

---

# MỐI QUAN HỆ GIỮA BẤT ĐỊNH VỀ KINH TẾ VĨ MÔ VÀ CẤU TRÚC KỶ HẠN NỢ: NGHIÊN CỨU TẠI CÁC DOANH NGHIỆP TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

**Nguyễn Tuấn Anh**

*Trường Đại học Kinh tế Quốc dân  
Email: nguyentuananh@neu.edu.vn*

**Trần Thị Thùy Dung**

*Trường Đại học Kinh tế Quốc dân  
Email: dungtran@neu.edu.vn*

**Lê Đức Hoàng**

*Trường Đại học Kinh tế Quốc dân  
Email: leduchoang@neu.edu.vn*

Mã bài: JED-1049

Ngày nhận: 29/11/2022.

Ngày nhận bản sửa: 15/02/2023.

Ngày duyệt đăng: 14/04/2023.

DOI: 10.33301/JED.VI.1049

## **Tóm tắt:**

Nghiên cứu này nhằm phân tích ảnh hưởng của bất định về kinh tế vĩ mô đến cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp. Tác giả sử dụng mô hình hồi quy nhân tố cố định FEM với điều tiết tác động của công ty và của ngành theo cách phân ngành chuẩn ICB của FiinPro. Dữ liệu nghiên cứu bao gồm 1141 doanh nghiệp trên thị chứng khoán (HOSE, HNX, UPCOME, OTC) trong giai đoạn 2009-2021. Kết quả cho thấy khi bất định về kinh tế vĩ mô tăng lên, doanh nghiệp có xu hướng sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn. Bên cạnh đó, tác giả cũng chỉ ra tác động cùng chiều của bất định về kinh tế vĩ mô tới chi tiêu vốn, là những khoản đầu tư thường được tài trợ bởi nợ dài hạn. Ngoài chỉ số Bất định kinh tế Việt Nam, nghiên cứu còn sử dụng thêm 03 chỉ tiêu đo lường bất định về kinh tế vĩ mô của Việt Nam khác bao gồm: Biến động lạm phát, biến động GDP và biến động tỷ giá hối đoái.

**Từ khóa:** Chi tiêu vốn, kỳ hạn nợ, hạn chế tài chính, bất định kinh tế vĩ mô.

**Mã JEL:** C58, G3, 016.

## **The relationship between macroeconomic uncertainty and debt maturity structure: Evidence at Vietnamese listed firms**

### **Abstract:**

This study examines the effects of macroeconomic uncertainty on corporate debt maturity structure. The author uses fixed-effect regression models (FEM) with firm- or industry- fixed effects, in which industries are classified using FiinPro's Industry Classification Benchmark. The sample includes 1,141 firms on Vietnam's stock exchanges including HOSE, HNX, UPCOM, OTC during the period from 2009-2021. The results indicate that firms are likely to use more long-term debt when macroeconomic uncertainty increases. Moreover, the research finds a positive relation between macroeconomic uncertainty and capital expenditure, long-term corporate investment that is mainly financed by long-term debt. In addition to the World Uncertainty Index for Vietnam (WUIVNM), the study employs three alternative measures of macroeconomic uncertainty, including inflation volatility, GDP volatility, and foreign exchange rate volatility.

**Keywords:** Capital expenditure, debt maturity, finance distress, macroeconomic uncertainty.

**JEL codes:** C58, G3, 016.

---

## 1. Giới thiệu

“Tôi sẽ sử dụng hai từ để mô tả tình trạng của thế giới ngày nay: *bất định (uncertainty)* và *bất ổn (instable)*”, Ông António Guterres, Tổng thư ký Liên Hợp Quốc phát biểu tại Hội nghị thường niên Diễn đàn Kinh tế Thế giới 2020, Davos, Thụy Sĩ.

Nhiều sự kiện trong những năm gần đây như khủng hoảng kinh tế toàn cầu, khủng hoảng năng lượng, chia rẽ chính trị, chiến tranh thương mại, đại dịch Covid, chiến tranh Nga - Ukraina đã làm tăng sự quan tâm đến bất định về kinh tế vĩ mô và cho thấy môi trường kinh doanh của các công ty liên tục biến động do những thay đổi trong các sự kiện và các yếu tố gây bất định trong nền kinh tế. Cấu trúc kỳ hạn nợ, tức là tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ, có liên hệ chặt chẽ đến các hoạt động tài chính của công ty thông qua các nghiên cứu về liên hệ giữa cấu trúc kỳ hạn nợ và đòn bẩy tài chính của Barclay & cộng sự (2003), cấu trúc kỳ hạn nợ và thanh khoản của Harford & cộng sự (2014) và cấu trúc kỳ hạn nợ với giá cổ phiếu của Datta & cộng sự (2000).

Bất định về kinh tế vĩ mô ảnh hưởng đến các điều khoản và chi phí nợ, do đó ảnh hưởng đến việc lựa chọn cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty. Nợ là nguồn tài chính quan trọng đối với các doanh nghiệp và cũng là nguồn tài trợ dễ bị tổn thương bởi các xung đột của thị trường. Trong đó, bất định về kinh tế vĩ mô là một phần kết quả của xung đột đó, vì vậy bất định về kinh tế vĩ mô có mối quan hệ như thế nào với cấu trúc kỳ hạn nợ là một câu hỏi rất đáng quan tâm. Bài báo này với chủ đề nghiên cứu: “*Mối quan hệ giữa bất định về kinh tế vĩ mô và cấu trúc kỳ hạn nợ. Nghiên cứu tại các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam*” sẽ giúp giải đáp phần nào câu hỏi nêu trên.

Nghiên cứu sử dụng mẫu gồm 1141 công ty giai đoạn 2009-2021 với mô hình hồi quy nhân tố cố định FEM. Kết quả cho thấy khi bất định về kinh tế vĩ mô tăng lên, doanh nghiệp có xu hướng sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn. Để củng cố thêm kết quả của nghiên cứu, nhóm tác giả chỉ ra tương quan cùng chiều giữa bất định về kinh tế vĩ mô và chi tiêu vốn (CAPEX), là những khoản đầu tư thường được tài trợ bởi nợ dài hạn. Ngoài chỉ số bất định kinh tế Việt Nam (WUIVNM), tác giả còn sử dụng 03 cách đo lường khác làm đại diện cho bất định về kinh tế vĩ mô bao gồm biến động tỷ lệ lạm phát, biến động tổng sản phẩm nội địa (GDP) và biến động tỷ giá hối đoái và kết quả về mối quan hệ không bị ảnh hưởng.

