

---

# TÁC ĐỘNG CỦA HẠN CHẾ TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG, CHI PHÍ LÃI VAY VÀ ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

**Trần Hùng Sơn\***

*Trường Đại học Kinh tế - Luật*

*Email: sonth@uel.edu.vn*

**Nguyễn Thanh Liêm**

*Trường Đại học Kinh tế - Luật*

*Email: liemnt@uel.edu.vn*

**Huỳnh Thị Ngọc Lý**

*Trường Đại học Kinh tế - Luật*

*Email: lyhtn@uel.edu.vn*

Mã bài báo: JED-2796

Ngày nhận: 27/12/2025

Ngày nhận bản sửa: 23/03/2026

Ngày duyệt đăng: 13/04/2026

DOI: 10.33301/JED.VI.2796

## **Tóm tắt**

*Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu của 1087 doanh nghiệp niêm yết trên sàn UPCOM, HOSE và HNX trong giai đoạn từ 2011 đến 2023 để phân tích tác động của hạn chế tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu này sử dụng khung phân tích gồm các chỉ số để đo lường hạn chế tài chính, hơn là các chỉ số tài chính rời rạc như các nghiên cứu trước. Kết quả cho thấy hạn chế tài chính làm giảm hiệu quả hoạt động doanh nghiệp qua các chỉ tiêu ROA, EPS và tỷ lệ doanh thu trên đầu tư, và cũng làm tăng chi phí vay nợ của doanh nghiệp. Tuy nhiên, không có tác động đáng kể của hạn chế tài chính đối với đầu tư của doanh nghiệp.*

**Từ khóa:** Chi phí vay, Đầu tư, Hạn chế tài chính, Hiệu quả hoạt động.

**Mã JEL:** G32, G31, D22, L25

## **Financial constraints and firm performance, loan interest rates and investment: Evidence from Vietnam**

### **Abstract**

*This study uses data on 1087 listed companies on the UPCOM, HOSE, and HNX exchanges from 2011 to 2023 to analyze the impact of financial constraints on firm performance. This study uses a framework with multiple financial indicators to measure financial constraints, rather than disparate ones as in previous studies. The results show that financial constraints reduce firm performance, as indicated by ROA, EPS, and the revenue-to-investment ratio, and increase borrowing costs for firms. However, financial constraints have no significant impact on firm investment.*

**Keywords:** Cost of debt, Financial constraints, Firm performance, Investment.

**JEL Codes:** G32, G31, D22, L25

---

## 1. Giới thiệu

Hệ thống tài chính thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bằng cách tối ưu hóa luân chuyển vốn và cải thiện hiệu quả hoạt động (HQHĐ) doanh nghiệp (Bencivenga và cộng sự, 1995; Rajan và Zingales, 1998). Tuy nhiên, tại các nước đang phát triển, hệ thống tài chính chưa hoàn thiện cùng tình trạng bất cân xứng thông tin tạo ra những hạn chế tài chính (HCTC) đáng kể, cản trở đầu tư và đổi mới (Beck và cộng sự, 2005; Ayyagari và cộng sự, 2011). Do đó, câu hỏi liệu HCTC có làm suy giảm đầu tư và HQHĐ, cũng như cách thức chính sách cải thiện khả năng tiếp cận tài chính, đã thu hút nhiều quan tâm của các nhà nghiên cứu và hoạch định chính sách (Foda & cộng sự, 2022).

Tại Việt Nam, khảo sát của Ngân hàng thế giới năm 2015 và 2023 (World Bank, 2015 và 2023) cho thấy tiếp cận tài chính vẫn là một trong những rào cản chính: tỷ lệ doanh nghiệp gặp khó khăn giảm ở nhóm nhỏ (22% xuống 18%) và lớn (19% xuống 9%), nhưng tăng đáng kể ở nhóm vừa (23% lên 31%).

Bài viết này phân tích tác động của HCTC đến HQHĐ và đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Khác với các nghiên cứu trước chủ yếu sử dụng một hoặc vài chỉ số riêng lẻ, nghiên cứu áp dụng cách tiếp cận hệ thống, kết hợp nhiều chỉ số trong cùng một khung phân tích để đo lường HCTC một cách toàn diện hơn (Pal & Ferrando, 2010).

