

Thanh khoản cổ phiếu và tín dụng thương mại của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường Việt Nam

Nguyễn Hữu Mạnh¹, Dương Văn Minh², Vương Thị Hương Giang^{2,*}



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

TÓM TẮT

Nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và hai kênh tín dụng thương mại – khoản phải thu khách hàng và khoản phải trả nhà cung cấp – của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Sử dụng bộ dữ liệu bảng gồm 298 công ty niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012–2023, nghiên cứu áp dụng phương pháp ước lượng Hệ thống GMM (System Generalized Method of Moments – SGMM) nhằm xử lý vấn đề nội sinh và bảo đảm tính tin cậy của kết quả. Kết quả thực nghiệm cho thấy các doanh nghiệp có thanh khoản cổ phiếu cao hơn thường mở rộng tín dụng thương mại cung cấp cho khách hàng, thể hiện qua việc gia tăng khoản phải thu, đồng thời giảm sự phụ thuộc vào tín dụng thương mại từ nhà cung cấp, tức giảm khoản phải trả. Điều này cho thấy khả năng tiếp cận thị trường vốn hiệu quả giúp doanh nghiệp chủ động hơn trong việc tài trợ hoạt động, quản lý dòng tiền và định hình quan hệ tín dụng thương mại. Bằng chứng thực nghiệm này góp phần khẳng định vai trò của thanh khoản cổ phiếu như một kênh truyền dẫn quan trọng ảnh hưởng đến các quyết định tài chính vi mô của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cũng gợi mở hàm ý chính sách về việc thúc đẩy phát triển thị trường chứng khoán và nâng cao tính thanh khoản cổ phiếu, qua đó tạo điều kiện mở rộng khả năng cung ứng tín dụng thương mại, cải thiện hiệu quả tài chính và tăng cường năng lực cạnh tranh của khu vực doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

Từ khóa: Thanh khoản cổ phiếu, Tín dụng thương mại, Doanh nghiệp niêm yết, Việt Nam.

1. GIỚI THIỆU NGHIÊN CỨU:

Thanh khoản cổ phiếu đóng vai trò quan trọng trong việc huy động vốn và quản lý dòng tiền của doanh nghiệp¹, đặc biệt là tại các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam, nơi hệ thống tài chính vẫn còn nhiều hạn chế². Đối với các doanh nghiệp niêm yết (DNNY), thanh khoản cổ phiếu không chỉ là yếu tố giúp thu hút nhà đầu tư mà còn giúp tăng cường khả năng tiếp cận các kênh tài chính khác, trong đó có tín dụng thương mại (TDTM) – một kênh tín dụng phi truyền thống, đặc biệt khi nguồn vốn ngân hàng khó tiếp cận³. TDTM, hiểu là các khoản nợ được các doanh nghiệp (DN) đối tác cung cấp cho nhau trong quá trình giao dịch mua bán, giúp DN bổ sung dòng tiền, tối ưu hóa cấu trúc tài chính và duy trì hoạt động kinh doanh ngay cả khi gặp hạn chế trong việc vay ngân hàng^{4,5}. Tính thanh khoản của cổ phiếu và các quyết định đầu tư của công ty có mối quan hệ khá phức tạp, ảnh hưởng lẫn nhau một cách đáng kể. Nghiên cứu của⁶ cho thấy khi thanh khoản cổ phiếu trên thị trường thấp, chi phí vốn của công ty tăng lên, từ đó làm giảm đầu tư vào các tài sản vốn như nghiên cứu và phát triển (R&D) và hàng tồn kho. Mặt khác, khi các công ty đầu tư nhiều hơn, đặc biệt là các khoản đầu tư bất

thường, thanh khoản cổ phiếu có xu hướng được cải thiện, nhất là đối với những công ty gặp hạn chế về tài chính. Hiện tượng này được giải thích bởi việc gia tăng đầu tư làm giảm rủi ro của công ty, từ đó ảnh hưởng tích cực đến hành vi của nhà tạo lập thị trường và gia tăng tính thanh khoản cổ phiếu. Như vậy, tính thanh khoản không chỉ là yếu tố quyết định trong chiến lược đầu tư của công ty mà còn bị ảnh hưởng bởi các quyết định đầu tư đó, tạo nên một vòng lặp liên hoàn giữa đầu tư và thanh khoản trong hoạt động tài chính của DN^{5,7}.

Theo lý thuyết tài chính (*Financial theory*) truyền thống, các DN gặp khó khăn khi tiếp cận nguồn vốn vay từ ngân hàng thường dựa vào TDTM như một nguồn tín dụng thay thế^{8,9}. Các DN có thanh khoản cổ phiếu cao không chỉ có khả năng tiếp cận thị trường vốn tốt với chi phí sử dụng vốn thấp hơn¹⁰, mà còn có thể cải thiện quan hệ TDTM, bởi tính thanh khoản này góp phần củng cố niềm tin giữa các đối tác trong quan hệ thương mại, khiến các DN sẵn sàng mở rộng cấp tín dụng cho khách hàng của họ hoặc giảm sự phụ thuộc vào tín dụng từ nhà cung cấp¹¹. Có thể thấy rằng thanh khoản cổ phiếu có thể ảnh hưởng đến cả cung TDTM (các khoản phải thu

¹Khoa Kế Toán – Tài chính, Trường Đại học Nha Trang, Việt Nam

²Khoa Tài chính, Trường Đại học Ngân hàng TP. HCM, Việt Nam

Liên hệ

Vương Thị Hương Giang, Khoa Tài chính, Trường Đại học Ngân hàng TP. HCM, Việt Nam

Email: giangvth@hub.edu.vn

Lịch sử

- Ngày nhận: 21/07/2025
- Ngày sửa đổi: 14/10/2025
- Ngày chấp nhận: 07/04/2026
- Ngày đăng: 25/05/2026

DOI: <https://doi.org/10.32508/vnuhcmj-eb1.v10i2.1693>



Bản quyền

© Tạp chí ĐHQG Tp.HCM. Đây là bài báo công bố mở được phát hành theo các điều khoản của the Creative Commons Attribution 4.0 International license.

Trích dẫn bài báo này: N H M, D V M, V T H G. Thanh khoản cổ phiếu và tín dụng thương mại của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường Việt Nam. VNUHCM J. Econ. Bus. Law 2026; (2): 6575-6586.

khách hàng) và cầu TDTM (các khoản phải trả người bán) của DN.

Mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và TDTM doanh nghiệp được nghiên cứu trong các thị trường khác nhau. Cụ thể, dựa trên mẫu nghiên cứu của các doanh nghiệp Mỹ trên sàn NYSE, AMEX, và NASDAQ, bài viết của¹² đã chỉ ra rằng các công ty ở Mỹ có tính thanh khoản cổ phiếu cao hơn sẵn sàng mở rộng tín dụng thương mại hơn và ít phụ thuộc vào tài trợ tín dụng thương mại trong giai đoạn 1977-2017. Tại thị trường Trung Quốc,¹³ cho thấy tính thanh khoản của cổ phiếu ảnh hưởng đáng kể đến khả năng của các công ty trong việc tạo ra nhiều nguồn cung tín dụng thương mại hơn và ít phụ thuộc hơn vào nhu cầu tín dụng thương mại từ năm 2002 đến năm 2017. Tại một thị trường rộng lớn khác như Ấn Độ¹⁴ và³ chỉ ra các doanh nghiệp có cổ phiếu thanh khoản cao hơn có xu hướng cung cấp nhiều tín dụng thương mại hơn cho khách hàng và cũng giảm việc sử dụng nguồn tài trợ tín dụng thương mại từ các nhà cung cấp của họ. Một nghiên cứu khác tại Ả Rập – Xê Út của¹⁵ chứng minh rằng các công ty sẵn sàng cung cấp tín dụng thương mại cho khách hàng hơn khi tính thanh khoản của cổ phiếu cao hơn và ít có khả năng dựa vào các khoản phải trả từ nhà cung cấp từ năm 2010 đến 2019.