Nghiên cứu bổ sung thêm nguồn tài liệu học thuật về mối liên hệ thuận chiều giữa bất định về kinh tế vĩ mô và cấu trúc kỳ hạn nợ. Theo hiểu biết của nhóm tác giả, bên cạnh công trình của Nguyễn Tiến Dũng & Nguyễn Tuấn Anh (2022), đây là công trình đầu tiên nghiên cứu về vấn đề này tại Việt Nam, một trong những quốc gia phát triển nhanh nhất trên thế giới với thị trường tài chính mới nổi, nền kinh tế mở và liên kết giao thương với hầu hết các quốc gia còn lại trên thế giới.

## 2. Tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý thuyết

### 2.1. Tổng quan nghiên cứu

Có nhiều các công trình chỉ ra ảnh hưởng từ bất định về kinh tế vĩ mô đến hoạt động tài chính của doanh nghiệp (Jory & cộng sự, 2020; Phan & cộng sự, 2019; Doan & cộng sự, 2018). Cấu trúc kỳ hạn nợ cũng được nhận định là một thành phần quan trọng trong chính sách tài chính của công ty thông qua các nghiên cứu của Barclay & cộng sự (2003), Barnea & cộng sự (1980), Leland & Toft (1996). Gần đây mới có công trình của Tran & Phan (2021) đánh giá về tác động của bất định chính sách kinh tế đến cấu trúc kỳ hạn nợ với đại diện cho cấu trúc kỳ hạn nợ là kỳ hạn của trái phiếu và mẫu nghiên cứu gồm các công ty tại thị trường chứng khoán Mỹ. Kết quả nghiên cứu này chỉ ra mối quan hệ nghịch chiều giữa bất định chính sách kinh tế và kỳ hạn nợ.

Tại Việt Nam, gần đây mới có một số nghiên cứu về nhân tố tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ gồm luận án tiến sĩ của Nguyễn Thanh Nhã (2017), nghiên cứu của Ngo & Le (2021), Phan (2020), Phạm Thị Vân Trinh (2018). Ngoài ra, có các nghiên cứu đánh giá tác động lên cấu trúc kỳ hạn nợ từ chất lượng thể chế (Tram & Linh, 2017), từ chất lượng lợi nhuận (Khanh & Hung, 2020) và từ hạn chế tài chính (Nguyễn Thanh Liêm & cộng sự, 2018). Tuy nhiên, kết quả của các nghiên cứu này chưa đề cập đến mối quan hệ giữa bất định về kinh tế vĩ mô và cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp. Mới chỉ có công trình của Le & cộng sự (2021) về bất định chính sách kinh tế đến cấu trúc vốn và nghiên cứu của Nguyễn Tiến Dũng & Nguyễn Tuấn Anh (2022) về tác động của bất định về kinh tế vĩ mô đến cấu trúc kỳ hạn nợ với dữ liệu chỉ gồm các công ty niêm yết trên 2 sàn HNX, HOSE và đại diện cho bất định về kinh tế vĩ mô là chỉ tiêu WUIVNM.

---

## 2.2. Cơ sở lý thuyết

Nghiên cứu dựa trên *lý thuyết tín hiệu* được Flannery (1986), Diamond (1991) phát triển để giải thích quyết định lựa chọn kỳ hạn nợ của nhà quản lý. Theo đó, cấu trúc kỳ hạn nợ giúp đưa thông tin về chất lượng của công ty ra các nhà đầu tư bên ngoài. Do bất định về kinh tế vĩ mô dẫn tới các khoản vay ngắn hạn trở nên rủi ro, việc công ty tiếp cận vốn vay trở nên khó khăn hơn. Công ty vì vậy sẽ cố gắng tăng tỷ lệ nợ dài hạn để báo hiệu thông tin tích cực cho các chủ nợ, từ đó giúp công ty dễ tiếp cận hơn với nguồn vốn trong tương lai.

*Lý thuyết phù hợp* được Stohs & Mauer (1996), Morris (1976) xem xét giải thích việc công ty lựa chọn cấu trúc kỳ hạn nợ tương ứng với tuổi thọ của tài sản đầu tư vì tài sản là khoản đảm bảo cho thanh toán nợ, thay đổi kỳ hạn tài sản cũng dẫn tới thay đổi cấu trúc kỳ hạn nợ. Bất định về kinh tế vĩ mô dẫn tới việc công ty trì hoãn các khoản đầu tư trong ngắn hạn để chờ đợi giai đoạn bất định về kinh tế vĩ mô cao qua đi. Thay vào đó, công ty tăng chi tiêu vốn cho các khoản đầu tư dài hạn và tài sản dài hạn. Tương ứng với đó, tỷ trọng nợ dài hạn cũng tăng lên.

Các nghiên cứu về cấu trúc kỳ hạn nợ hầu hết ủng hộ *lý thuyết về chi phí đại diện* được phát triển bởi Jensen & Meckling (1976), Myers (1977). Lý thuyết này cho rằng chi phí đại diện phát sinh giữa mâu thuẫn của chủ nợ và chủ sở hữu có thể giảm khi hai đối tượng này giảm tương tác. Bất định về kinh tế vĩ mô làm tăng biến động dòng tiền và các điều khoản nợ, dẫn tới tăng chi phí đại diện. Công ty sẽ hướng tới các khoản nợ dài hạn để hạn chế chi phí này, do nợ dài hạn không yêu cầu công ty thường xuyên tái vay vốn, những hoạt động yêu cầu sự tương tác với chủ nợ.

