
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

Vương Thị Hương Giang

Khoa Tài Chính – Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh

Email: giangvth@hub.edu.vn

Mã bài: JED-1319

Ngày nhận bài: 24/07/2023

Ngày nhận bài sửa: 03/10/2023

Ngày duyệt đăng: 12/01/2024

DOI: 10.33301/JED.VI.1319

Tóm tắt:

Nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa sự không chắc chắn của giá dầu, đòn bẩy và sự ổn định của doanh nghiệp. Sử dụng mẫu dữ liệu bảng của các công ty niêm yết Việt Nam từ 2009-2022, kết quả thực nghiệm cho thấy sự bất ổn giá dầu tăng lên, tỷ lệ nợ của doanh nghiệp giảm xuống, đặc biệt là nợ dài hạn. Những phát hiện này rõ rệt hơn trong các doanh nghiệp sản xuất. Những phát hiện này là chắc chắn đối với phân tích sử dụng biến công cụ để giải quyết mối bận tâm về nội sinh. Tuy nhiên, sự không chắc chắn của giá dầu gia tăng không tác động đến sự ổn định của các doanh nghiệp Việt Nam. Nhìn chung, nghiên cứu này cung cấp bằng chứng cho thấy sự bất ổn giá dầu có ý nghĩa quan trọng đối với chính sách tài chính doanh nghiệp niêm yết Việt Nam.

Từ khóa: Biến động giá dầu, đòn bẩy, sự ổn định, doanh nghiệp niêm yết, Việt Nam.

Mã JEL: G30, G31, G32

Oil price uncertainty, corporate leverage, and stability of listed companies on the Vietnamese stock exchanges

Abstract:

This study examines the relationship between oil price uncertainty (OPU), corporate leverage, and the firm's stability. Using a panel sample of Vietnamese listed companies from 2009 to 2022, empirical results show that corporate debt ratios decrease as oil price uncertainty increases, especially long-term debts. These findings are more pronounced in manufacturing firms. These findings are consistent with analysis using instrumental variables to address endogeneity concerns. However, OPU does not affect the stability of Vietnamese enterprises. Overall, this paper provides evidence that OPU has an important implication for the financial policy of Vietnamese-listed firms.

Keywords: Oil price uncertainty (OPU), Corporate leverage, Firm stability, Listed companies, Vietnam.

JEL codes: G30, G31, G32.

1. Giới thiệu

Theo báo cáo thống kê của cơ quan thông tin năng lượng Hoa Kỳ (EIA) tính đến cuối năm 2022, một phần ba năng lượng trên thế giới đến từ dầu thô. Trên thị trường dầu thế giới, dầu thô Brent và WTI (West Texas Intermediate) được coi là hai loại dầu đóng vai trò tiêu chuẩn trong giao dịch dầu thô trên toàn cầu. Giá dầu thô quốc tế trải qua nhiều biến động từ năm 2009 đến năm 2022, có thể kể đến cuộc khủng hoảng giá dầu trong các giai đoạn 2008-2009, dư cung dầu mỏ 2014-2016, khủng hoảng giá dầu âm 2020, và xung

đột Nga-Ukraine. Điều này đã thúc đẩy nhiều học giả xem xét sự không chắc chắn của giá dầu ảnh hưởng đến các hoạt động kinh tế và thị trường tài chính. Biến động giá dầu thô ảnh hưởng trực tiếp đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp và mức độ tiêu dùng hàng hóa (Jo, 2014). Koirala & Ma (2020) cung cấp bằng chứng cho thấy sự bất ổn giá dầu có tác động tiêu cực đáng kể đến sản lượng thực tế và tổng đầu tư. Có nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng biến động giá dầu đến hiệu quả hoạt động, nắm giữ tiền mặt, và quyết định đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết (DNNY) tại nhiều thị trường trên thế giới (Chen & cộng sự, 2020; Bugshan, 2022).

Sự bất ổn giá dầu có thể ảnh hưởng đến đòn bẩy (tỷ lệ nợ) của doanh nghiệp qua hai kênh. Kênh thứ nhất, sự bất ổn của giá dầu tăng cao có thể dẫn đến việc cắt giảm nguồn tín dụng ngân hàng, do đó các doanh nghiệp buộc phải giảm tỷ lệ nợ (giảm tỷ lệ đòn bẩy trong cơ cấu vốn). Các nghiên cứu gần đây cho thấy rằng sự không chắc chắn gia tăng có thể làm trầm trọng thêm tình trạng bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và ngân hàng, đồng thời có khả năng làm gia tăng rủi ro vỡ nợ của công ty (Yarba & Güner, 2020). Do đó, các ngân hàng có xu hướng thắt chặt nguồn cung tín dụng và yêu cầu mức bù rủi ro cao hơn đối với doanh nghiệp. Do chi phí tài chính tăng, doanh nghiệp có xu hướng điều chỉnh cơ cấu vốn để duy trì tính linh hoạt về tài chính (Zhang & cộng sự, 2015). Kênh thứ hai, với động cơ phòng ngừa, sự bất ổn giá dầu tăng sẽ làm giảm đòn bẩy tài chính thông qua việc giảm nhu cầu tài chính. Các nghiên cứu trước đây cho thấy sự bất ổn giá dầu gia tăng có thể làm tăng tâm lý e ngại rủi ro, nắm giữ tiền mặt và chi tiêu đầu tư của các công ty (Chen & cộng sự, 2020). Tất cả những hành vi này cho thấy rằng các công ty sẽ giảm nhu cầu tài chính để vượt qua sự bất ổn về giá dầu. Kết quả là, sự bất ổn giá dầu gia tăng có thể thúc đẩy các công ty giảm nhu cầu tài trợ bên ngoài và do đó làm giảm đòn bẩy.

