
TÁC ĐỘNG PHI TUYẾN CỦA TÍN DỤNG THƯƠNG MẠI ĐẾN TĂNG TRƯỞNG TÀI SẢN DOANH NGHIỆP: VAI TRÒ CỦA RÀNG BUỘC TÀI CHÍNH

Vương Thị Hương Giang

Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh

Email: giangvth@hub.edu.vn

Mã bài: JED-2495

Ngày nhận bài: 08/06/2025

Ngày nhận bài sửa: 13/08/2025

Ngày duyệt đăng: 19/08/2025

DOI: 10.33301/JED.VI.2495

Tóm tắt:

Bài viết này xem xét tác động của tín dụng thương mại đến tăng trưởng tài sản của các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2009 – 2024, đồng thời phân tích vai trò điều tiết của ràng buộc tài chính đến tác động này. Phân tích dữ liệu bảng của 308 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết Việt Nam bằng phương pháp ước lượng khoảng khắc tổng quát hệ thống, kết quả chỉ ra rằng tín dụng thương mại có ảnh hưởng phi tuyến đến tăng trưởng tài sản công ty. Ngoài ra, ràng buộc tài chính có vai trò điều tiết quan trọng trong mối quan hệ này trong các doanh nghiệp Việt Nam. Nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm hỗ trợ quan điểm tín dụng thương mại là công cụ tài trợ thay thế hiệu quả trong bối cảnh thị trường hạn chế tài chính. Các hàm ý chính sách được rút ra nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng tín dụng thương mại và tăng cường tăng trưởng tài sản của các công ty Việt Nam.

Từ khóa: Ràng buộc tài chính, tác động phi tuyến, tăng trưởng tài sản, tín dụng thương mại.

Mã JEL: C33; G30

The nonlinear effect of trade credit on corporate asset growth: The role of financial constraints

Abstract:

This paper examines the impact of trade credit on the asset growth of listed non-financial companies in Vietnam from 2009 to 2024, and analyzes the moderating role of financial constraints on this impact. Analyzing panel data from 308 Vietnamese non-financial listed enterprises using the Generalized Method of Moments (GMM) system, the results indicate that trade credit has a nonlinear impact on asset growth. Additionally, financial constraints play a significant moderating role in the effects of this on Vietnamese companies. The study provides empirical evidence supporting the view that trade credit is an effective alternative financing tool in the context of a financial constraint market. Policy implications are drawn to improve the efficiency of trade credit use and the asset growth of Vietnamese enterprises.

Keywords: Asset growth, financial constraints, nonlinear impact, trade credit.

JEL codes: C33; G30

1. Giới thiệu

Tín dụng thương mại (TDTM) là một hình thức tài trợ tín dụng ngắn hạn, trong đó nhà cung cấp cho phép khách hàng trì hoãn thanh toán một phần hoặc toàn bộ giá trị hàng hóa và dịch vụ trong khoảng thời gian nhất định (Petersen & Rajan, 1997). TDTM được xem nguồn tài chính quan trọng đối với các doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc tiếp cận vốn từ các tổ chức tài chính truyền thống, nhất là trong các nền kinh tế mới nổi (Vuong & cộng sự., 2023). TDTM không chỉ giúp giải quyết các vấn đề thanh khoản trong ngắn hạn mà còn góp phần duy trì và mở rộng hoạt động kinh doanh, thúc đẩy tăng trưởng trong bối cảnh các nguồn tài trợ chính thức như tín dụng ngân hàng hay thị trường vốn còn hạn chế (Ferrando & Mulier, 2013).

Thị trường tài chính Việt Nam đang trong quá trình phát triển, tài trợ vốn doanh nghiệp chủ yếu dựa vào nguồn cung tín dụng ngân hàng (Vo, 2018). Quy trình thẩm định tín dụng chặt chẽ và xu hướng thắt chặt tín dụng trong giai đoạn kinh tế bất ổn khiến việc tiếp cận vốn ngày càng khó khăn đối với các doanh nghiệp tại các thị trường mới nổi (Vuong & cộng sự, 2023). Do vậy, TDTM dần trở thành một kênh tài trợ thay thế linh hoạt giúp công ty giảm bớt áp lực tài chính, đặc biệt là đối với các công ty có khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài hạn chế do tồn tại các ràng buộc tài chính cao (Cosci & cộng sự, 2020). Tingbani & cộng sự. (2024) nhấn mạnh trong điều kiện ràng buộc tài chính, TDTM không chỉ hỗ trợ dòng tiền mà còn giảm thiểu rủi ro thanh khoản, đặc biệt trong giai đoạn kinh tế suy thoái. Nhiều nghiên cứu khẳng định vai trò của TDTM như một công cụ tài trợ thay thế hiệu quả. Cụ thể, Petersen & Rajan (1997) cho thấy các doanh nghiệp quy mô nhỏ thường gặp khó khăn trong tiếp cận vốn ngân hàng, thường phụ thuộc nhiều vào TDTM. Fisman & Love (2003) và Ferrando & Mulier (2013) cung cấp bằng chứng rằng TDTM thúc đẩy tăng trưởng, đặc biệt ở những quốc gia có hệ thống tài chính chưa hoàn thiện. Nghiên cứu của Cunat (2007) và Love & cộng sự. (2007) nhấn mạnh rằng TDTM có thể đóng vai trò bảo hiểm tài chính, đặc biệt trong thời kỳ khủng hoảng khi cung tín dụng ngân hàng bị siết chặt. Gần đây, Tingbani & cộng sự. (2024) cung cấp bằng chứng cho thấy mối quan hệ giữa TDTM và tăng trưởng giá trị của các doanh nghiệp Anh Quốc là phi tuyến, được điều tiết bởi ràng buộc tài chính doanh nghiệp.

