối với hệ số khả năng thanh toán tức thời, việc sụt giảm quy mô tiền và tương đương tiền trong DN đã kéo giá trị chỉ tiêu này đi xuống.

Sơ đồ 2.6: Hệ số phản ánh khả năng thanh toán của mẫu nghiên cứu



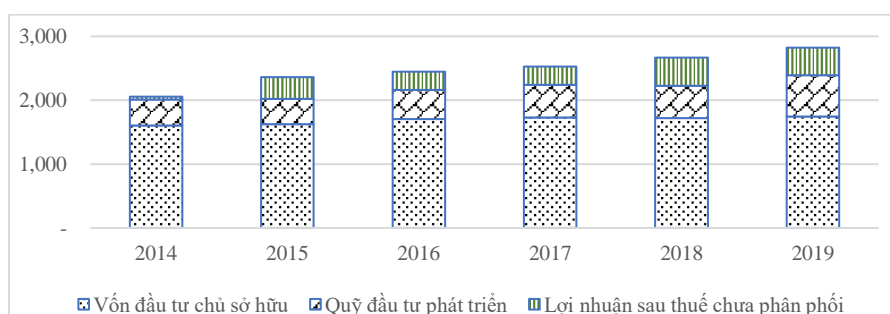
(Nguồn: Tính toán của tác giả)

2.2. THỰC TRẠNG CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DN THƯƠNG MẠI DẦU KHÍ TẠI VIỆT NAM

2.2.1. Cơ cấu nguồn vốn theo quan hệ sở hữu

Trong giai đoạn 2014 - 2019, quy mô cũng như hệ số nợ của các DN nghiên cứu có sự biến động theo xu hướng giảm dần (năm 2019, quy mô NPT đạt 2.002,82 tỷ đồng, tương ứng hệ số nợ đạt 0,40 lần, thấp hơn nhiều so với năm 2014). Việc sụt giảm về hệ số nợ đồng nghĩa với sự gia tăng của hệ số VCSH, điều này cho thấy mức độ tự chủ tài chính của các DN thương mại dầu khí đã có sự gia tăng. Quy mô VCSH của các DN nghiên cứu đã liên tục có sự tăng trưởng, từ 2.096,99 tỷ đồng vào năm 2014 lên 2.952,54 tỷ đồng vào năm 2019 (tăng bình quân 6,80%/năm). Sự gia tăng về quy mô cũng tạo điều kiện cải thiện hệ số VCSH cho các DN thương mại dầu khí (tăng từ 0,47 lên 0,60).

Sơ đồ 2.7: Quy mô vốn đầu tư chủ sở hữu, quỹ đầu tư phát triển và LNST chưa phân phối của các DN nghiên cứu



(Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên BCTC của các DN)

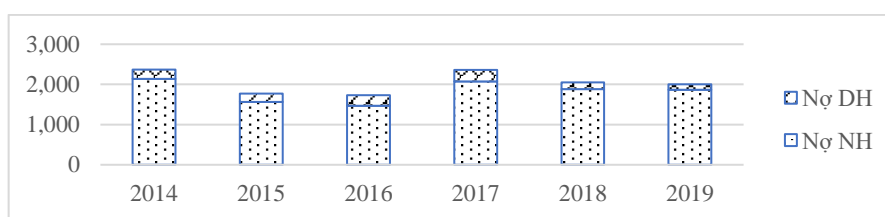
Về cơ cấu VCSH: VCSH bình quân của các DN nghiên cứu luôn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng nguồn vốn. Trong đó, các bộ phận cấu thành nên VCSH của DN nghiên cứu chiếm tỷ trọng lớn nhất gồm: vốn đầu tư của chủ sở hữu, quỹ đầu tư phát triển và LNST chưa phân phối. Tỷ trọng của vốn đầu tư chủ sở hữu trong VCSH của các DN thương mại dầu khí luôn đạt khoảng 60%. Đối với LNST chưa phân phối, chỉ tiêu này cũng chứng kiến sự gia tăng, điều này cho thấy HĐKD của các DN thương mại dầu khí trong

giai đoạn 2014 - 2019 vẫn duy trì được sự ổn định. Trong các quỹ của DN thương mại dầu khí được trích lập từ LNST, quỹ đầu tư phát triển là quỹ chiếm tỷ trọng lớn nhất, luôn chiếm tỷ trọng từ 16% đến 20% VCSH.

Về cơ cấu NPT: Với đặc thù lĩnh vực thương mại dầu khí có nhu cầu vốn lưu động lớn nên việc các DN thương mại dầu khí Việt Nam sử dụng nợ để tài trợ cho các HĐKD của mình là tương đối phổ biến. Mặc dù vậy, việc sử dụng nợ để tài trợ cho HĐKD của DN luôn cần được xem xét kỹ lưỡng để đảm bảo duy trì hoạt động ổn định của DN, đồng thời hạn chế rủi ro thanh toán.

+ Cơ cấu NPT theo thời gian: Trong giai đoạn 2014 - 2019, cơ cấu NPT của các DN thương mại dầu khí có xu hướng duy trì ổn định, nợ ngắn hạn luôn chiếm tỷ trọng lớn hơn nhiều lần so với nợ dài hạn. Năm 2019, quy mô nợ ngắn hạn chỉ còn đạt 1.868,68 tỷ đồng (giảm 270,67 tỷ đồng so với năm 2014), nhưng vẫn duy trì tỷ trọng lớn trong NPT (93,30%).

