

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG TỚI CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP TẠI TẬP ĐOÀN DẦU KHÍ VIỆT NAM

Vũ Thị Ngọc Lan*, Nguyễn Tiến Dũng**

Nghiên cứu chỉ ra và kiểm định tác động của các nhân tố nội tại doanh nghiệp tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp tại Tập đoàn Dầu khí Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng số liệu từ báo cáo tài chính của toàn bộ 151 doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam trong giai đoạn từ 2007 - 2011 và các phiếu khảo sát, với sự hỗ trợ của các phần mềm SPSS, EXCEL tiến hành chạy và kiểm định mô hình hồi quy các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính theo mô hình lý thuyết dự kiến. Kết quả nghiên cứu cho thấy có 5 yếu tố nội tại có tác động đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam. Trong đó, các yếu tố “tăng trưởng”, “quy mô”, “mức độ liên quan đến lĩnh vực kinh doanh chính của ngành” có tác động thuận chiều tới cấu trúc vốn. Các yếu tố “mức độ rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp”, và “thái độ không thích sử dụng vốn vay của các nhà điều hành doanh nghiệp” có quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Từ khóa: cấu trúc vốn, tập đoàn dầu khí Việt Nam

1. Đặt vấn đề

Sự phát triển của các Tập đoàn kinh tế nhà nước ở Việt Nam (“Tập đoàn”) là hết sức cần thiết và có đóng góp rất lớn cho nền kinh tế và toàn xã hội, tuy nhiên trong thời gian qua thực tế đã cho thấy còn tồn tại rất nhiều bất cập trong quản lý và vận hành tài chính tại các Tập đoàn, đặc biệt là cấu trúc vốn của các Tập đoàn. Việc tồn tại cấu trúc vốn không hợp lý, không được xây dựng dựa trên những cơ sở khoa học mà chủ yếu xuất phát từ nhu cầu sử dụng vốn không những đã tạo nên sự kém hiệu quả trong hoạt động của các Tập đoàn mà còn tiềm ẩn những rủi ro. Tạo ra sự cân bằng hợp lý giữa phát huy hiệu quả của cơ cấu vốn, giảm tỷ trọng sử dụng vốn chủ sở hữu với việc đảm bảo cấu trúc vốn an toàn cho hoạt động của doanh nghiệp, có tỷ lệ vốn vay phù hợp với đặc thù của doanh nghiệp là một vấn đề hết sức quan trọng tại mỗi Tập đoàn kinh tế.

Để hoàn thành sứ mệnh quan trọng “Góp phần đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia và là đầu tàu kinh tế trong xây dựng và phát triển đất nước”, và mục tiêu trở thành “Tập đoàn kinh tế dầu khí hàng đầu trong khu vực - Niềm tự hào của dân tộc Việt Nam”, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (TĐDKVN) hiện đang tiến hành tái cấu trúc để phát triển một

cách lành mạnh, ổn định và vững chắc trong đó tái cấu trúc vốn tại các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn là một nhiệm vụ trọng tâm. Nhiệm vụ này phải được thực hiện một cách khoa học trên cơ sở những nghiên cứu đầy đủ cả về lý luận cũng như thực tiễn để có được hệ thống lý thuyết hoàn thiện và phương pháp tiếp cận khoa học về cấu trúc vốn, các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn từ đó đưa ra các giải pháp đồng bộ để thực hiện việc tái cấu trúc vốn tại Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam.

2. Đối tượng, phương pháp và điểm mới của nghiên cứu

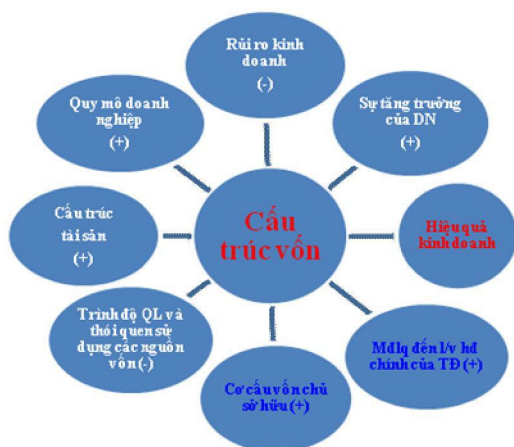
Đối tượng nghiên cứu là cấu trúc vốn của các Doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, các yếu tố tác động tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trong đó tập trung vào các yếu tố nội tại của doanh nghiệp, đặc biệt là các yếu tố mang tính đặc thù của các Tập đoàn kinh tế nhà nước.