Nghiên cứu thực nghiệm về TDTM của doanh nghiệp Việt Nam khá khiêm tốn. Lê Khương Ninh & Bùi Tuấn Anh (2015) tìm thấy mối quan hệ phi tuyến giữa cả tín dụng ngân hàng và TDTM doanh nghiệp với tăng trưởng doanh thu của các công ty nông nghiệp. Phạm Xuân Quỳnh & Trần Đức Tuấn (2020) cho thấy quy mô và khả năng thanh khoản ảnh hưởng đáng kể đến chính sách bán chịu của doanh nghiệp trong ngành thực phẩm. Bài viết của Trần Kết Ái (2017) tại các doanh nghiệp bất động sản cũng xác nhận rằng các yếu tố như hàng tồn kho, doanh thu và lợi nhuận có ảnh hưởng tích cực đến khoản phải trả người bán – một đại diện cho TDTM. Theo hiểu biết tốt nhất của nhóm tác giả, cuộc khảo sát thực nghiệm xác minh tác động tuyến tính hay phi tuyến của TDTM đến tăng trưởng tổng tài sản của các doanh nghiệp Việt Nam và xem xét vai trò điều tiết của ràng buộc tài chính đối với tác động này vẫn đang bị bỏ ngỏ.

Do đó, nghiên cứu này làm sáng tỏ ba vấn đề chính: (i) đánh giá tác động của TDTM đến tăng trưởng tổng tài sản của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam; (ii) xác minh tính chất tuyến tính hoặc phi tuyến của tác động này; và (iii) đánh giá vai trò điều tiết của ràng buộc tài chính trong tác động của TDTM đến tăng trưởng tổng tài sản của các công ty niêm yết Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng phương pháp định lượng, cụ thể là mô hình hồi quy bằng động với phương pháp ước lượng SGMM để phân tích dữ liệu của 308 công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam từ 2009 đến 2024. Kết quả thực nghiệm cho thấy TDTM tác động phi tuyến đến tốc độ tăng trưởng tài sản của doanh nghiệp niêm yết Việt Nam. Cụ thể hơn, mối quan hệ giữa tăng trưởng tài sản doanh nghiệp và TDTM có hình chữ U ngược – tức là sự gia tăng TDTM có tác động tích cực đến tăng trưởng tổng tài sản đến ngưỡng tối ưu, khi vượt ngưỡng này việc gia tăng quá mức TDTM cản trở tăng trưởng tài sản của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Kết quả cũng cho thấy ràng buộc tài chính có tác động cùng chiều đến tăng trưởng tài sản doanh nghiệp, và đồng thời điều tiết đáng kể mối quan hệ giữa TDTM và tăng trưởng tài sản của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Bên cạnh việc đóng góp bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa tăng trưởng tài sản và tín dụng thương mại

doanh nghiệp tại một thị trường mới nổi, công trình này cung cấp các hàm ý chính sách đối với các bên liên quan trong Phần 5 trong việc xây dựng chiến lược tăng trưởng doanh nghiệp và khai thác lợi ích của chính sách tín dụng thương mại doanh nghiệp.

Sau phần giới thiệu, cấu trúc của các phần tiếp theo của nghiên cứu bao gồm: Phần 2 – Cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm; Phần 3 – Phương pháp nghiên cứu; Phần 4 – Thảo luận kết quả nghiên cứu; Phần 5 – Kết luận và hàm ý chính sách.

2. Tổng quan lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm

Lý thuyết tăng trưởng doanh nghiệp (*The Theory of the Growth of the Firm*) của Penrose (1959) chỉ ra tăng trưởng doanh nghiệp có thể diễn ra theo từng giai đoạn khác nhau, giai đoạn suy thoái có thể theo sau giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ. Đồng thuận với quan điểm này, Lee (2014) nhận định rằng tăng trưởng doanh nghiệp là quá trình của những bước đi ngẫu nhiên. Tăng trưởng doanh nghiệp có thể được đánh giá thông qua sự gia tăng về lao động, doanh thu, và tổng tài sản của doanh nghiệp năm sau so với năm trước của của một công ty (Coad & Guenther, 2014), trong đó, tăng trưởng tổng tài sản thể hiện bức tranh toàn diện của các hoạt động phát sinh trong doanh nghiệp (Cooper & cộng sự, 2008).

TDTM là một hình thức tài trợ tín dụng khá phổ biến trong mối quan hệ thương mại giữa các doanh nghiệp (Cunat, 2007). Lý thuyết chi phí giao dịch (*Transaction Cost Theory*) được Coase (1993) và Williamson (1989) phát triển, cho rằng trong quá trình giao dịch, doanh nghiệp phải đối mặt với nhiều loại chi phí như: chi phí tìm kiếm thông tin, chi phí thương lượng, ký kết hợp đồng, giám sát và thực thi hợp đồng (Seifert & cộng sự, 2013). Doanh nghiệp có xu hướng lựa chọn phương thức tài trợ với chi phí giao dịch thấp nhất để tối ưu hóa hiệu quả sử dụng nguồn vốn. TDTM giảm thiểu chi phí giao dịch trong các quan hệ thương mại do quy trình cấp tín dụng đơn giản, dựa trên lòng tin và quan hệ lâu dài, không yêu cầu tài sản đảm bảo như tín dụng ngân hàng. Ngoài ra, nhà cung cấp có lợi thế trong việc giám sát khách hàng vì nắm rõ thông tin từ quá trình giao dịch thường xuyên, từ đó giảm rủi ro tín dụng và chi phí giám sát (Lê Khương Ninh & Bùi Anh Tuấn, 2015). TDTM với chi phí giao dịch thấp tạo điều kiện để doanh nghiệp duy trì dòng vốn lưu động ổn định, góp phần thúc đẩy hoạt động sản xuất – kinh doanh và tăng trưởng, đặc biệt, khi doanh nghiệp gặp khó khăn trong quá trình tiếp cận được nguồn vốn vay với chi phí hợp lý (Fisman & Love, 2003).