Theo số liệu thống kê của Tổng cục Hải quan từ năm 2016 đến tháng 06 năm 2022, mặc dù Việt Nam là quốc gia khai thác dầu thô, và có hoạt động xuất khẩu dầu thô, nhưng vẫn phải nhập một lượng dầu thô rất lớn để lọc (Bảng 1). Cũng theo số liệu thống kê của Tổng cục Hải quan, đến hết năm 2022, Việt Nam nhập khẩu khoảng 8,2 tỷ USD giá trị dầu thô. Nguyên nhân của vấn đề này, theo các chuyên gia phân tích, là do chủng loại dầu thô trong nước không hoàn toàn phù hợp với các nhà máy lọc hiện có tại Việt Nam. Thực tế, giá dầu quốc tế tăng cao đã gây ra những ảnh hưởng không nhỏ đối với kinh tế Việt Nam như ảnh hưởng đến điều hành chính sách tài khóa, công tác điều hành giá và lạm phát, rủi ro thâm hụt cán cân thương mại (Vũ Thị Huyền Trang và Nguyễn Việt Thắng, 2022). Ở cấp độ vĩ mô, biến động giá dầu diễn ra trên thế giới được dự báo có khả năng sẽ ảnh hưởng đến việc ra quyết định của các doanh nghiệp Việt Nam như: cơ cấu vốn, đầu tư, nắm giữ tiền mặt, số lượng sản phẩm sản xuất.

Bảng 1: Cán cân thương mại xăng dầu tại Việt Nam

Năm	Giá dầu Brent (USD/thùng)	Trị giá nhập khẩu (triệu USD)	Trị giá xuất khẩu (triệu USD)
2016	43,6	5101,9	3199,4
2017	54,1	7541,7	4321,9
2018	71,3	10382,8	4219,3
2019	64,3	9820,4	4063,7
2020	42,0	7139,6	2529,9
2021	70,9	9302,6	3203,5
6/2022	106,97	8295,6	2098,9

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ số liệu thống kê của Tổng cục Hải quan

Tại Việt Nam, xăng dầu được coi là mặt hàng thiết yếu, được bình ổn bởi quỹ bình ổn giá xăng dầu. Luật Giá số 11 ban hành năm 2012, quy định rõ “Xăng dầu thành phẩm tiêu thụ nội địa thuộc danh mục hàng hóa, dịch vụ thực hiện bình ổn giá”. Quản lý giá xăng dầu tại Việt Nam được thực hiện theo cơ chế thị trường, dưới sự điều tiết của Nhà Nước nhằm đảm bảo mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô. Theo hiểu biết tốt nhất của tác giả, chưa có nghiên cứu nào khám phá ảnh hưởng của biến động giá dầu thô đến quyết định cấu trúc vốn và sự ổn định của các doanh nghiệp tại thị trường Việt Nam trong giai đoạn 2009-2022. Trong khi đó, việc sử dụng năng lượng tái tạo tại Việt Nam còn hạn chế, đồng thời, Việt Nam có xu hướng tăng cường nhập

khẩu dầu thô trong thời gian gần đây. Vì vậy, khám phá tác động biến động dầu mỏ đến quyết định cấu trúc vốn và sự ổn định của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam là cấp thiết.

2. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu của Elder & Serletis (2009) là nghiên cứu đầu tiên khám phá tác động bất lợi của sự bất ổn giá dầu đối với các hoạt động kinh tế bằng cách sử dụng mô hình VAR và GARCH-in-Mean. Sau đó, nhiều nghiên cứu sâu rộng đã đánh giá tác động về sự không chắc chắn của giá dầu đối với sản lượng đầu ra, thị trường tài chính và các khía cạnh khác của nền kinh tế vĩ mô (Elder & Serletis, 2009, 2011; Koirala & Ma, 2020). Một số nghiên cứu tập trung xem xét tác động của sự bất ổn giá dầu tới các hoạt động kinh tế từ góc độ doanh nghiệp. Phần lớn trong số đó đều tập trung vào việc giá dầu không chắc chắn ảnh hưởng như thế nào đến các quyết định đầu tư và lợi nhuận cổ phiếu của các DNNY (Wang & cộng sự, 2017; Phan & cộng sự, 2020; Alaali, 2020; Koirala & cộng sự, 2020).

Chủ đề về tác động của sự bất ổn giá dầu đối với quyết định của các DNNY đã và đang được các nhà nghiên cứu khám phá rộng rãi, tuy nhiên, tác động của sự bất ổn giá dầu đối với cấu trúc vốn doanh nghiệp tương đối khan hiếm. Bên cạnh đó, các nghiên cứu hiện nay được thực hiện chủ yếu tại thị trường Mỹ và Trung Quốc. Ví dụ, Haushalter & cộng sự (2002) nghiên cứu độ nhạy cảm của giá trị vốn chủ sở hữu doanh nghiệp đối với sự bất ổn giá dầu tại Mỹ. Tiếp cận trên phương diện rủi ro, nghiên cứu của Gupta & Krishnamurti (2018) khám phá mối liên hệ giữa sự dằn dặt biến động giá dầu và việc chấp nhận rủi ro của các công ty Mỹ. Tại Trung Quốc, Chen & cộng sự (2020) chỉ ra rằng cú sốc giá dầu tác động ngược chiều đến quyết định đầu tư của các DNNY. Fan & cộng sự (2021) khảo sát sự biến động giá dầu đến đòn bẩy tài chính của các DNNY Trung Quốc. Kết quả nghiên cứu cho thấy sự bất ổn về giá dầu làm giảm đòn bẩy của DNNY thông qua việc gia tăng tín dụng thương mại và tăng xác suất kiệt quệ tài chính.

Rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã chứng minh, biến động giá dầu tăng khiến tốc độ tăng trưởng GDP nhiều quốc gia chậm lại (Elder và Serletis, 2011; Salisu & cộng sự, 2023) và các doanh nghiệp có xu hướng giảm đầu tư (Phan & cộng sự, 2020; Wang & cộng sự, 2017). Với sự biến động của tính hình chính trị thế giới, các nghiên cứu về mối quan hệ giữa sự bất ổn giá dầu ảnh hưởng đến tình trạng tài chính tổng quan của các công ty ngày càng được quan tâm. Phan & cộng sự (2020) chứng minh rằng sự bất ổn giá dầu có tác động xấu đến kết quả hoạt động của công ty. Nghiên cứu của Ren & cộng sự (2023) cho thấy sự không chắc chắn của giá dầu ảnh hưởng đến năng suất tổng hợp của doanh nghiệp. Ngoài ra, sự bất ổn định về giá dầu cũng làm tăng lên rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu ở các công ty ở Trung Quốc (Xiao & cộng sự, 2022). Nghiên cứu của Sun & cộng sự (2022) gần đây cho thấy sự gia tăng biến động giá dầu làm trầm trọng thêm rủi ro vỡ nợ của các công ty Trung Quốc. Nghiên cứu này cũng chỉ ra các tác động trung gian và điều tiết để chứng minh rằng biến động giá dầu gián tiếp làm trầm trọng thêm rủi ro vỡ nợ của công ty thông qua các kênh, chẳng hạn như đáo hạn nợ vay, khả năng thanh khoản suy yếu.