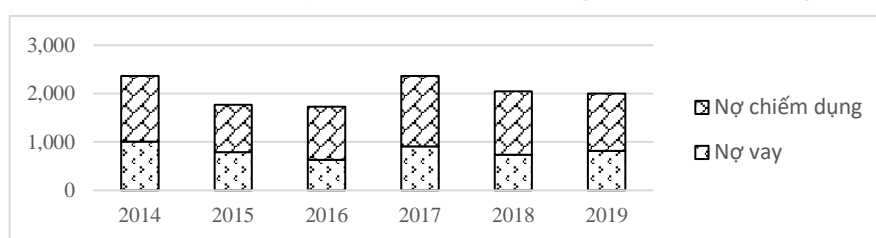
Sơ đồ 2.8: Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn của các DN nghiên cứu



(Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên BCTC của các DN)

+ Cơ cấu NPT theo tính chất các khoản nợ: Theo tính chất các khoản nợ, NPT của DN bao gồm nợ vay và nợ chiếm dụng của các chủ thể trong nền kinh tế. Đối với các DN thương mại dầu khí, nợ vay luôn chiếm tỷ trọng bình quân từ 35% đến 45% trong NPT.

Sơ đồ 2.9: Cơ cấu nợ vay và nợ chiếm dụng của các DN nghiên cứu



(Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên BCTC của các DN)

Từ BCTC của các DN nghiên cứu, nguồn huy động các khoản vay chủ yếu từ các NHTM lớn trong nền kinh tế. Hình thức vay vốn bao gồm cả vay tín chấp và vay thế chấp. Các mục đích vay chủ yếu để bổ sung vốn lưu động, bảo lãnh thanh toán, mở thư tín dụng L/C nhằm đảm bảo HĐKD diễn ra ổn định hoặc đầu tư vào các dự án mở rộng thị phần dầu khí của DN.

Đối với hình thức thuê tài chính, có rất ít các DN thương mại dầu khí thực hiện hoạt động thuê tài chính để hình thành TSCĐ. Trong giai đoạn nghiên cứu, các DN thương mại dầu khí sử dụng hình thức này bao gồm PGS, MTG với mục đích chủ yếu để hình thành nên phương tiện vận tải.

Còn đối với hình thức huy động vốn vay từ phát hành trái phiếu, biện pháp này vẫn chưa được các DN thương mại dầu khí quan tâm. Trong giai đoạn 2014 - 2019, chưa có DN thương mại dầu khí nào thực hiện hoạt động huy động vốn thông qua thị trường trái phiếu.

2.2.2. Cơ cấu nguồn vốn theo thời gian huy động và sử dụng vốn

Thời gian huy động và sử dụng vốn ảnh hưởng tới việc xây dựng và quyết định các kế hoạch SXKD của các DN nói chung và DN thương mại dầu khí nói riêng. Xem xét về NVTX và NVTT của các DN nghiên cứu, có thể nhận thấy: NVTX thường chiếm tỷ trọng cao hơn trong cơ cấu nguồn vốn (trên 50%). Năm 2019, chỉ tiêu này đạt 3.086,68 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 62,29% trong nguồn VKD của các DN nghiên cứu. Song hành với sự gia tăng về tỷ trọng của NVTX là sự sụt giảm về tỷ trọng của NVTT. Từ năm 2014 đến năm 2016, quy mô NVTT giảm mạnh (giảm 574,41 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ giảm 26,85%) đã khiến cho tỷ trọng NVTT giảm từ 47,94% xuống còn 34,70%. Đến năm 2017, quy mô NVTT của các DN thương mại dầu khí chứng kiến sự gia tăng và mặc dù giảm nhẹ trong năm 2018 và năm 2019, nhưng quy mô NVTT vẫn đạt 1.868,68 tỷ đồng, chiếm 37,71% trong tổng nguồn vốn.

2.2.3. Cơ cấu nguồn vốn theo phạm vi huy động vốn

Nếu xem xét về phạm vi huy động vốn, cơ cấu nguồn vốn của các DN thương mại dầu khí thiên về việc sử dụng các nguồn vốn bên ngoài DN. Trong giai đoạn 2014 - 2019, quy mô nguồn vốn bên trong đã chứng kiến sự gia tăng mạnh mẽ trong khi quy mô nguồn vốn bên ngoài lại có sự biến động không đều qua các năm. Mặc dù vậy, quy mô nguồn vốn bên ngoài của các DN thương mại dầu khí vẫn lớn gấp nhiều lần so với nguồn vốn bên trong.

Năm 2014, quy mô nguồn vốn bên trong của các DN đạt 501,25 tỷ đồng còn quy mô nguồn vốn bên ngoài đạt 3.961,25 tỷ đồng (cao gấp gần 8 lần). Đến năm 2015, nguồn vốn bên trong của các DN thương mại dầu khí đã tăng 55,87% so với cùng kỳ năm trước và đạt 781,30 tỷ đồng trong khi nguồn vốn bên ngoài sụt giảm 14,55% xuống còn 3.384,77 tỷ đồng đã làm cho tỷ trọng nguồn vốn bên trong tăng lên 18,75%. Trong những năm tiếp theo, quy mô nguồn vốn bên trong của các DN thương mại dầu khí liên tục có sự gia tăng còn nguồn vốn bên ngoài lại có sự biến động tăng giảm

không đều. Do đó, đến năm 2019, tỷ trọng nguồn vốn bên trong đã tăng lên 22,52% trong tổng nguồn vốn kinh doanh, với giá trị đạt 1.115,79 tỷ đồng.