## 3. Phương pháp nghiên cứu

### 3.1. Phát triển giả thuyết

Rủi ro thanh khoản là một trong những nhược điểm của nợ ngắn hạn, yếu tố đóng vai trò quan trọng trong quyết định cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp (Diamond, 1991; Guedes & Opler, 1996; Custódio & cộng sự, 2013). Huy động các khoản tài trợ bằng nợ ngắn hạn có nghĩa là cần tái cấp vốn thường xuyên hơn. Nợ ngắn hạn tạo ra rủi ro thanh khoản khi doanh nghiệp đi vay không thể tái cấp vốn, do đó, trong những giai đoạn có bất định về kinh tế vĩ mô cao, biến động dòng tiền gia tăng sẽ làm cho việc tái cấp vốn cho các khoản vay ngắn hạn trở nên khó khăn hơn. Các công ty có nhiều khả năng giảm vay nợ ngắn hạn và tăng vay nợ dài hạn để giảm thiểu rủi ro tái cấp vốn. Một nghiên cứu của Alfaro & cộng sự (2016) xây dựng mô hình cho thấy mối quan hệ tiêu cực giữa các cú sốc bất ổn và nợ ngắn hạn, và kết luận rằng các công ty giảm nợ ngắn hạn khi mức độ bất định cao. Nhóm tác giả từ đó đưa ra giả thuyết:

*H1: Bất định về kinh tế vĩ mô có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc kỳ hạn nợ.*

### 3.2. Mô hình nghiên cứu

Thông qua các nghiên cứu đã tổng quan, tác giả tiến hành xây dựng mô hình với lập luận:

Sự bất đối xứng thông tin khiến các công ty nhỏ khó tiếp cận vốn dài hạn hơn. Tác giả đưa vào mô hình biến kiểm soát quy mô (*Size*) của công ty (Custódio & cộng sự, 2013). Lý thuyết tín hiệu cho thấy các công ty sử dụng vay nợ nhiều có xu hướng sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn để giảm nguy cơ phá sản (Stohs & Mauer, 1996), vì vậy tác giả kiểm soát biến tỷ lệ nợ (*Leverage*). Hart & Moore (1994) lập luận rằng nợ dài hạn có thể giúp kiểm soát vấn đề đầu tư quá mức của ban lãnh đạo khi các công ty có cơ hội tăng trưởng cao trong tương lai nên *tác giả kiểm soát biến* (*Market-to-book*), đại diện cho cơ hội tăng trưởng. Mô hình kiểm soát thêm biến thu nhập bất thường (*Abnormal earning*) vì các công ty có thu nhập bất thường lớn nhiều khả năng phát hành nợ ngắn hạn để báo hiệu thông tin cho thị trường. Công ty có lợi nhuận cao, trên thực tế, có thể vay nợ ngắn hạn dễ dàng hơn bởi vì nó tự tin vào khả năng cơ cấu lại nợ trong tương lai (Flannery, 1986). Vì vậy, tác giả kiểm soát biến khả năng sinh lời (*Profitability*). Stohs & Mauer (1996), Cai & cộng sự (2008) chỉ ra các công ty có thanh khoản tốt dễ dàng tiếp cận các nguồn vay dài hạn hơn, vì vậy nghiên cứu kiểm soát biến khả năng thanh toán (*Liquidity*). Tương tự, các công ty có tỷ lệ tài sản cố định cao có khả năng thế chấp tốt hơn với chi phí phá sản thấp hơn dễ dàng tiếp cận với nợ dài hạn Mateus & Terra (2013), vì vậy tác giả thêm biến tỷ lệ tài sản cố định (*Tangibility*). Brick & Ravid (1985) chứng minh về việc sử dụng kỳ hạn nợ vì lợi thế về thuế, do đó tác giả thêm biến chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp (*Tax*). Vì Bharatha & cộng sự (2008) nhận thấy rằng chất lượng kế toán của người vay ảnh hưởng đến thời gian đáo hạn nợ, mô hình thêm biến chất lượng kế toán (*Accounting quality*), được tính toán dựa trên phương pháp của Dechow & Dichev (2002). So với các công ty tư nhân, các doanh nghiệp nhà nước có khả năng tiếp cận nhiều hơn với

nợ dài hạn và sử dụng ít nợ ngắn hạn hơn (Lu & cộng sự, 2012), vì vậy tác giả thêm biến giả tỷ lệ sở hữu nhà nước (*State own*).

Tran & Phan (2021) nhận thấy cấu trúc lãi suất có liên hệ đến cấu trúc kỳ hạn nợ, do vậy tác giả kiểm soát biến cấu trúc lãi suất theo kỳ hạn (*Term structure*). Theo Ngo & Le (2021), tác giả kiểm soát thêm các biến đại diện thị trường tín dụng: Do đa phần các khoản tín dụng là ngắn hạn, biến cung tiền M3 so với GDP (*Liq liability*) được đưa vào mô hình nghiên cứu. Nhờ cơ chế giám sát, thu thập thông tin và áp đặt các điều khoản hợp đồng, các khoản vay dài hạn từ lĩnh vực tài chính thường phổ biến hơn nên tác giả thêm biến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (*Domescre*). Ngoài ra, các công ty có thể phát hành cổ phiếu thay vì nợ dài hạn do vậy quy mô của thị trường chứng khoán có thể liên hệ đến cấu trúc kỳ hạn nợ, mô hình kiểm soát thêm vốn hóa thị trường chứng khoán so với GDP (*Sm Capliz*).

$$DMAT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 WUIVNM_{t-4} + \alpha_2 Size_{i,t-4} + \alpha_3 Leverage_{i,t-4} + \alpha_4 Market-to-book_{i,t-4} + \alpha_5 Abnormal Earnings_{i,t-4} + \alpha_6 Profitability_{i,t-4} + \alpha_7 Liquidity_{i,t-4} + \alpha_8 Tangbility_{i,t-4} + \alpha_9 Tax_{i,t-4} + \alpha_{10} Accounting quality_{i,t-4} + \alpha_{11} State own_{i,t-4} + \alpha_{12} Term structure_{t-4} + \alpha_{13} Liq liability_{t-4} + \alpha_{14} Domescre_{t-4} + \alpha_{15} Sm\_Capliz_{t-4} + \varepsilon_{i,t}$$

**Bảng 1: Mô tả biến trong mô hình nghiên cứu**

Tên Biến	Viết tắt	Mô tả
Cấu trúc kỳ hạn nợ	DMAT	Vay dài hạn/(Vay ngắn hạn + vay dài hạn)
Bất định kinh tế vĩ mô	WUIVNM	Theo Ahir & cộng sự (2018)
Quy mô doanh nghiệp	Size	Logarithm tự nhiên của tổng tài sản.
Tỷ lệ nợ	Leverage	Tỷ lệ giữa nợ trên tổng tài sản.
Cơ hội đầu tư	Market-to-book	Tỷ lệ giữa vốn hóa thị trường và giá trị sổ sách.
Thu nhập bất thường	Abnormal earnings	Tỷ lệ giữa thu nhập khác trên tổng tài sản.
Khả năng sinh lời	Profitability	Tỷ lệ giữa EBIT trên tổng tài sản.
Tính thanh khoản	Liquidity	Tỷ lệ giữa tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn.
Tỷ lệ tài sản cố định	Tangbility	Tỷ lệ giữa tài sản cố định trên tổng tài sản.
Thuế thu nhập doanh nghiệp	Tax	Tỷ lệ giữa chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp trên lợi nhuận trước thuế.
Chất lượng kế toán	Accounting quality	Trị tuyệt đối của phần dư từ hồi quy mô hình thay đổi trong vốn lưu động được tích lũy từ dòng tiền trong quá khứ, hiện tại và tương lai.
Sở hữu nhà nước	State own	Tỷ lệ sở hữu nhà nước
Cấu trúc lãi suất	Term structure	Chênh lệch lãi suất 6 tháng và lãi suất 10 năm.
Tổng cung tiền M3	Liq liability	Tổng cung tiền M3 trên GDP
Tín dụng nội địa	Domescre	Tín dụng nội địa do khu vực tài chính cung cấp
Vốn hóa thị trường chứng khoán	Sm_Capliz	Tổng giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán so với GDP.