Với đặc trưng của một thị trường mới nổi, Việt Nam dễ bị tác động bởi những cú sốc từ thị trường quốc tế (Nguyen & cộng sự, 2023). Thêm vào đó, nguồn tài trợ vốn cho các doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu đến từ kênh tín dụng ngân hàng (Vuong & Nguyen, 2020). Tác động của biến động giá dầu thô thế giới đến đòn bẩy (cấu trúc vốn) cũng như sự ổn định của các DNNY trên sở giao dịch chứng khoán Việt Nam vẫn còn là những câu hỏi bị bỏ ngỏ. Dựa vào các lập luận đã trình bày, tác giả xây dựng hai giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết H1: Sự không chắc chắn giá dầu tác động tiêu cực đến đòn bẩy (tỷ lệ nợ) của doanh nghiệp.

Giả thuyết H2: Sự không chắc chắn giá dầu tác động tiêu cực đến sự ổn định của doanh nghiệp.

Theo Elder và Serletis (2011) và Aye & cộng sự. (2014), sự bất ổn giá dầu tăng cao sẽ dẫn đến sự sụt giảm sản lượng sản xuất và đầu tư của các doanh nghiệp, qua đó góp phần làm suy giảm tổng sản lượng sản xuất của nền kinh tế. Đây là cơ sở để kiểm chứng tác động của biến động giá dầu với đòn bẩy tài chính sẽ có khả năng trầm trọng hơn đối với các doanh nghiệp sản xuất (DNSX) so với các doanh nghiệp phi sản xuất (DNPSX). Thêm vào đó, theo lập luận của Lee & Wang (2021), các DNSX thường có xu hướng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn như một cơ chế phòng vệ để tránh khỏi rủi ro do sự biến động của các tác nhân vĩ mô gây ra. Mặt khác, khi trữ lượng tiền mặt doanh nghiệp gia tăng, doanh nghiệp sẽ giảm việc vay nợ (Vuong & cộng sự, 2022). Do đó, mối quan hệ giữa biến động giá dầu và đòn bẩy được dự đoán sẽ rõ rệt hơn trong các DNSX tại Việt Nam.

Giả thuyết H3: Tác động tiêu cực của biến động giá dầu đến đòn bẩy rõ rệt hơn trong các DNSX.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu này phân tích dữ liệu của các DNNY phi tài chính tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2009–2022, thu thập thông tin từ các báo cáo tài chính được công bố từ cơ sở dữ liệu Refinitiv Datastream/Thomson Reuter Eikon. Dữ liệu giá dầu thô Brent và WTI hàng ngày từ Báo cáo Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA) được thu thập trong khoảng thời gian từ năm 2009 tới năm 2022. Bên cạnh đó, tác giả thu thập dữ liệu cho biến động giá dầu thô COBE hàng ngày từ website www.cboe.com. Để tạo sự đồng nhất cho dữ liệu nghiên cứu, giai đoạn nghiên cứu được lựa chọn từ 2009-2022, do chỉ số OVX sẵn có trên cơ sở dữ liệu từ tháng 09 năm 2009 đến năm 2022.

3.2. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Theo Fan & cộng sự (2021), mô hình bảng (1) được xây dựng để kiểm tra mối quan hệ giữa sự không chắc chắn của giá dầu và đòn bẩy DNNY Việt Nam theo giả thuyết H1:

$$TD_{i,t} = \alpha + \beta * OPV_t + \kappa * KS_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} + \pi_i + \Upsilon_t(1)$$

trong đó: đại diện cho tổng đòn bẩy sổ sách của công ty (i) trong năm (t). Tiếp đó, thay thế biến TD trong phương trình (1) bằng hai biến LTD và STD để lần lượt đánh giá tác động của biến động giá dầu đến đòn bẩy (tỷ lệ nợ) dài hạn và ngắn hạn của các DNNY tại Việt Nam. Biến đại diện cho sự không chắc chắn về giá dầu. Biến được đo lường bằng độ lệch chuẩn giá dầu Brent trong năm (t), ký hiệu là STD_BRENT. Ngoài ra, để tăng tính chắc chắn của kết quả thực nghiệm trong mô hình (1), hai biến STD_WTI và AVERAGE_OVX được sử dụng để đại diện cho sự không chắc chắn của giá dầu. Hệ số của biến OPV, (β) đo lường mức độ mà sự bất ổn giá dầu ảnh hưởng đến đòn bẩy doanh nghiệp. Theo giả thuyết nghiên cứu H1, tác giả kì vọng rằng $\beta < 0$, hàm ý khi biến động giá dầu gia tăng, các DNNY Việt Nam có xu hướng giảm sử dụng đòn bẩy. Các biến kiểm soát (KS) trong mô hình (1) gồm có: TANG, NDTs, LIQ, GRSale, ROA, và SIZE. Hiệu ứng cố định doanh nghiệp (và thời gian) được đưa vào mô hình để giảm các tác động có thể xảy ra của các yếu tố cấp độ doanh nghiệp và thời gian không quan sát được. là số dư trong mô hình bảng (1).

Theo Sun & cộng sự (2022), mô hình bảng (2) được xây dựng để kiểm chứng mối quan hệ giữa sự không chắc chắn của giá dầu và rủi ro vỡ nợ của các DNNY Việt Nam theo giả thuyết H2:

$$Zscore_{i,t} = \alpha + \Omega * OPV_t + \kappa * KS_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} + \pi_i + \Upsilon_t(2)$$

trong đó: đại diện cho rủi ro vỡ nợ của công ty (i) trong năm (t); Biến Zscore được đo lường theo phương pháp của Altman (1968). Biến đại diện cho sự không chắc chắn về giá dầu. Hệ số của biến OPV, (Ω) đo lường mức độ mà sự bất ổn giá dầu ảnh hưởng đến rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp. Theo giả thuyết nghiên cứu H2, tác giả kì vọng rằng $\Omega < 0$, hàm ý khi sự không chắc chắn giá dầu gia tăng, các DNNY Việt Nam có nguy cơ đối mặt với rủi ro vỡ nợ cao hơn. Các biến kiểm soát trong mô hình (2) gồm có: TD, LIQ, TANG, AGE, ROA, GRTA, và SIZE. Hiệu ứng cố định doanh nghiệp (và thời gian) được đưa vào mô hình để giảm các tác động có thể xảy ra của các yếu tố cấp độ doanh nghiệp và thời gian không quan sát được. là số dư trong mô hình bảng (2).