## 2. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm

Các lý thuyết về thông tin bất đối xứng và vấn đề đại diện nhấn mạnh rằng HCTC làm suy giảm khả năng tận dụng cơ hội đầu tư nâng cao HQHĐ của doanh nghiệp. HCTC có thể bóp méo phân bổ đầu vào sản xuất, thông qua tác động đến đầu tư và nhu cầu lao động (Ferrando & Ruggieri, 2018). Do đó, một khu vực tài chính phát triển góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, chủ yếu bằng cách nâng cao năng suất doanh nghiệp (Beck và cộng sự, 2000).

HCTC có thể làm suy giảm năng suất doanh nghiệp khi kìm hãm đầu tư vào các dự án chất lượng cao, tài sản vô hình, R&D và công nghệ mới. Aghion & cộng sự (2010) cho thấy HCTC khiến doanh nghiệp từ bỏ các khoản đầu tư nâng cao năng suất dài hạn nhằm tránh rủi ro thanh khoản, trong khi Andersen (2016) chỉ ra việc áp dụng công nghệ đất đỏ dưới HCTC làm giảm tính linh hoạt, đổi mới và năng suất. Tuy nhiên, Almeida & Campello (2007) và Campello & Hackbarth (2012) lập luận rằng doanh nghiệp bị HCTC có xu hướng chuyển sang đầu tư tài sản hữu hình để tăng khả năng vay nợ. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy HCTC gắn với tăng trưởng năng suất thấp hơn, như tại Bulgaria (Gatti & Love, 2008) và ở các ngành chịu HCTC cao tại Ý (Caggese, 2019). Ferrando & Ruggieri (2018) ước tính giảm 1% mức độ HCTC có thể làm năng suất tăng 0,185%, trong khi Foda và cộng sự (2022) cho thấy việc nới lỏng HCTC tại Litva giúp tăng năng suất lao động 0,47% và đầu tư 6,7%.

Gần đây, Kalatzis & cộng sự (2025) cho thấy doanh nghiệp gặp HCTC có thể hoạt động hiệu quả hơn trong ngắn hạn, nhưng HCTC lại làm giảm tăng trưởng dài hạn và việc làm. Şengül & cộng sự (2025) nhấn mạnh mức sử dụng nợ ngắn hạn cao là trở ngại lớn, làm giảm đáng kể xác suất trở thành doanh nghiệp tăng trưởng cao do rủi ro đảo nợ và hạn chế đầu tư đổi mới. Tương tự, Şahin (2025) chỉ ra rằng tại Thổ Nhĩ Kỳ, đòn bẩy tài chính giúp tăng trưởng việc làm trong ngắn hạn nhưng tạo ra HCTC dẫn đến suy giảm nhu cầu lao động trong trung hạn, đặc biệt ở các doanh nghiệp siêu nhỏ, nhỏ và vừa.

Tóm lại, các nghiên cứu trước chủ yếu sử dụng một hoặc vài chỉ số độc lập để đo lường HCTC mà không xét đồng thời nhiều chỉ số tài chính, trong khi các chỉ số đơn lẻ có thể phản ánh chiến lược hay hành vi doanh nghiệp hơn là mức độ HCTC thực sự. Ngoài ra, các nghiên cứu thường chỉ xét một hoặc hai thước đo hiệu quả, làm giảm tính toàn diện của phân tích. Do đó, nghiên cứu này đóng góp ở hai điểm chính: (i) áp dụng hướng tiếp cận hệ thống, sử dụng đồng thời nhiều chỉ số trong cùng một khung phân tích (Pal & Ferrando, 2010) để đo lường HCTC tại Việt Nam; và (ii) sử dụng nhiều biến phụ thuộc nhằm phản ánh đa chiều HQHĐ doanh nghiệp.