### 3.3. Dữ liệu nghiên cứu

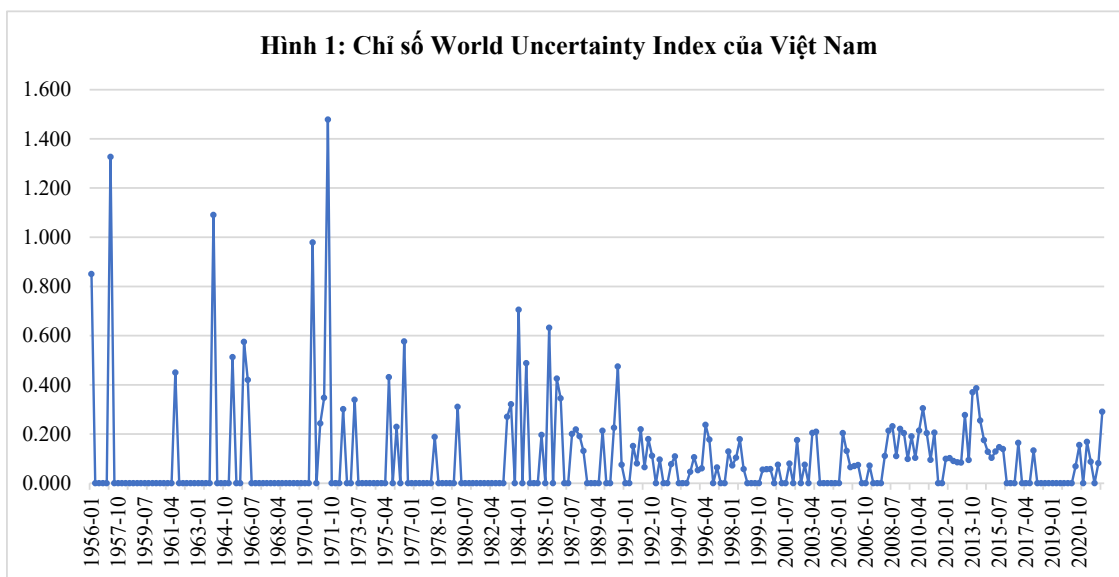
#### 3.3.1. Mẫu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp từ báo cáo tài chính hàng quý của 1141 công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam (HOSE, HNX, UPCOME, OTC) được cung cấp bởi Fiin Pro từ năm 2009 đến 2021. Những công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính và ngân hàng được loại ra khỏi mẫu nghiên cứu vì những công ty này có những cơ cấu đặc thù đặc trưng và chịu ảnh hưởng bởi nhiều quy định riêng từ cơ quan nhà nước. Để giảm thiểu tác động của các giá trị ngoại lai, các biến số liệu được winsor2 ở mức 1% và 99%.

#### 3.3.2. Chỉ số Bất định kinh tế Việt Nam (*WUIVNM*)

Nghiên cứu sử dụng chỉ số bất định kinh tế Việt Nam (Smoothed world uncertainty index for Vietnam - *WUIVNM*) để đánh giá mức độ bất định về kinh tế vĩ mô. Chỉ số *WUIVNM* được thu thập từ link: <https://fred.stlouisfed.org/series/WUIVNM>. Được xây dựng cho 143 quốc gia bằng cách sử dụng báo cáo của Economist Intelligence Unit (EIU), một công ty hàng đầu trong lĩnh vực tình báo quốc gia, chỉ số này nắm bắt sự bất định liên quan đến kinh tế vĩ mô trong cả ngắn hạn và dài hạn. Để tổng hợp các báo cáo quốc gia, EIU dựa vào một mạng lưới toàn diện các chuyên gia chuyên biệt trong từng lĩnh vực và các chuyên gia trong nước làm việc tại trụ sở chính có ít nhất 5-7 năm kinh nghiệm. Mỗi nhà phân tích phụ trách từ hai đến

ba quốc gia, họ ghé qua các quốc gia này thường xuyên, đảm bảo thông tin luôn cập nhật và đúng chuyên môn. Cách tiếp cận để xây dựng chỉ số không chắc chắn của Việt Nam WUIVNM là đếm số lần sự không chắc chắn được đề cập trong các báo cáo quốc gia của EIU. Cụ thể là các từ “uncertain”, “uncertainty”, and “uncertainties”.



Nguồn: Tác giả tổng hợp.

#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1. Thống kê mô tả biến

Bảng 2 cung cấp thống kê mô tả cho toàn bộ mẫu nghiên cứu. Theo đó, tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ có giá trị trung bình là 0,35, tức là chiếm trung bình 35% trong tổng nợ. Chỉ số WUIVNM có giá trị trung bình là 0,077 với độ lệch chuẩn là 0,103. Các thống kê được nhóm nghiên cứu đối chiếu với dữ liệu mô tả các nghiên cứu khác sử dụng bộ dữ liệu tương tự và không cho thấy sự bất thường.

**Bảng 2: Thống kê mô tả**

	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Giá trị bé nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
DMAT	22.524	,304	,147	0,000	1,000	,339
WUIVNM	22.524	,077	0,000	0,000	,386	,103
Size	22.524	27,53	27,443	23,805	32,761	1,474
Leverage	22.524	,538	,554	,008	1,15	,219
Market to book	22.524	1,054	,945	,016	3,81	,511
Abnormal earning	22.524	,002	0,000	0,000	,042	,006
Profitability	22.524	,065	,057	-,202	,349	,073
Liquidity	22.524	1,942	1,348	,209	102,858	2,895
Tangibility	22.524	,264	,192	0,000	,911	,237
Tax	22.524	,161	,19	-,383	,895	,17
Accounting quality	22.524	-,067	-,035	-1,091	,251	,156
State own	22.524	,104	0,000	0,000	,885	,22
Term structure	22.524	2,766	2,791	1,153	3,618	,464
Liq liabilities	22.524	148,592	155,09	99,64	179,65	22,357
Domescre	22.524	132,837	140,06	108,23	144,7	12,819
Sm Capliz	22.524	36,337	42,971	15,042	54,192	12,48

Nguồn: Tác giả tổng hợp bằng STATA.