2.3. KIỂM ĐỊNH CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG TỚI CƠ CẤU NGUỒN VỐN VÀ TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU NGUỒN VỐN TỚI HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DN THƯƠNG MẠI DẦU KHÍ VIỆT NAM

2.3.1. Ảnh hưởng của các nhân tố tới cơ cấu nguồn vốn của các DN thương mại dầu khí Việt Nam

- Giả thuyết và mô hình nghiên cứu
- Kết quả nghiên cứu
- Đánh giá kết quả nghiên cứu

Bảng 2.15: Tác động của biến độc lập tới biến phụ thuộc từ mô hình GLS

Biến độc lập	Hệ số nợ (LEV)	Hệ số nợ ngắn hạn (SLEV)	Hệ số nợ dài hạn (LLEV)
Khả năng thanh toán (CR)	-	-	?
Quan hệ sở hữu vốn (GOV)	-	-	?
Khả năng tăng trưởng (GROW)	+	+	-
Khả năng sinh lời (PROF)	-	-	?
Cấu trúc TS (TANG)	-	-	+
Quy mô DN (SIZE)	+	+	?
Rủi ro kinh doanh (RISK)	-	-	?

(Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ tính toán STATA)

2.3.2. Tác động của cơ cấu nguồn vốn tới HĐKD của DN thương mại dầu khí tại Việt Nam

2.3.2.1. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến tỷ suất sinh lời của DN thương mại dầu khí tại Việt Nam

Trong giai đoạn nghiên cứu, có thể thấy ROS của các DN thương mại dầu khí có sự tăng nhẹ từ mức 3,64% (năm 2014) lên 5,52% (năm 2019). Tỷ trọng VCSH bình quân trên VKD cũng tăng từ 44,56% (năm 2014) lên 58,50% (năm 2019). Ngược lại, vòng quay VKD sụt giảm từ 2,57 lần (năm 2014) xuống còn 1,95 lần (năm 2018). Năm 2014, sự sụt giảm của vòng quay VKD cũng như sự gia tăng về tỷ trọng VCSH bình quân trong VKD bình quân đã làm ROE sụt giảm lần lượt là 4,24% và 3,03%. Tuy nhiên, với sự gia tăng của ROS, ROE đã tăng 6,09%. Tổng hợp tác động của các chỉ tiêu đã làm ROE giảm nhẹ từ 20,99% xuống 19,81%. Đến năm 2019, tỷ trọng VCSH trong VKD bình quân đã có sự gia tăng khiến cho ROE giảm 1,08% nhưng

ROS của các DN thương mại dầu khí lại tăng 0,48%, từ đó làm ROE tăng 1,58%. Mặc dù vậy, với sự sụt giảm của vòng quay VKD từ 2,06 lần (năm 2018) xuống 1,95 lần (năm 2019) thì ROE của các DN thương mại dầu khí cũng có sự sụt giảm và đạt 18,39%.

Để đánh giá chi tiết hơn tác động của cơ cấu nguồn vốn tới hiệu quả HĐKD của DN thương mại dầu khí, NCS sử dụng mô hình định lượng để kiểm định mối quan hệ này trong đó sử dụng số liệu cụ thể thu thập từ BCTC của các DN trong mẫu nghiên cứu. Để kiểm định được giả thuyết này, NCS xây dựng mô hình với biến phụ thuộc là ROE - đại diện cho hiệu quả kinh doanh của các DN thương mại dầu khí; các biến độc lập bao gồm: LEV - biến đại diện cho hệ số nợ, CR - biến đại diện cho khả năng thanh toán, GROW - biến đại diện cho khả năng tăng trưởng, SIZE - biến đại diện cho quy mô DN, GOV - biến đại diện cho mức độ sở hữu vốn của Nhà nước và TANG - biến đại diện cho cấu trúc TS của DN.

Tuy nhiên, NCS nhận thấy mối quan hệ giữa LEV và ROE có thể không phải mối quan hệ phi tuyến. Điều này có thể dễ dàng nhận thấy khi DN không sử dụng nợ vay, DN sẽ không tận dụng được lợi ích từ lá chắn thuế, từ đó làm giảm khả năng sinh lời nhưng nếu DN sử dụng quá nhiều nợ vay sẽ dẫn đến các rủi ro kinh doanh, tăng nguy cơ phá sản, làm giảm khả năng sinh lời của DN. Do đó, NCS thực hiện kiểm định cả mối quan hệ tuyến tính và mối quan hệ phi tuyến tính giữa mức độ sử dụng nợ vay và hiệu quả HĐKD của DN. Các kết quả kiểm định đều cho thấy mối quan hệ tuyến tính giữa các biến độc lập LEV, SLEV và LLEV với biến ROE. Trong đó, LLEV và ROE có mối quan hệ cùng chiều trong khi LEV và SLEV lại tác động ngược chiều tới ROE.

Đối với việc kiểm định mối quan hệ phi tuyến giữa LEV, SLEV và LLEV với ROE, NCS tiếp tục thực hiện các bước tương tự. Tuy nhiên, kết quả thu được cho thấy chỉ có mối quan hệ phi tuyến giữa LEV và ROE có ý nghĩa thống kê, trong khi SLEV và LLEV không cho thấy điều này. Chính vì vậy, NCS chỉ trình bày kết quả hồi quy mô hình thể hiện tác động giữa LEV2 và ROE. Kết quả kiểm định cho thấy tồn tại mối quan hệ phi tuyến tính giữa hai chỉ tiêu: hệ số nợ (LEV) và tỷ suất sinh lời VCSH (ROE). Điều này cho thấy, khi DN thương mại dầu khí sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức độ thấp, điều này sẽ tác động tích cực tới ROE khi DN tận dụng được lợi ích từ “lá chắn thuế”, tuy nhiên nếu hệ số nợ của DN quá lớn, chi phí lãi vay cao sẽ làm cho LNST sụt giảm, từ đó ảnh hưởng tiêu cực tới ROE.