TDTM thường được coi là một nguồn vốn thay thế khi doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn từ các tổ chức tín dụng chính thức (Petersen & Rajan, 1997). TDTM có thể góp phần thúc đẩy tăng trưởng doanh nghiệp, đặc biệt là trong điều kiện ràng buộc tài chính hoặc khủng hoảng tín dụng (Cunat, 2007; Love & cộng sự, 2007; Tingbani & cộng sự, 2024). TDTM có thể cải thiện dòng tiền trong ngắn hạn, giúp doanh nghiệp tận dụng cơ hội đầu tư, duy trì sản xuất và mở rộng quy mô mà không cần tăng nợ vay ngân hàng – đặc biệt quan trọng đối với các doanh nghiệp nhỏ hoặc đối mặt với ràng buộc tài chính (Cunat, 2007). Phần lớn các bằng chứng thực nghiệm đều ủng hộ tác động tích cực của TDTM đến hiệu quả hoạt động hoặc tăng trưởng doanh nghiệp (Niskanen & Niskanen, 2006; Mateut & cộng sự, 2006; Karakoç, 2022).

Trái lại, một số nghiên cứu cho thấy việc sử dụng quá mức TDTM có thể gây ra tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính và tăng trưởng công ty (Martínez-Sola & cộng sự, 2013; Tingbani & cộng sự, 2024). Khi doanh nghiệp phụ thuộc quá nhiều vào TDTM, họ có thể phải đối mặt với chi phí cao hơn do các điều khoản thanh toán gắt gao, rủi ro về thanh khoản ảnh hưởng tiêu cực đến mối quan hệ với nhà cung cấp (Martínez-Sola & cộng sự, 2013; Karakoç, 2022). Nghiên cứu gần đây của Tingbani & cộng sự. (2024) cho thấy mối quan hệ phi tuyến giữa TDTM và giá trị gia tăng của công ty Châu Âu. Các tác giả đã cho thấy tồn tại một mức độ sử dụng TDTM tối ưu, khi mức độ sử dụng TDTM vượt qua ngưỡng này, giá trị gia tăng của các công ty tại Châu Âu có xu hướng giảm dần. Xuất phát từ cơ sở lý luận và bằng chứng thực nghiệm hiện có, bài viết này tập trung làm sáng tỏ hai giả thuyết sau:

Giả thuyết H1: TDTM có mối quan hệ cùng chiều với tăng trưởng tài sản của doanh nghiệp Việt Nam.

Giả thuyết H2: TDTM có mối quan hệ phi tuyến với tăng trưởng tài sản của doanh nghiệp Việt Nam.

Lý thuyết trật tự phân hạng (*Pecking Order Theory*) lập luận rằng các doanh nghiệp có xu hướng ưu tiên sử dụng các nguồn vốn theo thứ tự: (1) lợi nhuận giữ lại, (2) vay nợ (gồm TDTM), và (3) phát hành cổ phiếu (Myers & Majluf, 1984). Những trở ngại cản trở quá trình huy động vốn bên ngoài của doanh nghiệp có thể tạo ra hạn chế tài chính (Hadlock & Pierce, 2010). Hạn chế tài chính (*Financial Constraint*) là thước đo dùng để đo lường sức khỏe tài chính của doanh nghiệp liên quan đến quyết định đầu tư doanh nghiệp, bên cạnh đó, chi tiêu đầu tư của các công ty bị hạn chế sẽ nhạy cảm nhất với nguồn vốn nội bộ (Cleary, 1999). Đối với doanh nghiệp gặp ràng buộc tài chính, lợi nhuận giữ lại thường không đủ lớn, và họ cũng gặp khó khăn khi tiếp cận vốn vay ngân hàng. Do đó, TDTM trở thành nguồn tài trợ tối ưu để doanh nghiệp duy trì hoạt động kinh doanh. Doanh nghiệp sẽ tận dụng TDTM từ nhà cung cấp để tài trợ cho hàng tồn kho, nguyên vật liệu và duy trì dòng tiền hoạt động (Fazzari & cộng sự, 1988). Qua đó, TDTM đóng vai trò thay thế vốn vay ngân hàng và hỗ trợ tăng trưởng, nhất là trong điều kiện thị trường tài chính kém phát triển (Karakoc, 2022). Lý thuyết này giải thích tại sao doanh nghiệp bị ràng buộc tài chính có xu hướng sử dụng TDTM nhiều hơn so với doanh nghiệp không bị ràng buộc tài chính.

Lý thuyết lợi thế tài chính (*Financing Advantage Theory*) cho rằng TDTM là một nguồn tài trợ quan trọng, đặc biệt đối với các doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc tiếp cận vốn ngân hàng (Petersen & Rajan, 1997). Khi doanh nghiệp đối mặt với các bị ràng buộc tài chính, họ thường tăng cường tận dụng TDTM từ nhà cung cấp như một giải pháp thay thế để duy trì hoạt động và thúc đẩy tăng trưởng (Tingbani & cộng sự, 2024). Bài viết khai thác hai lý thuyết trên để giải thích lý do tại sao doanh nghiệp bị ràng buộc tài chính có thể tận dụng TDTM để duy trì tăng trưởng, cũng như lý do tại sao ràng buộc tài chính có thể điều tiết mối quan hệ giữa TDTM và tăng trưởng doanh nghiệp. TDTM thực sự trở thành nguồn tài trợ thay thế quan trọng, đóng vai trò bù đắp cho sự thiếu hụt vốn từ kênh tín dụng truyền thống với chi phí sử dụng vốn thấp khi doanh nghiệp gặp khó khăn về tài chính (Petersen & Rajan, 1997; Vương & cộng sự, 2023). Guariglia & Mateut (2006) cho thấy TDTM đóng vai trò quan trọng hơn với những doanh nghiệp nhỏ, yếu kém về tài chính hoặc hoạt động trong môi trường tài chính hạn chế. Nghĩa là tác động của TDTM đến tăng trưởng doanh nghiệp có sự khác biệt trong điều kiện xuất hiện của các điều kiện ràng buộc tài chính doanh nghiệp. Do đó, bài viết kiểm tra vai trò điều tiết của ràng buộc tài chính đối với tác động của TDTM đến tăng trưởng tài sản của các công ty Việt Nam theo giả thuyết sau:

