

Ảnh hưởng biến động giá dầu thô quốc tế đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết tại Việt Nam

The effect of international crude oil price volatility on the performance of listed firms in Vietnam

Vương Thị Hương Giang¹, Trần Kim Khánh Băng¹, Nguyễn Hữu Mạnh^{2*}

¹Trường Đại học học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

²Trường Đại học học Nha Trang, Nha Trang, Việt Nam

*Tác giả liên hệ, Email: manhh@ntu.edu.vn

THÔNG TIN

DOI:10.46223/HCMCOUJS.
econ.vi.20.1.3572.2025

Ngày nhận: 18/07/2024

Ngày nhận lại: 31/08/2024

Duyệt đăng: 11/10/2024

Mã phân loại JEL:

G32; E64

Từ khóa:

biến động giá dầu thô; công ty niêm yết; hiệu quả hoạt động; SGMM; Việt Nam

Keywords:

Oil Price Volatility (OPV); listed firms; performance; SGMM; Vietnam

TÓM TẮT

Nghiên cứu này đánh giá tác động của biến động giá dầu thô quốc tế đối với Hiệu Quả Hoạt Động (HQHĐ) của các công ty niêm yết tại Việt Nam, sử dụng ước lượng tổng quát hóa khoảng khắc có hệ thống (SGMM) trên mẫu gồm 368 Doanh Nghiệp Niêm Yết (DNNY) trên hai sở giao dịch HOSE và HNX trong giai đoạn 2010 - 2022. Kết quả đạt được chỉ ra biến động giá dầu có mối quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa thống kê đối với lợi nhuận của các DNNY. Ngoài ra, biến động giá dầu cũng có tác động cùng chiều và có ý nghĩa đến tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu thuần của các DNNY tại Việt Nam. Nhìn chung, các kết quả thực nghiệm cho thấy rằng sự gia tăng trong biến động giá dầu thô quốc tế có xu hướng làm suy giảm HQHĐ của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Nghiên cứu cũng đưa ra các đề xuất chính sách nhằm giúp các DNNY ổn định HQHĐ trong bối cảnh biến động mạnh của giá dầu thô quốc tế.

ABSTRACT

This study evaluates the effect of international crude oil price volatility on the performance of listed companies in Vietnam, using the System-Generalized Method of Moments (SGMM) estimation on a sample of 368 firms listed on HOSE and HNX from 2010 to 2022. The results show that crude Oil Price Volatility (OPV) negatively and significantly affects firm profitability. Additionally, OPV has a positive and significant effect on Vietnamese listed companies' operating costs to net revenue ratio. Overall, empirical results show that an increase in OPV impedes the performance of listed firms in Vietnam. The research also proposes policy implications to help listed firms stabilize their performance in the heightened volatile context of international crude oil prices.

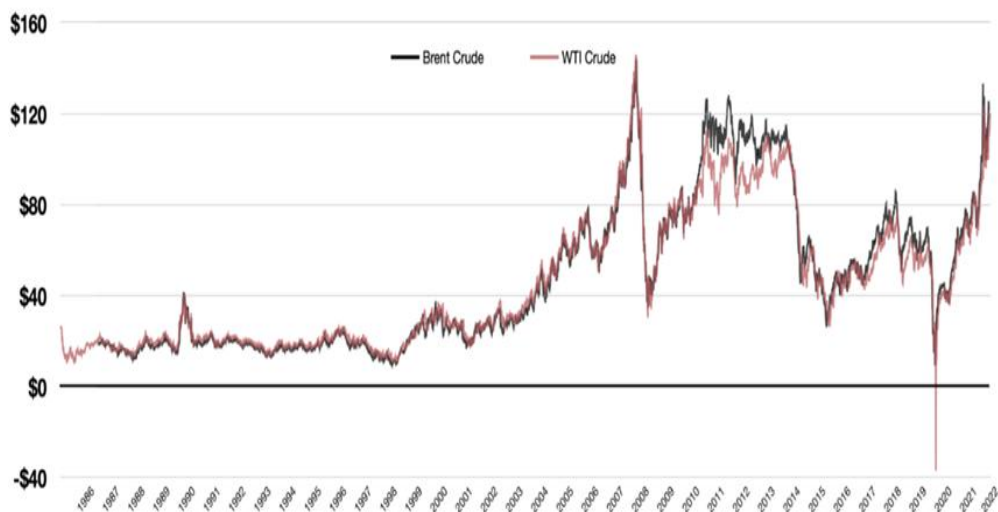
1. Giới thiệu

Dầu thô là một trong những nhiên nguyên liệu thiết yếu, đóng vai trò then chốt trong việc định hình sự phát triển của nền kinh tế thế giới (Zhang & Wei, 2010). Kể từ cuộc khủng hoảng dầu mỏ năm 1973, sự biến động giá dầu thô đã tác động mạnh mẽ đến kinh tế thế giới, từ đó thúc

đẩy nhiều nghiên cứu về hệ quả của sự biến động này đến các khía cạnh kinh tế và tài chính. Các nghiên cứu hiện hành đã chứng minh rằng biến động giá dầu thô quốc tế có thể gây ra những tác động bất lợi đối với nhiều biến số kinh tế, bao gồm biến động tổng sản lượng (Ferderer, 1996), đầu tư (Elder & Serletis, 2010), và thất nghiệp (Kocaaslan, 2019). Ngoài ra, nó còn ảnh hưởng đến Hiệu Quả Hoạt Động (viết tắt HQHĐ) của công ty (Diaz & ctg., 2016), tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trên Thị Trường Chứng Khoán (TTCK) (Alqahtani & ctg., 2019), và gây ra biến động lãi suất (Kocaarslan & ctg., 2020).

Hình 1

Diễn Biến của Giá Dầu Thô Brent và WTI từ Năm 1986 đến Năm 2022



Nguồn: https://en.wikipedia.org/wiki/Price_of_oil

Những số liệu trong Hình 1 cho thấy sự biến động phức tạp của thị trường dầu thô trong những năm qua. Trữ lượng dầu thô thế giới phần lớn nằm ở những khu vực có lịch sử bất ổn địa chính trị và có các sự kiện địa chính trị. Hình 1 chỉ ra từ 1986 - 1999 giá dầu biến động nhẹ quanh mức dưới \$40. Chiến tranh vùng Vịnh (1991) gây ra sự gián đoạn nguồn cung dầu thô, khiến giá cả tăng vọt. Khủng hoảng tài chính toàn cầu (2008 - 2009) bắt nguồn từ Mỹ đã dẫn đến tình trạng suy thoái kinh tế toàn cầu, giá dầu bắt đầu tăng mạnh, đạt đỉnh vào khoảng năm 2008 gần \$150 trước khi giảm đột ngột sau đó. Năm 2020, sự bùng phát của đại dịch Covid-19 đã gây sự sụt giảm đáng kể nhu cầu dầu thô trên toàn thế giới, khiến giá cả giảm xuống mức thấp nhất trong nhiều thập kỷ. Xung đột giữa Nga-Ukraine làm gián đoạn cung dầu thô thế giới, do các biện pháp trừng phạt của châu Âu và các lệnh trừng phạt do chính phủ ở Bắc Mỹ áp đặt. Những gián đoạn này đã làm giá dầu tăng vọt, với mức giá đạt tới \$130.