Cuối cùng, để kiểm tra giả thuyết H3 về sự khác biệt tác động của biến động giá dầu đến đòn bẩy tài chính trong các DNSX và DNPSX, tác giả sử dụng mô hình bảng (3). Mô hình (3) được xây dựng và phát triển dựa trên mô hình bảng (1), như sau:

$$TD_{i,t} = \alpha + \beta * OPV_t + \delta * OPV_t * MAN_i + \kappa * KS_{i,t-1} + \mu_{i,t} + \pi_i + \Upsilon_t(3)$$

trong đó: MAN là biến giả, giá trị biến MAN bằng 1 nếu doanh nghiệp (i) là DNSX, và bằng 0 nếu doanh nghiệp (i) là DNPSX. Phân loại ngành theo SIC codes cho thấy, các DNSX là những doanh nghiệp có mã từ 2000-3999. Hệ số trong mô hình bảng (3) cho thấy sự khác biệt về tác động của biến động giá dầu đến đòn bẩy tài chính trong các DNSX và DNPSX tại Việt Nam theo kỳ vọng giả thuyết H3. Nghiên cứu sử dụng ước lượng Pooled OLS với hiệu ứng cố định để ước lượng các mô hình thực nghiệm (1), (2) và (3). Các biến được sử dụng trong các mô hình thực nghiệm được định nghĩa và đo lường trong Bảng 2.

Bảng 2: Định nghĩa và đo lường biến

Biến số	Tên	Cách tính biến
<i>Biến phụ thuộc</i>		
TD	Tổng đòn bẩy	Tổng nợ/Tổng tài sản
LTD	Đòn bẩy dài hạn	Tổng nợ dài hạn/Tổng tài sản
STD	Đòn bẩy ngắn hạn	Tổng nợ ngắn hạn/Tổng tài sản
Zscore	Rủi ro vỡ nợ	Alman's Z score (1968).
<i>Biến độc lập</i>		
<i>Biến kiểm soát</i>		
LIQ	Thanh khoản	Tiền và các khoản tương đương tiền/tổng tài sản
TANG	Tỷ lệ tài sản cố định	Tài sản cố định/Tổng tài sản
NDS	Lá chắn thuế phi nợ	Chi phí khấu hao/Tổng tài sản
AGE	Tuổi doanh nghiệp	Logarithm số năm doanh nghiệp chính thức niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Logarithm Tổng tài sản
ROA	Tỷ suất sinh lợi	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản
GRTA	Tăng trưởng tổng tài sản	Logarithm (Tổng tài sản (t)/Tổng tài sản (t-1))
GRSALE	Tăng trưởng tổng doanh thu	Logarithm (Tổng doanh thu (t)/Tổng doanh thu (t-1))
<i>Biến động giá dầu (OPV)</i>		
OPV_Brent	Biến động giá dầu Brent	Độ lệch chuẩn giá dầu Brent hàng ngày trong năm (t)
OPV_WTI	Biến động giá dầu WTI	Độ lệch chuẩn giá dầu WTI hàng ngày trong năm (t)
AVERAGE_OVX	Chỉ số biến động giá dầu OVX	Bình quân ngày chỉ số biến động giá dầu trong năm (t)

Theo Hasan & cộng sự (2022), để giải quyết vấn đề nội sinh và đảm bảo tính vững chắc của kết quả trong mô hình bảng (1), tác giả sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất hai giai đoạn (2SLS) với biến công cụ. Vấn đề nội sinh phát sinh từ sai lệch biến bị bỏ qua và quan hệ nhân quả, được giải quyết bằng việc sử dụng rủi ro địa chính trị trung bình hàng năm (AVERAGE_GPR) của hai nước tiêu thụ dầu thô lớn nhất thế giới làm (Mỹ và Trung Quốc) và hai nước xuất khẩu dầu mỏ lớn nhất thế giới (Nga và Ả rập Saudi) làm biến công cụ. Nghiên cứu của Noguera-Santaella (2016) cho thấy những bất ổn địa chính trị ảnh hưởng mạnh mẽ đến biến động giá dầu. Không có bằng chứng cho thấy sự không chắc chắn về địa chính trị có tác động trực tiếp đến nợ của các doanh nghiệp, cho thấy sự phù hợp của công cụ. Tuy nhiên, kiểm định Anderson-Rubin Wald (Giá trị P) và Thống kê Stock-Wright LMS (Giá trị P) sẽ xác nhận tính hợp lệ của biến công cụ (AVERAGE_GPR) được sử dụng.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả biến

Bảng 3 cho thấy kết quả thống kê của các biến được sử dụng trong các mô hình hồi quy. Biến TD có giá trị trung bình là 0,2216. Biến STD và LTD có giá trị bình quân lần lượt là 0,1496 và 0,0720, cho thấy nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu vốn của các DNNY Việt Nam. Tuổi trung bình (AGE) của các công ty khoảng 6,125 năm. Lá chắn thuế phi nợ (NDS) ở mức khá thấp (2,15%), cho thấy khả năng cao các DNNY tại Việt Nam tận dụng phần lớn lá chắn thuế từ nợ. Tăng trưởng doanh số (GRSALE) và tăng trưởng tổng tài sản (GRTA) đạt mức trung bình lần lượt là 8,37% và 9,48%. Tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) trung bình ở mức 7,18%. Tính thanh khoản của các công ty (LIQ) trung bình đạt 7,86%, quy mô doanh nghiệp bình quân (SIZE) của các DNNY Việt Nam bình quân đạt 20,4908. Zscore trung bình là 1,919, cho thấy rủi ro phá sản của các công ty nằm trong vùng xám. Cuối cùng, giá trị trung bình của biến động giá dầu bình quân năm (OPV_Brent, OPV_WTI và AVERAGE_OVX) lần lượt là 2,0269 và 1,9680.