Giả thuyết H3: Ràng buộc tài chính có vai trò điều tiết đáng kể mối quan hệ giữa TDTM và tăng trưởng tài sản của các doanh nghiệp Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mẫu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp được thu thập từ các báo cáo tài chính hợp nhất của các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn từ 2009 đến 2024. Dữ liệu được tổng hợp từ cơ sở dữ liệu FiinPro-X đảm bảo uy tín và chính xác. Mẫu nghiên cứu được sàng lọc theo các tiêu chí: các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành (hoặc lĩnh vực) phi tài chính, có đầy đủ dữ liệu về các biến trong mô hình nghiên cứu trong suốt giai đoạn quan sát, và loại bỏ những doanh nghiệp có thiếu dữ liệu hoặc bất thường ở các biến trọng yếu như doanh thu, tổng tài sản, giá vốn hàng bán hay khoản phải trả. Để xử lý ảnh hưởng của các giá trị ngoại lai, nghiên cứu loại bỏ 1% các quan sát nằm ở hai đầu phân phối. Sau quá trình sàng lọc ban đầu, mẫu nghiên cứu cuối cùng bao gồm 308 doanh nghiệp, tương ứng với 4.928 quan sát năm.

3.2. Mô hình nghiên cứu và Phương pháp ước lượng

Dựa vào cơ sở lý luận và bằng chứng thực nghiệm về vai trò của TDTM và ràng buộc tài chính đối với tăng trưởng doanh nghiệp (Ferrando & Mulier, 2013; Martínez-Sola & cộng sự, 2013; Hasan & Alam, 2022; Tingbani & cộng sự, 2024), mô hình nghiên cứu (1) được xây dựng để đánh giá tác động tuyến tính và phi

tuyến tính của TDTM đến tăng trưởng tài sản của doanh nghiệp và mô hình (2) tập trung đánh giá và tác động điều tiết của ràng buộc tài chính đến mối quan hệ giữa TDTM và tăng trưởng tài sản của các công ty niêm yết tại Việt Nam.

$$TAGROWTH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TAGROWTH_{i,t-1} + \beta_2 TRADECRE_{i,t} + \beta_3 TRADECRE^2_{i,t} + \beta_4 FINCON_{i,t} + \sum \gamma X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$TAGROWTH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TAGROWTH_{i,t-1} + \beta_2 TRADECRE_{i,t} + \beta_3 TRADECRE^2_{i,t} + \beta_4 (TRADECRE_{i,t} \times FINCON_{i,t}) + \beta_5 (TRADECRE^2_{i,t} \times FINCON_{i,t}) + \beta_6 FINCON_{i,t} + \sum \gamma X_{i,t} + \partial_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó: Biến phụ thuộc $TAGROWTH_{i,t}$ đại diện cho tăng trưởng tài sản của doanh nghiệp i tại năm t . Biến giải thích chính $TRADECRE_{i,t}$, đại diện cho các khoản phải trả của công ty i trong năm t . Biến ràng buộc tài chính ($FINCON_{i,t}$), được đại diện bởi chỉ số SA (Hadlock & Pierce, 2010). Để phản ánh tác động phi tuyến của tín dụng thương mại ($TRADECRE$) đến tăng trưởng tài sản doanh nghiệp ($TAGROWTH$), biến bình phương của TDTM ($TRADECRE^2$) được đưa vào mô hình. Bên cạnh các biến chính, các biến kiểm soát ($X_{i,t}$) như tuổi công ty (AGE), tài sản hữu hình (FIX), tỷ suất sinh lợi (ROA), và đòn bẩy (DEBT) được xem xét trong mô hình nghiên cứu (1) và (2). Các biến tương tác ($TRADECRE \times FINCON$ và $TRADECRE^2 \times FINCON$) được đưa vào mô hình (2) nhằm đánh giá tác động điều tiết của biến ràng buộc tài chính (FINCON). $\varepsilon_{i,t}$ và $\partial_{i,t}$ là sai số trong các mô hình nghiên cứu. Các biến sử dụng được định nghĩa và xác định phương pháp đo lường trong Bảng 1.

Bảng 1. Định nghĩa và đo lường biến

Biến	Tên	Cách đo lường	Tham khảo
ATGROWTH	Tăng trưởng tổng tài sản	$\frac{\text{Tổng tài sản}_t - \text{Tổng tài sản}_{t-1}}{\text{Tổng tài sản}_{t-1}}$	Ferrando & Mulier (2013); Nguyen & cộng sự (2025)
TRADECRE	Tín dụng thương mại	$\frac{\text{Phải nhà nhà cung cấp}}{\text{Giá vốn hàng bán}}$	Hasan & Alam (2022); Vương và cộng sự. (2023)
FINCON	Ràng buộc tài chính	Chỉ số SA	Hadlock & Pierce (2010)
AGE	Tuổi doanh nghiệp	Logarithm tự nhiên (Số năm thành lập doanh nghiệp)	
ROA	Tỷ suất sinh lợi	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$	
DEBT	Tỷ lệ đòn bẩy	$\frac{\text{Tổng nợ vay}}{\text{Tổng tài sản}}$	Tingbani & cộng sự. (2024)
FIX	Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình	$\frac{\text{Tài sản cố định hữu hình}}{\text{Tổng tài sản}}$	

Nguồn: Các tác giả tổng hợp.