Trong khi các nghiên cứu về tác động của thanh khoản cổ phiếu đến tín dụng thương mại doanh nghiệp đã tìm thấy bằng chứng thực nghiệm đáng kể tại các thị trường phát triển và mới nổi, nhưng nghiên cứu về Việt Nam – một thị trường chuyển đổi, về chủ đề nghiên cứu này còn khá khiêm tốn. Theo như hiểu biết tốt nhất của nhóm tác giả, các nghiên cứu hiện có về bối cảnh thị trường Việt Nam tập trung đánh giá tác động của thanh khoản cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp¹⁶, tỷ suất sinh lợi cổ phiếu¹⁷, quyết định nắm giữ tiền mặt¹⁸, rủi ro phá sản doanh nghiệp¹⁹, và đầu tư công ty²⁰.

Bởi vậy, nghiên cứu này được thực hiện nhằm lấp đầy những khoảng trống nghiên cứu hiện có bằng cách phân tích và đánh giá tác động của thanh khoản cổ phiếu đối với hoạt động TDTM của các DNNY tại thị trường chuyển đổi - Việt Nam. Sử dụng phương pháp hệ thống hóa tổng quát khoảng khắc ước lượng (SGMM) trên mẫu dữ liệu bảng cân bằng gồm 298 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012–2023. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng DN có thanh khoản cổ phiếu cao hơn sẵn sàng mở rộng cung TDTM và ít phụ thuộc vào tài trợ tín dụng từ nhà cung cấp. Những phát hiện này không chỉ góp phần mở rộng hiểu biết về mối liên hệ giữa thị trường vốn và kênh TDTM của các DNNY tại Việt Nam mà còn cung cấp cơ sở thực tiễn cho các DN và nhà hoạch định chính sách trong việc xây

dựng chiến lược huy động vốn và quản lý tài chính trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh tại Việt Nam. Các phần còn lại của bài báo này được tổ chức như sau. Phần 2 là cơ sở lý thuyết, Phần 3 mô tả phương pháp và dữ liệu nghiên cứu; Phần 4 trình bày kết quả nghiên cứu; Phần 5 là kết luận và hàm ý chính sách.

2. TỔNG QUAN CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ THỰC NGHIỆM:

2.1. Cơ sở lý luận:

Tín dụng thương mại (TDTM) đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển của thương mại nội địa và quốc tế^{21,22}. Dù trong thực tiễn có nhiều lý do thúc đẩy DN cung cấp và sử dụng TDTM, việc phát triển các lý thuyết chính thức về hình thức tín dụng này chỉ mới nhận được sự chú ý gần đây.²³ đã xây dựng lý thuyết động về tiêu chuẩn cho vay, họ cho rằng khi các DN gặp khó khăn trong tiếp cận tín dụng ngân hàng do tiêu chuẩn cấp tín dụng của ngân hàng trở nên chặt chẽ, đặc biệt sau các cú sốc kinh tế. Từ quan điểm này cho thể thấy, TDTM trở thành một kênh tài trợ thay thế (hay phi chính thức) giúp DN duy trì hoạt động. Trong quan hệ TDTM, nhà cung cấp dựa trên thông tin mềm (như mối quan hệ kinh doanh) thay vì các tiêu chuẩn nghiêm ngặt của ngân hàng, giúp giảm rào cản và tăng cường tính linh hoạt trong hoạt động cấp tín dụng.

Theo lý thuyết tài chính (*Financial theory*), TDTM được coi là một hình thức tài trợ từ người bán cho người mua thông qua các thỏa thuận chính thức hoặc không chính thức như hóa đơn trao đổi và các điều khoản tín dụng²⁴. Đây là một trong những khái niệm đầu tiên về TDTM, lý giải động lực của người bán trong việc cung cấp tín dụng này, nhưng chưa giải thích rõ lý do tại sao người mua lại chọn sử dụng TDTM thay vì tiếp cận tín dụng từ các tổ chức tài chính. Tiếp đến, các nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra rằng TDTM tồn tại do sự thiếu hiệu quả của thị trường tài chính. Vì những yếu tố như bất cân xứng thông tin, DN thường gặp khó khăn khi tiếp cận tín dụng chính thức và buộc phải dùng TDTM dù chi phí cao hơn²⁵. Thêm vào đó, TDTM còn đóng vai trò là công cụ tài trợ ngắn hạn giúp DN quản lý dòng tiền và duy trì thanh khoản. Theo lý thuyết chi phí vốn (*Cost of Capital Theory*), TDTM được coi là một loại chi phí vì DN phải trả thêm nếu không thanh toán đúng hạn, thường đi kèm điều kiện chiết khấu, khi không tận dụng chiết khấu, chi phí này tương đương lãi suất cao cho một khoản vay ngắn hạn²⁶. Dựa trên quan điểm của lý thuyết định giá quyền chọn (*Option pricing theory*), TDTM có thể xem như một quyền chọn

tài chính, cho phép DN quyết định thời điểm thanh toán tối ưu dựa trên tình hình dòng tiền hiện tại. Lý thuyết đánh đổi (*Trade-off theory*) và lý thuyết tín hiệu (*Signal theory*) chỉ ra rằng công ty phải cân nhắc chi phí và lợi ích khi sử dụng TDTM. Nếu sử dụng hiệu quả, TDTM không chỉ là công cụ tài chính hỗ trợ quản lý dòng tiền mà còn giúp DN nâng cao uy tín tài chính và duy trì mối quan hệ tốt với nhà cung cấp.

Theo lý thuyết thanh khoản (*Liquidity theory*), có thể coi TDTM đóng vai trò như một công cụ giúp DN duy trì tính thanh khoản trong hoạt động, đặc biệt khi tiếp cận nguồn tài chính bị hạn chế. Theo lý thuyết thanh khoản, khả năng thanh khoản là yếu tố cốt lõi đối với sức khỏe tài chính của DN, đặc biệt trong việc đáp ứng các nhu cầu tài chính ngắn hạn²⁷. Các DN bị hạn chế tín dụng, tức là không thể tiếp cận các nguồn tài chính từ các tổ chức tài chính truyền thống, thường có xu hướng sử dụng TDTM nhiều hơn so với các DN có khả năng tiếp cận tín dụng tốt. Nghiên cứu của⁴ cho thấy các công ty thường tăng cường sử dụng TDTM khi gặp khó khăn về dòng tiền hoặc khi doanh số bán hàng suy giảm, bởi vì họ không thể thu hồi kịp thời các khoản phải thu. Những DN lớn, có khả năng thanh khoản cao và tài chính mạnh, thường là những nhà cung cấp TDTM, vì họ có khả năng hỗ trợ khách hàng của mình thông qua các khoản TDTM khi gặp biến động tài chính hoặc khó khăn ngắn hạn. Ngược lại, các DN nhỏ và bị hạn chế tín dụng thường dựa vào TDTM từ các công ty lớn để bù đắp khoảng trống tài chính, đặc biệt trong các giai đoạn thắt chặt tín dụng. Ngoài ra, lý thuyết thanh khoản cho thấy các công ty có tính thanh khoản cao hơn trên thị trường chứng khoán ít phụ thuộc vào TDTM do họ có thể huy động vốn trên thị trường chứng khoán và ít bị hạn chế tín dụng²⁷. Họ có thể duy trì dòng tiền ổn định và đóng vai trò là nhà cung cấp TDTM thay vì là người đi vay. Điều này càng khẳng định vai trò của TDTM trong việc duy trì dòng tiền ổn định và hỗ trợ DN vượt qua khó khăn về thanh khoản.