Bảng 3: Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến số	Quan sát	Trung Bình	Độ lệch chuẩn	Tối thiểu	Tối đa
TD	7.464	0,2216	0,1875	0,0000	0,9500
LTD	7.464	0,0720	0,1180	0,0000	0,7889
STD	7.464	0,1496	0,1525	0,0000	0,9500
AGE	7.464	6,1650	4,3098	0,0000	16,0000
TANG	7.464	0,2550	0,2208	0,0000	0,9700
NDTS	7.464	0,0215	0,0301	0,0000	0,5397
GRSALE	7.171	0,0837	0,5138	-5,0210	5,5355
GRTA	7.173	0,0948	0,2649	-2,3026	5,5496
ROA	7.464	0,0718	0,0781	-0,7777	1,1661
LIQ	7.464	0,0786	0,0924	0,0000	0,9333
SIZE	7.464	20,4908	1,5888	16,0876	27,0863
Zscore	7.464	1,9190	1,4641	-5,8588	15,7444
OPV_Brent	7.464	2,0269	0,3722	1,4734	2,6955
OPV_WTI	7.464	1,9680	0,3972	1,3147	2,6061
AVERAGE_OVX	7.464	3,5928	0,2936	3,1118	4,1740

4.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

4.2.1. Ảnh hưởng của biến động giá dầu đến tỷ lệ nợ của các DNNY Việt Nam

Bảng 4: Ảnh hưởng biến động giá dầu đến đòn bẩy của các DNNY tại Việt Nam

Hệ số	Biến phụ thuộc: TD		
	(1)	(2)	(3)
L.TANG	0,1046*** (0,0292)	0,1046*** (0,0292)	0,1046*** (0,0292)
L.NDTS	-0,4835*** (0,1317)	-0,4835*** (0,1317)	-0,4835*** (0,1317)
L.LIQ	-0,0722*** (0,0215)	-0,0722*** (0,0215)	-0,0722*** (0,0215)
L.GRSALE	0,0029 (0,0025)	0,0029 (0,0025)	0,0029 (0,0025)
L.SIZE	0,0678*** (0,0071)	0,0678*** (0,0071)	0,0678*** (0,0071)
L.ROA	-0,0016*** (0,0004)	-0,0016*** (0,0004)	-0,0016*** (0,0004)
STD_BRENT	-0,1175*** (0,0189)		
STD_WTI		-0,1732*** (0,0279)	
AVERAGE_OVX			-0,3080*** (0,0495)
Hằng số	-0,9015*** (0,1263)	-0,7697*** (0,1218)	-0,0023 (0,1622)
Số quan sát	6418	6418	6418
R2	0,1246	0,1246	0,1246
Số doanh nghiệp	689	689	689
Hiệu ứng năm	Có	Có	Có
Hiệu ứng doanh nghiệp	Có	Có	Có

Chú thích: Sai số chuẩn mạnh thể hiện trong ngoặc đơn (). *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

Bảng 5: Ảnh hưởng biến động giá dầu đến đòn bẩy dài hạn và ngắn hạn của các DNNY tại Việt Nam

Hệ số	(1)		(2)		(3)	
	LTD	STD	LTD	STD	LTD	STD
L.TANG	0,1106*** (0,0222)	-0,0059 (0,0182)	0,1106*** (0,0222)	-0,0059 (0,0182)	0,1106*** (0,0222)	-0,0059 (0,0182)
L.NDTS	-0,3907*** (0,0980)	-0,0928 (0,0794)	-0,3907*** (0,0980)	-0,0928 (0,0794)	-0,3907*** (0,0980)	-0,0928 (0,0794)
L.LIQ	0,0019 (0,0128)	-0,0743*** (0,0176)	0,0019 (0,0128)	-0,0743*** (0,0176)	0,0019 (0,0128)	-0,0743*** (0,0176)
L.GRSALE	0,0007 (0,0016)	0,0022 (0,0019)	0,0007 (0,0016)	0,0022 (0,0019)	0,0007 (0,0016)	0,0022 (0,0019)
L.SIZE	0,0365*** (0,0049)	0,0314*** (0,0056)	0,0365*** (0,0049)	0,0314*** (0,0056)	0,0365*** (0,0049)	0,0314*** (0,0056)
L.ROA	-0,0009*** (0,0002)	-0,0007*** (0,0003)	-0,0009*** (0,0002)	-0,0007*** (0,0003)	-0,0009*** (0,0002)	-0,0007*** (0,0003)
STD_BRENT	-0,0846*** (0,0138)	-0,0326** (0,0134)				
STD_WTI			-0,1247*** (0,0204)	-0,0480** (0,0198)		
AVERAGE_OVX					-0,2217*** (0,0363)	-0,0854** (0,0352)
Hàng số	-0,4945*** (0,0864)	-0,4072*** (0,1022)	-0,3996*** (0,0825)	-0,3706*** (0,0994)	0,1529 (0,1124)	-0,1579 (0,1248)
Số quan sát	6418	6418	6418	6418	6418	6418
R2	0,1177	0,0396	0,1177	0,0396	0,1177	0,0396
Số doanh nghiệp	689	689	689	689	689	689
Hiệu ứng năm	Có	Có	Có	Có	Có	Có
Hiệu ứng doanh nghiệp	Có	Có	Có	Có	Có	Có

Chú thích: Sai số chuẩn mạnh thể hiện trong ngoặc đơn (). *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