Từ các nghiên cứu trên, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra như sau:

*Giả thuyết H1: HCTC làm giảm HQHĐ của doanh nghiệp.*

Giả thuyết H2: HCTC làm tăng mức đầu tư của doanh nghiệp.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Phân loại doanh nghiệp hạn chế tài chính

Việc sử dụng chỉ một hoặc hai chỉ số tài chính (chẳng hạn quy mô công ty) để đại diện cho HCTC còn nhiều hạn chế (Pal & Ferrando, 2010). Tại thị trường mới nổi như Việt Nam, nơi các doanh nghiệp niêm yết đối mặt với biến động tín dụng không đồng đều, việc phụ thuộc vào chỉ số đơn lẻ dễ gây sai lệch hệ thống, làm giảm độ tin cậy của phân tích. Do đó, áp dụng hệ thống chỉ số đa chiều sẽ mang lại đánh giá toàn diện và đáng tin cậy hơn về HCTC (Pal & Ferrando, 2010).

HCTC được định nghĩa là tình trạng doanh nghiệp gặp khó khăn hoặc không thể huy động vốn bên ngoài với chi phí hợp lý để thực hiện đầu tư (Fazzari & cộng sự, 1988; Kaplan & Zingales, 1997; Almeida & cộng sự, 2004). Campello & cộng sự (2010) phân loại cụ thể hơn: doanh nghiệp bị HCTC tuyệt đối là những doanh nghiệp không thể tiếp cận tài trợ bên ngoài; HCTC tương đối khi chỉ tiếp cận được nguồn vốn đắt đỏ; và không bị HCTC khi vay được nợ mới với chi phí thấp nhất trên thị trường. Dựa trên phân loại của Pal & Ferrando (2010), tác giả phân loại các doanh nghiệp bị HCTC tuyệt đối, bị HCTC một phần và không bị HCTC (Bảng 1), cụ thể:

- Đầu tư âm (giảm tài sản cố định và tài sản lưu động phi tiền mặt): là dấu hiệu doanh nghiệp đang thanh lý tài sản, phản ánh HCTC (loại 4 - HCTC tương đối, loại 2 - HCTC tuyệt đối).
- Chênh lệch tài trợ (đầu tư trừ dòng tiền hiện tại): thường dương, hàm ý đầu tư vượt dòng tiền nội bộ. Hai ngoại lệ là loại 1 không bị HCTC (đầu tư thấp hơn dòng tiền, không cần nguồn bên ngoài) và loại 1 HCTC tương đối (đầu tư thấp hơn dòng tiền và đồng thời hoàn trả nợ vay).
- Thay đổi tổng nợ: đánh giá khả năng tiếp cận tài trợ bên ngoài. Doanh nghiệp loại 2 không bị HCTC và loại 2 HCTC tương đối đều vay được nợ; hai nhóm này được phân biệt bằng cách so sánh lãi suất chi trả với lãi suất trung bình ngành (IIR).

Doanh nghiệp có nhu cầu tài trợ dương nhưng không nhận được bất kỳ nguồn bên ngoài nào được xếp vào nhóm HCTC tuyệt đối (loại 1). Nếu không vay được nợ nhưng vẫn phát hành được cổ phiếu, doanh nghiệp được xếp vào nhóm HCTC tương đối (loại 3), dựa trên giả định phát hành cổ phiếu tốn kém hơn nợ vay do bất cân xứng thông tin, phù hợp với lý thuyết Trật tự phân hạng (Myers, 1984).

Cuối cùng, để chuyển phân loại nhị phân thành chỉ số liên tục phản ánh mức độ HCTC, nghiên cứu sử dụng hồi quy probit/logit có thứ tự với các biến giải thích là đặc điểm doanh nghiệp (quy mô, độ tuổi...), và lấy xác suất dự đoán làm chỉ số đại diện cho HCTC.