2.2. Bảng chứng thực nghiệm:

[12] nghiên cứu mối quan hệ giữa TDTM và tính thanh khoản cổ phiếu của các DN tại Hoa Kỳ, tập trung vào các công ty niêm yết trên sàn NYSE và AMEX trong giai đoạn 1997-2017. Bằng cách sử dụng mô hình hồi quy đa biến và các phương pháp ước lượng DiD (khác biệt trong sự khác biệt) và 2SLS (hồi quy hai giai đoạn), tác giả chỉ ra rằng các công ty có tính thanh khoản cổ phiếu cao có xu hướng cung cấp TDTM nhiều hơn cho khách hàng và ít phụ thuộc vào TDTM từ nhà cung cấp. Những phát hiện này rõ ràng hơn với các công ty gặp hạn chế tài chính hoặc phụ thuộc vào tài trợ vốn bên ngoài. Nghiên cứu của³ tiếp tục kiểm tra mối quan hệ này ở Ấn Độ, với dữ liệu từ

các công ty phi tài chính giai đoạn 2000-2018. Bằng việc sử dụng phương pháp hồi quy GMM hai bước cho dữ liệu bảng động, nghiên cứu cho thấy các công ty có cổ phiếu thanh khoản cao cũng cung cấp nhiều TDTM hơn và sử dụng ít TDTM từ nhà cung cấp. Yếu tố ràng buộc tài chính và nhu cầu tài trợ bên ngoài đóng vai trò quan trọng trong mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và TDTM, khi các công ty chịu áp lực tài chính sử dụng thanh khoản cổ phiếu để quản lý dòng tiền hiệu quả. Tại Trung Quốc, [13] kiểm định tác động của thanh khoản cổ phiếu đến chính sách TDTM trong giai đoạn 2002-2017. Kết quả hồi quy cho thấy mối quan hệ tích cực giữa thanh khoản cổ phiếu và cung cấp TDTM, cũng như mối quan hệ tiêu cực với nhu cầu TDTM. Các công ty thuộc sở hữu nhà nước (SOEs) có thanh khoản cổ phiếu cao có khả năng cung cấp TDTM tốt hơn so với các DN tư nhân, kết quả này phù hợp với lý thuyết dựa trên tài nguyên của DN. Tuy nhiên, nghiên cứu này chỉ mang tính đại diện cho Trung Quốc, nơi phần lớn DN lớn do nhà nước sở hữu, có thể làm lệch giá trị cổ đông và ảnh hưởng đến thanh khoản cổ phiếu. Các yếu tố như cơ cấu và chất lượng quản trị cũng cần được xem xét trong bối cảnh tác động của thanh khoản cổ phiếu đến huy động vốn qua TDTM.

Các bằng chứng thực nghiệm hiện có cho thấy sự tồn tại mối liên hệ mạnh mẽ giữa thanh khoản cổ phiếu và chính sách TDTM của các DN ở các quốc gia khác trên thế giới như Ấn Độ, Hoa Kỳ, và Trung Quốc. Nghiên cứu tác động của thanh khoản cổ phiếu đến TDTM tại Việt Nam – một quốc gia mới nổi là cần thiết vì hai lý do sau: (1) Nguồn tài trợ vốn bên ngoài của các DN Việt Nam chủ yếu đến từ kênh tín dụng chính thức được cung cấp bởi hệ thống ngân hàng thương mại. Do đó, kênh tín dụng phi truyền thống – TDTM là kênh thay thế chủ yếu đối với các công ty Việt Nam khi họ gặp khó khăn trong tiếp cận tín dụng ngân hàng; (2) Thị trường chứng khoán (vốn) ở Việt Nam tương đối mong manh và dễ biến động, điều này tác động đáng kể đến thanh khoản cổ phiếu của các DNNY trên thị trường vốn tại Việt Nam; (3) Cung cấp bằng chứng bổ sung để xác nhận tính bền vững của mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và TDTM ở các thị trường khác trên thế giới. Bài viết này tập trung làm sáng tỏ hai giả thuyết nghiên cứu sau:

H1: Thanh khoản cổ phiếu tác động cùng chiều đến cung tín của thương mại của các DNNY Việt Nam.

H2: Thanh khoản cổ phiếu tác động ngược chiều đến cầu tín của thương mại của các DNNY Việt Nam.

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU:

3.1. Dữ liệu nghiên cứu:

Nghiên cứu chủ yếu sử dụng dữ liệu thứ cấp của các DN được niêm yết trên hai Sở giao dịch chứng khoán HOSE và HNX của Việt Nam, từ cơ sở dữ liệu tài chính FiinPro-X. Dữ liệu để tính toán các biến đặc trưng doanh nghiệp và tín dụng thương mại được thu thập từ các khoản mục trên báo cáo tài chính thường niên của các công ty niêm yết trong giai đoạn 2012-2023. Giá chứng khoán hàng ngày của các công ty niêm yết được thu thập từ 2012 đến 2023. Mẫu nghiên cứu loại bỏ các DN thuộc lĩnh vực Tài chính và Dịch vụ vì các DN này có những đặc thù trong mô hình hoạt động và cấu trúc tài chính khác biệt so với các ngành công nghiệp khác. Nhóm tác giả cũng loại bỏ các DN có giá trị vốn chủ sở hữu âm và không phát sinh doanh thu hoạt động. Tiếp đến, các tác giả loại bỏ khỏi mẫu các quan sát bị thiếu giá trị (missing values) của các biến được xây dựng trong mô hình nghiên cứu. Kỹ thuật winsorizing được nhóm tác giả sử dụng để loại bỏ các quan sát ngoại lai (outliers) hai đầu phân phối ở ngưỡng 99%. Cuối cùng, dữ liệu bảng của mẫu nghiên cứu gồm 298 DNNY với 3.576 quan sát.

3.2. Mô hình nghiên cứu và Phương pháp ước lượng:

Kế thừa nghiên cứu của¹³, tác giả đề xuất hai mô hình nghiên cứu sau để đánh giá mối liên hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và kênh TDTM của các DN niêm yết tại Việt Nam dưới đây.

$$CCD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CCD_{i,t-1} + \beta_2 AMH_{i,t} + \sum_{j=8}^n \beta_j CV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$SPD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SPD_{i,t-1} + \beta_2 AMH_{i,t} + \sum_{j=8}^n \beta_j CV_{i,t} + \Xi_{i,t}$$

Trong đó: $CCD_{i,t}$ và $SPD_{i,t}$ là hai biến phụ thuộc đại diện hai chiến lược khai thác TDTM của các DNNY Việt nam,

bao gồm kênh cung TDTM (CCD) và kênh cầu TDTM (SPD) i trong năm t. $CCD_{i,t-1}$ và $SPD_{i,t-1}$ là các biến trễ của biến phụ thuộc $CCD_{i,t}$ và $SPD_{i,t}$ với độ trễ là 1 năm. $AMH_{i,t}$ đại diện cho tính thanh khoản của cổ phiếu của DN i trong năm t. $\sum_{j=8}^n \beta_j CV_{i,t}$: đại diện cho các biến kiểm soát được sử dụng trong mô hình nghiên cứu, gồm có: quy mô DN (SIZE), tuổi DN (FIRMAGE), tăng trưởng doanh thu thuần (GROWTH), tỷ suất sinh lợi (ROA), tỷ lệ nợ (DBR), tỷ lệ thanh khoản (CASH), và thị phần (MV) của doanh nghiệp i trong năm t. $\varepsilon_{i,t}$ và $\Xi_{i,t}$ đại diện cho sai số của mô hình. Mô tả chi tiết về định nghĩa, cách đo lường các biến, và dự đoán chiều hướng các biến độc lập và

biến giải thích chính đến hai biến phụ thuộc được tóm lược trong **Bảng 1**.

Nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng SGMM để hồi quy hai mô hình (1) và (2). Trên thực tế, phương pháp GMM thực tế tồn tại hai dạng chính: GMM sai phân (D-GMM) và GMM hệ thống (S-GMM), đều phù hợp với mô hình bảng với dạng dữ liệu t nhỏ và N lớn. Tuy nhiên, D-GMM sử dụng sai phân còn GMM hệ thống (S-GMM) sử dụng các biến cộng cụ để khắc phục được hiện tượng nội sinh. Chính vì có sự khác nhau trong quá trình vận dụng các kỹ thuật chuyên biệt để xử lý vấn đề nội sinh,²⁸ cho rằng SGMM là ước lượng sẽ sử dụng biến cộng cụ và biến ngoại sinh để bổ sung tính vững của mô hình cũng như SGMM được tiếp cận là ước lượng sẽ được bổ sung thêm một số điều kiện vào DGMM. So với DGMM, SGMM có ưu điểm là không bỏ sót các công cụ yếu cũng như phương sai của SGMM nhỏ hơn phương sai của DGMM²⁹. Xuất phát từ các quan điểm trên, các tác giả lựa chọn phương pháp SGMM là phương pháp để hồi quy các mô hình nghiên cứu để điều tra tác động của thanh khoản cổ phiếu đến các kênh TDTM được sử dụng của các DN niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu 2012 – 2023.

³⁰ khẳng định rằng có thể tồn tại hoặc không tồn tại tương quan chuỗi bậc 1 – AR(1) nhưng ràng buộc rằng không được tồn tại hiện tượng tương quan chuỗi bậc 2 – AR(2). Chính vì vậy, [30] đã đề xuất kiểm định Arellano – Bond để đánh giá hiện tượng tự tương quan chuỗi bậc 1 và bậc 2 khi sử dụng các ước lượng GMM. Trước các lập luận trên, bài viết bỏ qua kiểm định AR(1) nhưng chú trọng đến kết quả của kiểm định AR(2). Như vậy, khi hồi quy các mô hình theo ước lượng SGMM, nghiên cứu cũng tiến hành đánh giá kiểm định tự tương quan chuỗi bậc 2 – AR(2). Khi giá trị p của kiểm định AR(2) < "α = " 5%, nghiên cứu hiển nhiên bác bỏ thuyết H0: Không tồn tại hiện tượng tương quan chuỗi bậc 2 trong mô hình. Ngược lại, tác giả chấp nhận H0: Không tồn tại hiện tượng tương quan chuỗi bậc 2 trong mô hình nếu giá trị p > 5%.

Về Kiểm định Hansen, phương pháp SGMM sử dụng biến cộng cụ để giải quyết các vấn đề nội sinh tồn tại trong các mô hình nghiên cứu.³⁰ khẳng định rằng các biến cộng cụ được xem là phù hợp phải là các biến ngoại sinh.³¹ cho rằng việc ứng dụng kiểm định Hansen là cách tiếp cận phù hợp để đánh giá tính phù hợp (over – identifying) của các biến cộng cụ. Nếu ước lượng của SGMM thể hiện giá trị p của kiểm định Hansen > 5%, nghiên cứu chấp nhận giả thuyết H0: biến cộng cụ thỏa mãn là phù hợp (thỏa mãn over – identifying). Ngược lại, chấp nhận giả thuyết H1: biến cộng cụ không thỏa mãn, không phù hợp (over

– identifying) nếu giá trị $p < 5\%$. Để đảm bảo được việc loại bỏ các biến nội sinh hiệu quả trong ước lượng SGMM thì số biến công cụ không vượt quá số nhóm quan sát.

4. THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU:

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả cơ bản của mẫu nghiên cứu gồm 3.567 quan sát của 298 công ty trong giai đoạn nghiên cứu 2012-2023. Mẫu bảng nghiên cứu sử dụng là cân bằng, loại trừ các DN tài chính và kinh doanh dịch vụ. Bảng 2 cho thấy số ngày thu nợ trung bình (81,019 ngày) cao hơn gần gấp hai lần số ngày thanh toán trung bình cho nhà cung cấp (44,942 ngày) của các DNNY Việt Nam trong mẫu quan sát. Điều này cho thấy, bình quân các DNNY Việt Nam mất khoảng hơn 81 ngày để có thể thu hồi các khoản tín dụng cung cấp cho người mua hàng hóa và dịch vụ của họ, trong khi đó, bình quân các DNNY Việt Nam có khoảng gần 45 ngày để thu xếp thanh toán các khoản phải trả cho đối tác cung cấp hàng hóa dịch vụ của họ. Giá trị bình quân thanh khoản cổ phiếu (AMH) khoảng $-0,225$, giá trị nhỏ nhất đạt $-3,280$ và giá trị lớn nhất $0,000$. Quy mô và tuổi bình quân của các DNNY Việt Nam trong mẫu quan sát khoảng 11,946 và 15,246. Tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần hàng năm bình quân đạt được của các DN trong mẫu khoảng $8,3\%/năm$. Bình quân một đồng tài sản của các DNNY Việt Nam được hình thành từ 0,489 đồng nợ vay. Tỷ lệ thanh toán nhanh bình quân ở mức 0,459, cho thấy bình quân 01 đồng nợ ngắn hạn của các DNNY Việt Nam được thanh toán bởi 0,459 đồng tiền, các khoản tương đương tiền và chứng khoán ngắn hạn. Tài sản cố định hữu hình bình quân chiếm 22,4% tổng tài sản của các DNNY Việt Nam được quan sát. Bình quân thị phần doanh thu của các DNNY tại Việt Nam đạt 0,009, trong đó, DN cao nhất chiếm 21,1% thị phần doanh thu toàn ngành.

Bảng 3 báo cáo ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu. Nếu hệ số tương quan (r) của hai biến độc lập nào đó với $\in [-1;1]$, khi $r < 80\%$ (< 0.8) có thể khẳng định rằng mô hình không phát hiện hiện tượng đa cộng tuyến và nếu $r > 0.8$ sẽ có thể xem xét mô hình tồn tại hiện tượng này. Sau khi quan sát **Bảng 3.A** và **3.B** tác giả nhận thấy hệ số tương quan giữa các cặp biến trong mô hình nghiên cứu (1) và (2) đều thỏa mãn điều kiện trên (< 0.8) nên có thể kết luận mô hình không xuất hiện đa cộng tuyến. **Bảng 4** báo cáo kết quả về kiểm định đa cộng tuyến thông qua kiểm định VIF có giá trị nhỏ hơn 2, góp phần khẳng định chắc chắn không có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra trong hai mô hình nghiên cứu.