Cung và cầu dầu thô thể hiện mức độ cung ứng và nhu cầu tiêu thụ dầu thô, chịu tác động bởi sự biến động của kinh tế toàn cầu, sự phát triển công nghệ, và rủi ro địa chính trị (Alqahtani & Klein, 2021). Biến động giá dầu thô thường ảnh hưởng đáng kể đến biến động giá cả của hàng hóa (Bakas & Triantafyllou, 2018), do đó, nó có thể ảnh hưởng đến HQHĐ của các doanh nghiệp (Phan & ctg., 2020; Vuong & ctg., 2024). Một lượng lớn tài liệu đã điều tra những ảnh hưởng của sự không chắc chắn về giá dầu đối với các biến số kinh tế và tài chính ở cấp độ Doanh Nghiệp (viết tắt DN) tại Trung Quốc, chẳng hạn như biến động tỷ suất sinh lợi cổ phiếu, lợi nhuận của DN, và HQHĐ công ty (Caporale & ctg., 2015; Shao & ctg., 2021; Song & Yang, 2022; Vuong & ctg., 2024). Không chỉ xoay quanh thị trường Trung Quốc, những bài nghiên cứu về ảnh hưởng của sự bất định giá dầu thô quốc tế đến HQHĐ của các công ty ở Châu Âu

(Bagirov & Mateus, 2019) và Hoa Kỳ (Kamal & ctg., 2022) cũng được chú ý đến. Đặc biệt, nghiên cứu của Phan và cộng sự (2020) cho thấy năng lực của các nhà quản trị có thể giảm thiểu tác động bất lợi của biến động giá dầu thô đối với HQHĐ của các công ty tại Mỹ.

Năm 2022, Việt Nam là nước tiêu thụ dầu thô đứng thứ 34 trên thế giới, do đó, hoạt động các DN tại Việt Nam có thể chịu ảnh hưởng đáng kể bởi sự biến động của giá dầu. Biến động giá dầu thô có tác động mạnh mẽ đến chi phí sản xuất, giá bán sản phẩm, lạm phát và sức mua của người tiêu dùng, từ đó ảnh hưởng đến doanh thu và lợi nhuận của các DN. Tuy nhiên, theo hiểu biết tốt nhất của nhóm tác giả, tại Việt Nam chưa có nghiên cứu nào điều tra về ảnh hưởng của biến động giá dầu thô đối với HQHĐ của các Doanh Nghiệp Niêm Yết (viết tắt DNNY). Vậy nên, nghiên cứu và đánh giá về tác động của sự biến động giá dầu thô quốc tế đến HQHĐ của các DNNY tại Việt Nam là thực sự cần thiết.

Bài viết này tiến hành khảo sát sự biến động giá dầu thô quốc tế ảnh hưởng như thế nào đến HQHĐ của các DNNY Việt Nam trên hai khía cạnh: tỷ suất sinh lợi và hiệu quả quản lý chi phí trên doanh thu hoạt động từ năm 2010 đến năm 2022. Áp dụng ước lượng SGMM đối với mô hình bảng của 368 DNNY tại Việt Nam, kết quả thực nghiệm cho thấy, biến động giá dầu thô tăng cao làm suy giảm lợi nhuận và tăng tỷ lệ chi phí trên doanh thu của các DNNY tại Việt Nam. Hay nói cách khác, sự gia tăng biến động giá dầu thô quốc tế làm giảm HQHĐ của các DNNY tại thị trường Việt Nam. Kết quả đạt được từ nghiên cứu cung cấp thêm bằng chứng bổ sung về tác động bất lợi của biến động giá dầu thô quốc tế đến HQHĐ của các công ty tại một thị trường mới nổi. Hơn thế nữa, đây cũng là nghiên cứu tiên phong khám phá ảnh hưởng biến động giá dầu thô quốc tế đến HQHĐ của các DNNY tại Việt Nam. Bài viết cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho nhà quản trị DN và hoạch định chính tại Việt Nam sách hiểu rõ hơn về tác động của biến động giá dầu thô quốc tế đến HQHĐ ở cấp độ DN, từ đó hoạch định các biện pháp và chính sách kinh tế phù hợp nhằm ổn định hiệu quả vận hành của các DNNY.

Kết cấu bài viết gồm năm phần chính sau. Phần 1 giới thiệu về động cơ và mục đích nghiên cứu. Phần 2 tổng quan lý thuyết và phát triển giả thuyết nghiên cứu. Phần 3 trình bày về phương pháp nghiên cứu. Phần 4 thảo luận kết quả nghiên cứu và cuối cùng Phần 5 hàm ý và kết luận.

2. Cơ sở lý thuyết

Hiệu Quả Hoạt Động (HQHĐ) của công ty là thuật ngữ dùng để mô tả về việc các DN có thể tận dụng hiệu quả các tài nguyên có sẵn của họ nhằm tạo ra lợi nhuận cũng như những kết quả đầu ra tương xứng với mục tiêu mà các nhà quản trị DN đã đặt ra (Peterson & ctg., 2003). Khi đánh giá HQHĐ của các công ty, khả năng đạt được lợi nhuận từ các hoạt động kinh doanh được xem là trọng tâm hàng đầu (Abdullah, 2021), bên cạnh đó, hiệu quả sử dụng chi phí liên quan đến việc tạo ra doanh thu của DN cũng là một thước đo được sử dụng để đánh giá HQHĐ của công ty (Rust & ctg., 2002). Dầu thô được coi là nguyên liệu thiết yếu cho phần lớn các hoạt động sản xuất hàng hóa và cung ứng dịch vụ (Phan & ctg., 2020). Giá cả của dầu thô không chỉ ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí sản xuất của các DN mà còn đối với mức tiêu thụ của người tiêu dùng, và từ đó ảnh hưởng đến doanh thu bán hàng của các DN (Pindyck, 1991).

Sự bất định của giá dầu thô có liên hệ chặt chẽ với sự thay đổi của giá cả hàng hóa (Bakas & Triantafyllou, 2018), nó tạo ra sự không chắc chắn tiềm ẩn và gia tăng các khoản chi phí, kết quả là, tác động ngược chiều đến lợi nhuận và HQHĐ tổng thể của DN (Song & Yang, 2022). Cơ chế thứ hai, sự bất định của giá dầu thô có thể dẫn đến việc các DN “trì hoãn” đầu tư, kết quả là làm giảm HQHĐ của DN. Việc trì hoãn các quyết định đầu tư có khả năng khiến các DN bỏ lỡ các cơ hội đầu tư có lợi nhuận (Phan & ctg., 2019), qua đó, làm giảm HQHĐ của DN.