##### 4.2. Ma trận hệ số tương quan

Mối quan hệ giữa các cặp biến được xem xét trong ma trận hệ số tương quan (Bảng 3) cho thấy hiện tượng đa cộng tuyến không phải vấn đề nghiêm trọng.

**Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan**

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(1) DMAT	1,000															
(2) WUIVNM	-0,015	1,000														
(3) Size	0,236	-0,085	1,000													
(4) Leverage	0,026	0,044	0,379	1,000												
(5) Market_to_book	0,033	0,008	0,122	0,067	1,000											
(6) Abnormal_earning	-0,007	0,075	-0,088	0,014	0,016	1,000										
(7) Profitability	0,004	0,064	-0,030	-0,215	0,374	-0,011	1,000									
(8) Liquidity	0,032	-0,056	-0,192	-0,404	-0,174	-0,041	-0,093	1,000								
(9) Tangibility	0,466	0,028	-0,028	0,054	0,097	0,040	0,107	-0,189	1,000							
(10) Tax	-0,037	0,043	0,091	0,033	0,030	0,020	0,163	-0,086	-0,094	1,000						
(11) Accounting_qu-y	0,118	-0,046	0,585	0,217	0,064	-0,051	0,101	-0,178	0,027	0,086	1,000					
(12) State_own	-0,009	-0,078	-0,003	-0,002	-0,023	-0,029	-0,036	0,008	0,004	0,011	-0,013	1,000				
(13) Term_structure	-0,021	-0,229	0,116	-0,066	0,039	-0,062	-0,144	0,070	-0,051	-0,046	0,055	0,090	1,000			
(14) Liq_liabilities	0,000	-0,496	0,150	-0,078	0,042	-0,093	-0,152	0,091	-0,062	-0,052	0,068	0,126	0,718	1,000		
(15) Domescre	0,012	-0,530	0,134	-0,074	0,076	-0,086	-0,110	0,084	-0,058	-0,052	0,067	0,114	0,593	0,921	1,000	
(16) Sm_Capliz	-0,003	-0,464	0,137	-0,066	0,083	-0,087	-0,125	0,073	-0,037	-0,051	0,069	0,125	0,614	0,876	0,837	1,000

Nguồn: Tác giả tổng hợp bằng STATA.

### 4.3. Kết quả mô hình hồi quy giữa bất định về kinh tế vĩ mô và cấu trúc kỳ hạn nợ

Bảng 4 trình bày kết quả mô hình hồi quy bình phương nhỏ nhất (mô hình 1), mô hình tác động cố định (FEM) theo công ty (mô hình 2), FEM theo ngành cấp 2 (mô hình 3), FEM theo ngành cấp 5 (Mô hình 4) với phân loại ngành theo chuẩn ICB của Finn Pro. Vì các công ty trong cùng một kỳ có chỉ số WUIVNM giống nhau nên tác giả không chạy tác động cố định theo thời gian. Kết quả tại tất cả các mô hình cho thấy bất định về kinh tế vĩ mô có tác động cùng chiều đến cấu trúc kỳ hạn nợ. Theo kết quả từ mô hình 3, nếu các yếu tố khác không đổi, với mức ý nghĩa thống kê 99%, khi chỉ số WUIVNM tăng lên 1 đơn vị thì DMAT tăng lên 0,092 đơn vị. Như vậy, khi bất định về kinh tế vĩ mô tăng lên doanh nghiệp sẽ có xu hướng sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn. Kết quả này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu H<sub>1</sub> mà tác giả đã đưa ra về mối quan hệ thuận chiều giữa bất định về kinh tế vĩ mô và cấu trúc kỳ hạn nợ.

### 4.4. Thảo luận tác động của bất định về kinh tế vĩ mô đến Chi tiêu vốn (CAPEX)

Nghiên cứu của Gong & cộng sự (2022) chỉ ra rằng những doanh nghiệp vay ngắn hạn thường đầu tư vào chi tiêu vốn ít hơn. Sử dụng nợ ngắn hạn để tài trợ cho đầu tư tài sản cố định sẽ dẫn tới rủi ro tái cấp vốn cao. Do CAPEX thường được tài trợ từ các khoản vay dài hạn nên nếu bất định về kinh tế vĩ mô tăng lên dẫn tới tăng nợ dài hạn thì cũng dẫn tới tăng CAPEX. Nhóm nghiên cứu vì vậy thực hiện mô hình để kiểm định giả thuyết sau:

H<sub>2</sub>: Bất định về kinh tế vĩ mô dẫn tới tăng CAPEX

Mô hình của Gulen & Ion (2016), Julio & Yook (2012) sử dụng khi nghiên cứu tác động của bất định về kinh tế vĩ mô đến CAPEX gồm các biến kiểm soát: Chỉ số Tobin's Q, tăng trưởng GDP (GDP growth), lưu chuyển tiền thuần trong kỳ (Cash flow) và tốc độ tăng doanh thu (Sales growth) và biến độc lập CAPEX (tỷ lệ chi tiêu vốn trên tổng tài sản):

$$CAPEX_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 WUIVNM_{t-4} + \alpha_2 Tobin's Q_{t-4} + \alpha_3 GDP\ growth_{i,t} + \alpha_4 Cash\ Flow_{i,t} + \alpha_5 Sales\ growth_{t-4} + \epsilon_{i,t}$$