2.3.2.2. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến chi phí sử dụng vốn của DN thương mại dầu khí tại Việt Nam

Trong giai đoạn 2014 - 2019, WACC của các DN thương mại dầu khí có sự duy trì ổn định. Điều này là do cơ cấu nợ vay so với VCSH của các DN đã có xu hướng giảm rõ rệt từ năm 2014 đến năm 2016 và mặc dù đã có sự gia tăng trong những năm tiếp theo nhưng đến năm 2019, tỷ trọng nợ vay trên VCSH cũng chỉ đạt 0,26 lần. Đặc thù của ngành dầu khí chịu sự quản lý chặt chẽ của Chính phủ, trong đó giá bán các sản phẩm dầu khí luôn được điều chỉnh nhằm thực hiện các nhiệm vụ ổn định kinh tế - xã hội, đồng thời tuân thủ sự biến động theo cơ chế thị trường. Bên cạnh đó, sự hỗ trợ của Quỹ bình ổn xăng dầu, các DN thương mại dầu khí cũng giảm thiểu được rủi ro do sự thay đổi của giá các sản phẩm dầu khí. Chính vì vậy, chi phí sử dụng VCSH của các DN thương mại dầu khí được duy trì ổn định so với các ngành nghề khác trong nền kinh tế. Đồng thời, với quy mô lớn và lợi thế từ thương hiệu của PVN, các DN thương mại dầu khí trong ngành, đặc biệt những DN có vốn góp của PVN đều được hưởng mức lãi suất ưu đãi so với các DN khác.

Để những đánh giá của mình có độ tin cậy cao hơn, NCS thực hiện kiểm định mối quan hệ giữa chi phí sử dụng vốn bình quân và cơ cấu nguồn vốn của DN, trong đó tập trung vào mối quan hệ tuyến tính giữa hai chỉ tiêu này.

2.3.2.3. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến rủi ro tài chính của DN thương mại dầu khí tại Việt Nam

a. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến khả năng thanh toán của DN

Sự biến động của tỷ trọng NVTT trong cơ cấu nguồn vốn có sự ảnh hưởng tới khả năng thanh toán của các DN thương mại dầu khí. Có thể thấy khả năng thanh toán của các DN dầu khí vẫn được đảm bảo trong giai đoạn nghiên cứu khi hệ số khả năng thanh toán hiện thời đều có giá trị lớn hơn 1.

b. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến sự độc lập tài chính của DN

Khi nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn theo quan hệ sở hữu và cơ cấu nguồn vốn theo phạm vi huy động, NCS nhận thấy mức hệ số VCSH cũng như tỷ trọng nguồn vốn bên trong của các DN thương mại dầu khí nghiên cứu đã có sự cải thiện. Trong đó, hệ số tự tài trợ đã tăng từ 0,47 lần (năm 2014) lên 0,60 lần (năm 2019), còn tỷ trọng nguồn vốn nội sinh đã tăng từ 11,23% (năm 2014) lên 22,52% (năm 2019). Sự cải thiện về quy mô VCSH cũng như nguồn vốn nội sinh đã gia tăng mức độ độc lập tài chính của DN.

Còn đối với hệ số tự tài trợ TSDH, chỉ tiêu này của trung bình mẫu nghiên cứu luôn có giá trị lớn hơn 1 trong giai đoạn 2014 - 2019. Điều này cho thấy VCSH của

các DN thương mại dầu khí luôn đảm bảo tài trợ cho TSDH của DN, từ đó đảm bảo được sự ổn định trong quá trình kinh doanh.

Mặc dù số liệu tính toán của trung bình mẫu nghiên cứu cho thấy sự cải thiện về sự độc lập tài chính của các DN thương mại dầu khí. Tuy nhiên, không phải tất cả các DN đều có được sự đảm bảo trong vấn đề độc lập tài chính. Năm 2019, có tới 16/31 DN (chiếm tỷ trọng 41,94%) có hệ số tự tài trợ TSDH nhỏ hơn 1, đây cũng là những DN có những diễn biến tiêu cực về hệ số tự tài trợ.

c. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến sự cân bằng tài chính của DN

Khi xem xét NWC của các DN thương mại dầu khí niêm yết có thể thấy, NWC của các DN có xu hướng tăng dần trong giai đoạn nghiên cứu. Năm 2014, nguồn vốn lưu động thường xuyên của các DN trong ngành đạt 837,09 tỷ đồng và trong những năm tiếp theo, NWC vẫn tiếp tục duy trì xu hướng tăng và đến năm 2019 đã đạt 1.411,55 tỷ đồng. Nguyên nhân của hiện tượng này là do quy mô tăng của nguồn vốn dài hạn lớn hơn quy mô tăng của TSDH.

2.4. ĐÁNH GIÁ CHUNG VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DN THƯƠNG MẠI DẦU KHÍ TẠI VIỆT NAM

2.4.1. Những kết quả đạt được

- *Thứ nhất*, quy mô vốn bình quân của các DN thương mại dầu khí có xu hướng tăng trong giai đoạn 2014 - 2019.

- *Thứ hai*, số lượng DN thương mại dầu khí đảm bảo cân bằng tài chính chiếm tỷ trọng lớn, trong đó, các DN quy mô lớn xây dựng cơ cấu nguồn vốn đảm bảo an ninh tài chính tốt hơn so với các DN quy mô trung bình và quy mô nhỏ.