Một cơ chế khác góp phần giải thích về ảnh hưởng của biến động giá dầu thô đến HQHĐ của công ty đó là động cơ chi tiêu (tiêu dùng) hoặc tiết kiệm (phòng ngừa) của người tiêu dùng. Theo Jo (2014), việc gia tăng mức độ bất ổn định của giá dầu thô khiến người tiêu dùng có tâm lý “trì hoãn” trong việc đưa ra quyết định tiêu dùng các sản phẩm hàng hóa lâu bền, do việc thu hồi toàn bộ lợi ích kinh tế từ các sản phẩm này không thể diễn ra một lần (hoặc trong ngắn hạn). Theo Edelstein và Kilian (2009), trong bối cảnh bất định về giá năng lượng, người tiêu dùng có xu hướng gia tăng động cơ phòng ngừa (tiết kiệm) và thắt chặt chi tiêu. Hành vi này của người tiêu dùng tác động tiêu cực đến hiệu quả của các DN.

Dựa vào những lập luận trên, nghiên cứu của Phan và cộng sự (2020), Song và Yang (2022) và Vương và cộng sự (2024) đã tập trung vào việc đánh giá ảnh hưởng biến động giá dầu thô quốc tế đến HQHĐ của các DN tại Mỹ và Trung Quốc. Họ tìm thấy những bằng chứng cho thấy rằng sự biến động giá dầu thô quốc tế tác động nghịch chiều đến HQHĐ của DN tại Mỹ và Trung Quốc. Tại Việt Nam, chủ đề về biến động giá dầu thô thế giới đến các khía cạnh vĩ mô của kinh tế Việt Nam cũng nhận được sự chú ý của nhiều học giả. Bài biết của Nguyen và cộng sự (2015) khẳng định rằng sự biến động của giá dầu thô quốc tế gây ra sự sụt giảm sản lượng sản xuất công nghiệp tại Việt Nam trong ngắn hạn. Nghiên cứu của Trinh và Vo (2018) chỉ ra rằng biến động giá dầu quốc tế tác động tiêu cực đến TTCK Việt Nam trong dài hạn. Nghiên cứu của Pham và Sala (2020) cung cấp bằng chứng chỉ ra biến động giá dầu quốc tế ảnh hưởng đến chỉ số lạm phát của Việt Nam. Tuy nhiên, ở cấp độ DN, các bài viết xoay quanh ảnh hưởng của biến động (hay sự bất định) của giá dầu thô quốc tế đến hoạt động của các DN hoạt động tại thị trường Việt Nam còn khá khiêm tốn. Bài viết của Vương (2024) mới đây đã phân tích và đánh giá tác động biến động giá dầu thô quốc tế đến sự ổn định và quyết định cấu trúc vốn của các DNNY tại Việt Nam. Rõ ràng không thể phủ nhận rằng biến động giá dầu thô trước hết ảnh hưởng đến giá cả hàng hóa qua đó ảnh hưởng đến chi phí nguyên vật liệu đầu vào của các DN (Phan & ctg., 2020; Song & Yang, 2022). Những bằng chứng thực nghiệm hiện có chỉ tập trung vào mối liên hệ giữa biến động giá dầu thô quốc tế và HQHĐ của các DN tại hai quốc gia lớn trên thế giới (Mỹ và Trung Quốc), trong khi đó việc khảo sát mối quan hệ này đang bị bỏ ngỏ tại Việt Nam.

Một cơ chế khác, mà qua đó sự bất ổn định của giá dầu thô ảnh hưởng đến HQHĐ của DN, đó là tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu thuần. Theo Huang và cộng sự (1996), giá dầu thô có xu hướng tăng sẽ ảnh hưởng đến các yếu tố đầu vào của quá trình sản xuất, làm tăng chi phí hoạt động của công ty. Theo Demir (2009), lập luận rằng những cú sốc bên ngoài từ các yếu tố vĩ mô có thể làm tăng chi phí hoạt động, điều này có thể trực tiếp làm giảm lợi nhuận của DN. Khi giá dầu tăng lên, chi phí sản xuất của DN cũng có xu hướng tăng lên (Kormilitsina, 2011), dẫn đến tổng chi phí hoạt động kinh doanh tăng lên, kết quả là làm giảm HQHĐ của các DN. Nghiên cứu của Vương và cộng sự (2024) đưa ra bằng chứng rằng biến động về giá dầu thô có mối liên hệ thuận chiều với tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu thuần của các DNNY tại Trung Quốc, góp phần luận giải tại sao biến động giá dầu thô làm giảm lợi nhuận của các DNNY tại quốc gia này.

Để lấp đầy khoảng trống của các nghiên cứu hiện có, bài viết xây dựng ba giả thuyết H1 và H2 và H3, dựa trên cơ sở các nghiên cứu hiện có của Phan và cộng sự (2020), Song và Yang (2022), và Vương và cộng sự (2024). Trong đó, giả thuyết H1 và H2 đánh giá biến động giá dầu thô quốc tế đến tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) và trên tổng vốn chủ sở hữu (ROE) của các DNNY. Giả thuyết H3 xem xét biến động giá dầu thô quốc tế đến tỷ lệ chi phí hoạt động trên tổng doanh thu thuần (CIR) của các DNNY tại Việt Nam.

H1: Biến động giá dầu thô quốc tế có mối quan hệ ngược chiều (-) với tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản của các DNNY tại Việt Nam

H2: Biến động giá dầu thô quốc tế có mối quan hệ ngược chiều (-) với tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu của các DNNY tại Việt Nam

H3: Biến động giá dầu thô quốc tế có mối quan hệ cùng chiều (+) với tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu thuần của các DNNY tại Việt Nam

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mẫu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu của bài viết được thu thập từ ba nguồn: dữ liệu của các DNNY, dữ liệu giá dầu thô, và dữ liệu về biến động giá dầu thô. Về dữ liệu DN, bài viết sử dụng dữ liệu thứ cấp được thu nhập và tổng hợp từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán từ giai đoạn 2010 đến 2022 của các DNNY trên hai sở giao dịch chứng khoán tại Việt Nam, từ cơ sở dữ liệu FinPro-X. Dữ liệu thu thập được dùng để tính các giá trị của biến phụ thuộc và biến độc lập với tần suất thường niên. Sau khi hoàn thành các quy trình sàng lọc, mẫu cuối cùng của bài nghiên cứu bao gồm một tập dữ liệu gồm 4,628 quan sát của 368 DNNY. Dữ liệu giá dầu thô Brent và WTI hàng ngày được lấy từ Báo cáo của Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA) cho giai đoạn tương ứng. Ngoài ra, dữ liệu về biến động giá dầu thô hàng ngày từ chỉ số biến động dầu thô CBOE (OVX) cũng được thu thập từ trang website của CBOE về chỉ số OVX (Cboe Crude Oil ETF Volatility Index).