**Bảng 1. Bảng phân loại doanh nghiệp theo các mức HCTC**

Phân loại	Tổng đầu tư	Nhu cầu tài trợ	Thay đổi nợ vay	Phát hành cổ phiếu	Lãi suất
Không bị HCTC					
1	$\geq 0$	$< 0$	$\geq 0$	—	—
2	$\geq 0$	$\geq 0$	$> 0$	—	$\leq \text{IIRt}$
HCTC một phần					
1	$\geq 0$	$< 0$	$< 0$	—	—
2	$\geq 0$	$\geq 0$	$> 0$	—	$\geq \text{IIRt}$
3	$\geq 0$	$\geq 0$	$\leq 0$	$> 0$	—
4	$< 0$	—	$> 0$	—	—
HCTC tuyệt đối					
1	$\geq 0$	$\geq 0$	$\leq 0$	$\leq 0$	—
2	$< 0$	—	$\leq 0$	—	—

Nguồn: Pal & Ferrando (2010)

#### 3.2. Mô hình và dữ liệu nghiên cứu

Để phân tích mối quan hệ giữa HCTC của doanh nghiệp và HQHĐ cũng như đầu tư của doanh nghiệp, tác giả thực hiện hồi quy với biến phụ thuộc là đầu tư và HQHĐ của doanh nghiệp, và biến giải thích chính đại diện cho mức độ HCTC. Mô hình nghiên cứu thực nghiệm được xây dựng như sau:

$$\text{Perform}_{it} = \delta_0 + \delta_1 \text{Constraint}_{it} + \delta_2 \text{Size}_{it} + \delta_3 \text{Lev}_{it} + \text{Ind\_dummy}_i + \eta_i + V_{it}$$

$$\text{Invest}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Constraint}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Lev}_{it} + \text{Ind\_dummy}_i + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

Trong đó: perform là biến đại diện cho HQHĐ của doanh nghiệp  $i$  trong năm  $t$ . HQHĐ của doanh nghiệp được đo lường bằng các chỉ tiêu sau: Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản – ROA; Doanh thu thuần trên tổng đầu tư tài sản cố định và vốn lưu động – Revenue to total investment; Thu nhập trên mỗi cổ phiếu – EPS; Lãi suất vay – IR. Invest là mức đầu tư của doanh nghiệp (tổng đầu tư tài sản cố định và vốn lưu động). Constraint đại diện cho các mức độ HCTC, nhận giá trị 1, 2, 3. Size là biến đại diện cho quy mô doanh nghiệp, được tính bằng logarithm tự nhiên của tổng tài sản. Lev là biến đại diện cho đòn bẩy tài chính, được tính bằng tỷ số giữa nợ và tổng tài sản. Ind\_dummy là một vector gồm các biến giả ngành nhằm kiểm soát cho sự khác biệt của các ngành có ảnh hưởng đến HQHĐ doanh nghiệp. Ngoài ra, do dữ liệu nghiên cứu là dữ liệu bảng nên việc kiểm soát các đặc điểm riêng là cần thiết, nhóm nghiên cứu bổ sung các đặc điểm riêng  $\eta_i$ ,  $\varepsilon_{it}$  là phần dư của mô hình.

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ LSEG Workspace, bao gồm các doanh nghiệp phi tài chính trên UPCOM, HOSE và HNX giai đoạn 2011–2023. Sau khi loại các doanh nghiệp có tối đa 2 quan sát để loại trừ giá trị bất thường, mẫu cuối cùng gồm 1.087 doanh nghiệp (512 trên UPCOM và 575 niêm yết trên HOSE, HNX).

#### 4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 2 thống kê tỷ lệ doanh nghiệp theo tình trạng HCTC. Đúng như kỳ vọng, giai đoạn Covid (2020–2021) ghi nhận tỷ lệ doanh nghiệp thuộc nhóm 3 (HCTC cao) tăng lên, trong khi nhóm 1 và 2 giảm so với ngoài giai đoạn Covid. Xét theo sàn giao dịch, doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX có mức độ HCTC thấp hơn rõ rệt so với nhóm UPCOM, với tỷ lệ nhóm 3 của UPCOM cao gấp đôi. Khi phân nhóm theo tuổi, doanh nghiệp lâu năm hơn có tỷ trọng HCTC thấp hơn, song chênh lệch không đáng kể. Đáng chú ý hơn, khi phân theo tứ phân vị doanh thu, nhóm doanh nghiệp lớn nhất (tứ phân vị 4) có tỷ trọng nhóm ít HCTC thấp hơn nhiều so với nhóm nhỏ nhất (10,76% so với 26,91%), đồng thời tỷ lệ HCTC cao nhất cũng thấp hơn gần 10%. Xu hướng tương tự xuất hiện khi phân theo tổng tài sản, nhưng mức chênh lệch ít rõ rệt hơn. Nhìn chung, kết quả Bảng 2 cho thấy doanh nghiệp có quy mô lớn, thời gian hoạt động lâu, niêm yết chính thức và hoạt động ngoài giai đoạn Covid có mức HCTC thấp hơn.