Kết quả nghiên cứu ở Bảng 4 cho thấy tác động biến động giá dầu thô thế giới. Trong cột (1), (2) và (3), cả ba đại diện của biến động giá dầu thô thế giới có tác động âm và có ý nghĩa đến tổng đòn bẩy tài chính (TD) của các công ty trong mẫu. Việc tăng biến động giá dầu như một dấu hiệu của sự tăng lên trong rủi ro kinh tế, dẫn đến việc các doanh nghiệp sẽ lựa chọn phụ thuộc vào tín dụng thương mại thay vì nợ để tránh rủi ro phá sản (Fan & cộng sự, 2021). Kết quả là, các DNNY tại Việt Nam giảm đòn bẩy trong cơ cấu vốn. Phát hiện này phù hợp với phát hiện của Fan & cộng sự (2021) tại các DNNY Trung Quốc. Nói cách khác, các DNNY tại Việt Nam có xu hướng giảm tỷ lệ nợ của họ khi sự bất ổn giá dầu tăng lên. Bảng 5 cho thấy biến động giá dầu có tác động đáng kể đến đòn bẩy dài hạn hơn so với đòn bẩy ngắn hạn. Nói cách khác, khi biến động giá dầu trở nên biến động mạnh, các DNNY Việt Nam có xu hướng cắt giảm đáng kể nợ dài hạn hơn nợ ngắn hạn. Có hai lý do để giải thích vấn đề này như sau. Thứ nhất, nợ ngắn hạn có thể giảm thiểu rủi ro tín dụng bởi nó cho phép người cho vay thường xuyên giám sát và tái đánh giá các khoản vay (Stulz, 2000). Do đó, trong thời kỳ giá dầu không chắc chắn cao, người cho vay có xu hướng cung cấp các khoản vay ngắn hạn nhiều hơn là các khoản vay dài hạn để tránh rủi ro tái cấp vốn (Hasan & cộng sự, 2022). Thứ hai, các khoản nợ dài hạn có rủi ro định giá sai cao hơn, vì nó nhạy cảm hơn khi giá trị công ty thay đổi (Flannery, 1986), việc định giá sai như vậy phổ biến hơn khi có sự hiện diện của sự không chắc chắn (Datta & cộng sự, 2019).

Kết quả giải quyết nội sinh bằng ước lượng 2SLS được trình trong Bảng 6 với biến công cụ AVERAGE_GPR. Kết quả thực nghiệm trong giai đoạn 1 cũng cho thấy một mối quan hệ cùng chiều giữa biến động giá dầu và rủi ro địa chính trị bình quân của Mỹ, Trung Quốc, Nga, Ả rập Saudi. Kết quả này phù hợp với lập luận của Hasan & cộng sự (2022) về mối quan hệ giữa rủi ro địa chính trị và sự bất ổn của giá dầu. Trong

giai đoạn 2, mối liên hệ giữa biến động giá dầu (STD_BRENT) và các biến đòn bẩy (TD, LTD, và STD) tương tự như kết quả đạt được ở Bảng 4 và Bảng 5. Sau khi loại bỏ vấn đề nội sinh, biến động giá dầu có ảnh hưởng tiêu cực và đáng kể đến các đòn bẩy tài chính của các DNNY ở Việt Nam.

**Bảng 6: Giải quyết vấn đề nội sinh mô hình (1)
bằng ước lượng 2SLS**

Hệ số	(1)	(2)	(3)
	TD	LTD	STD
<i>Giai đoạn 1:</i>			
AVERAGE_GPR	0,5874*** (0,0173)	0,5874*** (0,0173)	0,5874*** (0,0173)
<i>Giai đoạn 2:</i>			
STD_BRENT	-0,0438*** (0,0075)	-0,0141*** (0,0050)	-0,0295*** (0,0060)
L.TANG	0,1193*** (0,0134)	0,1221*** (0,0089)	-0,0026 (0,0107)
L.NDTS	-0,7333*** (0,0584)	-0,5496*** (0,0388)	-0,1825*** (0,0466)
L.LIQ	-0,0652*** (0,0173)	0,0064 (0,0115)	-0,0718*** (0,0138)
L.GRSALE	0,0069*** (0,0025)	0,0035** (0,0017)	0,0036* (0,0020)
L.SIZE	0,0471*** (0,0028)	0,0225*** (0,0018)	0,0246*** (0,0022)
L.ROA	-0,0013*** (0,0002)	-0,0007*** (0,0002)	-0,0007*** (0,0002)
Hằng số	-0,6549*** (0,0550)	-0,3788*** (0,0365)	-0,2763*** (0,0439)
Số quan sát	6418	6418	6418
Số doanh nghiệp (DN)	668	668	668
Kiểm định Anderson-Rubin Wald (Giá trị P)	0,0000	0,0000	0,0000
Thống kê Stock-Wright LMS (Giá trị P)	0,0000	0,0000	0,0000

Chú thích: Sai số chuẩn mạnh thể hiện trong ngoặc đơn (). *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

4.2.2. Ảnh hưởng của biến động giá dầu đến sự ổn định của các DNNY Việt Nam

Bảng 7 trình bày kết quả về tác động của biến động giá dầu đối với sự ổn định của DNNY tại Việt Nam. Kết quả ước lượng của ba đại diện của biến OPV (STD_BRENT, STD_WTI, và AVERAGE_OVX) và biến phụ thuộc Zscore được trình bày trong Cột (1), (2) và (3). Trong Cột (1), (2) và (3), hệ số biến STD_BRENT, STD_WTI và AVERAGE_OVX âm nhưng không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này hàm ý rằng khi mức độ không chắc chắn của giá dầu tăng không ảnh hưởng đến hệ số Zscore của doanh nghiệp, hay không ảnh hưởng đến rủi ro vỡ nợ và sự ổn định của các DNNY Việt Nam. Trái ngược với dự đoán của Sun & cộng sự (2022), những nỗ lực của Chính phủ Việt Nam và Bộ Công Thương trong việc kiểm soát biến động quá mức của giá dầu thô tại Việt Nam nhằm mục tiêu ổn định vĩ mô, kiểm soát lạm phát đã góp phần duy trì ổn định DNNY trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

4.2.3. Ảnh hưởng của biến động giá dầu đến tỷ lệ nợ của các DNNY Việt Nam trong lĩnh vực sản xuất

Cuối cùng, nghiên cứu xem xét sâu hơn mối quan hệ ngược chiều giữa biến động giá dầu và đòn bẩy đối với các DNSX. Hệ số biến STD_BRENT và $MAN \cdot STD_BRENT$ trong Bảng 8 âm và có ý nghĩa thống kê trong cả ba cột (1), (2), và (3) cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa sự bất ổn của giá dầu và tỷ lệ nợ rõ ràng hơn đối với các DNSX. Chi phí sản xuất và chi phí hoạt động lớn ở các DNSX khiến cho những doanh

ngành này trở nên nhạy cảm đối với sự thay đổi, bất ổn trong nền kinh tế. So sánh hệ số biến MAN*STD_BRENT trong Cột (2) và (3) ta thấy trong trường hợp gia tăng biến động giá dầu, các công ty sản xuất có xu hướng giảm đòn bẩy dài hạn đáng kể hơn đòn bẩy ngắn hạn. Bằng cách này điều chỉnh cấu trúc nợ này, các DNNY Việt Nam có thể kiểm soát và quản lý các rủi ro tín dụng khi phải đối mặt với sự không chắc chắn gia tăng từ nhân tố vĩ mô, cụ thể là giá dầu.