3.2. Mô hình nghiên cứu và Phương pháp ước lượng

Dựa trên các nghiên cứu của Phan và cộng sự (2020), Song và Yang (2022), Vương và cộng sự (2024), mô hình (1), (2), và (3) được xây dựng để đánh giá ảnh hưởng của biến động giá dầu thô quốc tế đến HQHĐ của các DNNY tại Việt Nam theo giả thuyết H1, H2 và H3. Mô hình (1) và (2) được sử dụng để đánh giá tác động của biến động giá dầu thô quốc tế đến tỷ suất sinh lợi của các DNNY. Mô hình (3) được sử dụng để đo lường tác động của biến động giá dầu thô quốc tế đến hiệu quả quản lý chi phí của các DNNY tại Việt Nam.

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_0 * ROA_{i,t-1} + \beta_1 * OPV_t + \sum CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ROE_{i,t} = \alpha_0 + \beta_0 * ROE_{i,t-1} + \beta_1 * OPV_t + \sum CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$CIR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_0 * CIR_{i,t-1} + \beta_1 * OPV_t + \sum CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó: Hiệu quả hoạt động của công ty (i) trong năm (t) được đại diện bởi ba biến phụ thuộc: ROA, ROE, và CIR. Biến OPV đại diện cho biến động về giá dầu thô quốc tế. Biến AVER_LNOVX được sử dụng để đại diện chính cho sự không chắc chắn của giá dầu (OPV), được đo bằng bình quân giá trị logarithm của chỉ số OVX tháng. Biến STD_BRENT được đo lường bằng độ lệch chuẩn giá dầu BRENT trong năm (t) và biến STD_WTI được đo lường bằng độ lệch chuẩn giá dầu WTI trong năm (t) được sử dụng làm hai biến thay thế của biến AVER_LNOVX nhằm củng cố tính chắc chắn của kết quả nghiên cứu. Hệ số của biến OPV, (β_1) đo lường mức độ mà sự bất ổn giá dầu ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của DN tại Việt Nam. Theo các giả thuyết H1, H2 và H3, kì vọng dấu $\beta_1 < 0$ trong mô hình (1) và (2), ngược lại, kì vọng dấu $\beta_1 > 0$ trong mô hình (3), hàm ý khi biến động giá dầu gia tăng, các DNNY Việt Nam có xu hướng giảm hiệu quả hoạt động. Các biến kiểm soát (CONTROL) trong các mô hình gồm có: GROWTH, LEV, TANG, LIQ, MC, CF và GDP. $\varepsilon_{i,t}$, $\varepsilon_{i,t}$, và $\varepsilon_{i,t}$ là các sai số trong các mô hình (1), (2), và (3). Các biến được sử dụng trong các mô hình thực nghiệm được định nghĩa và đo lường trong bảng dưới đây.

Bảng 1*Mô Tả Các Biến*

Biến	Mô tả biến	Ký hiệu biến	Tham khảo nghiên cứu
Biến phụ thuộc			
Hiệu quả hoạt động	Lợi nhuận ròng/Tổng tài sản	ROA	Vuong và cộng sự (2024)
	Lợi nhuận ròng/Vốn chủ sở hữu	ROE	
	Chi phí hoạt động/Doanh thu thuần	CIR	
Biến giải thích			
Biến động giá dầu (OPV)	Bình quân ngày chỉ số biến động giá dầu trong năm (t)	AVER_LNOVX	Vuong (2024)
	Độ lệch chuẩn giá dầu WTI hàng ngày trong năm (t)	STD_WTI	
	Độ lệch chuẩn giá dầu Brent hàng ngày trong năm (t)	STD_BRENT	
Biến kiểm soát (CONTROL)			
Cơ hội tăng trưởng	Tổng quy mô vốn hóa thị trường và các khoản phải trả/Tổng tài sản	GROWTH	Doğan (2013), Pattitoni và cộng sự (2014)
Đòn bẩy DN	Tổng nợ/Tổng tài sản	LEV	Al-Jafari và Samman (2015)
Cơ cấu tài sản	Tài sản hữu hình/Tổng tài sản	TANG	Goddard và cộng sự (2005)
Tính thanh khoản	Tiền và tương đương tiền/Tổng tài sản	LIQ	Nanda và Panda (2018)
Giá trị thị trường của cổ phiếu	Logarit tự nhiên giá trị cổ phiếu phổ thông đang lưu hành trên thị trường	MC	Phan và cộng sự (2020)
Dòng tiền	Tổng dòng tiền hoạt động/Tổng tài sản	CF	Huang (2009)
Tốc độ tăng trưởng	Tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam	GDP	Lyngstadaas và Berg (2016)

Nguồn: Các tác giả tổng hợp

Ba mô hình (1) (2) và (3) phía trên là các mô hình động, phía bên phải của chúng tồn tại biến độ trễ (1) của biến phụ thuộc. Để giải quyết hiệu quả các vấn đề nội sinh cũng như hiện tượng tự tương quan, nghiên cứu áp dụng phương pháp ước lượng tổng quát hóa khoảng khắc có hệ thống (SGMM) để giải quyết các vấn đề này. Đối với kết quả ước lượng từ SGMM cần phải thực hiện kiểm định Arellano-Bond và Hansen để xác minh tính hợp lý của các biến công cụ được sử dụng. Theo Arellano và Bond (1991), mô hình SGMM yêu cầu phải tồn tại tự tương quan bậc 1 và không có tự tương quan bậc 2 của phần dư. Giả thuyết H_0 : Mô hình không có sự tương quan bậc 1 trong phần dư. Nếu $p\text{-value} < 5\%$, bác bỏ H_0 , chấp nhận H_1 , cho thấy tồn tại sự tương quan bậc 1. Về sự không tồn tại tương quan bậc 2 của phần dư, kiểm định AR-2 với giả

thuyết H_0 : Mô hình không có sự tự tương quan bậc 2 của phần dư. Nếu p -value $> 5\%$, chấp nhận H_0 , có nghĩa là không tồn tại tương quan bậc 2 của phần dư trong mô hình. Kiểm định Hansen nhằm xác định tính phù hợp của các biến công cụ trong mô hình SGMM, với giả thuyết H_0 : Biến công cụ là biến ngoại sinh, phù hợp với mô hình SGMM. Giả thuyết H_0 được chấp nhận khi p -value lớn hơn mức ý nghĩa 5% , theo Roodman (2009).