**Bảng 2. Thống kê tỷ lệ doanh nghiệp theo tình trạng HCTC**

Covid	HCTC 1	HCTC 2	HCTC 3	Tổng
Giai đoạn ngoài Covid	21,48%	55,90%	22,62%	100%
Giai đoạn Covid*	20,39%	53,64%	25,97%	100%
<b>Sàn niêm yết</b>	1	2	3	Total
HOSE, HNX	24,36%	59,86%	15,78%	100%
doanh nghiệp UPCOM	17,46%	50,07%	32,46%	100%
<b>Tuổi</b>	1	2	3	
Nhóm 1 (< 10 tuổi)	20,51%	58,23%	21,26%	100%
Nhóm 2 (10 – 20 tuổi)	21,69%	54,87%	23,45%	100%
Nhóm 3 (20 – 30 tuổi)	20,64%	52,76%	26,60%	100%
Nhóm 4 (> 40 tuổi)	24,23%	56,82%	18,94%	100%
<b>Doanh thu</b>	1	2	3	
Nhóm 1 (Tứ phân vị 1)	10,76%	61,03%	28,21%	100%
Nhóm 2 (Tứ phân vị 2)	20,66%	54,95%	24,39%	100%
Nhóm 3 (Tứ phân vị 3)	25,88%	53,38%	20,74%	100%
Nhóm 4 (Tứ phân vị 4)	26,91%	53,13%	19,95%	100%
<b>Tổng tài sản</b>				
Nhóm 1 (Tứ phân vị 1)	23,37%	51,33%	25,30%	100%
Nhóm 2 (Tứ phân vị 2)	23,93%	52,45%	23,62%	100%
Nhóm 3 (Tứ phân vị 3)	19,77%	56,66%	23,57%	100%
Nhóm 4 (Tứ phân vị 4)	18,12%	61,63%	20,25%	100%

\*Giai đoạn trong Covid là 2 năm 2020 và 2021.

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu.

Bảng 3 so sánh chênh lệch giữa ba nhóm HCTC theo bốn chỉ tiêu đầu ra: tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), doanh thu trên đầu tư (Revenue\_Invest), thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) và lãi suất vay (IR). Về ROA, nhóm HCTC 1 đạt cao nhất, với chênh lệch có ý nghĩa thống kê so với nhóm HCTC 2; chênh lệch giữa nhóm 2 và nhóm 3 còn lớn hơn, gần gấp đôi (6,1% so với 3,6%). Về doanh thu trên đầu tư, nhóm HCTC 1 tạo ra doanh thu trên mỗi đồng đầu tư cao nhất, gấp 3 lần nhóm HCTC 2, trong khi nhóm HCTC 3 có mức bình quân âm. Về EPS, nhóm HCTC 1 đạt trung bình 1.802 đồng/cổ phiếu, cao hơn nhóm HCTC 2 khoảng 361 đồng (có ý nghĩa ở mức 1%); nhóm HCTC 3 có EPS bình quân âm, phản ánh rõ khó khăn trong tiếp cận vốn bên ngoài. Về lãi suất vay, nhóm HCTC 2 chịu lãi suất cao gấp khoảng 4 lần nhóm HCTC 1, song chênh lệch giữa nhóm HCTC 2 và HCTC 3 không có ý nghĩa thống kê, có thể do sai số chuẩn của nhóm HCTC 3 lớn gấp đôi nhóm HCTC 2.