Bảng 5. A báo cáo kết quả ước lượng SGMM về tác động thanh khoản cổ phiếu đến cung TDTM của các DNNY Việt Nam trong giai đoạn 2012-2023. Hệ số hồi quy của biến AMH trong mô hình này là 7, 855 có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, hàm ý khi tỉ lệ thanh khoản cổ phiếu AMH tăng lên 1% thì DNNY Việt Nam sẽ có khả năng gian hạn thời gian trả nợ trung bình cho khách hàng thêm khoảng 7, 855 ngày. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với phát hiện trước đây của các công trình thực nghiệm trước đó (^{3,12,13,15}) và ủng hộ giả thuyết H1. Thanh khoản cổ phiếu cao cho thấy các nhà đầu tư trên thị trường có niềm tin vào sức khỏe tài chính của doanh nghiệp và khả năng thanh khoản cổ phiếu của các DN trên thị trường vốn. DN có thanh khoản cổ phiếu cao sẽ có một “bảo hiểm” tài chính từ thị trường chứng khoán, giúp họ tự tin hơn trong việc cung cấp TDTM cho khách hàng mà không phải lo ngại về khả năng huy động vốn trong trường hợp cần thiết. Bằng việc có thể huy động vốn dễ dàng hơn thông qua phát hành thêm cổ phiếu trên thị trường chứng khoán, DN sẽ giảm bớt sự phụ thuộc vào các khoản vay ngân hàng hoặc các hình thức tài trợ bên ngoài khác và không phải chịu áp lực lớn trong việc thu hồi công nợ từ khách hàng của mình. Thêm vào đó, DN có thể gia hạn các khoản nợ trong hoạt động cấp tín dụng cho khách hàng, từ đó khuyến khích khách hàng mua hàng dù chưa đủ khả năng thanh toán ngay lập tức, giúp các DN duy trì và phát triển quan hệ lâu dài với khách hàng. Đặc biệt, đối với các khách hàng tiềm năng, việc cung cấp (gia hạn) thêm TDTM có thể mang lại lợi thế cạnh tranh, giữ vững thị phần và thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của DN.

Đối với các biến kiểm soát, trong **Bảng 5. A**, hệ số hồi quy của biến SIZE bằng $-5,619$ có ý nghĩa ở mức 5% cho thấy quy mô tác động ngược chiều đến khả năng cung cấp TDTM. Nói cách khác, các DN có quy mô lớn có số ngày thu tiền bình quân từ khách hàng thấp hơn các DN có quy mô nhỏ. Tương tự, hệ số hồi quy biến FIRMAGE bằng $-0,624$ có ý nghĩa ở mức 5% cho thấy, các DN có lịch sử hoạt động lâu đời có xu hướng thu hồi khoản TDTM cấp cho khách hàng nhanh hơn so với các DN “non trẻ”. Điều này cho thấy rằng, gia tăng cung TDTM cho các đối tác là cách để các doanh nghiệp mới hoạt động tại Việt Nam xây dựng và tăng cường quan hệ đối tác với khách hàng. Hệ số các biến GROWTH, ROA, TA và MV đều âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Những hệ số này hàm ý rằng các DNNY Việt Nam có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao, tỷ suất sinh lợi tốt, tỷ lệ tài sản cố định hữu hình cao, hoặc thị phần doanh thu trong ngành lớn có xu hướng cấp TDTM ít hơn cho khách hàng của họ so với các DN có tốc độ tăng trưởng doanh thu còn thấp,

tỷ suất sinh lợi kém, tỷ lệ tài sản cố định hữu hình thấp, hoặc tỷ lệ thị phần chiếm lĩnh nhỏ. Những hệ số ước lượng âm này hàm ý rằng doanh nghiệp có lợi thế về tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận, tài sản, hoặc thị phần thường ít có xu hướng cung cấp thêm (gia hạn thêm) tín dụng cho khách hàng của mình. Trong khi đó, các doanh nghiệp có lợi thế kém hơn về tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận, tài sản và thị phần có xu hướng tăng cường tín dụng thương mại cho khách hàng nhằm tìm kiếm, duy trì hoặc phát triển mối quan hệ thương mại với khách hàng của mình. Hệ số dương ước lượng của cả hai biến DBR và CASH dương và có ý nghĩa thống kê. Hệ số biến CASH dương hàm ý công ty Việt Nam có khả năng thanh khoản tốt có xu hướng cung cấp TDTM nhiều hơn cho khách hàng của họ. Đồng thời, hệ số biến DBR dương hàm ý việc gia tăng tỷ trọng các khoản phải trả (nợ vay, phải trả người lao động, ...) giúp các doanh nghiệp gia tăng tỷ trọng (kỳ hạn thêm) của các khoản phải thu cho khách hàng của mình.

Bảng 5. B báo cáo kết quả ước lượng SGMM về tác động thanh khoản cổ phiếu đến cầu TDTM của các DNNY Việt Nam trong giai đoạn 2012-2023. Hệ số hồi quy của biến AMH bằng -1.965, cho thấy khi tỷ lệ thanh khoản cổ phiếu (AMH) tăng lên 1% thì các DNNY sẽ thanh toán cho nhà cung cấp nhanh hơn 1,965 ngày. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với các công trình thực nghiệm trước của^{3,12,13,15} và ủng hộ cho giả thuyết nghiên cứu H2. Hệ số âm của AMH hàm ý các DN có thanh khoản cổ phiếu cao hơn có xu hướng sử dụng ít TDTM hơn. DN có thanh khoản cổ phiếu cao có khả năng tự chủ tài chính tốt hơn vì không phải phụ thuộc quá nhiều vào các nguồn tài trợ từ nhà cung cấp. Điều này có thể giúp họ giảm bớt việc sử dụng TDTM và duy trì vị thế đàm phán mạnh mẽ hơn trong các thỏa thuận với nhà cung cấp. Ngược lại, các DN có thanh khoản cổ phiếu thấp, gặp khó khăn trong việc huy động vốn trên thị trường chứng khoán, sẽ có xu hướng sử dụng TDTM nhiều hơn để hỗ trợ nhu cầu vốn lưu động để tránh rủi ro tài chính từ việc gia tăng nợ ngân hàng. Các DN có thanh khoản cổ phiếu thấp thường phải dựa vào TDTM như một giải pháp tài chính ngắn hạn, nhằm kéo dài thời gian thanh toán cho nhà cung cấp để bảo toàn dòng tiền và duy trì hoạt động kinh doanh. DN có thanh khoản cổ phiếu thấp gặp nhiều thách thức trong việc tiếp cận vốn từ các nguồn tài chính chính thức và phải dựa nhiều hơn vào TDTM để duy trì hoạt động và giảm thiểu chi phí sử dụng vốn.

Trong **Bảng 5. B**, hệ số các biến SIZE, DBR, và CASH đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và 1%, hàm ý rằng các DN có quy mô lớn, tỷ lệ nợ cao, và tỷ lệ thanh khoản lớn có xu hướng khai thác và tận dụng

TDTM được cung cấp bởi các nhà cung cấp nhiều hơn so với các DN có quy mô nhỏ, tỷ lệ thấp, và tỷ lệ thanh khoản thấp. Có thể thấy, đứng trên khía cạnh nhà cung cấp của doanh nghiệp, nhà cung cấp tại Việt Nam có xu hướng gia hạn tín dụng thương mại đối với các đối tác có tiềm năng về lợi thế quy mô và thanh khoản. Hơn nữa, doanh nghiệp với tỷ trọng các khoản phải trả lớn thường có số ngày thanh toán các khoản phải trả nhà cung cấp dài hơn các doanh nghiệp có tỷ trọng các khoản nợ phải trả thấp. Hệ số các biến FIRMAGE, GROWTH, ROA, TA, và MV âm và có ý nghĩa ở mức 1%. Những hệ số ước lượng này cho thấy các DN Việt Nam có lịch sử hoạt động lâu năm, tốc độ tăng trưởng doanh thu cao, tỷ suất sinh lợi tốt, tỷ lệ tài sản cố định cao, hoặc chiếm lĩnh thị phần ngành lớn thường có xu hướng thanh toán các khoản phải trả người bán nhanh hơn các DN non trẻ, tăng trưởng doanh thu thấp, khả năng sinh lợi kém, tỷ lệ tài sản cố định hữu hình thấp, hoặc có thị phần nhỏ.