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Phân tích thống kê mô tả

Bảng 2 báo cáo kết quả thống kê mô tả của các biến được sử dụng với các thông số cơ bản. Trong đó, tổng số quan sát trong mô hình là 4,628, tương ứng với 368 DNNY tại Việt Nam từ năm 2010 đến năm 2022. Lãi ròng bình quân chiếm 5.95% tổng tài sản của DN, phản ánh 0.0595 đồng lợi nhuận được tạo ra từ mỗi đồng tài sản của DN. Tỷ suất sinh lợi bình quân trên tổng vốn chủ sở hữu bằng 12.51% , hàm ý một đồng vốn chủ sở hữu tạo ra 0.1251 lợi nhuận ròng. Biến phụ thuộc CIR có giá trị bình quân tương đối cao, khoảng 91.34% , điều này có ngụ ý rằng để thu được một đồng doanh thu, DN phải chi ra 0.9134 đồng chi phí hoạt động. Giá trị bình quân của AVER_LNOVX là 3.5776 , độ lệch chuẩn xấp xỉ 0.2907 , trong khi giá trị trung bình của biến STD_WTI là 1.9671 với độ lệch chuẩn là 0.3885 và mức giá trị bình quân của STD_BRENT là 2.0199 với độ biến động 0.3688 . Giá trị biến GROWTH đạt giá trị 1.0957 , cho thấy giá trị vốn hóa thị trường bình quân của các DNNY Việt Nam cao hơn 1.0957 bình quân giá trị sổ sách của họ. Đòn bẩy DN (LEV) bình quân đạt 49.47% và biên độ dao động là 19.16% , cho thấy một đồng tài sản của DN được tạo ra từ 0.4947 đồng nợ vay. Về cơ cấu tài sản (TANG) với mức trung bình là 18.51% và độ dao động là 15.64% , cho thấy $1/5$ tổng tài sản của các DNNY tại Việt Nam là các tài sản cố định hữu hình. Tài sản thanh khoản (LIQ) trung bình trong DNNY chiếm 8.57% tổng giá trị tài sản. Giá trị thị trường của cổ phiếu (MC) đạt 16.7211 , biên độ dao động là 1.1776 . Dòng tiền (CF) có giá trị bình quân là -3.9538 , cho thấy DNNY đang chi tiêu nhiều hơn 3.9538 đồng trên mỗi đồng tài sản để duy trì hoạt động kinh doanh. Tốc độ tăng trưởng kinh tế (GDP) bình quân các năm là 5.89% . Năm 2021, đại dịch Covid-19 gây ra những tổn thất đáng kể cho kinh tế của Việt Nam, tốc độ tăng trưởng GDP giảm xuống mức thấp nhất là 2.58% . Năm 2022, kinh tế Việt Nam bắt đầu phục hồi tích cực, tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam đã đạt mức 8.02% .

Bảng 2

Thống Kê Mô Tả

Các biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	4,628	0.0595	0.0481	0.0031	0.1507
ROE	4,628	0.1251	0.0875	0.0082	0.2793
CIR	4,628	0.9134	0.0750	0.7556	0.9952
AVER_LNOVX	4,628	3.5776	0.2907	3.1118	4.1740
STD_WTI	4,628	1.9671	0.3885	1.3147	2.6061
STD_BRENT	4,628	2.0199	0.3688	1.4734	2.6955
GROWTH	4,628	1.0957	0.3474	0.6975	1.8103
LEV	4,628	0.4947	0.1916	0.1903	0.7661

Các biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
TANG	4,628	0.1851	0.1564	0.0171	0.4907
LIQ	4,628	0.0857	0.0736	0.0088	0.2315
MC	4,628	16.7211	1.1776	14.9543	18.6888
CF	4,628	-3.9538	17.3402	-42.7681	21.0183
GDP	4,628	0.0589	0.0151	0.0258	0.0802

Nguồn: Các tác giả tổng hợp

Bảng 3 trình bày các hệ số tương quan giữa các cặp biến. Các biến GROWTH, TANG, LIQ, CF, GDP có mối quan hệ cùng chiều biến ROA và ROE; biến AVER_LNOVX, STD_WTI, STD_BRENT, LEV và MC có mối quan hệ nghịch chiều với ROA và ROE. Trong khi đó, AVER_LNOVX, STD_WTI, STD_BRENT và LEV có mối quan hệ dương với biến CIR; các biến còn lại có tương quan nghịch chiều với CIR. Nổi bật nhất, hệ số của các biến đại diện cho biến động giá dầu có tương quan nghịch chiều đối với hai biến ROA, ROE và tương quan thuận chiều với biến CIR, dự đoán mối quan hệ ngược chiều (-) giữa biến động giá dầu thô quốc tế và tỷ suất sinh lợi của DN và mối quan hệ cùng chiều giữa biến động giá dầu thô quốc tế và tỷ lệ chi phí trên doanh thu thuần của các DN tại Việt Nam.

4.2. Ảnh hưởng biến động giá dầu thô quốc tế đến HQHĐ của công ty

4.2.1. Ảnh hưởng biến động giá dầu thô quốc tế đến tỷ suất sinh lợi của công ty

Bảng 4 trình bày tác động của biến động giá dầu thô quốc tế đến tỷ suất sinh lợi của các DNNY tại Việt Nam. Trong các cột (1), (2), và (3), hệ số ba đại diện của biến động giá dầu thô quốc tế (AVER_LNOVX, STD_WTI, và SRD_BRENT) đều âm và có ý nghĩa. Biến động giá dầu thô tăng cao tác động tiêu cực đến tỷ suất sinh lợi (ROA và ROE) của các DNNY tại Việt Nam. Nghiên cứu đã cho thấy, ở mức ý nghĩa thống kê 1%, sự bất ổn của giá dầu có tác động bất lợi đến tỷ suất sinh lợi trên tài sản và tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu của các DNNY tại Việt Nam. Phát hiện này tương đồng với kết quả của các nghiên cứu trước đó như Phan và cộng sự (2020), Kamal và cộng sự (2022), Song và Yang (2022), cũng như Vương và cộng sự (2024) tại thị trường Mỹ và Trung Quốc. Kết quả Bảng 4 bổ sung thêm bằng chứng về tác động bất lợi của biến động giá dầu đến hiệu quả của các DNNY tại Việt Nam.

Hai biến giải thích STD_WTI và SRD_BRENT thay thế cho biến giải thích AVER_LNOVX nhằm kiểm tra mức độ tin cậy của kết quả cũng cho thấy sự gia tăng bất ổn của giá dầu chắc chắn dẫn đến giảm khả năng sinh lời của các DNNY tại Việt Nam. Nói cách khác, khi giá dầu biến động có xu hướng tăng, lợi nhuận của DN giảm đáng kể tại Việt Nam. Do đó, giả thuyết H1 và H2 được xác nhận một cách thuyết phục.

Số biến công cụ trong các cột của Bảng 4 nhỏ hơn số quan sát đối với kết quả ước lượng từ cả hai mô hình (1) và (2), cho thấy số biến số lượng biến công cụ được sử dụng là hợp lý. Kiểm định (AR-1) với mức ý nghĩa p-value $0.000 < 5\%$, nghĩa là mô hình đều có sự tương quan bậc 1. Kiểm định tự tương quan bậc 2 (AR-2) của cả hai mô hình (1) và (2) đều lớn hơn 5%, từ đó kết luận rằng không tồn tại hiện tượng tự tương quan bậc 2. Kiểm định Hansen, kết quả ghi nhận giá trị p-value của mô hình với hai biến phụ thuộc ROA và ROE trong các cột đều lớn hơn 5%, kết luận các biến công cụ là ngoại sinh và phù hợp cho mô hình (1) và (2).