- *Thứ ba*, đa số DN thương mại dầu khí đã tăng cường tính tự chủ tài chính.

- *Thứ tư*, khả năng thanh toán của các DN thương mại dầu khí được cải thiện nhờ sự điều chỉnh về quy mô cũng như tỷ trọng NVTT.

- *Thứ năm*, đánh giá theo quan hệ sở hữu vốn, cơ cấu nguồn vốn của hầu hết DN có vốn đầu tư Nhà nước đảm bảo ổn định hơn so với nhiều DN trong mẫu nghiên cứu.

- *Thứ sáu*, đánh giá theo SGDCK, tình hình tài chính của hầu hết các DN thương mại dầu khí niêm yết trên HSX và HNX lành mạnh hơn so với các DN niêm yết trên UPCoM.

2.4.2. Những hạn chế và nguyên nhân của hạn chế

2.4.2.1. Những hạn chế

Thứ nhất, cơ cấu nợ vay của các DN nghiên cứu có xu hướng điều chỉnh theo hướng gia tăng sử dụng nợ ngắn hạn, giảm sử dụng nợ dài hạn.

Thứ hai, cơ cấu nguồn vốn của một số DN thương mại dầu khí trong giai đoạn nghiên cứu không đảm bảo cân bằng tài chính.

Thứ ba, các nguồn huy động vốn của DN thương mại dầu khí còn hạn chế, chưa đa dạng.

Thứ tư, nguồn vốn nội sinh của một số DN thương mại dầu khí còn hạn chế, thậm chí ở mức âm.

2.4.2.2. Nguyên nhân của những hạn chế

Nguyên nhân chủ quan

Thứ nhất, nhiều DN thương mại dầu khí chưa có các phương án hoạch định cơ cấu nguồn vốn hiệu quả.

Thứ hai, cơ cấu nguồn vốn của các DN thương mại dầu khí hầu như chưa được quan tâm đúng mức vì không được xây dựng cụ thể thông qua các mô hình định lượng.

Thứ ba, một số DN thương mại dầu khí (hầu hết là DN quy mô nhỏ) hạn chế về năng lực tài chính, đồng thời HĐKD không đạt hiệu quả là một trong những nguyên nhân cơ bản khiến khả năng tự tài trợ của DN suy giảm.

Thứ tư, các biện pháp phòng ngừa rủi ro vẫn chưa được các DN thương mại dầu khí Việt Nam chủ động thực hiện.

Thứ năm, thói quen sử dụng vốn vay ngân hàng còn phổ biến.

Nguyên nhân khách quan

Thứ nhất, hệ thống văn bản pháp luật đối với hoạt động dầu khí mặc dù đã được xây dựng từ rất sớm nhưng ít có sự chỉnh sửa, bổ sung và hoàn thiện trong những năm vừa qua.

Thứ hai, tác động từ sự biến động của TTCK Việt Nam.

Thứ ba, sự biến động khó lường của các vấn đề kinh tế - chính trị thế giới.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Trong chương 2, tác giả đã nghiên cứu, phân tích thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DN ngành thương mại dầu khí tại Việt Nam trong giai đoạn 2014 – 2019:

Thứ nhất, tác giả đã trình bày tổng quan về lĩnh vực thương mại dầu khí Việt Nam với ba nội dung: (i) lịch sử hình thành và phát triển của ngành thương mại dầu khí tại Việt Nam; (ii) phân tích đặc điểm kinh doanh và (iii) đánh giá khái quát tình hình hoạt động của các DN thương mại dầu khí Việt Nam.

Thứ hai, dựa trên cơ sở lý luận ở chương 1, NCS đã nghiên cứu thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DN thương mại dầu khí tại Việt Nam, trong đó phân tích chi tiết cơ cấu nguồn vốn theo quan hệ sở hữu, theo thời gian huy động và sử dụng vốn, theo phạm vi huy động vốn. NCS cũng đã xây dựng các mô hình nghiên cứu nhằm xác định các yếu tố ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn cũng như đánh giá tác động của cơ cấu nguồn vốn tới HĐKD của các DN trong mẫu nghiên cứu.

Thứ ba, từ những nghiên cứu, phân tích về thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DN thương mại dầu khí tại Việt Nam, NCS đã chỉ rõ những kết quả đã đạt được và những hạn chế còn tồn tại cũng như các nguyên nhân của những tồn tại, hạn chế này. Đây là cơ sở để NCS đưa ra những giải pháp nhằm hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các DN thương mại dầu khí tại Việt Nam.

CHƯƠNG 3: GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP THƯƠNG MẠI DẦU KHÍ VIỆT NAM

3.1. BỐI CẢNH KINH TẾ XÃ HỘI VÀ ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN LĨNH VỰC THƯƠNG MẠI DẦU KHÍ TẠI VIỆT NAM

3.1.1. Bối cảnh kinh tế vĩ mô trong nước giai đoạn 2020 - 2030

Thứ nhất, sự ổn định và tăng trưởng kinh tế vĩ mô được đảm bảo.

Thứ hai, các nguồn cung dầu khí trong nước khó đáp ứng được các nhu cầu tiêu dùng và sản xuất trong nước, mức độ nhập khẩu dầu khí ngày càng lớn.

Thứ ba, nhu cầu tiêu thụ năng lượng ở Việt Nam liên tục gia tăng.

Thứ tư, các Hiệp định thương mại tự do mà Việt Nam đã ký kết tác động mạnh mẽ tới thị trường thương mại dầu khí Việt Nam.