Nghiên cứu đưa ra và kiểm định mô hình kinh tế lượng để xác định các nhân tố nội tại ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp tại TĐDKVN, trong đó điểm mới của nghiên cứu là đưa vào mô hình để kiểm định ảnh hưởng của một số “**nhân tố đặc thù**” cho tính chất hoạt động và mô hình Tập đoàn kinh tế nhà nước đến cấu trúc vốn của các

doanh nghiệp thuộc TĐDKVN.

Để nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp tại TĐDKVN, nghiên cứu sử dụng kết hợp cả 2 phương pháp định lượng và định tính. Về định lượng, nghiên cứu tiến hành lựa chọn mẫu nghiên cứu là toàn bộ các đơn vị trong TĐDKVN đến thời điểm tháng 4/2012 (bao gồm 151 doanh nghiệp gồm Công ty mẹ Tập đoàn, 150 doanh nghiệp thành viên cấp 1 và cấp 2), thời kỳ nghiên cứu là giai đoạn từ 2007- 2011 để thu thập số liệu và các phiếu khảo sát, với sự hỗ trợ của các phần mềm SPSS, EXCEL tiến hành chạy và kiểm định mô hình hồi quy các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính theo mô hình lý thuyết dự kiến sau:

Hình 1: Mô hình lý thuyết dự kiến



3. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

3.1. Tổng quan về cấu trúc vốn

Cấu trúc vốn của doanh nghiệp là thuật ngữ tài chính nhằm mô tả nguồn gốc và phương pháp hình thành nên nguồn vốn để doanh nghiệp có thể sử dụng để đầu tư và tiến hành hoạt động kinh doanh. Cụ thể, Cấu trúc vốn của doanh nghiệp là mối tương quan tỷ lệ giữa Nợ dài hạn và Vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp đó. Như vậy nói đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp là nói đến 2 thành tố đó là vốn chủ sở hữu và vốn vay. Vốn chủ sở hữu là các nguồn vốn thuộc sở hữu của chủ doanh nghiệp. Có 3 nguồn tạo nên vốn chủ sở hữu: số tiền góp vốn của các nhà đầu tư, tổng số tiền tạo ra từ kết quả hoạt động sản xuất

kinh doanh (lợi nhuận chưa phân phối) và chênh lệch đánh giá lại tài sản “Nợ” trong phạm trù “Cấu trúc vốn của doanh nghiệp” là Nợ dài hạn và sẽ chi bao gồm các khoản phải trả có phát sinh chi phí – “Nợ tài chính (hay còn gọi là Nợ vay) dài hạn của doanh nghiệp” mà loại bỏ các khoản phải trả hoạt động khác.

3.2. Cấu trúc vốn của các Doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam

Nhìn chung tại các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí cho đến nay việc sử dụng nợ vay vẫn còn ở mức độ rất hạn chế. Trong khi quy mô vốn chủ sở hữu, quy mô tổng nguồn vốn, tổng tài sản hầu hết các doanh nghiệp ở mức cao so với mặt bằng quy mô chung của các doanh nghiệp Việt Nam, thì quy mô vốn vay lại ở mức thấp. Do vậy có thể nói cấu trúc vốn tại các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn về cơ bản hiện đang ở mức an toàn

Quy mô vốn của các doanh nghiệp tại Tập đoàn Dầu khí Việt Nam tăng trưởng ở mức độ cao. Quy mô vốn gia tăng chứng tỏ các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn ngày càng mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh. Ngoài việc gia tăng nguồn vốn vay với tốc độ lớn chứng minh khả năng tiếp cận nguồn vốn vay cũng như năng lực, uy tín của các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí đã ngày càng được nâng cao, điểm quan trọng là sự tăng trưởng về quy mô vốn chủ sở hữu tuy tốc độ không cao bằng nguồn vốn vay nhưng cũng có tốc độ đáng khích lệ đã góp phần quan trọng nâng cao tính tự chủ tài chính và năng lực cạnh tranh cho các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí.