**Bảng 4: Mô hình hồi quy cơ sở**

	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
	DMAT	DMAT	DMAT	DMAT
WUIVNM	,056** (,024)	,092*** (,027)	,066** (,027)	,062** (,027)
Size	,067*** (,002)	,076*** (,005)	,076*** (,002)	,076*** (,002)
Leverage	-,077*** (,012)	,044** (,022)	-,063*** (,011)	-,067*** (,012)
Market_to_book	,006 (,005)	,017*** (,005)	,024*** (,008)	,02** (,009)
Abnormal_earning	-,065 (,338)	,214 (,259)	-,825 (,543)	-,916* (,53)
Profitability	-,368*** (,042)	-,115*** (,031)	-,314*** (,051)	-,313*** (,056)
Liquidity	,004*** (,001)	,002*** (,001)	,003*** (,001)	,005*** (,001)
Tangibility	,634*** (,007)	,119*** (,019)	,504*** (,01)	,555*** (,008)
Tax	,037*** (,013)	-,001 (,009)	,033** (,015)	,024* (,014)
Accounting_quality	-,027 (,019)	-,047*** (,014)	-,068*** (,02)	-,07*** (,021)
State_own	,002 (,006)	-,002 (,01)	,005 (,007)	,002 (,007)
Term_structure	-,013* (,007)	-,019** (,007)	-,006 (,007)	-,005 (,007)
Liq_liability	-,001** (,000)	-,001*** (,000)	-,001** (,000)	-,001* (,000)
Domescre	,001*** (,000)	,001*** (,000)	,001*** (,000)	,001*** (,000)
Sm_Capliz	-,001** (,000)	-,001* (,000)	-,001* (,000)	-,001* (,000)
Hệ số cắt	-1,702*** (,065)	-1,781*** (,14)	-1,796*** (,082)	-1,913*** (,062)
Tác động công ty	Không	Có	Không	Không
Tác động ngành L2	Không	Không	Có	Không
Tác động ngành L5	Không	Không	Không	Có
Số quan sát	22.972	22.904	11.182	11.182
Chi số R <sup>2</sup>	,263	,738	,355	,26
Chi số R <sup>2</sup> điều chỉnh	,262	,724	,347	,259

Ghi chú: Ký hiệu \*, \*\* và \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%. Giá trị độ lệch chuẩn được ghi trong dấu ngoặc đơn.

Sử dụng bộ dữ liệu tương tự, kết quả đã củng cố thêm mối quan hệ cùng chiều giữa bất định về kinh tế vĩ mô và CAPEX. Cụ thể, với mức ý nghĩa thống kê 95%, WUIVNM tăng 1 đơn vị dẫn tới CAPEX tăng 0,24 đơn vị khi các yếu tố khác được giữ nguyên (Bảng 5).

#### 4.5. Các phương pháp đo lường bất định về kinh tế vĩ mô

Đo lường bất định về kinh tế vĩ mô dựa vào biến động lạm phát

Bất định về lạm phát trong tương lai có thể ảnh hưởng đến cả quyết định đầu tư kinh doanh và quyết định tiết kiệm của người tiêu dùng. Biến động về lạm phát khiến các doanh nghiệp và người tiêu dùng đưa ra các quyết định kinh tế khác với những quyết định mà họ dự định do lạm phát khác với những gì mong đợi. Vì vậy, biến động về lạm phát là một tiêu chí phù hợp để đánh giá bất định về kinh tế vĩ mô. Biến động lạm phát được nhóm nghiên cứu đo lường bằng độ lệch chuẩn của lạm phát 3 năm liền sau liên tiếp và được đưa vào mô hình hồi quy cơ sở làm đại diện cho bất định về kinh tế vĩ mô. Kết quả tại Mô hình 1 Bảng 6 cho thấy

**Bảng 5: Mô hình hồi quy chi tiêu vốn**

	CAPEX
WUIVNM	,24** (,098)
Tobin_Q	,01** (,004)
GDP_growth	,002 (,07)
Cash_flow	-,04 (,055)
Sales_growth	0,00 (0,00)
Hệ số cắt	-,101*** (,016)
Số quan sát	12.965
Tác động công ty	Có
Chỉ số R <sup>2</sup>	,521
Chỉ số R <sup>2</sup> điều chỉnh	,495

Ghi chú: Ký hiệu \*, \*\* và \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%, Giá trị độ lệch chuẩn được ghi trong dấu ngoặc đơn.

với ý nghĩa thống kê 99%, nếu các yếu tố khác không đổi, biến động lạm phát tăng lên 1 đơn vị thì cấu trúc kỳ hạn nợ tăng 0,005 đơn vị. Điều này củng cố thêm kết luận của nghiên cứu khi cho rằng bất định về kinh tế vĩ mô tăng lên dẫn tới tăng cấu trúc kỳ hạn nợ.

#### *Đo lường bất định về kinh tế vĩ mô dựa vào biến động GDP*

Biến động GDP là một trong những tiêu chí phổ biến để đánh giá mức độ bất định về kinh tế vĩ mô. Diễn biến của GDP được dùng để phân tích tác động của các biến số liên quan đến kinh tế vĩ mô như chính sách tiền tệ và tài khóa, thuế, chi tiêu của chính phủ, các cú sốc kinh tế... cũng như thể hiện qua việc dư thừa hay thiếu hụt hàng hóa, tăng trưởng hay suy thoái hoặc lạm phát. Các nhà đầu tư chú ý đến biến động GDP vì tỷ lệ phần trăm thay đổi nhỏ trong GDP có thể có tác động đáng kể đến nền kinh tế vĩ mô của quốc gia. Biến động kinh tế vĩ mô được đo lường bằng độ lệch chuẩn GDP 3 kỳ liên tiếp và được đưa vào mô hình hồi quy cơ sở làm đại diện cho bất định về kinh tế vĩ mô. Kết quả tại Mô hình 5 Bảng 6 cho thấy với ý nghĩa thống kê 95%, biến động GDP tăng lên dẫn tới tăng cấu trúc kỳ hạn nợ, kết quả phù hợp với giả thuyết nghiên cứu.

#### *Đo lường bất định về kinh tế vĩ mô dựa vào biến động tỷ giá hối đoái*

Tỷ giá hối đoái là biến số tài chính quan trọng kết nối nền kinh tế vĩ mô trong nước với phần còn lại của thế giới. Tỷ giá hối đoái đóng vai trò như một cơ chế điều chỉnh, bước đệm cho các cú sốc kinh tế vĩ mô. Do vậy, biến động tỷ giá được xem là thước đo hợp lý phản ánh bất định về kinh tế vĩ mô. Biến động tỷ giá, được đo lường bằng độ lệch chuẩn của tỷ giá trong 3 kỳ liên tiếp, được sử dụng làm biến đại diện cho bất định về kinh tế vĩ mô trong mô hình cơ sở. Kết quả tại Mô hình 8 Bảng 6 cho thấy với ý nghĩa thống kê 99%, biến động tỷ giá tăng lên dẫn tới tăng cấu trúc kỳ hạn nợ, tức là bất định về kinh tế vĩ mô và cấu trúc kỳ hạn nợ có quan hệ thuận chiều.