Bảng 7: Tác động biến động giá dầu đến rủi ro phá sản của các DNNY tại Việt Nam

Hệ số	Biến phụ thuộc: Zscore		
	(1)	(2)	(3)
L.TD	-0,5823*** (0,1748)	-0,5823*** (0,1748)	-0,5823*** (0,1748)
L.LIQ	0,3482** (0,1467)	0,3482** (0,1467)	0,3482** (0,1467)
L.TANG	-0,7940*** (0,1278)	-0,7940*** (0,1278)	-0,7940*** (0,1278)
L.AGE	0,0220 (0,0397)	0,0220 (0,0397)	0,0220 (0,0397)
L.ROA	0,0251*** (0,0031)	0,0251*** (0,0031)	0,0251*** (0,0031)
L.SIZE	-0,0763* (0,0435)	-0,0763* (0,0435)	-0,0763* (0,0435)
L.GRTA	-0,0245 (0,0438)	-0,0245 (0,0438)	-0,0245 (0,0438)
STD_BRENT	-0,2755 (0,6744)		
STD_WTI		-0,4059 (0,9935)	
AVERAGE_OVX			-0,7218 (1,7670)
Hằng số	4,1318*** (1,4407)	4,4408** (2,1041)	6,2395 (6,3902)
Số quan sát	6438	6438	6438
R2	0,1122	0,1122	0,1122
Số doanh nghiệp (DN)	689	689	689
Hiệu ứng năm	Có	Có	Có
Hiệu ứng DN	Có	Có	Có

Chú thích: Sai số chuẩn mạnh thể hiện trong ngoặc đơn (). *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

5. Kết luận và Hàm ý chính sách

Nghiên cứu này xem xét tác động của biến động giá dầu thô quốc tế đến đòn bẩy và sự ổn định của các DNNY Việt Nam trên hai sở giao dịch chứng khoán HOSE và HNX từ năm 2009 đến năm 2022. Kết quả cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa biến động giá dầu thô quốc tế và đòn bẩy tài chính của các DNNY, bao gồm tổng đòn bẩy, đòn bẩy ngắn hạn, và đòn bẩy dài hạn. Phân tích sâu hơn cho thấy biến động giá dầu có tác động mạnh hơn đến đòn bẩy dài hạn so với đòn bẩy ngắn hạn của các DNNY Việt Nam. Ngoài ra, kết quả thực nghiệm cũng cho thấy một mối tương quan dương giữa biến động giá dầu và rủi ro địa chính trị tại các quốc gia xuất khẩu và nhập khẩu dầu lớn nhất trên thế giới. Tác động tiêu cực của sự bất ổn giá dầu thô quốc tế đến tỷ lệ nợ trong DNSX rõ ràng hơn trong DNPSX. Khi giá dầu biến động mạnh, các DNSX thường có xu hướng giảm đáng kể đòn bẩy dài hạn để tránh rủi ro phá sản.

Bảng 8: Tác động của biến động giá dầu đến đòn bẩy của DNSX và DNPSX tại Việt Nam

Hệ số	(1)	(2)	(3)
	TD	LTD	STD
L.TANG	0,1047*** (0,0292)	0,1106*** (0,0221)	-0,0059 (0,0182)
L.NDTS	-0,4858*** (0,1314)	-0,3921*** (0,0978)	-0,0938 (0,0793)
L.LIQ	-0,0722*** (0,0214)	0,0019 (0,0128)	-0,0743*** (0,0176)
L.GRSALE	0,0028 (0,0025)	0,0007 (0,0016)	0,0022 (0,0019)
L.SIZE	0,0679*** (0,0070)	0,0365*** (0,0049)	0,0314*** (0,0056)
L.ROA	-0,0016*** (0,0004)	-0,0009*** (0,0002)	-0,0007*** (0,0003)
STD_BRENT	-0,1132*** (0,0189)	-0,0819*** (0,0138)	-0,0308** (0,0135)
MAN*STD_BRENT	-0,0117** (0,0055)	-0,0072** (0,0034)	-0,0049 (0,0046)
Hàng số	-0,9028*** (0,1260)	-0,4953*** (0,0863)	-0,4077*** (0,1022)
Số quan sát	6418	6418	6418
R2	0,1251	0,1181	0,0398
Số doanh nghiệp (DN)	689	689	689
Hiệu ứng năm	Có	Có	Có
Hiệu ứng DN	Có	Có	Có

Chú thích: Sai số chuẩn mạnh thể hiện trong ngoặc đơn (). *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

Kết quả nghiên cứu đạt được từ nghiên cứu gợi mở một số hàm ý cho cả nhà quản trị doanh nghiệp và các nhà hoạch định chính sách tại Việt Nam. Đối với các DNNY, đặc biệt là các DNSX, các nhà quản trị cần cân nhắc mức độ biến động giá dầu để đưa ra quyết định về đòn bẩy tài chính phù hợp. Việc xem xét này bao gồm tổng nợ vay và kỳ hạn nợ (nợ ngắn hạn và dài hạn) nhằm giảm thiểu tối đa rủi ro tín dụng. Đối với các nhà hoạch định chính sách, kết quả nghiên cứu nhấn mạnh tầm quan trọng của việc tìm kiếm các giải pháp để giảm thiểu tác động của biến động giá dầu lên các doanh nghiệp. Biến động giá dầu tăng khiến các doanh nghiệp có xu hướng giảm tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn, kết quả là doanh nghiệp sẽ gia tăng nắm giữ tiền mặt và giảm mở rộng đầu tư và sản xuất do động cơ phòng ngừa được kích hoạt. Bởi vậy, đảm bảo nguồn cung tín dụng lãi suất thấp cho doanh nghiệp là cần thiết trong bối cảnh biến động giá dầu tăng cao. Hơn thế nữa, các DNSX chịu tác động mạnh hơn từ sự bất ổn giá dầu, các doanh nghiệp này nên là trọng tâm trong việc hoạch định chính sách liên quan.