Trong cơ cấu vốn vay, tỷ trọng vốn vay dài hạn thấp trong tổng vốn vay. Việc vốn ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng vốn vay của doanh nghiệp đã làm hạn chế khả năng đầu tư dài hạn của doanh nghiệp đồng thời nếu việc kiểm soát không tốt dễ dẫn đến rủi ro như mất khả năng thanh khoản của doanh nghiệp

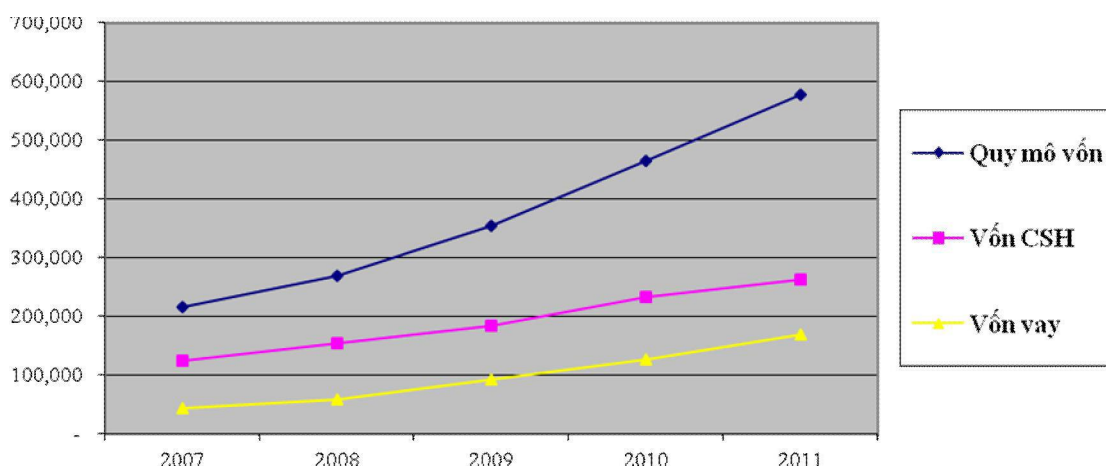
Những bất cập trong cấu trúc vốn là một trong những nguyên nhân dẫn đến hiệu quả hoạt động của nhiều doanh nghiệp trong Tập đoàn thấp chưa tương xứng với tiềm năng, thế mạnh với rất nhiều ưu đãi, tập trung nguồn lực của Nhà nước cho Tập đoàn.

Bảng 1, Tổng hợp tỷ lệ Nợ dài hạn trên Vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam tại thời điểm 31/12/2011

Tỷ lệ Nợ DH/ Vốn CSH	Trên 200%	100%- 200%	60% - 100%	30% - 60%	Từ 10% - 30%	Dưới 10%	0%
Số lượng DN	8	5	8	6	11	27	86
Tỷ lệ/tổng DN	5,3%	3,3%	5,3%	4,0%	7,3%	17,9%	57,0%

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ báo cáo tài chính các doanh nghiệp thuộc TĐDKVN

Hình 2. Tốc độ tăng quy mô vốn, quy mô vốn chủ sở hữu và quy mô vốn vay của toàn Tập đoàn giai đoạn 2007 – 2011 (Đơn vị Tỷ đồng)



Nguồn: Số liệu báo cáo tài chính hợp nhất toàn Tập đoàn dầu khí Việt Nam

3.3. Kết quả nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam

Để kiểm định tác động của các yếu tố nội tại tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam với sự hỗ trợ của phần mềm SPSS, tác giả chạy hàm hồi quy tương quan với mô hình dự kiến trong đó các biến số được xác định và tập hợp số liệu như sau:

$$\text{Cấu trúc vốn}_i = \alpha_i + \beta_1 * G_i + \beta_2 * S_i + \beta_3 * R_i + \beta_4 * A_i + \beta_5 * M_i + \beta_6 * E_i + \beta_7 * C_i$$

* Biến phụ thuộc: Cấu trúc vốn được xác định bằng Tỷ lệ Nợ/ Vốn chủ sở hữu.