Các phương pháp hồi quy Pooled OLS, FEM, REM hay FGLS thường được sử dụng để ước lượng dữ liệu bảng. Các phương pháp này là giả định các biến độc lập là ngoại sinh, tức không có tương quan với sai số trong mô hình. Trong nghiên cứu này, biến TDTM có thể là biến nội sinh do khả năng tồn tại quan hệ hai chiều giữa TDTM và tăng trưởng doanh nghiệp. Để khắc phục vấn đề nội sinh và đảm bảo tính nhất quán trong ước lượng, nghiên cứu này lựa chọn phương pháp tổng quát hóa khoảng khắc (GMM). Ước lượng GMM là phương pháp kinh tế lượng để xử lý vấn đề nội sinh, phương sai sai số thay đổi, và tự tương quan trong mô hình dữ liệu bảng động. Hai phương pháp GMM cơ bản được cân nhắc là Difference GMM (DGMM) và System GMM (SGMM). Difference GMM, được đề xuất bởi Arellano & Bond (1991), thực hiện việc loại bỏ sai số không quan sát cố định bằng cách lấy sai phân các biến, sau đó sử dụng giá trị trễ của biến nội sinh làm biến công cụ. Phương pháp này thường gặp hạn chế khi các biến có tính bền vững cao nên

các công cụ trở nên yếu và làm giảm hiệu quả ước lượng. Để khắc phục điều đó, Arellano & Bover (1995) và Blundell & Bond (1998) đã phát triển ước lượng System GMM (SGMM) kết hợp cả phương trình ở dạng sai phân và dạng mức, đồng thời sử dụng công cụ nội sinh ở cả hai dạng để tăng cường tính hiệu quả và độ tin cậy. Với dữ liệu dạng bảng không cân bằng, số doanh nghiệp lớn và số năm quan sát nhỏ, SGMM cho phép kiểm soát sai số chuẩn và xử lý nội sinh tốt hơn. Hơn nữa, SGMM cho phép kiểm soát tốt hiện tượng nội sinh bằng cách sử dụng công cụ nội sinh từ bên trong mô hình.

4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả và phân tích tương quan

Bảng 2 trình bày các thống kê mô tả của các biến trong mô hình nghiên cứu với 4.928, tương đương với 308 DNNY trong giai đoạn 2009-2024. Biến phụ thuộc TAGROWTH có giá trị trung bình là 0,1103 và độ lệch chuẩn là 0,2426, phản ánh có sự khác biệt đáng kể trong tốc độ tăng trưởng doanh thu giữa các doanh nghiệp trong mẫu. Biến TRADECRE có giá trị trung 0,1700, cho thấy doanh nghiệp trong mẫu tận dụng 0,1700 đồng tín dụng thương mại trong hoạt động mua hàng trên một đồng giá vốn hàng bán ra. Biến FINCON dao động trong khoảng từ 6,6436 đến 19,2949 với trung bình 11,9993, phản ánh mức độ ràng buộc tài chính khác nhau đáng kể giữa các doanh nghiệp. Giá trị bình quân của biến AGE xấp xỉ khoảng 8,8072 với độ phân tán cao 5,2130. Tỷ suất sinh lợi bình quân của các doanh nghiệp đạt giá trị dương (0,0705) cho thấy các công ty niêm yết được quan sát bình quân hoạt động kinh doanh có lợi nhuận. Giá trị nợ bình quân trên tổng tài sản doanh nghiệp đạt 0,4859, chỉ ra các công ty trong mẫu sử dụng khoảng 0,4859 đồng nợ vay để tạo ra một đồng tài sản trong doanh nghiệp. Cuối cùng, giá trị bình quân biến FIX chỉ ra, tài sản cố định hữu hình, chiếm khoảng 20% tổng tài sản bình quân của các công ty được nghiên cứu trong mẫu.

Bảng 2. Kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị bình quân	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ATGROWTH	4.928	0,1103	0,2426	-0,3396	1,2492
TRADECRE	4.928	0,1700	0,2380	0,0022	1,6921
FINCON	4.928	11,9993	2,5028	6,6436	19,2949
AGE	4.928	8,8072	5,2130	0,0000	19,0000
ROA	4.928	0,0705	0,0745	-0,0836	0,3762
DEBT	4.928	0,4859	0,2108	0,0579	0,8971
FIX	4.928	0,1918	0,1915	0,0011	0,8280

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu của tác giả từ phần mềm Stata.

Bảng 3. Bảng ma trận tương quan Pearson giữa các biến trong mô hình

Biến	TAGROWTH	TRADECRE	FINCON	AGE	ROA	DEBT	FIX
TAGROWTH	1,0000						
TRADECRE	0,0658	1,0000					
FINCON	0,1330	0,1638	1,0000				
AGE	-0,2109	0,0109	0,1179	1,0000			
ROA	0,1986	-0,2489	-0,1091	-0,1742	1,0000		
DEBT	0,1561	0,2777	0,2767	-0,1071	-0,4783	1,0000	
FIX	-0,1062	-0,1760	-0,0090	-0,0161	0,0610	-0,0810	1,0000

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu của tác giả từ phần mềm Stata.

Bảng 3 cho thấy hệ số tương quan giữa biến phụ thuộc TAGROWTH và các biến độc lập đều ở mức thấp (<0,20), hàm ý không có hiện tượng tương quan quá mức, gây sai lệch nghiêm trọng trong mô hình hồi quy. Đáng chú ý, biến giải thích chính TRADECRE có hệ số tương quan dương (0,0658) với biến giải

thích TAGROWTH, tiết lộ mối quan hệ cùng chiều giữa TDTM và tăng trưởng tài sản doanh nghiệp. Bên cạnh đó, các biến ROA, DEBT, và FINCON cũng có mối quan hệ tương quan dương với biến phụ thuộc TAGROWTH. Ngược lại, tỷ trọng tài sản cố định hữu hình (FIX) và tuổi của công ty (AGE) có tương quan ngược chiều với tăng trưởng tổng tài sản của doanh nghiệp (TAGROWTH).