3.1.2. Định hướng phát triển lĩnh vực thương mại dầu khí giai đoạn 2020 -2030

Thứ nhất, đảm bảo hoạt động thương mại dầu khí tuân thủ theo cơ chế thị trường có sự quản lý của Nhà nước.

Thứ hai, việc phát triển hệ thống kinh doanh các sản phẩm dầu khí phải đồng bộ, hiệu quả, phù hợp với chiến lược phát triển kinh tế xã hội của từng địa phương cũng như của cả nước trong từng giai đoạn cụ thể.

Thứ ba, hệ thống phân phối, kinh doanh các sản phẩm dầu khí phải đáp ứng đầy đủ được nhu cầu cho sản xuất và đời sống trong từng khu vực, từng địa phương và trên phạm vi cả nước, có tính kết nối cao, đảm bảo bình ổn thị trường tiêu thụ và an ninh năng lượng quốc gia.

Thứ tư, đảm bảo vai trò chủ đạo của kinh tế Nhà nước trong lĩnh vực phân phối các sản phẩm dầu khí, đồng thời mở cửa thị trường thương mại dầu khí đối với các DN nước ngoài và khuyến khích kinh tế tư nhân tham gia đầu tư nhằm huy động tối đa các nguồn lực về vốn, khoa học công nghệ cũng như trình độ quản lý.

Thứ năm, phát triển mạng lưới kinh doanh sản phẩm dầu khí phải gắn liền với nhiệm vụ an sinh xã hội, giữ vững ổn định kinh tế - chính trị và đảm bảo an ninh quốc phòng của đất nước.

3.2. QUAN ĐIỂM HOÀN THIỆN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP THƯƠNG MẠI DẦU KHÍ TẠI VIỆT NAM

- Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn đảm bảo tính linh hoạt, phù hợp với sự biến động của môi trường kinh doanh.

- Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn đảm bảo phù hợp với từng giai đoạn phát triển của DN.

- Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn phù hợp với chính sách quản trị rủi ro của DN.

- Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn phải đảm bảo tính khả thi với điều kiện thực tiễn của DN.

3.3. GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH DẦU KHÍ TẠI VIỆT NAM

3.3.1. Xây dựng cơ cấu nguồn vốn mục tiêu thông qua mô hình định lượng phù hợp với từng DN thương mại dầu khí tại Việt Nam

Để hoạch định cơ cấu nguồn vốn, có nhiều phương pháp có thể sử dụng, chẳng hạn như: phương pháp phân tích hồi quy, phương pháp phân tích chi phí sử dụng vốn, phương pháp giá trị hiện tại được điều chỉnh (APV), phương pháp phân tích các DN có thể so sánh, phương pháp tiếp cận EBIT-EPS... Để minh họa cho việc sử dụng phương pháp định lượng để xác định cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho các DN thương mại dầu khí, NCS sẽ sử dụng phương pháp phân tích chi phí sử dụng vốn. Mặc dù đây là phương pháp đòi hỏi việc thu thập dữ liệu nhưng lại là phương pháp có độ tin cậy cao, được xây dựng dựa trên cơ sở tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn của DN. Vì vậy, NCS sẽ sử dụng phương pháp này để xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho Tổng Công ty Gas Petrolimex (PGC) thông qua việc chọn mẫu ngẫu nhiên. PGC là một trong những DN hàng đầu hoạt động trong lĩnh vực dầu khí, có mạng lưới phân phối trải rộng trong phạm vi toàn quốc. Việc xác định cơ cấu nguồn vốn của PGC nhằm đánh giá liệu mức cơ cấu nguồn vốn hiện tại của DN này có đảm bảo tối thiểu WACC hay không và liệu PGC có cần điều chỉnh mức độ sử dụng nợ vay không.

3.3.2. Tăng cường nguồn vốn nội sinh của các DN thương mại dầu khí

Một trong những vấn đề cơ bản mà DN thương mại dầu khí cần quan tâm là việc gia tăng nguồn vốn nội sinh của mình. Khi nguồn vốn bên trong được đảm bảo đồng nghĩa với HĐKD của các DN thương mại dầu khí được đảm bảo ổn định, tạo điều kiện cho DN có nguồn vốn dự trữ để đầu tư thực hiện các chiến lược kinh doanh tùy thuộc vào từng thời kỳ. Để gia tăng được nguồn vốn nội sinh, hai biện pháp quan trọng nhất là (i) nâng cao hiệu quả kinh doanh của các DN thương mại dầu khí và (ii) hoàn thiện chính sách cổ tức – một trong những chính sách quan trọng của DN.

3.3.2.1. Nâng cao hiệu quả kinh doanh của các DN thương mại dầu khí

Thứ nhất, gia tăng thị phần thương mại dầu khí.

Thứ hai, cần tích hợp các hàng hóa, dịch vụ khác nhằm đa dạng hóa dịch vụ cung cấp.

Thứ ba, nâng cao chất lượng dịch vụ tại các cửa hàng bán lẻ dầu khí thông qua việc đa dạng các phương thức thanh toán.

Thứ tư, tích cực kiểm soát, cắt giảm và tiết kiệm chi phí kinh doanh.

3.3.2.2. Xây dựng chính sách cổ tức linh hoạt, phù hợp với chiến lược kinh doanh của các DN thương mại dầu khí

3.3.3. Tăng cường công tác quản trị rủi ro của DN

- Xây dựng bộ phận quản trị rủi ro của DN.
- Áp dụng các mô hình quản trị rủi ro phù hợp với tình hình thực tiễn DN.
- Sử dụng đa dạng các công cụ của thị trường tài chính nhằm hạn chế rủi ro, đặc biệt là rủi ro lãi suất và rủi ro tỷ giá.