* Nhóm các biến độc lập phản ánh các yếu tố mà số liệu thống kê được lấy từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp trong 151 doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam từ năm 2007 đến 2011 bao gồm:

G_i (Tangtrung): Chỉ tiêu tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp đo bằng tốc độ tăng của tổng tài sản của doanh nghiệp i bình quân trong 5 năm. Có thể thấy giai đoạn 2007 – 2011 tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp của Tập đoàn là tương đối nhanh. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng tổng tài sản những năm đầu rất nhanh sau đó chậm lại và thậm chí ở

nhều doanh nghiệp những năm 2010, 2011 không có tăng trưởng mà có sự suy giảm cùng với sự suy giảm và khủng hoảng của nền kinh tế nói chung. So sánh với sự biến động của cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trong giai đoạn này cũng có thể thấy cấu trúc vốn có biến động tương tự. Khi các doanh nghiệp có tăng trưởng nhanh đồng nghĩa với việc doanh nghiệp tăng đầu tư và cũng dễ dàng thu hút dòng vốn bên ngoài vào doanh nghiệp, khi đó cấu trúc vốn của doanh nghiệp thay đổi theo hướng tăng tỷ lệ nợ.

S_i (Quy mô): Chỉ tiêu quy mô của doanh nghiệp được đo lường bằng doanh thu bình quân trong 5 năm 2007-2011 của doanh nghiệp i . Về nguyên tắc doanh nghiệp có quy mô càng lớn có nhiều cơ hội huy động các nguồn vốn từ bên ngoài hơn. Mặt khác, theo lý thuyết “Trade – off”, quy mô doanh nghiệp có thể là tỷ lệ nghịch với khả năng phá sản của doanh nghiệp. Đồng thời họ sẽ giảm được chi phí xét trong tương quan với giá trị doanh nghiệp trong trường hợp phá sản. Lý thuyết “Pecking order” cũng chỉ ra mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa cấu trúc vốn và quy mô doanh nghiệp này. Các doanh nghiệp lớn rất đa dạng hoạt động, có ít các thu nhập bất thường, do vậy các thông tin bất cân xứng sẽ giảm và do vậy quy mô của doanh nghiệp có quan

Bảng 2, Tổng hợp tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản của các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam năm 2011

Tỷ suất LN/ Tổng Tài sản	Trên 10%	Từ 5% - 10%	Từ 3% - 5%	Dưới 3%	Tổng
Số lượng DN	40	28	18	65	151
Tỷ lệ/Tổng DN	26,49%	18,54%	11,92%	43,05%	100%

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ báo cáo tài chính các doanh nghiệp thuộc TĐDKVN

Bảng 3. Tổng hợp quy mô doanh thu của các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam năm 2011

Tổng doanh thu (tỷ đồng)	Trên 50.000	10.000 - 50.000	1.000 – 10.000	100 - 1.000	10 - 100	Dưới 10	Tổng
Số lượng DN	4	7	44	64	21	11	151
Tỷ lệ	2,65%	4,64%	29,14%	42,38%	13,91%	7,28%	100%

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ báo cáo tài chính các doanh nghiệp thuộc TĐDKVN

hệ tỷ lệ thuận với cấu trúc vốn.

Trong tổng số 151 doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (bao gồm Công ty mẹ Tập đoàn và 151 doanh nghiệp thành viên) thì quy mô các doanh nghiệp cũng rất khác nhau thể hiện ở sự khác nhau về quy mô tổng doanh thu.

Trong mô hình ta dùng 2 biến giả “qm1” = 1 nếu doanh nghiệp *i* có doanh thu bình quân 5 năm lớn hơn hoặc bằng 10.000 tỷ, “qm1” = 0 nếu doanh thu bình quân 5 năm nhỏ hơn 10.000 tỷ đồng; “qm2” = 1 nếu doanh nghiệp có doanh thu nhỏ hơn 10.000 tỷ đồng nhưng lớn hơn hoặc bằng 1.000 tỷ đồng, “qm2” = 0 nếu doanh nghiệp có doanh thu nhỏ hơn 1.000 tỷ đồng hoặc lớn hơn 10.000 tỷ đồng.