### **5. Kết luận và hàm ý**

Sử dụng mô hình hồi quy nhân tố cố định FEM với dữ liệu nghiên cứu bao gồm 1141 doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2009-2021, kết quả cho thấy khi bất định về kinh tế vĩ mô tăng lên, doanh nghiệp có xu hướng sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn. Kết quả này góp phần giúp nhà nghiên cứu và nhà quản lý có những căn cứ để đưa ra các quyết định tài chính doanh nghiệp.

Ngoài ra, nghiên cứu cũng bổ sung dữ liệu tham khảo về phương pháp đo lường bất định về kinh tế vĩ mô tại Việt Nam, từ đó giúp cơ quan quản lý giảm thiểu ảnh hưởng của yếu tố bất định về kinh tế vĩ mô đến chất lượng tín dụng cũng như tăng cường ứng phó với bất định về kinh tế vĩ mô và duy trì ổn định hệ thống tài chính.



**Bảng 6: Các đo lường khác về bất định về kinh tế vĩ mô**

	Biến động lạm phát				Biến động GDP				Biến động tỷ giá					
	Mô hình 1		Mô hình 2		Mô hình 4		Mô hình 5		Mô hình 6		Mô hình 7		Mô hình 8	
	DMAT	DMAT	DMAT	DMAT	DMAT	DMAT	DMAT	DMAT	DMAT	DMAT	DMAT	DMAT	DMAT	DMAT
Bất định về kinh tế vĩ mô	,005***	0,000	0,000	,013***	,011**	,015***	,003**	,004***	,004***	,003**	,004***	,004***	,004***	
Size	(,003)	(,003)	(,004)	(,004)	(,004)	(,004)	(,004)	(,004)	(,004)	(,001)	(,001)	(,001)	(,002)	
Leverage	-,053	-,027	,032	,083**	-,035	-,007	,085**	-,038	,055	(,001)	(,001)	(,001)	(,001)	
Market_to_book	(,001)	(,001)	(,001)	-,085***	,053**	-,062***	-,085***	,051**	-,064***	(,001)	(,023)	(,013)	(,017*	
Abnormal_return	(,024)	(,013)	(,014)	(,012)	(,023)	(,012)	(,012)	(,005)	(,009)	(,005)	(,005)	(,005)	(,009)	
Profitability	,019***	,016*	,01	,006	,016***	,02**	,005	,015***	,017*	(,005)	(,005)	(,005)	(,009)	
Liquidity	(,005)	(,008)	(,008)	(,005)	(,005)	(,008)	(,005)	(,005)	(,009)	(,005)	(,005)	(,005)	(,009)	
Tangibility	,01	-,1,113*	-,1,093*	-,147	,065	-,1,242**	-,172	-,038	-,1,24**	(,001)	(,001)	(,001)	(,001)	
Tax	(,253)	(,57)	(,569)	(,337)	(,25)	(,549)	(,252)	(,547)	(,547)	(,336)	(,252)	(,252)	(,547)	
Accounting_q-y	-,15***	-,329***	-,312***	-,364***	-,1,06***	-,303***	-,364***	-,1,09***	-,298***	-,364***	-,1,09***	-,1,09***	-,298***	
State_own	(,028)	(,059)	(,063)	(,045)	(,031)	(,054)	(,046)	(,058)	(,058)	(,032)	(,032)	(,032)	(,058)	
Term_structure	,002***	,004**	,006***	,004***	,002***	,003***	,004***	,002***	,005***	,002***	,002***	,002***	,005***	
Sm_Capliz	(,001)	(,002)	(,002)	(,001)	(,001)	(,001)	(,001)	(,001)	(,001)	(,001)	(,001)	(,001)	(,001)	
Domesere	,108***	,497***	,547***	,638***	,117***	,507***	,638***	,116***	,553***	,638***	,116***	,116***	,553***	
Liq_liabilit-s	(,021)	(,01)	(,009)	(,007)	(,02)	(,01)	(,007)	(,02)	(,009)	(,02)	(,02)	(,02)	(,009)	
Hệ số cắt	-,008	,031*	,015	,033**	-,002	,028*	,035**	-,001	,019	-,001	-,001	-,001	,019	
Số quan sát	(,01)	(,017)	(,016)	(,014)	(,01)	(,016)	(,014)	(,01)	(,015)	(,01)	(,01)	(,01)	(,015)	
Tác động công ty	-,044**	-,045	-,047*	-,032	-,044***	-,041*	-,033	-,043***	-,061**	-,033	-,033	-,033	-,061**	
Tác động ngành	(,017)	(,027)	(,026)	(,023)	(,016)	(,025)	(,024)	(,016)	(,025)	(,024)	(,016)	(,016)	(,025)	
Chi số R <sup>2</sup>	,01	,003	-,004	-,003	,005	-,002	-,004	,006	-,004	,006	,006	,006	-,004	
Chi số R <sup>2</sup> điều chỉnh	(,011)	(,007)	(,007)	(,005)	(,01)	(,006)	(,005)	(,006)	(,006)	(,005)	(,006)	(,006)	(,006)	
	-,009	-,004	-,003	-,005	-,006	-,004	-,008	-,008*	0,000	-,008*	-,008*	-,008*	0,000	
	(,006)	(,007)	(,007)	(,005)	(,005)	(,006)	(,005)	(,005)	(,006)	(,005)	(,005)	(,005)	(,006)	
	-,001***	-,001**	-,001*	-,001**	-,001**	-,001**	-,001**	-,001**	-,001*	-,001**	-,001**	-,001**	-,001*	
	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	
	,001*	,001**	,001*	,001***	0	,001***	,001***	,000	,000	,001***	,000	,000	,000	
	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	
	-,001*	-,001*	-,001	-,001**	-,001**	-,001***	-,001**	-,001**	-,001*	-,001**	-,001**	-,001**	-,001*	
	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	(,000)	
	-,015	-,323	-,1,286	-,2,059***	-,348	-,753	-,1,907***	-,163	-,1,572*	-,1,907***	-,163	-,1,572*		
	(1,117)	(1,058)	(1)	(455)	(963)	(893)	(471)	(969)	(856)	(471)	(969)	(856)		
	18,846	9,198	9,198	21,328	21,255	10,379	21,270	21,196	10,355	21,270	21,196	10,355		
	Không	Có	Không	Không	Có	Không	Không	Có	Không	Không	Có	Không		
	Không	Không	Có	Không	Không	Có	Không	Không	Có	Không	Không	Có		
	,746	,36	,266	,263	,743	,359	,264	,744	,264	,264	,744	,264		
	,73	,351	,264	,263	,729	,351	,263	,729	,262	,263	,729	,262		

Ghi chú: Kỳ hiệu \*, \*\* và \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%, Giá trị độ lệch chuẩn được ghi trong dấu ngoặc đơn.