4.2. Phân tích kết quả hồi quy

Kết quả hồi quy từ ước lượng GMM hệ thống (hay SGMM) đối với mô hình (1) và (2) được thể hiện trong Bảng 4. Kết quả hồi quy cho thấy biến tín dụng thương mại (TRADECRE) có hệ số dương tại ý nghĩa thống kê ở mức 1%, khẳng định việc khai thác TDTM có tác động tích cực đến tốc độ tăng trưởng tổng tài sản của doanh nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Mối quan hệ cùng chiều giữa TDTM và tăng trưởng tài sản công ty phù hợp với phát hiện trong nghiên cứu của Ferrando & Mulier (2013) về các doanh nghiệp Châu Âu. Phát hiện này hàm ý, tận dụng chính sách tín dụng từ phía các nhà cung cấp giúp các công ty trì hoãn các khoản phải trả và tăng cường đầu tư vào tài sản của mình. Nói cách khác, giả thuyết nghiên cứu H1 được ủng hộ. Trái lại, hệ số ước lượng của biến TRADECRE2 âm và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy mối quan hệ giữa TRADECRE và TAGROWTH là phi tuyến dạng, có dạng chữ U ngược, phù hợp phát hiện của Tingbani & cộng sự (2024) đối với các công ty ở Anh. Cụ thể, doanh nghiệp tận dụng TDTM vượt quá ngưỡng tối ưu (quá mức), cho thấy khả năng thanh toán các khoản phải trả của doanh nghiệp trong ngắn hạn đang gặp khó khăn, doanh nghiệp không thể tăng cường đầu tư vào tài

Bảng 4. Kết quả ước lượng SGMM từ mô hình (1) và (2)

Hệ số	Biến phụ thuộc TAGROWTH	
	Mô hình (1)	Mô hình (2)
Hằng số	-0,3116*** (0,0265)	-0,4855*** (0,0973)
Lag. TAGROWTH	0,0689** (0,0292)	0,0905*** (0,0332)
TRADECRE	0,4844*** (0,1423)	2,4035*** (0,9102)
TRADECRE ²	-0,4741*** (0,0935)	-2,1141*** (0,7438)
TRADECRE x FINCON		-0,1411** (0,0675)
TRADECRE ² x FINCON		0,1226** (0,0539)
FINCON	0,0099*** (0,0021)	0,0240*** (0,0080)
AGE	-0,0017*** (0,0007)	-0,0016** (0,0007)
ROA	1,2547*** (0,0796)	1,2595*** (0,0828)
DEBT	0,3850*** (0,0345)	0,3427*** (0,0386)
FIX	-0,1471*** (0,0255)	-0,1372*** (0,0269)
Kiểm định AR (1) (Giá trị P)	0,000	0,000
Kiểm định AR (2) (Giá trị P)	0,400	0,312
Kiểm định Hansen (Giá trị P)	0,167	0,209
Số quan sát	4.620	4.620
Số công ty	308	308

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu của tác giả từ phần mềm Stata.

Chú ý: Ký hiệu (), (**), (***) tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, 1%.*

sản, kết quả là, tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp có xu hướng suy giảm. Hay, giả thuyết H2 được ủng hộ.

Trong mô hình (2), hệ số biến ràng buộc tài chính (FINCON) dương và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy những công ty có hạn chế tài chính cao, xác suất tồn tại trên thị trường của họ cao hơn các công ty có hạn chế tài chính thấp (Musso & Schiavo, 2008). Cột (2) chỉ ra hệ số biến tương tác TRADECRE $\times$ FINCON âm, mặt khác, hệ số biến tương tác TRADECRE $^2 \times$ FINCON dương và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%. Hệ số hai biến tương tác này lần lượt cho thấy, trước hết, sự hiện diện của ràng buộc tài chính làm suy yếu tác động tích cực của TDTM đến tăng trưởng của DN Việt Nam trước khi các công ty niêm yết Việt Nam đạt ngưỡng khai thác tín dụng thương mại tối ưu. Hay nói cách khác, tác động cùng chiều của TDTM đến tăng trưởng tài sản công ty bị cản trở đáng kể khi có sự hiện diện của ràng buộc tài chính. Sau khi vượt qua ngưỡng TDTM tối ưu, tác động tiêu cực của TDTM đến tăng trưởng tài sản trong các doanh nghiệp đang đối mặt với ràng buộc tài chính cao được giảm nhẹ, phát hiện này nhấn mạnh vai trò quan trọng của TDTM trong việc giảm tải áp lực từ sự hiện diện của các ràng buộc tài chính doanh nghiệp (Cosci & cộng sự., 2020; Tingbani & cộng sự., 2024). Tóm lại, giả thuyết H3 được làm sáng tỏ.