- Tăng cường xây dựng hệ thống các chỉ tiêu đánh giá mức độ sử dụng nợ vay cũng như hệ số cảnh báo nguy cơ phá sản. Hiện nay, nhiều chỉ tiêu đã được xây dựng nhằm cảnh báo về mức độ sử dụng nợ vay như sau: tỷ số thu nhập trên vốn đầu tư (ROIC), hệ số khả năng thanh toán nợ vay, hệ số bảo đảm chi trả lãi vay, hệ số khả năng thanh toán nợ của dòng tiền, chỉ tiêu Z của Altman.

3.3.4. Đa dạng hóa kênh huy động nguồn vốn bên ngoài DN

- Phát hành trái phiếu
- Thuê tài chính
- Hình thức cho vay P2P

3.3.5. Nâng cao năng lực quản trị của DN

- Nâng cao nhận thức về vai trò và nguyên tắc quản trị tại các DN thương mại dầu khí.

- Xây dựng và hoàn thiện các quy chế nội bộ của DN. Bên cạnh việc tuân thủ các quy định của pháp luật, chính sách của Nhà nước, các DN thương mại dầu khí cần xây dựng và ban hành hệ thống quy chế nội bộ, từ đó tạo dựng được cơ chế quản trị thống nhất, hình thành nền văn hóa DN đặc trưng, tạo dựng thương hiệu đồng thời nâng cao năng lực cạnh tranh của DN.

3.4. MỘT SỐ KIẾN NGHỊ VỚI NHÀ NƯỚC

3.4.1. Đẩy mạnh cải cách thủ tục hành chính và hoàn thiện hệ thống chính sách

Trong thời gian tới, để thúc đẩy quá trình phát triển của ngành dầu khí cũng như lĩnh vực thương mại dầu khí, việc cải cách hệ thống chính sách và thể chế liên quan đến ngành dầu khí cần chú trọng những khía cạnh sau:

- Bổ sung, hoàn thiện hệ thống văn bản quy phạm pháp luật ngành dầu khí.
- Công khai, minh bạch trong cơ chế điều hành giá xăng dầu.

3.4.2. Hoàn thiện quy hoạch phát triển thị trường thương mại dầu khí

3.4.3. Hỗ trợ sự phát triển ổn định của thị trường tài chính

Đối với TTCK:

- *Thứ nhất*, đa dạng hóa các sản phẩm trên TTCK. Việc đa dạng các sản phẩm chứng khoán sẽ thu hút được các nguồn vốn đầu tư trong và ngoài nước, từ đó tạo điều kiện để TTCK phát triển.

- *Thứ hai*, tăng cường hợp tác quốc tế trên thị trường chứng khoán.

- *Thứ ba*, đẩy mạnh tái cơ cấu TTCK thông qua các khía cạnh sau: (i) tái cơ cấu tổ chức thị trường; (ii) tái cấu trúc hàng hóa; (iii) tái cơ cấu các tổ chức trung gian và (iv) tái cơ cấu về cơ sở nhà đầu tư.

- *Thứ tư*, tăng cường kiểm tra, giám sát, quản lý TTCK và xử lý nghiêm các trường hợp vi phạm pháp luật trên TTCK.

Đối với thị trường trái phiếu:

- *Thứ nhất*, nâng cao tính thanh khoản của thị trường trái phiếu DN thông qua việc gắn việc phát hành trái phiếu DN ra công chúng với hình thức niêm yết, giao dịch trên TTCK.

- *Thứ hai*, xây dựng và phát triển các tổ chức định mức tín nhiệm cũng như các dịch vụ định mức tín nhiệm ở Việt Nam, tạo điều kiện khuyến khích các DN sử dụng dịch vụ xếp hạng tín nhiệm trên thị trường trái phiếu DN.

- *Thứ ba*, đa dạng hóa các sản phẩm trái phiếu DN, đồng thời xây dựng hệ thống cơ sở dữ liệu hỗ trợ sự vận hành của thị trường trái phiếu DN.

- *Thứ tư*, hoàn thiện cơ sở hạ tầng, hệ thống giao dịch trái phiếu cũng như cơ chế giám sát để chuẩn hóa quy trình niêm yết, giao dịch, tăng tính thanh khoản của trái phiếu.

3.4.4. Đẩy mạnh công tác cổ phần hóa các DNNN ngành dầu khí

- *Thứ nhất*, Chính phủ và các Bộ, các cơ quan quản lý tại địa phương cần tiếp tục quán triệt sâu sắc quan điểm, đường lối của Đảng và Nhà nước, gây dựng tinh thần nhất trí cao và quyết tâm thực hiện các nhiệm vụ, giải pháp đã được đề ra nhằm hoàn thành mục tiêu sắp xếp, đổi mới và phát triển DNNN, đặc biệt trong lĩnh vực dầu khí.

- *Thứ hai*, cần hoàn thiện khung pháp lý cho hoạt động tái cơ cấu, cổ phần hóa và thoái vốn của các DN có vốn Nhà nước.

- *Thứ ba*, Chính phủ nên ban hành nhiều chính sách nhằm thu hút các thành phần kinh tế khác rót vốn đầu tư, trở thành các nhà đầu tư chiến lược đối với các DNNN cần tiến hành cổ phần hóa.

- *Thứ tư*, Chính phủ và các cơ quan chuyên trách cần tăng cường công tác kiểm tra, thanh tra, giám sát việc thực hiện tái cơ cấu các DNNN và các DN có vốn Nhà nước, không để xảy ra hiện tượng thất thoát vốn và TS của Nhà nước, đảm bảo thực hiện đúng đắn chủ trương, đường lối đã đề ra.