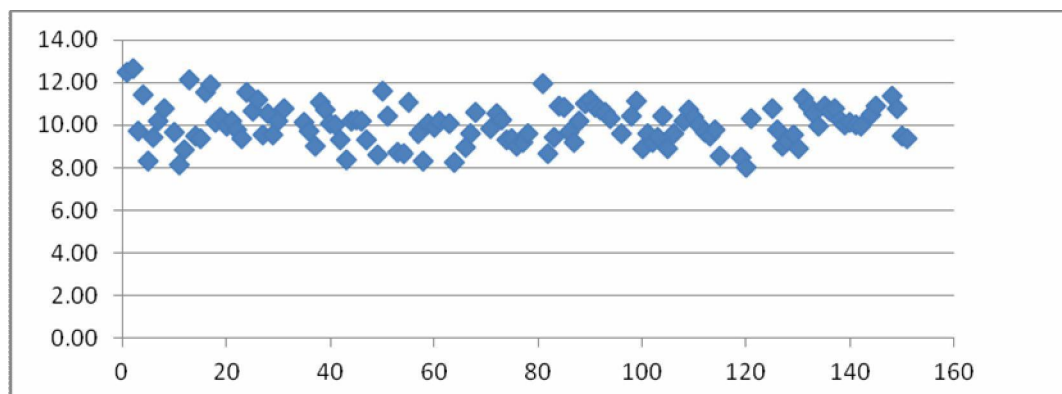
R_i (Ruiro): Chỉ tiêu rủi ro kinh doanh được đo lường thông qua độ lệch chuẩn của lợi nhuận của doanh nghiệp *i* trong 5 năm 2007-2011, với ý nghĩa của độ lệch chuẩn phản ánh mức độ phân tán của các giá trị của biến lợi nhuận dao động xung quanh giá trị trung bình của biến này. Khảo sát độ lệch chuẩn của lợi nhuận của các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí trong giai đoạn 2007 – 2011, ta thấy có một số ít doanh nghiệp có độ rủi ro cao hơn còn tuyệt đại bộ phận ở mức rủi ro khá tập trung và ở mức trung bình. Chính mức rủi ro ở mức này đã tạo ra sự hấp dẫn, độ tin tưởng của các nhà tài trợ

vốn đối với các doanh nghiệp Dầu khí, đây là một lợi thế đáng kể để các doanh nghiệp Dầu khí có khả năng tiếp cận với các nguồn vốn vay dễ dàng hơn các doanh nghiệp ở các ngành nghề khác.

A_i (CautrucTS): Chỉ tiêu cấu trúc tài sản được đo lường bằng tỉ lệ giữa tài sản dài hạn bình quân của doanh nghiệp *i* trong 5 năm 2007 – 2011 trên tổng tài sản của doanh nghiệp *i* trong 5 năm 2007 – 2011. Về mặt lý thuyết, khi tỉ lệ tài sản cố định chiếm tỉ trọng lớn, doanh nghiệp có cơ hội thế chấp các tài sản này để tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài dễ dàng hơn, hay nói cách khác doanh nghiệp sẽ tăng “năng lực vay nợ”.

E_i (CCVCSH): Chỉ tiêu cấu trúc vốn chủ sở hữu được đo lường bằng tỉ lệ giữa vốn Nhà nước trên tổng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp *i*. Đây là nhân tố “đặc thù” tác động đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trong mô hình Tập đoàn kinh tế Nhà nước. Theo tác giả tỷ lệ vốn Nhà nước/ tổng vốn chủ sở hữu có quan hệ tỷ lệ thuận với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Lý giải cho luận điểm này, có thể nhận thấy một thực tế (đặc biệt ở Việt Nam) các doanh nghiệp có vốn Nhà nước hoặc tiền thân là doanh nghiệp Nhà nước có truyền thống, thương hiệu tốt, có uy tín và mối quan hệ tốt với các tổ chức tài chính; mặt khác với những ưu đãi nhận được nên các công ty có vốn góp nhà nước thường có khả

Hình 3. Mức độ rủi ro kinh doanh phản ánh qua hàm Log của độ lệch chuẩn lợi nhuận 151 doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam



(Số liệu của chỉ tiêu độ lệch chuẩn của lợi nhuận không theo phân phối chuẩn nên đã được chuyển đổi sử dụng hàm logarit)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ báo cáo tài chính các doanh nghiệp thuộc TĐDKVN

Bảng 4. Tổng hợp cấu trúc tài sản của các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam tại thời điểm 31/12/2011

TSDH/ Tổng Tài sản	Trên 70%	Từ 50% - 70%	Từ 30% - 50%	Từ 10% - 30%	Dưới 10%	Tổng
Số lượng DN	19	11	26	44	51	151
Tỷ lệ	12,58%	7,28%	17,22%	29,14%	33,77%	100%

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ báo cáo tài chính các doanh nghiệp thuộc TĐDKVN

năng tiếp cận nguồn vốn vay dễ dàng hơn với chi phí rẻ hơn các loại hình doanh nghiệp khác.

Trong mô hình ta đã sử dụng biến giả “CCVCSH1” = 1 nếu doanh nghiệp i có tỷ lệ vốn Nhà nước trên vốn chủ sở hữu lớn hơn hoặc bằng 51%, “CCVCSH1” = 0 nếu doanh nghiệp i có tỷ lệ vốn Nhà nước trên vốn chủ sở hữu nhỏ hơn 51%.

* Nhóm các biến độc lập phản ánh các yếu tố mà số liệu thống kê không được lấy từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp từ năm 2007 đến 2011 mà thống kê thông qua phiếu hỏi các CEO/CFO của từng doanh nghiệp trong tổng số 151 doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam bao gồm:

M_i (*ThaidoCEO*): Chỉ tiêu mức độ chấp nhận rủi ro của nhà quản lý của doanh nghiệp i. “Ông/Bà có sẵn sàng/ưa thích sử dụng nhiều vốn vay trong doanh nghiệp của mình không?” (+) Rất sẵn sàng/rất thích: 04; (+) Sẵn sàng/thích: 03; (+) Bình

thường: 02; (+) Không sẵn sàng/không thích: 01. Trong mô hình ta sử dụng các biến giả: “g1” = 1 nếu “*ThaidoCEO*” = 1, “g1” = 0 nếu “*ThaidoCEO*” khác 1; “g2” = 1 nếu “*ThaidoCEO*” = 2, “g2” = 0 nếu “*ThaidoCEO*” khác 2; “g3” = 1 nếu “*ThaidoCEO*” = 3, “g3” = 0 nếu “*ThaidoCEO*” khác 3

C_i (*Mucdolq*): Chỉ tiêu mức độ liên quan đến lĩnh vực kinh doanh chính của doanh nghiệp i (C_i có giá trị từ 1 – 3, trong đó $C_i = 3$ nếu doanh nghiệp i thuộc lĩnh vực sản xuất kinh doanh chính của Tập đoàn; $C_i = 2$ nếu doanh nghiệp i có liên quan gần và $C_i = 1$ nếu doanh nghiệp i không liên quan). Trong mô hình ta sử dụng các biến giả: “lq1” = 1 nếu “*Mucdolq*” = 3, “lq1” = 0 nếu “*Mucdolq*” khác 3; “lq2” = 1 nếu “*Mucdolq*” = 2, “lq2” = 0 nếu “*Mucdolq*” khác 2.

Sau khi chạy mô hình hồi quy tương quan với các biến độc lập và phụ thuộc kể trên, kết quả trình bày trong bảng 5.

Bảng 5: Kết quả mô hình hồi quy

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.639 ^a	.408	.361	10.0825582	.408	8.645	11	138	.000

a. Predictors: (Constant), lq2, CautrucTS, g1, Tangtruong, CCVCSH1, Ruiro, g3, qm2, qm1, lq1, g2