Bảng 3

Ma Trận Tương Quan giữa các Biến

	ROA	ROE	CIR	OVX	STD_WTI	STD_BRENT	GROWTH	LEV	TANG	LIQ	MC	CF	GDP
ROA	1.0000												
ROE	0.8509	1.0000											
CIR	-0.4742	-0.4159	1.0000										
OVX	-0.0326	-0.0600	0.0066	1.0000									
STD_WTI	-0.0482	-0.0713	0.0313	0.3526	1.0000								
STD_BRENT	-0.0441	-0.0690	0.0348	0.3740	0.9524	1.0000							
GROWTH	0.5000	0.4296	-0.2900	0.0664	0.0295	0.0255	1.0000						
LEV	-0.4845	-0.0935	0.2268	-0.0282	-0.0166	-0.0212	-0.2008	1.0000					
TANG	0.1044	0.0674	-0.1223	-0.0100	-0.0181	-0.0180	0.1193	-0.1028	1.0000				
LIQ	0.3568	0.2715	-0.0084	-0.0480	-0.0063	-0.0096	0.1912	-0.3053	-0.0952	1.0000			
MC	-0.0831	-0.0490	-0.2775	0.0881	0.0240	0.0442	-0.0054	0.0467	0.0339	-0.1753	1.0000		
CF	0.0522	0.1085	-0.0854	-0.1525	-0.0755	-0.0684	-0.0012	0.0674	-0.0050	0.0162	0.0357	1,0000	
GDP	0.0376	0.0586	-0.0192	-0.2332	-0.2849	-0.1814	-0.0598	0.0088	-0.0021	0.0028	-0.0195	0.4881	1,0000

Nguồn: Các tác giả tổng hợp

Bảng 4*Kết Quả Ước Lượng SGMM từ Mô Hình (1) và (2)*

Hệ số ước lượng	Biến phụ thuộc					
	(1)		(2)		(3)	
	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE
ROA_{t-1}	0.6689*** (26.95)		0.6172*** (28.44)		0.6735*** (28.14)	
ROE_{t-1}		0.7135*** (29.29)		0.7201*** (29.54)		0.713*** (29.62)
AVER_LNOVX	-0.0038*** (-2.90)	-0.0095*** (-3.04)				
STD_WTI			-0.0021*** (-2.72)	-0.0044*** (-2.59)		
STD_BRENT					-0.0026*** (-3.22)	-0.0069*** (-3.43)
GROWTH	0.0143*** (5.48)	0.0295*** (5.52)	0.0138*** (4.96)	0.0245*** (5.01)	0.0123*** (5.17)	0.0256*** (5.20)
LEV	-0.0208*** (-5.55)	0.0236*** (3.60)	-0.0266*** (-6.22)	0.0208*** (3.14)	-0.0222*** (-5.90)	0.0205*** (3.10)
TANG	-0.0027 (-0.42)	-0.0202 (-1.54)	-0.0108 (-0.48)	-0.0174 (-1.31)	-0.0032 (-0.49)	-0.0189 (-1.44)
LIQ	0.0774*** (4.85)	0.1161*** (3.39)	0.0603*** (3.28)	0.1089*** (3.16)	0.0738*** (4.60)	0.1080*** (3.12)
MC	-0.0023*** (-3.25)	-0.0050*** (-3.44)	-0.0031*** (-4.09)	-0.0046*** (-3.09)	-0.0022*** (-3.08)	-0.0048*** (-3.25)
CF	0.00004* (1.65)	0.00011* (1.90)	0.00008*** (3.46)	0.00015** (2.42)	0.00007** (2.53)	0.00019*** (2.92)
GDP	-0.0215 (-1.00)	-0.0624 (-1.23)	-0.0389 (-1.61)	-0.0651 (-1.19)	-0.0307 (-1.30)	-0.0892 (-1.62)
Hàng số	0.0611*** (4.15)	0.1038*** (3.46)	0.0710*** (4.81)	0.0764*** (2.62)	0.0537*** (3.94)	0.0874*** (3.00)
Số DN	356	356	356	356	356	356
Số biến công cụ	175	175	175	175	175	175
Kiểm định AR-1	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Kiểm định AR-2	0.368	0.188	0.256	0.167	0.327	0.158
Kiểm định Hansen	0.235	0.145	0.140	0.150	0.256	0.145

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%". Sai số chuẩn trong ngoặc đơn

Nguồn: Các tác giả tổng hợp

4.2.2. Ảnh hưởng biến động giá dầu thô quốc tế đến tỷ lệ chi phí trên doanh thu thuần của công ty

Để kiểm chứng rằng sự không chắc chắn của giá dầu có tác động tích cực đến chi phí của công ty, chúng tôi sử dụng biến CIR đo lường tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu thuần của các công ty. Bảng 5 báo cáo kết quả từ ước lượng SGMM về ảnh hưởng của các biến đại diện về biến động giá dầu thô quốc tế đến biến phụ thuộc CIR. Cột (1), (2), và (3) của Bảng 5, ba biến đại diện cho sự bất định của giá dầu thô quốc tế (AVER_LNOVX, STD_WTI, và STD_BRENT) đồng loạt có tác động cùng chiều đến tỷ lệ chi phí trên doanh thu thuần (CIR) của các DNNY trong mẫu, ở mức ý nghĩa thống kê 1%. Theo Demir (2009), khi giá dầu trở nên biến động hơn, các DN có xu hướng gánh chịu nhiều chi phí hơn từ sự bất định này, dẫn đến lợi nhuận kinh doanh giảm. Bên cạnh đó, sự biến động giá dầu ảnh hưởng đến giá tiêu dùng thông qua cơ chế cung cầu (Phan & ctg., 2019). Tỷ lệ CIR tăng cho thấy chi phí hoạt động đã vượt đáng kể doanh thu tạo ra của các DNNY tại Việt Nam. Kết quả hồi quy này phù hợp với kỳ vọng của nghiên cứu đã nêu trong giả thuyết H₃ và phù hợp với phát hiện của Vương và cộng sự (2024) tại Trung Quốc.

Không chỉ hệ số biến giải thích chính AVER_LNOVX mà hệ số các biến giải thích thay thế (STD_WTI và STD_BRENT) đều dương ở mức ý nghĩa thống kê 1%. Điều này chỉ ra rằng sự không chắc chắn gia tăng của giá dầu thô dẫn đến chi phí hoạt động của DN gia tăng đáng kể, chi phí hoạt động của DN phát sinh lớn hơn doanh thu thuần tạo ra, kết quả là lợi nhuận của các DNNY tại Việt Nam giảm đáng kể. Những phát hiện này củng cố giả thuyết H₃, đồng thời giải thích một cách thuyết phục tại sao tỷ suất sinh lợi của các DNNY tại Việt Nam có xu hướng giảm khi giá dầu ngày càng bất ổn. Kết quả đạt được nhấn mạnh vai trò quan trọng của hoạt động quản lý chi phí hiệu quả và áp dụng chiến lược quản lý rủi ro, nhằm giảm thiểu tác động tiêu cực từ sự biến động giá dầu thô quốc tế đến HQHĐ của các DNNY tại Việt Nam.