3.4.5. Tăng cường hoạt động thanh tra, kiểm tra đối với hoạt động thương mại dầu khí

- Thanh tra điều kiện kinh doanh của các DN thương mại dầu khí.
- Nâng cao mức xử phạt vi phạm trong lĩnh vực thương mại dầu khí, gắn trách nhiệm của các DN thương mại dầu khí trong công tác tự kiểm tra, giám sát HĐKD tại các đại lý, cửa hàng bán lẻ trực thuộc; tăng cường kiểm tra nguồn gốc xuất xứ cũng như gia tăng tần suất lấy mẫu phân tích chất lượng các sản phẩm dầu khí của các đơn vị đầu mối và các cửa hàng bán lẻ.
- Tăng cường sự phối hợp giữa các cơ quan thanh tra và các cơ quan chuyên trách để nâng cao kết quả kiểm tra.
- Thông tin kịp thời các trường hợp vi phạm và thực hiện công khai thông tin về các DN thương mại dầu khí, các cơ sở có hành vi gian lận về đo lường trên các phương tiện truyền thông để cảnh báo cho người tiêu dùng.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Chương 3 đã trình bày một số vấn đề mang tính định hướng và đề xuất một số kiến nghị nhằm hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các DN niêm yết ngành dầu khí tại Việt Nam trong chương 3, cụ thể như sau:

Thứ nhất, NCS đã trình bày bối cảnh kinh tế trong nước và quốc tế trong thời gian tới, trong đó nhấn mạnh tới sự biến động khó lường của nền kinh tế quốc tế cũng như thị trường dầu khí thế giới. Bên cạnh đó, đề tài đã trình bày quan điểm của Chính phủ đối với vấn đề phát triển ngành dầu khí tại Việt Nam.

Thứ hai, để hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các DN thương mại dầu khí niêm yết ở Việt Nam, tác giả đã đề xuất một số giải pháp đối với các DN thương mại dầu khí có tính thực tiễn cao về các vấn đề tăng cường nguồn vốn dài hạn, đảm bảo khả năng tự tài trợ của DN, nâng cao năng lực quản trị DN, tăng cường quản trị rủi ro. Để nâng cao tính thực tiễn của các giải pháp, NCS đã thực hiện xây dựng cơ cấu nguồn vốn thông qua việc xác định hệ số nợ, tỷ trọng nợ vay trên VCSH của một số DN thương mại dầu khí trong mẫu nghiên cứu thông qua các phương pháp định lượng.

Thứ ba, NCS cũng đề xuất một số kiến nghị đối với Nhà nước nhằm tạo môi trường kinh doanh thuận lợi cho DN thương mại dầu khí tại Việt Nam như: đẩy mạnh cải cách thủ tục hành chính, hoàn thiện hệ thống chính sách, hỗ trợ sự phát triển ổn định của thị trường chứng khoán, đẩy mạnh công tác cổ phần hóa các DNNN ngành dầu khí.

KẾT LUẬN

Việc nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn đã thu hút được nhiều sự quan tâm của các nhà khoa học. Mỗi nghiên cứu lại cung cấp một cách nhìn khác nhau về cơ cấu nguồn vốn. Các kết quả nghiên cứu cho thấy không có một cơ cấu nguồn vốn tối ưu đồng nhất cho tất cả các DN thuộc mọi lĩnh vực trong nền kinh tế. Sự khác biệt về trình độ phát triển kinh tế - xã hội, ngành nghề kinh doanh cũng như sự biến động của nền kinh tế quốc gia theo thời gian cũng sẽ khiến cho cơ cấu nguồn vốn tối ưu của DN liên tục có sự thay đổi để tối thiểu hóa rủi ro kinh doanh và chi phí sử dụng vốn cũng như tối đa hóa giá trị DN.

Với phạm vi nghiên cứu là các DN thương mại dầu khí Việt Nam, bên cạnh việc kiểm chứng kết quả của các nghiên cứu trước đó áp dụng đối với một ngành kinh doanh mới chưa được nghiên cứu là ngành thương mại dầu khí, mục tiêu của luận án còn nhằm xác định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu cho các DN trong ngành đồng thời đề xuất một số giải pháp nhằm hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các DN thương mại dầu khí Việt Nam. Để thực hiện được những mục tiêu đã đề ra, NCS đã sử dụng các phương pháp định lượng, phân tích các yếu tố ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn cũng như đánh giá tác động của cơ cấu nguồn vốn tới tỷ suất sinh lời VCSH và chi phí sử dụng vốn của DN thương mại dầu khí Việt Nam. Ngoài ra, phương trình Dupont cũng được sử dụng để cung cấp cách nhìn tổng thể hơn về các vấn đề nghiên cứu.

Tuy nhiên, việc xác định cơ cấu nguồn vốn tối ưu của DN gặp nhiều khó khăn, đặc biệt trong bối cảnh các thị trường tài chính như TTCK, thị trường trái phiếu... của Việt Nam đang trong giai đoạn phát triển. Bên cạnh đó, nhiều DN vẫn chưa thực sự chủ động trong quá trình minh bạch các thông tin tài chính khiến cho việc tiếp cận các nguồn dữ liệu còn gặp nhiều trở ngại. Với đặc thù ngành dầu khí là một trong những ngành trọng điểm quốc gia chịu sự quản lý chặt chẽ của Chính phủ, gắn liền với vấn đề an ninh - quốc phòng, an ninh năng lượng quốc gia nên việc nghiên cứu về lĩnh vực thương mại dầu khí vẫn cần thêm thời gian để phân tích, đánh giá.