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.282	2.792		.101	.92
	Tangtruong	.537	.090	.421	5.992	.00
	qm1	31.979	5.479	.537	5.836	.00
	qm2	.805	2.181	.027	.369	.71
	Ruiro	-.009	.002	-.363	-4.094	.00
	CautrucTS	-2.128	3.660	-.043	-.581	.56
	CCVCSH1	1.754	2.236	.058	.784	.43
	g1	-8.269	4.289	-.322	-1.928	.05
	g2	-4.477	4.128	-.172	-1.085	.28
	g3	-7.675	4.437	-.203	-1.730	.08
	lq1	6.002	3.675	.239	1.633	.10
	lq2	5.151	3.536	.195	1.457	.14

a. Dependent Variable: Cautrucvvn

Như vậy trong mô hình trên ta thấy các biến “tăng trưởng”, “quy mô doanh nghiệp có doanh thu trên 10.000 tỷ”, “rủi ro kinh doanh”, “thói quen không thích sử dụng vốn vay của CEO” và “mức độ liên quan đến lĩnh vực kinh doanh chính của ngành” là các biến có mối tương quan chặt chẽ với biến phụ thuộc (cấu trúc vốn) với độ tin cậy lớn hơn 90% ($\text{sig} \leq 0.1$). Các nhân tố tác động tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam được thể hiện qua mô hình sau:

$$\text{Cấu trúc vốn} = 0.282 + 0.537 * G_i + 31.979 * S_i - 0.009 * R_i - 8.269 * M_i + 6.002 * C_i$$

4. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy có 5 yếu tố nội tại có tác động đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam. Trong đó, các yếu tố “tăng trưởng”, “quy mô”, “mức độ liên quan đến lĩnh vực kinh doanh chính của ngành” có tác động thuận chiều tới cấu trúc vốn. Ngược lại, các yếu tố “mức độ rủi ro kinh doanh của doanh

ng nghiệp”, và “thái độ không thích sử dụng vốn vay của các nhà điều hành doanh nghiệp” có quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Kết quả kiểm định cũng cho thấy hai biến độc lập “cấu trúc tài sản” và “cấu trúc vốn chủ sở hữu – hay tỷ trọng vốn Nhà nước trong tổng vốn chủ sở hữu” tuy về mặt lý thuyết có quan hệ tác động tới cấu trúc vốn của doanh nghiệp, tuy nhiên mối tương quan này lại không có độ tin cậy khi chạy mô hình, nó phản ánh điểm “chưa hợp lý” trong cấu trúc vốn của các doanh nghiệp thuộc tập đoàn Dầu khí khi mà cấu trúc vốn không dựa trên cấu trúc tài sản.

Việc phân tích, đánh giá và kiểm định tác động của các nhân tố nội tại tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam có ý nghĩa to lớn trong quá trình tái cấu trúc vốn tại Tập đoàn. Đây là cơ sở để xây dựng hệ thống các quan điểm về tái cấu trúc vốn tại Tập đoàn Dầu khí Việt Nam từ đó đề ra các giải pháp thực hiện quá trình này. □

Tài liệu tham khảo:

- Trần Ngọc Thơ, (2006), “Tài chính doanh nghiệp hiện đại”; Đại học Kinh tế Tp. Hồ Chí Minh
- Chen, J.J. (2004), “ Determinants of capital structure of Chinese-listed companies”, Journal of Business Research, Vol. 57.
- Huang, G. and Song, F.M (2006), “The determinants of capital structure: evidence from China”, China Economic Review, Vol. 17.

Factors affecting the capital structure of the subsidiaries of Vietnam Oil and Gas Group

Abstract:

This study investigates the determinants of the capital structure of enterprises that belong to Vietnam Oil and Gas Group. The study uses data from the financial statements of the entire 151 enterprises of Vietnam Oil and Gas Group for the period from 2007 to 2011 and the survey questionnaire, with the help of SPSS, EXCEL to test the regression model of determinants of the capital structure. Results of this study show that there are 5 internal factors that affect the capital structure of enterprises of Vietnam Oil and Gas Group. There is a significant positive relationship between capital structure and "growth", "size of company", "level related to the core-business of Group" and there is a negative relationship between capital structure and "business risk", " the attitude of company's managers towards avoidance of loan".

Thông tin tác giả:

- * **Vũ Thị Ngọc Lan**, Thạc sĩ, nghiên cứu sinh
- Nơi công tác: Tổng công ty Thăm dò khai thác Dầu khí
Email: lanvtn@pvep.com.vn
- * * **Nguyễn Tiến Dũng**, tiến sĩ.
- Nơi công tác: Tập đoàn Dầu khí Việt Nam
- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính doanh nghiệp