---

## Tài liệu tham khảo

- Ahir, H., Bloom, N. & Furceri, D. (2018), *The World Uncertainty Index*, NBER.
- Alfaro, I.N., Bloom, N. & Lin, X. (2016), *The Finance Uncertainty Multiplier*, NBER.
- Barclay, M.J., Marx, L.M. & Jr., C.W.S. (2003), 'The joint determination of leverage and maturity', *Journal of Corporate Finance*, 9, 149-167.
- Barnea, A., Haugen, R. & Senbet, L. (1980), 'A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework', *The Journal of Finance*, 35(5), p.1223.
- Bharatha, S.T., Sunderb, J. & Sunderc, S.V. (2008), 'Accounting quality and debt contracting', *The Accounting Review*, 83(1), 1-28.
- Brick, I.E. & Ravid, S.A. (1985), 'On the relevance of debt maturity structure', *The journal of Finance*, 40(5), 1423-1437.
- Cai, K., Fairchild, R. & Guney, Y. (2008), 'Debt maturity structure of Chinese companies', *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(3), 268-297.
- Custódio, C., Ferreira, M.A. & Laureano, L. (2013), 'Why are US firms using more short-term debt?', *Journal of Financial Economics*, 108(1), 182-212.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M. & Raman, K. (2000), 'Debt structure adjustments and long-run stock price performance', *Journal of Financial Intermediation*, 9(4), 427-453.
- Dechow, P.M. & Dichev, I.D. (2002), 'The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors', *The accounting review*, 77(1), 35-39.
- Diamond, D.W. (1991), 'Debt maturity structure and liquidity risk', *the Quarterly Journal of economics*, 106(3), 709-737.
- Doan, A.T., Lin, K.L. & Doong, S.C. (2018), 'What drives bank efficiency? The interaction of bank income diversification and ownership', *International Review of Economics & Finance*, 55, 203-219.
- Flannery, M. (1986), 'Asymmetric information and risky debt maturity choice', *The Journal of Finance*, 41(1), 19-37.
- Gong, D., Jiang, T., Li, Z. & Wu, W. (2022), 'Optimal loan contracting under policy uncertainty: Theory and international evidence', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 77, 1015-1020.
- Guedes, J. & Opler, T. (1996), 'The determinants of the maturity of corporate debt issues', *the Journal of Finance*, 51(5), 1809-1833.
- Gulen, H. & Ion, M. (2016), 'Policy uncertainty and corporate investment', *The Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564.
- Harford, J., Klasa, S. & Maxwell, W.F. (2014), 'Refinancing risk and cash holdings', *Journal of Finance*, 69(3), 975-1012.
- Hart, O. & Moore, J. (1994), 'A theory of debt based on the inalienability of human capital', *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 841-879.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jory, S., Khieu, H., Ngo, T. & Phan, H.V. (2020), 'The influence of economic policy uncertainty on corporate trade credit and firm value', *Journal of Corporate Finance*, 64, 1016-1071.
- Julio, B. & Yook, Y. (2012), 'Political uncertainty and corporate investment cycles', *The Journal of Finance*, 67(1), 45-83.
- Khanh, V.T.V. & Hung, D.N. (2020), 'Impact of earnings quality on the debt maturity: The case of Vietnam', *Asian Economic and Financial Review*, 10(1), 1-12.
- Le, H.D., Cao, T.T., Nguyen, T.T. & Tran, L.P. (2021), 'Uncertainty and capital structure: Evidence from an emerging country', *Revista geintec-gestao inovacao e tecnologias*, 11(2), 1700-1715.
- Leland, H.E. & Toft, K.B. (1996), 'Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads', *The Journal of Finance*, 51(3), 987-1019.
- Lu, Z., Zhu, J. & Zhang, W. (2012), 'Bank discrimination, holding bank ownership, and economic consequences:

- 
- Evidence from China', *Journal of Banking & Finance*, 36(2), 341-354.
- Mateus, C. & Terra, P. (2013), 'Leverage and the maturity structure of debt in emerging markets', *Journal of Mathematical Finance*, 3, 46-59.
- Morris, J.R. (1976), 'On corporate debt maturity strategies', *The Journal of Finance*, 31(1), 29-37.
- Myers, S.C. (1977), 'Determinants of corporate borrowing', *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Ngo, V.T. & Le, T.L. (2021), 'Factors influencing corporate debt maturity: An empirical study of listed companies in Vietnam', *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(5), 551-559.
- Nguyễn Thanh Liêm, Nguyễn Thị Cành & Nguyễn Công Thành (2018), 'Hạn chế tài chính và cấu trúc kỳ hạn nợ tại các doanh nghiệp Việt Nam', *Tạp chí nghiên cứu kinh tế và kinh doanh Châu Á*, 29(2), 05-23.
- Nguyễn Thanh Nhã (2017), 'Các nhân tố tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty tại Việt Nam', *Luận án Tiến sĩ, Đại học Kinh tế thành phố Hồ Chí Minh*.
- Nguyễn Tiến Dũng & Nguyễn Tuấn Anh (2022), 'Phân tích ảnh hưởng của bất định về kinh tế vĩ mô đến cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp', *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, 30, 7-10.
- Phạm Thị Vân Trinh (2018), 'Cấu trúc kỳ hạn nợ của các công ty kinh doanh bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, 13(1), 38-50.
- Phan, D.T. (2020), 'Factors affecting debt maturity structure: Evidence from listed enterprises in Vietnam', *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 141-148.
- Phan, H.V., Nguyen, N.H., Nguyen, H.T. & Hegde, S. (2019), 'Policy uncertainty and firm cash holdings', *Journal of Business Research*, 95, 71-82.
- Stohs, M.H. & Mauer, D.C. (1996), 'The determinants of corporate debt maturity structure', *Journal of Business Research*, 69(3), 279-312.
- Tram, N.H.T.B. & Linh, T.T.T. (2017), 'Institutional quality matters and vietnamese corporate debt maturity', *VNU Journal of Science: Economics and Business*, 33(5e), 26-39.
- Tran, D.T.T. & Phan, H.V. (2021), 'Government economic policy uncertainty and corporate debt contracting', *International Review of Finance*, 22(1), 169-199.