Nghiên cứu thực hiện các kiểm định AR (1), AR (2), và Hansen để xác minh tính tin cậy đối với các ước lượng SGMM được sử dụng. Giá trị P-value đối với kiểm định AR (1) – kiểm tra tương quan chuỗi bậc 1 $< 0,00$, trong khi đó, giá trị P đối với các kiểm định AR (2) – kiểm định tương quan chuỗi bậc 2 và Hansen đều $> 0,10$ xác minh tính hợp lệ và tin cậy của các biến công cụ được sử dụng.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Bài viết này phân tích tác động phi tuyến của TDTM đến tăng trưởng tổng tài sản công ty trong bối cảnh thị trường Việt Nam, đồng thời đánh giá vai trò điều tiết của ràng buộc tài chính đối với tác động này. Sử dụng dữ liệu bảng của 308 doanh nghiệp phi tài chính trong giai đoạn 2009–2024 và phương pháp ước lượng GMM hệ thống, bài viết đã đưa ra một số kết luận quan trọng. Trước hết, TDTM có tác động tích cực đến tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp, tuy nhiên mối quan hệ này không tuyến tính mà thể hiện dạng chữ U ngược. Mối quan hệ phi tuyến này hàm ý rằng TDTM chỉ thực tạo điều kiện tăng trưởng tổng tài sản doanh nghiệp khi được khai thác ở mức hợp lý; việc công ty sử dụng quá mức có thể dẫn đến rủi ro thanh toán và làm suy giảm hiệu quả tăng trưởng. Hơn nữa, bài viết cũng chỉ ra sự xuất hiện của ràng buộc tài chính đóng vai trò điều tiết đáng kể trong mối quan hệ phi tuyến giữa tăng trưởng tài sản và TDTM doanh nghiệp.

TDTM tác động tích cực đến tốc độ tăng trưởng tổng tài sản của các doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt trong bối cảnh những công ty này thường đối mặt với những khó khăn trong việc tiếp cận tín dụng truyền thống từ ngân hàng, nhấn mạnh vai trò quan trọng của TDTM - không chỉ là một công cụ tài trợ ngắn hạn, mà còn là một kênh thanh khoản chiến lược giúp doanh nghiệp duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh liên tục, ổn định, và tăng cường đầu tư vào tài sản. Vì vậy, các doanh nghiệp cần chủ động khai thác và quản trị hiệu quả nguồn vốn TDTM nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng đặt ra. Cụ thể hơn, doanh nghiệp nên thiết lập mối quan hệ tin cậy và lâu dài với các nhà cung cấp để được hưởng những điều khoản thanh toán linh hoạt và có lợi (kéo dài thời hạn thanh toán, hay chiết khấu sớm); đồng thời nâng cao năng lực tài chính, minh bạch thông tin và uy tín tín dụng để củng cố niềm tin từ phía đối tác. Việc tận dụng TDTM như một giải pháp bù đắp thiếu hụt vốn lưu động tạm thời cũng cần được đi kèm với chiến lược quản lý dòng tiền hợp lý giữa các hoạt động đầu tư và vận hành. Tuy nhiên, doanh nghiệp cũng cần thận trọng trong việc xem xét ngưỡng TDTM tối ưu, vì nếu vượt qua ngưỡng này, công ty có thể đối mặt với áp lực thanh toán lớn trong ngắn hạn, phát sinh chi phí tài chính không mong muốn, suy giảm chất lượng tín dụng trong quan hệ tín dụng với nhà cung cấp, kết quả là kìm hãm sự tăng trưởng doanh nghiệp trong dài hạn.

Đối với các doanh nghiệp tồn tại ràng buộc tài chính cao, TDTM khó phát huy tối đa tính hiệu quả trong việc thúc đẩy tăng trưởng doanh nghiệp, nguyên nhân là do những doanh nghiệp này khó chiếm được vị thế tối ưu trong đàm phán chính sách thanh toán thương mại. Vậy, các doanh nghiệp này cần chủ động tăng cường thương lượng với nhà cung cấp và có thể tìm kiếm các đối tác có chính sách tín dụng linh hoạt để kéo dài thời hạn thanh toán, giảm áp lực tài chính trong ngắn hạn và đảm bảo dòng tiền của doanh nghiệp

được ổn định. Bên cạnh đó, những doanh nghiệp này cần thực hiện quản trị công nợ và dòng tiền một cách chặt chẽ, hạn chế tình trạng chậm thanh toán hoặc mất khả năng thanh toán vì nó có thể ảnh hưởng tiêu cực đến uy tín doanh nghiệp, gây khó khăn trong việc tiếp cận TDTM trong dài hạn. Liên quan đến chiến lược quản trị trong dài hạn, nhà quản trị doanh nghiệp cần chú trọng nâng cao chất lượng kế toán và hạch toán các khoản phải trả, minh bạch thông tin và tuân thủ nghiêm ngặt chính sách tín dụng từ nhà cung cấp nhằm cải thiện mức độ tín nhiệm liên quan đến chính sách bán chịu. Điều này cũng góp phần nâng cao khả năng tiếp cận tín dụng chính thức và giảm sự phụ thuộc vào kênh TDTM.

Nghiên cứu còn tồn tại một số hạn chế nhất định như sau: Thứ nhất, dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu chỉ bao gồm 308 doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX trên tổng số khoảng 729 doanh nghiệp niêm yết tại thời điểm khảo sát. Điều này phần nào làm giảm tính đại diện và khả năng khái quát hóa của kết quả. Thứ hai, ràng buộc tài chính trong nghiên cứu được đo lường thông qua chỉ số SA, chỉ số này có thể chưa phản ánh đầy đủ mức độ ràng buộc tài chính của doanh nghiệp tại Việt Nam vì chủ yếu chỉ phản ánh đặc điểm quy mô doanh nghiệp mà không xét đến các yếu tố tài chính nội tại quan trọng như dòng tiền, đòn bẩy hoặc khả năng tiếp cận tín dụng ngân hàng. Thứ ba, nghiên cứu hiện tại mới chỉ tiếp cận từ góc độ của doanh nghiệp nhận TDTM từ nhà cung cấp, mà chưa xét đến khía cạnh doanh nghiệp cung cấp TDTM, việc bỏ sót góc nhìn này khiến phân tích còn hạn chế về tính toàn diện.

Lời thừa nhận/Cảm ơn: Sinh viên Lê Ngọc Bảo Hân, Khoa Tài chính – Trường Đại học Ngân hàng TP. HCM, Email: 050609211924@st.buh.edu.vn, đã hỗ trợ công tác thu thập và xử lý dữ liệu nghiên cứu của bài viết.