5. HÀM Ý CHÍNH SÁCH VÀ HẠN CHẾ CỦA NGHIÊN CỨU:

Nghiên cứu này đánh giá tác động của thanh khoản chứng khoán đến kênh TDTM của các DNNY tại Việt Nam từ năm 2012 đến năm 2023. Hoạt động TDTM của DN được xem xét trên hai khía cạnh: cung TDTM (Phải thu khách hàng) và cầu TDTM (Phải trả người bán). Sử dụng phương pháp ước lượng SGMM cho mẫu dữ liệu bảng của các DNNY Việt Nam. Kết quả đạt được từ mẫu dữ liệu bảng cân bằng của 298 DNNY tại Việt Nam cho thấy, các DNNY tại Việt Nam có thanh khoản cổ phiếu cao hơn sẵn sàng mở rộng cấp TDTM hơn đối với khách hàng của họ và ít phụ thuộc vào tài trợ TDTM từ nhà cung cấp hơn. Nghiên cứu này cung cấp một số đóng góp khoa học về mặt lý luận và thực tiễn như sau. Thứ nhất, đây là nghiên cứu tiên phong khảo sát và đánh giá ảnh hưởng thanh khoản cổ phiếu đến hoạt động TDTM của các DNNY tại Việt Nam. Thứ hai, kết quả đạt được từ nghiên cứu cho thấy mối liên hệ liên kênh tính dụng phi truyền thông – TDTM và thị trường vốn của các DNNY tại Việt Nam. Thứ ba, kết quả nghiên cứu hàm ý việc tăng cường tiếp cận thị trường vốn có ý nghĩa quan trọng đối với các chính sách TDTM của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Bài viết này còn tồn tại một số hạn chế sau. Thứ nhất, nghiên cứu chỉ sử dụng thước đo Amihud để đo lường thanh khoản cổ phiếu, chưa mở rộng tiếp cận bằng các thang đo khác (chẳng hạn, bid-ask spread, turnover ratio, zero-return days...) để củng cố tính vững của kết quả nghiên cứu. Thứ hai, giai đoạn nghiên cứu kéo dài từ năm 2012 đến 2023,

Bảng 1: Định nghĩa và đo lường biến. Nguồn: Tác giả tổng hợp

Tên biến	Định nghĩa biến	Phương pháp đo lường	Kì vọng dấu		Tham khảo
			CCD	SPD	
Biến phụ thuộc					
CCD	Số ngày cung cấp TDTM	$\frac{\text{Phải thu khách hàng}}{\text{Doanh thu thuần}} \times 360$			3,12,13
SPD	Số ngày sử dụng TDTM	$\frac{\text{Phải trả người bán}}{\text{Doanh thu thuần}} \times 360$			
Thanh khoản cổ phiếu					
AMH	Thanh khoản cổ phiếu	$\text{Amihud illiquidity}_{i,t} = \frac{1}{\text{TD}_{i,t}} \times \sum_{d=1}^{\text{TD}} \frac{ \text{DR}_{i,d} }{V_{i,d}}$ <p>Trong đó: $\text{DR}_{i,d}$: Đại diện cho giá trị tuyệt đối của lợi nhuận chứng khoán công ty (i) tại ngày (d). $V_{i,d}$: Đại diện cho khối lượng giao dịch hàng ngày của cổ phiếu của DN (i) vào ngày (d). TD: Đại diện cho số ngày giao dịch của DN i trong khoảng thời gian t. <i>AMH = Amihud illiquidity</i> × -1 phản ánh thanh khoản cổ phiếu cao hơn khi giá trị AMH cao hơn.</p>	+	-	3,12,13
Biến kiểm soát					
SIZE	Quy mô DN	Logarithm của tổng tài sản DN	+	+	35
FIRMAGE	Tuổi của DN	Logarithm của tổng số năm thành lập DN	-	+	
GROWTH	Tỉ lệ tăng trưởng doanh thu thuần	$\frac{\text{Doanh thu thuần năm } t}{\text{Doanh thu thuần năm } t-1} - 1$	-	-	32
ROA	Tỉ suất sinh lời trên tổng tài sản	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$	-	-	13
DBR	Tỉ lệ đòn bẩy của DN	$\frac{\text{Tổng phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$	+	+	33
CASH	Tỉ lệ thanh khoản nhanh	$\frac{\text{Tin v cc khon tng đng tin} + \text{Chng khon kinh doanh}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$	+	+	3
TA	Tỉ lệ tài sản hữu hình	$\frac{\text{Tài sản cố định hữu hình}}{\text{Tổng tài sản}}$	-	-	12,13
MV	Thị phần của DN	$\frac{\text{Doanh thu của công ty}}{\text{Tổng doanh thu toàn ngành}}$	-	-	34

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến. Nguồn: Tác giả tổng hợp từ phần mềm STATA17.0

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CCD	3.576	81,019	86,843	1,248	495,236
SPD	3.576	44,942	49,572	0,870	315,968
AMH	3.576	-0,225	0,505	-3,280	0,000
SIZE	3.576	11,946	0,625	10,630	13,689
FIRMAGE	3.576	15,246	2,389	10,636	23,422
GROWTH	3.576	0,083	0,323	-0,609	1,583
ROA	3.576	0,064	0,068	-0,103	0,306
DBR	3.576	0,489	0,211	0,050	0,900
CASH	3.576	0,459	0,769	0,000	5,050
TA	3.576	0,224	0,199	0,004	0,863
MV	3.576	0,009	0,025	0,000	0,211

Bảng 3: Hệ số tương quan và Kiểm định đa cộng tuyến. Nguồn: Tác giả tổng hợp từ phần mềm STATA17.0

Biến	CCD	AMH	SIZE	FIRMAG	GROWT	ROA	DBR	CASH	TA	MV
CCD	1,000									
AMH	-0,046	1,000								
SIZE	-0,046	0,278	1,000							
FIRMAG	-0,017	0,072	0,119	1,000						
GROWT	-0,107	0,028	0,072	-0,013	1,000					
ROA	-0,258	0,165	-0,037	-0,033	0,128	1,000				
DBR	0,135	-0,046	0,234	0,090	0,093	-0,482	1,000			
CASH	-0,114	0,001	-0,102	0,021	-0,042	0,256	-0,480	1,000		
TA	-0,259	0,010	0,081	-0,055	-0,016	0,063	-0,095	-0,034	1,000	
MV	-0,109	0,085	0,456	0,028	0,020	0,090	0,058	-0,015	-0,045	1,000

Bảng 3. A: Hệ số tương quan mô hình 1

Biến	SPD	AMH	SIZE	FIRMAGE	GROWT	ROA	DBR	CASH	TA	MV
SPD	1,000									
AMH	-0,062	1,000								
SIZE	0,111	0,278	1,000							
FIRMAGE	-0,078	0,072	0,119	1,000						
GROWT	-0,024	0,028	0,072	-0,013	1,000					
ROA	-0,330	0,165	-0,037	-0,033	0,128	1,000				
DBR	0,398	-0,046	0,234	0,090	0,093	-0,482	1,000			
CASH	-0,193	0,001	-0,102	0,021	-0,042	0,256	-0,480	1,000		
TA	-0,204	0,010	0,081	-0,055	-0,016	0,063	-0,095	-0,034	1,000	
MV	-0,004	0,085	0,456	0,028	0,020	0,090	0,058	-0,015	-0,045	1,000