Tổng biến công cụ nhỏ hơn tổng quan sát trong các cột của Bảng 5, đảm bảo tính khả thi của các công cụ được sử dụng. Kiểm định AR-1 cho thấy p-value < 5%, xác nhận rằng tồn tại tương quan chuỗi bậc 1 trong phần dư. Bên cạnh đó, các kiểm định AR-2 trong các cột (1), (2) và (3) đều lớn hơn 5%, biểu hiện không có sự tương quan chuỗi bậc 2 trong phần dư của mô hình. Cuối cùng, các giá trị p-value của kiểm định Hansen cao hơn 5%, khẳng định rằng các biến công cụ được sử dụng là phù hợp, vấn đề nội sinh không tồn tại. Những kết quả kiểm định này chỉ ra rằng mô hình không chỉ không có tự tương quan và không có vấn đề về nội sinh khi áp dụng ước lượng SGMM. Do đó, các kết quả trong Bảng 5 là hoàn toàn phù hợp, hiệu quả, và đáng tin cậy.

Bảng 5

Kết Quả Ước Lượng SGMM từ Mô Hình (3)

Hệ số ước lượng	Biến phụ thuộc: CIR		
	(1)	(2)	(3)
CIR_{t-1}	0.7720*** (37.59)	0.7696*** (38.07)	0.7662*** (37.98)
AVER_LNOVX	0.0067*** (4.96)		
STD_WTI		0.0040*** (4.70)	

Hệ số ước lượng	Biến phụ thuộc: CIR		
	(1)	(2)	(3)
STD_BRENT			0.0058*** (5.75)
GROWTH	-0.0124*** (-4.67)	-0.0096*** (-3.74)	-0.0100*** (-3.89)
LEV	0.0067* (1.71)	0.0091** (2.30)	0.0096** (2.43)
TANG	0.0007 (0.10)	0.0017 (0.23)	0.0023 (0.31)
LIQ	-0.0354** (-1.97)	-0.0317* (-1.76)	-0.0311* (-1.73)
MC	-0.0023** (-2.28)	-0.0025** (-2.47)	-0.00216** (-2.55)
CF	-0.00008*** (-3.08)	-0.00010*** (-3.58)	-0.00012*** (-4.26)
GDP	0.0498* (1.82)	0.0545* (1.93)	0.0706** (2.47)
Hằng số	0.2338*** (7.76)	0.2519*** (8.38)	0.2514*** (8.39)
Số DN	356	356	356
Số biến công cụ	188	188	188
Kiểm định AR-1	0.000	0.000	0.000
Kiểm định AR-2	0.684	0.643	0.632
Kiểm định Hansen	0.147	0.155	0.164

Ghi chú: “*, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%”. Sai số chuẩn trong ngoặc đơn

Nguồn: Các tác giả tổng hợp

5. Kết luận và hàm ý

Bài viết đánh giá tác động của biến động giá dầu quốc tế đến hiệu quả hoạt động của các DNNY tại Việt Nam từ 2010 - 2022, sử dụng dữ liệu bảng và phương pháp ước lượng SGMM. Kết quả thực nghiệm chỉ ra sự gia tăng giá dầu thô quốc tế có ảnh hưởng tiêu cực đến HQHĐ của công ty, thông qua ba thước đo: ROA, ROE, và CIR. Các biến kiểm soát như tăng trưởng DN (GROWTH), đòn bẩy DN (LEV), tính thanh khoản (LIQ), giá trị thị trường DN (MC), và dòng tiền hoạt động (CF) đều có ảnh hưởng đáng kể, trong khi đó, tăng trưởng kinh tế (GDP) và cơ cấu tài sản (TANG) ảnh hưởng không đáng kể đến HQHĐ của các DNNY tại Việt Nam. Sự bất ổn giá dầu thô quốc tế làm tăng đáng kể chi phí hoạt động, hệ quả là gây xói mòn HQHĐ của các DNNY tại Việt Nam. Kết quả từ bài viết nhấn mạnh tầm quan trọng của việc quản lý rủi ro biến động giá dầu thô quốc tế trong chiến lược sản xuất kinh doanh và ổn định HQHĐ của các DNNY tại thị trường Việt Nam.

Để ổn định HQHĐ của các DNNY tại Việt Nam trong điều kiện biến động giá dầu thô quốc tế tăng mạnh, các nhà quản trị DN nên: (1) Thiết lập các biện pháp quản lý và phòng ngừa rủi ro biến động giá dầu, chẳng hạn như: sử dụng hợp đồng tương lai, đa dạng hóa nguồn cung cấp nguyên liệu, và tối ưu hóa chi phí nguyên liệu đầu vào; (2) Thường xuyên theo dõi, đánh giá, và dự báo biến động giá dầu giúp DN chủ động ứng phó với rủi ro biến động giá dầu thô gây ra; (3) Tối ưu hóa sử dụng nguyên liệu xăng, dầu trong quá trình sản xuất, đặc biệt khuyến khích sử dụng năng lượng xanh để giảm bớt sự phụ thuộc vào nguyên liệu xăng, dầu.

Các nhà hoạch định chính sách có vai trò then chốt trong việc hỗ trợ và tạo điều kiện thuận lợi cho DNNY trong điều kiện biến động giá dầu thô quốc tế tăng cao thông qua: (1) Can thiệp vào thị trường dầu trong nước nhằm bình ổn giá xăng, dầu thông qua việc kiểm soát giá hoặc dự trữ xăng, dầu. Điều này giúp bảo vệ các DNNY trong nước khỏi những cú sốc giá dầu thô (2) Hợp tác với các quốc gia trong khu vực và trên thế giới nhằm chia sẻ thông tin, kinh nghiệm, và công nghệ trong hoạt động quản lý rủi ro giá dầu, điều này giúp tận dụng và học hỏi kinh nghiệm để ứng phó với sự bất định khó lường của giá dầu thô; (3) Xây dựng một hệ thống dự báo quốc gia và cung cấp thông tin về diễn biến giá dầu thô quốc tế để các DN có thể tiếp cận, cập nhật, và dự đoán xu hướng một cách chính xác. Hệ thống này có thể bao gồm các báo cáo phân tích thị trường, dự báo giá dầu và các công cụ hỗ trợ ra quyết định; (4) Ban hành chính sách khuyến khích các DN trong nước gia tăng sử dụng “năng lượng xanh” hoặc “năng lượng tái tạo” trong quá trình hoạt động.