Tài liệu tham khảo

- 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. <https://doi.org/10.2307/2297968>.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D).
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8).
- Cleary, S. (1999). The relationship between firm investment and financial status. *The Journal of Finance*, 54(2), 673-692. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00121>.
- Coase, R. H. (1993). The nature of the firm (1937). *Economica*, 4, 396-405. <http://econdse.org/wp-content/uploads/2014/09/firm-coase.pdf>.
- Coad, A., & Guenther, C. (2014). Processes of firm growth and diversification: theory and evidence. *Small Business Economics*, 43(4), 857-871. <https://www.jstor.org/stable/43553023>.
- Cosci, S., Guida, R., & Meliciani, V. (2020). Does trade credit really help relieving financial constraints? *European Financial Management*, 26(1), 198-215. <https://doi.org/10.1111/eufm.12211>.
- Cooper, M. J., Gulen, H., & Schill, M. J. (2008). Asset growth and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 63(4), 1609-1651. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01370.x>.
- Cunat, V. (2007). Trade credit: suppliers as debt collectors and insurance providers. *The Review of Financial Studies*, 20(2), 491-527. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhl015>.
- Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. (1988). Investment, financing decisions, and tax policy. *The American*

-
- Economic Review*, 78(2), 200-205. <https://www.jstor.org/stable/1818123>.
- Ferrando, A., & Mulier, K. (2013). Do firms use the trade credit channel to manage growth? *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3035-3046. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.02.013>.
- Fisman, R., & Love, I. (2003). Trade credit, financial intermediary development, and industry growth. *The Journal of Finance*, 58(1), 353-374. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00527>.
- Guariglia, A., & Mateut, S. (2006). Credit channel, trade credit channel, and inventory investment: Evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking & Finance*, 30(10), 2835-2856. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.11.002>.
- Hasan, M. M., & Alam, N. (2022). Asset redeployability and trade credit. *International Review of Financial Analysis*, 80, 102024. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102024>.
- Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index. *The Review of Financial Studies*, 23(5), 1909-1940. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq009>.
- Karakoç, B. (2022). Corporate growth–Trade credit relationship: Evidence from a panel of countries. *Borsa Istanbul Review*, 22(1), 156-168. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.03.004>.
- Lee, N. (2014). What holds back high-growth firms? Evidence from UK SMEs. *Small Business Economics*, 43(1), 183-195. <https://doi.org/10.1007/s11187-013-9525-5>.
- Lê Khương Ninh & Bùi Anh Tuấn (2015). Tín dụng ngân hàng, tín dụng thương mại và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp nông nghiệp ở Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 115, 42-45.
- Love, I., Preve, L. A., & Sarria-Allende, V. (2007). Trade credit and bank credit: Evidence from recent financial crises. *Journal of Financial Economics*, 83(2), 453-469. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.11.002>.
- Mateut, S., Bougheas, S., & Mizen, P. (2006). Trade Credit, Bank Lending, and Monetary Policy Transmission *European Economic Review*, 50(3), 603-629. <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2005.01.002>.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Trade credit policy and firm value. *Accounting & Finance*, 53(3), 791-808. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2012.00488.x>.
- Musso, P., & Schiavo, S. (2008). The Impact of Financial Constraints on Firm Survival and Growth. *Journal of Evolutionary Economics*, 18, 135-149. <https://doi.org/10.1007/s00191-007-0087-z>.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). When firms have information that investors need. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- Niskanen, J., & Niskanen, M. (2006). The determinants of corporate trade credit policies in a bank-dominated financial environment: The case of Finnish small firms. *European Financial Management*, 12(1), 81-102. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00311.x>.
- Nguyen, M. H., Thi Huong Vuong, G., & Nguyen, T. D. (2025). Corporate Investment and Political Stability: Role of an Enormous Anti-Corruption Campaign, Ownership Structure, and Financial Constraints in An Emerging Economy. *SAGE Open*, 15(2), 1-20. <https://doi.org/10.1177/21582440251340546>.
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1997). Trade credit: theories and evidence. *The Review of Financial Studies*, 10(3), 661-691. <https://doi.org/10.1093/rfs/10.3.661>.
- Penrose, E. T. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford University Press.
- Phạm Xuân Quỳnh, & Trần Đức Tuấn (2020). Các nhân tố ảnh hưởng đến tín dụng thương mại của các công ty ngành thực phẩm niêm yết trên HOSE. *Tạp chí Khoa học Kinh tế*, 8(01), 26–34.
- Seifert, D., Seifert, R. W., & Protopappa-Sieke, M. (2013). A review of trade credit literature: Opportunities for research in operations. *European Journal of Operational Research*, 231(2), 245-256. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2013.05.046>.
-

ejor.2013.03.016.

- Tingbani, I., Afrifa, G. A., Taurigana, V., & Ntim, C. (2024). Trade credit and corporate growth. *International Journal of Finance & Economics*, 29(1), 206-228. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2683>.
- Trần Kết Ái (2017). Các yếu tố ảnh hưởng tới tín dụng thương mại của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, (152–153), 101–105.
- Vo, X. V. (2018). Bank lending behavior in emerging markets. *Finance Research Letters*, 27, 129-134. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.02.011>.
- Vuong, T. H. G., Wu, Y. C., Weng, T. C., Nguyen, H. M., & Vo, X. V. (2023). Capital structure choices and stock market volatility: Evidence from Chinese listed firms. *The Chinese Economy*, 56(1), 25-49. <https://doi.org/10.1080/10971475.2022.2058180>.
- Williamson, O. E. (1989). Transaction cost economics. *Handbook of industrial organization*, 1, 135-182. [https://doi.org/10.1016/S1573-448X\(89\)01006-X](https://doi.org/10.1016/S1573-448X(89)01006-X).