Bảng 3. B: Hệ số tương quan mô hình 2

Bảng 4: Kiểm định đa cộng tuyến. Nguồn: Tác giả tổng hợp từ phần mềm STATA 17.0

Biến	Mô hình 1			Mô hình 2							
	VIF	1/VIF	Biến	VIF	1/VIF	Biến	VIF	1/VIF	Biến	VIF	1/VIF
DBR	1,79	0,560	AMH	1,13	0,883	DBR	1,79	0,560	AMH	1,13	0,883
SIZE	1,53	0,655	GROW'	1,05	0,950	SIZE	1,53	0,655	GROW'	1,05	0,950
ROA	1,43	0,699	FIRMA'	1,05	0,952	ROA	1,43	0,699	FIRMA'	1,05	0,952
CASH	1,32	0,760	TA	1,05	0,952	CASH	1,32	0,760	TA	1,05	0,952
MV	1,31	0,766				MV	1,31	0,766			
Mean	1,29					Mean	1,29				
VIF						VIF					

Bảng 5: Tác động của thanh khoản cổ phiếu đến cung TDTM và cầu TDTM

Biến	Bảng 5. A: Phải thu khách hàng			Bảng 5. B: Phải trả người bán		
	Hệ số hồi quy	ĐLC	Giá trị P	Hệ số hồi quy	ĐLC	Giá trị P
Lag. CCD	0,851***	0,020	0,000			
Lag. SPD				0,694***	0,006	0,000
AMH	7,855***	1,969	0,000	-1,965***	0,335	0,000
SIZE	-5,619**	2,558	0,028	1,059**	0,539	0,049
FIRMAGE	-0,624**	0,303	0,040	-0,474***	0,072	0,000
GROWTH	-48,279***	2,698	0,000	-9,258***	0,533	0,000
ROA	-72,156***	18,995	0,000	-72,615***	4,662	0,000
DBR	28,673***	5,370	0,000	21,024***	1,020	0,000
CASH	8,003***	0,973	0,000	1,714***	0,213	0,000
TA	-36,854***	5,720	0,000	-23,032***	1,582	0,000
MV	-39,734	52,221	0,447	-114,840***	7,525	0,000
Hằng số	91,282***	28,571	0,001	9,0562	6,344	0,153
Kiểm định AR(2) (Giá trị P > z)	0,125			0,935		
Kiểm định Hansen (Giá trị P > chi2)	0,234			0,610		
Số biến công cụ	138			254		
Số nhóm quan sát	298			298		

Chú thích: Ký hiệu (***), (**) và (*) tương ứng với ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa lần lượt là 1%, 5% và 10%.
 Nguồn: Tác giả tổng hợp từ phần mềm STATA 17.0

do vậy bài viết chưa khám phá mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và TDTM của các DNNY trong giai đoạn trước đó. Thứ ba, bài viết chưa xem xét và đánh giá mối quan hệ này trong các DN có đặc điểm nội tại khác nhau hay trong các điều kiện kinh tế - xã hội khác nhau. Cuối cùng, mô hình thực nghiệm của bài viết chưa kiểm soát các biến vĩ mô và các cú sốc thị trường nên chưa xem xét ảnh hưởng của các chính sách vĩ mô và chưa tách riêng hoặc kiểm soát ảnh hưởng của các sự kiện “cú sốc” này. Những khe hở còn tồn tại trong bài viết được kì vọng sẽ được phát triển bởi những nghiên cứu tương lai.

6. KẾT LUẬN CỦA BÀI VIẾT:

Bài viết này phân tích và đánh giá tác động của thanh khoản cổ phiếu đến hoạt động tín dụng thương mại của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2012–2023. Kết quả cho thấy doanh nghiệp có cổ phiếu thanh khoản cao thường mở rộng cấp tín dụng cho khách hàng và ít phụ thuộc vào nguồn tài trợ từ nhà cung cấp. Phát hiện này khẳng định vai trò của thị trường vốn hiệu quả trong hỗ trợ chính sách tín dụng thương mại và quản trị vốn lưu động của doanh nghiệp niêm yết Việt Nam. Mặc dù còn một số hạn chế về thước đo thanh khoản và phạm vi dữ liệu, nghiên cứu đã góp phần bổ sung bằng chứng thực nghiệm cho mối liên hệ giữa thị trường chứng khoán và hoạt động tài trợ thương mại tại thị trường Việt Nam.

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Nhóm tác giả xin cam đoan rằng không có bất kì xung đột lợi ích nào trong công bố bài báo.

ĐÓNG GÓP CỦA TÁC GIẢ

Tác giả Nguyễn Hữu Mạnh: Phác thảo ý tưởng nghiên cứu, viết bản thảo, tổng hợp và phân tích kết quả nghiên cứu, chỉnh sửa bản thảo. Orcid: <https://orcid.org/0000-0003-3432-7645>.

Tác giả Dương Văn Minh: Thu thập và xử lý dữ liệu, Chạy mô hình nghiên cứu.

Tác giả Vương Thị Hương Giang: Phác thảo ý tưởng nghiên cứu, viết bản thảo, tổng hợp và phân tích kết quả. nghiên cứu, chỉnh sửa bản thảo. Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-5478-9471>.

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

DN: doanh nghiệp

DNNY: doanh nghiệp niêm yết

TDTM: tín dụng thương mại

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Fang VW, Noe TH, Tice S. Stock market liquidity and firm value. *J Financ Econ*. 2009;94(1):150–69. Available from: <https://10.1016/j.jfineco.2008.08.007>.

2. Liêm NT, Tran A, Pham T, Le A, Le T, Nguyen V. Bank credit and trade credit: The moderating role of financial constraints. *VNUHCM Journal of Economics, Business and Law*. 2024;8(3). Available from: <https://doi.org/10.32508/stjelm.v8i3.1440>.

3. Altaf N. Stock liquidity and trade credit: evidence from Indian firms. *Int J Finance Econ*. 2022;27(3):3475–83. Available from: <https://10.1002/ijfe.2332>.

4. Petersen MA, Rajan RG. Trade credit: theories and evidence. *Rev Financ Stud*. 1997;10(3):661–91. Available from: <https://10.1093/rfs/10.3.661>.

5. Becker-Blease JR, Paul DL. Stock liquidity and investment opportunities: evidence from index additions. *Financ Manag*. 2006;35(3):35–51. Available from: <https://10.1111/j.1755-053X.2006.tb00146.x>.

6. Amihud Y, Levi S, et al. The effect of stock liquidity on the firm's investment and production. *Rev Financ Stud*. 2023;36(3):1094–147. Available from: <https://10.1093/rfs/hnac036>.

7. Alhassan A, Naka A. Corporate future investments and stock liquidity: evidence from emerging markets. *Int Rev Econ Finance*. 2020;65:69–83. Available from: <https://10.1016/j.iref.2019.10.002>.

8. Cull R, Xu LC, Zhu T. Formal finance and trade credit during China's transition. *J Financ Intermed*. 2009;18(2):173–92. Available from: <https://10.1016/j.jfi.2008.08.004>.