Tài liệu tham khảo

- Abdullah, H. (2021). Profitability and leverage as determinants of dividend policy: Evidence of Turkish financial firms. *Eurasian Journal of Management & Social Sciences*, 2(3), 15-30.
- Al-Jafari, M. K., & Samman, H. A. (2015). Determinants of profitability: Evidence from industrial companies listed on Muscat securities market. *Review of European Studies*, 7(11), 303-311.
- Alqahtani, A., & Klein, T. (2021). Oil price changes, uncertainty, and geopolitical risks: On the resilience of GCC countries to global tensions. *Energy*, 236, Article 121541.
- Alqahtani, A., Klein, T., & Khalid, A. (2019). The impact of oil price uncertainty on GCC stock markets. *Resources Policy*, 64, Article 101526.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Bagirov, M., & Mateus, C. (2019). Oil prices, stock markets, and firm performance: Evidence from Europe. *International Review of Economics & Finance*, 61, 270-288.
- Bakas, D., & Triantafyllou, A. (2018). The impact of uncertainty shocks on the volatility of commodity prices. *Journal of International Money and Finance*, 87, 96-111.
- Caporale, G. M., Ali, F. M., & Spagnolo, N. (2015). Oil price uncertainty and sectoral stock returns in China: A time-varying approach. *China Economic Review*, 34, 311-321.
- Demir, F. (2009). Financialization and manufacturing firm profitability under uncertainty and macroeconomic volatility: Evidence from an emerging market. *Review of Development Economics*, 13(4), 592-609.

- Diaz, E. M., Molero, J. C., & De Gracia, F. P. (2016). Oil price volatility and stock returns in the G7 economies. *Energy Economics*, 54, 417-430.
- Doğan, M. (2013). Does firm size affect the firm profitability? Evidence from Turkey. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(4), 53-59.
- Edelstein, P., & Kilian, L. (2009). How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices? *Journal of Monetary Economics*, 56(6), 766-779.
- Elder, J., & Serletis, A. (2010). Oil price uncertainty. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 42(6), 1137-1159.
- Ferderer, J. P. (1996). Oil price volatility and the macroeconomy. *Journal of Macroeconomics*, 18(1), 1-26.
- Goddard, J., Tavakoli, M., & Wilson, J. O. (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: Evidence from a dynamic panel model. *Applied Financial Economics*, 15(18), 1269-1282.
- Henriques, I., & Sadorsky, P. (2011). The effect of oil price volatility on strategic investment. *Energy Economics*, 33(1), 79-87.
- Huang, A. G. (2009). The cross section of cashflow volatility and expected stock returns. *Journal of Empirical Finance*, 16(3), 409-429.
<https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2009.01.001>
- Huang, R. D., Masulis, R. W., & Stoll, H. R. (1996). Energy shocks and financial markets. *Journal of Futures Markets*, 16(1), 1-27.
- Jo, S. (2014). The effects of oil price uncertainty on global real economic activity. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(6), 1113-1135.
- Kamal, J. B., Costa, M. D., & Habib, A. (2022). Oil price volatility, organization capital, and firm performance, 25(2), Article 11.
- Kocaaslan, O. K. (2019). Oil price uncertainty and unemployment. *Energy Economics*, 81, 577-583.
- Kocaarslan, B., Soytaş, M. A., & Soytaş, U. (2020). The asymmetric impact of oil prices, interest rates, and oil price uncertainty on unemployment in the US. *Energy Economics*, 86, Article 104625.
- Kormilitsina, A. (2011). Oil price shocks and the optimality of monetary policy. *Review of Economic Dynamics*, 14(1), 199-223.
- Lyngstadaas, H., & Berg, T. (2016). Working capital management: Evidence from Norway. *International Journal of Managerial Finance*, 12(3), 295-313.
- Nanda, S., & Panda, A. K. (2018). The determinants of corporate profitability: An investigation of Indian manufacturing firms. *International Journal of Emerging Markets*, 13(1), 66-86.
- Nguyen, H. T. L., Tran, G. T., Nguyen, T. L. N. (2015). The impact of oil prices on the economy of Vietnam. *Journal of Economic Development*, 2(4), 142-159
- Pattitoni, P., Petracci, B., & Spisni, M. (2014). Determinants of profitability in the EU-15 area. *Applied Financial Economics*, 24(11), 763-775.

- Peterson, W., Gijbbers, G., & Wilks, M. (2003). *An organizational performance assessment system for agricultural research organizations: Concepts, methods, and procedures*. <http://doi.org/10.22004/ag.econ.310698>
- Pindyck, R. S. (1991). Irreversibility, uncertainty, and investment. *Journal of Economic Literature*, 29(3), 1110-1148.
- Pham, B. T., & Sala, H. (2020). The macroeconomic effects of oil price shocks on Vietnam: Evidence from an over-identifying SVAR analysis. *The Journal of International Trade & Economic Development*, 29(8), 907-933.
- Phan, D. H. B., Tran, V. T., & Nguyen, D. T. (2019). Crude oil price uncertainty and corporate investment: New global evidence. *Energy Economics*, 77, 54-65.
- Phan, D. H. B., Tran, V. T., Nguyen, D. T., & Le, A. (2020). The importance of managerial ability on crude oil price uncertainty-firm performance relationship. *Energy Economics*, 88, Article 104778.
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9(1), 86-136.
- Rust, R. T., Moorman, C., & Dickson, P. R. (2002). Getting return on quality: Revenue expansion, cost reduction, or both? *Journal of Marketing*, 66(4), 7-24.
- Shao, L., Zhang, H., Chen, J., & Zhu, X. (2021). Effect of oil price uncertainty on clean energy metal stocks in China: Evidence from a nonparametric causality-in-quantiles approach. *International Review of Economics & Finance*, 73, 407-419.
- Song, X., & Yang, B. (2022). Oil price uncertainty, corporate governance, and firm performance. *International Review of Economics & Finance*, 80, 469-487.
- Trinh, P. T. T., & Vo, L. L. Đ. (2018). Tác động bất đối xứng của biến động giá dầu đến thị trường chứng khoán Việt Nam: Tiếp cận mô hình phi tuyến tính ARDL [The asymmetric impact of oil price volatility on Vietnam's stock market: A nonlinear ARDL approach]. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 9, 36-52.
- Vuong, G. T. H. (2024). Biến động giá dầu thô thế giới, đòn bẩy và sự ổn định của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Việt Nam [Oil price uncertainty, corporate leverage, and stability of listed companies on the Vietnamese stock exchanges]. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 323, 23-34.
- Vuong, G. T. H., Nguyen, M. H., & Hoang, K. (2024). Oil price uncertainty, oil pricing reform, and corporate profitability: The case of China. *Plos One*, 19(2), Article e0297554.
- Zhang, Y. J., & Wei, Y. M. (2010). The crude oil market and the gold market: Evidence for cointegration, causality and price discovery. *Resources Policy*, 35(3), 168-177.