Tài liệu tham khảo

- Altman, E. I. (1968), 'Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy', The Journal of Finance, 23(4), 589-609. DOI: <https://doi.org/10.2307/2978933>.
- Alaali, F., (2020), 'The effect of oil and stock price volatility on firm level investment: the case of UK firms', Energy Economics, 87, 104731. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2020.104731>.

- Aye, G. C., Dadam, V., Gupta, R., & Mamba, B. (2014), 'Oil price uncertainty and manufacturing production', *Energy Economics*, 43, 41-47. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2014.02.004>.
- Bugshan, A. (2022), 'Oil price volatility and corporate cash holding', *Journal of Commodity Markets*, 28, 100237. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcomm.2021.100237>.
- Chen, X., Li, Y., Xiao, J., & Wen, F. (2020), 'Oil shocks, competition, and corporate investment: Evidence from China', *Energy Economics*, 89, 104819. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2020.104819>
- Datta, S., Doan, T., & Iskandar-Datta, M. (2019), 'Policy uncertainty and the maturity structure of corporate debt', *Journal of Financial Stability*, 44, 100694. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2019.100694>.
- Fan, Z., Zhang, Z., & Zhao, Y. (2021), 'Does oil price uncertainty affect corporate leverage? Evidence from China', *Energy Economics*, 98, 105252. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2021.105252>.
- Flannery, M. J. (1986), 'Asymmetric information and risky debt maturity choice', *The Journal of Finance*, 41(1), 19-37. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1986.tb04489.x>.
- Gupta, K., & Krishnamurti, C. (2018), 'Do macroeconomic conditions and oil prices influence corporate risk-taking?', *Journal of Corporate Finance*, 53, 65-86. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.10.003>.
- Haushalter, G. D., Heron, R. A., & Lie, E. (2002), 'Price uncertainty and corporate value', *Journal of Corporate Finance*, 8(3), 271-286. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00043-8](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00043-8).
- Hasan, M. M., Asad, S., & Wong, J. B. (2022), 'Oil price uncertainty and corporate debt maturity structure', *Finance Research Letters*, 46, 102278. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102278>.
- Jo, S. (2014), 'The effects of oil price uncertainty on global real economic activity', *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(6), 1113-1135. DOI: <https://doi.org/10.1111/jmcb.12135>.
- Koirala, N. P., & Ma, X. (2020), 'Oil price uncertainty and US employment growth', *Energy Economics*, 91, 104910. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2020.104910>.
- Elder, J., & Serletis, A. (2011), 'Volatility in oil prices and manufacturing activity: An investigation of real options', *Macroeconomic Dynamics*, 15(S3), 379-395. DOI: <https://doi.org/10.1017/S1365100511000630>.
- Elder, J., & Serletis, A. (2009), 'Oil price uncertainty in Canada', *Energy Economics*, 31(6), 852-856. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2009.05.014>.
- Lee, C. C., & Wang, C. W. (2021), 'Firms' cash reserve, financial constraint, and geopolitical risk', *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101480. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101480>.
- Nguyen, H. M., Bakry, W., & Vuong, T. H. G. (2023), 'COVID-19 pandemic and herd behavior: Evidence from a frontier market', *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 38, 100807. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2023.100807>.
- Noguera-Santaella, J. (2016), 'Geopolitics and the oil price', *Economic Modelling*, 52, 301-309. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.08.018>.
- 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, 104778. DOI: [10.1016/j.eneco.2020.104778](https://doi.org/10.1016/j.eneco.2020.104778).
- Salisu, A. A., Gupta, R., & Olaniran, A. (2023), 'The effect of oil uncertainty shock on real GDP of 33 countries: a global VAR approach', *Applied Economics Letters*, 30(3), 269-274. DOI: <https://doi.org/10.1080/13504851.2021.1983134>.
- Stulz, R. M. (2000), 'Financial structure, corporate finance and economic growth', *International Review of Finance*, 1(1), 11-38. DOI: <https://doi.org/10.1111/1468-2443.00003>.
- Sun, J., Ren, X., Sun, X., & Zhu, J. (2022), 'The influence of oil price uncertainty on corporate debt risk: Evidence from China', *Energy Reports*, 8, 14554-14567. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.egy.2022.10.446>.
- Vũ Thị Huyền Trang & Nguyễn Việt Thắng (2022), 'Ảnh hưởng của biến động giá dầu đến kinh tế Việt Nam năm 2022', *Tạp chí Kinh tế tài chính Việt Nam*, 4, 49-60.
- Vuong, T. H. G., Dao, T. H., Le, T. T. H., & Nguyen, H. M. (2022), 'Debts and corporate cash holdings: Evidence from ASEAN-5', *Investment Management and Financial Innovations*, 19(1), 186-200. DOI: [10.21511/](https://doi.org/10.21511/)

imfi.19(1).2022.14.

- Vuong, G. T. H., & Nguyen, M. H. (2020), 'Revenue diversification and banking risk: Does the state ownership matter? Evidence from an emerging market', *Annals of Financial Economics*, 15(04), 2050019. DOI: <https://doi.org/10.1142/S2010495220500190>.
- Xiao, J., Chen, X., Li, Y., & Wen, F. (2022), 'Oil price uncertainty and stock price crash risk: Evidence from China', *Energy Economics*, 112, 106118. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2022.106118>.
- Yarba, I., & Güner, Z. N. (2020), 'Uncertainty, macroprudential policies and corporate leverage: Firm-level evidence', *Central Bank Review*, 20(2), 33-42. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.cbrev.2020.03.005>.
- Zhang, G., Han, J., Pan, Z., & Huang, H. (2015), 'Economic policy uncertainty and capital structure choice: Evidence from China', *Economic Systems*, 39(3), 439-457. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2015.06.003>.
- Wang, Y., Xiang, E., Cheung, A.W.K., Ruan, W., & Hu, W., (2017), 'International oil price uncertainty and corporate investment: evidence from China's emerging and transition economy', *Energy Economics*, 61, 330–339. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2016.11.024>.