9. Vuong TH, Wu YC, Weng TC, Nguyen HM, Vo XV. Capital structure choices and stock market volatility: evidence from Chinese listed firms. *Chin Econ*. 2023;56(1):25–49. Available from: <https://10.1080/10971475.2022.2058180>.

10. Amihud Y, Mendelson H. Asset pricing and the bid-ask spread. *J Financ Econ*. 1986;17(2):223–49. Available from: [https://10.1016/0304-405X\(86\)90065-6](https://10.1016/0304-405X(86)90065-6).

11. Kang M, Wang W, Eom C. Corporate investment and stock liquidity: evidence on the price impact of trade. *Rev Financ Econ*. 2017;33(1):1–11. Available from: <https://10.1016/j.rfe.2017.02.001>.

12. Shang C. Trade credit and stock liquidity. *J Corp Finance*. 2020;62. Available from: <https://10.1016/j.jcorpfin.2020.101586>.

13. Shahzad U, Liu J, Luo F. Stock liquidity and corporate trade credit strategies: evidence from China. *J Bus Econ Manag*. 2022;23(1):40–59. Available from: <https://10.3846/jbem.2021.15655>.

14. Ahangar NA. Stock liquidity and corporate debt maturity structure: evidence from Indian firms. *MDE Manage Decis Econ*. 2021;42(7):1754–64. Available from: <https://10.1002/mde.3342>.

15. Bajaher M, Shawtari FA. Does the stock liquidity drive the trade credit of publicly listed firms in Saudi Arabia? *Int J Emerg Mark*. 2024;19(2):456–74. Available from: <https://10.1108/IJOEM-05-2021-0692>.

16. Nguyen KQ, Phan TH, Hang NM. The effect of liquidity on firm's performance: case of Vietnam. *Journal of Eastern European and Central Asian Research*. 2024;11(1):176–87. Available from: <https://10.15549/jeecar.v11i1.1344>.

17. Vo XV, Bui HT. Liquidity, liquidity risk, and stock returns: evidence from Vietnam. *International Journal of Monetary Economics and Finance*. 2016;9(1):67–89. Available from: <https://10.1504/IJMEF.2016.074586>.

18. Vuong TH, Nguyen VP, Nguyen HM. Does stock liquidity matter for corporate cash holdings? Insights from a transition economy. *Glob Finance J*. 2025;65. Available from: <https://10.1016/j.gfj.2025.101102>.

19. Trinh HH, Nguyen CP, Hao W, Wongchoti U. Does stock liquidity affect bankruptcy risk? DID analysis from Vietnam. *Pac Basin Finance J*. 2021;69. Available from: <https://10.1016/j.pacfin.2021.101634>.

20. Ha DT, Vinh VX. Stock market liquidity and firm investment: evidence from Vietnam. *Journal of International Business and Economics*. 2017;5(1):67–74. Available from: <https://10.15640/jibe.v5n1a6>.

21. Karakoç B. Trade credit and corporate investment: enhancing value creation. *J Asia Pac Econ.* 2024;29(3):1388–417. Available from: <https://10.1080/13547860.2023.2266271>.
22. Ge Y, Qiu J. Financial development, bank discrimination, and trade credit. *J Bank Finance.* 2007;31(2):513–30. Available from: <https://10.1016/j.jbankfin.2006.07.009>.
23. Fishman MJ, Parker JA, Straub L. A dynamic theory of lending standards. *Rev Financ Stud.* 2024;...;
24. ; 1987.
25. Wilner BS. The exploitation of relationships in financial distress: the case of trade credit. *J Finance.* 2000;55(1):153–78.
26. Modigliani F, Miller MH. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *Am Econ Rev.* 1958;48(3):261–97.
27. Nilsen JH. Trade credit and the bank lending channel. *J Money Credit Bank.* 2002;34(1):226–53.
28. Blundell R, Bond S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *J Econom.* 1998;87(1):115–43.
29. Antoniou A, Guney Y, Paudyal K. The determinants of debt maturity structure: evidence from France, Germany, and the UK. *Eur Financ Manag.* 2006;12(2):161–94.
30. Arellano M, Bond S. Some tests of specification for panel data: monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Rev Econ Stud.* 1991;58(2):277–97.
31. Roodman D. How to do xtabond2: an introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata J.* 2009;9(1):86–136.
32. Emery GW. A pure financial explanation for trade credit. *J Financ Quant Anal.* 1984;19(3):271–85.
33. García-Teruel PJ, Martínez-Solano P. Determinants of trade credit: A comparative study of European SMEs. *Int Small Bus J.* 2010;28(3):215–33.
34. Hosseini-Motlagh SM, Nematollahi M, Johari M, Sarker BR. A collaborative model for coordination of monopolistic manufacturers' promotional efforts and competing duopolistic retailers' trade credits. *Int J Prod Econ.* 2018;204:108–22.
35. Niskanen J, Niskanen M. The determinants of corporate trade credit policies in a bank-dominated financial environment: the case of Finnish small firms. *Eur Financ Manag.* 2006;12(1):81–102.

Stock liquidity and trade credit of Vietnamese listed enterprises on the Vietnamese stock market

Nguyen Huu Manh ¹, Duong Van Minh ², Vuong Thi Huong Giang ^{2,*}



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

ABSTRACT

This study examines the relationship between stock liquidity and two primary channels of trade credit—accounts receivable from customers and accounts payable to suppliers—among listed firms in Vietnam. Utilizing a balanced panel dataset comprising 298 companies listed on the Ho Chi Minh City and Hanoi Stock Exchanges over the period 2012–2023, the research applies the System Generalized Method of Moments (SGMM) estimation technique to effectively address potential endogeneity issues and ensure the reliability and robustness of the empirical results. The findings reveal that firms with higher stock liquidity tend to extend more trade credit to their customers, as evidenced by higher levels of accounts receivable, while simultaneously reducing their dependence on trade credit from suppliers, reflected in lower levels of accounts payable. This pattern suggests that improved stock liquidity enhances firms' access to external financing channels, allowing them to be more proactive in funding operations, managing working capital, optimizing cash flow, and strengthening trade credit relationships. These findings highlight stock liquidity as a crucial financial transmission mechanism that influences corporate financing behavior and decision-making at the microeconomic level. From a policy perspective, the study underscores the importance of promoting stock market development and improving stock liquidity in Vietnam to foster a more efficient allocation of financial resources. Strengthening stock market liquidity not only facilitates firms' ability to provide trade credit but also contributes to greater financial stability, operational flexibility, and overall competitiveness within the listed corporate sector. By contributing robust empirical evidence from an emerging market context, this research contributes to the growing literature on the interplay between financial market development and firm-level financial strategies, providing valuable insights for policymakers, investors, and corporate managers.

Key words: Stock liquidity, Listed companies, Trade credit, Vietnam

¹Faculty of Accounting and Finance, Nha Trang University, Vietnam

²Faculty of Finance, Ho Chi Minh University of Banking, Vietnam

Correspondence

Vuong Thi Huong Giang, Faculty of Finance, Ho Chi Minh University of Banking, Vietnam

Email: giangvth@hub.edu.vn

History

- Received: 21/07/2025
- Revised: 14/10/2025
- Accepted: 07/04/2026
- Published Online: 25/05/2026

DOI : <https://doi.org/10.32508/vnuhcmj-eb1.v10i2.1693>



Copyright

© VNUHCM Journal. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International license.

Cite this article : N H M, D V M, V T H G. **Stock liquidity and trade credit of Vietnamese listed enterprises on the Vietnamese stock market** .VNUHCM J. Econ. Bus. Law 2026; (2): 6575-6586.