Như vậy, nhìn chung HCTC càng cao thì các doanh nghiệp có xu hướng có các chỉ tiêu tài chính tiêu cực hơn, không tốt như các trường hợp của nhóm HCTC thấp hơn. Kết quả này thống nhất với các nghiên cứu cho thấy HCTC có khả năng ảnh hưởng đến các hoạt động thực tế của doanh nghiệp bằng cách bóp méo sự phân bổ tối ưu các đầu vào sản xuất, thông qua ảnh hưởng đến đầu tư hoặc ảnh hưởng đến nhu cầu tuyển dụng ở cấp độ doanh nghiệp (xem phân thảo luận trong Campello & cộng sự, 2010; Pal & Ferrando, 2010; Ferrando & Ruggieri, 2018; Foda & cộng sự, 2022).

**Bảng 3. So sánh chênh lệch ROA theo tình trạng HCTC**

ROA	Số quan sát	Trung bình	Chênh lệch*	P-value
HCTC 1	1.579	0,0740		
HCTC 2	3.750	0,0608	0,0133	0,000
HCTC 3	1.590	0,0364	0,0244	0,000
<b>Revenue Invest</b>				
HCTC 1	1.576	38,5146		
HCTC 2	3.895	12,7886	25,7260	0,000
HCTC 3	1.649	-26,8586	39,6472	0,000
<b>EPS</b>				
HCTC 1	1.634	1802,203		
HCTC 2	4.262	1440,404	361,7988	0,000
HCTC 3	1.780	-44,303	1484,707	0,000
<b>IR</b>				
HCTC 1	1.452	0,0162		
HCTC 2	2.795	0,0691	-0,0530	0,000
HCTC 3	1.154	0,0723	-0,0032	0,534

\*Chênh lệch là giá trị trung bình của HCTC1 – HCTC2, và HCTC2 – HCTC3.

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu.

**Bảng 4. So sánh chênh lệch Đầu tư theo tình trạng HCTC**

Capex asset	Số quan sát	Trung bình	Chênh lệch*	P-value
HCTC 1	1.529	0,0659		
HCTC 2	3.741	1,0308	-0,9649	0,0056
HCTC 3	1.416	0,2035	0,8273	0,0160
<b>Workingcap asset</b>				
HCTC 1	1.553	0,2525		
HCTC 2	1.553	-1,3924	1,6450	0,7163
HCTC 3	1.416	0,0060	-1,3985	0,7574

\*Chênh lệch là giá trị trung bình của HCTC1 – HCTC2, và HCTC2 – HCTC3.  
Giả định: phương sai không đồng đều giữa các nhóm HCTC.

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu.

Bảng 4 so sánh mức đầu tư giữa các nhóm HCTC theo hai loại: đầu tư tài sản cố định (đầu tư dài hạn) và đầu tư vốn lưu động (đầu tư ngắn hạn). Về đầu tư tài sản cố định, nhóm HCTC 1 có mức đầu tư thấp hơn đáng kể so với nhóm HCTC 2, có thể phản ánh nhu cầu đầu tư thấp hơn. Nhóm HCTC 3 thậm chí có tổng mức đầu tư âm, cho thấy HCTC cản trở khả năng tiếp cận vốn tài trợ dự án, từ đó kéo giảm các chỉ tiêu

**Bảng 5. Tác động của HCTC (Hồi quy OLS)**

	ROA	Revenue invest	EPS	IR	Invest asset
Constraint	-0,018*** [0,002]	-33,120*** [1,582]	-859,200*** [75,990]	0,031*** [0,003]	-0,661 [9,613]
Size	0,00446*** [0,001]	-5,071*** [0,700]	186,1*** [33,220]	0,0185*** [0,002]	-8,691** [4,220]
Lev	0,000 [0,000]	0,103 [0,103]	-7,171 [4,438]	0,0003 [0,000]	-0,104 [0,600]
Hàng số	-0,012 [0,0237]	223,0*** [20,360]	-1609,8* [964,800]	-0,4875 [0,043]	245,5** [121,900]
Ind dummy	Có	Có	Có	Có	Có

Biến Constraint có giá trị 1, 2, 3 ứng với HCTC 1, 2, 3.

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện hệ số có ý nghĩa ở mức 10%, 5% và 1%. Số trong ngoặc vuông là sai số chuẩn.

Nguồn: tính toán của nhóm nghiên cứu.

**Bảng 6. Tác động của HCTC (Hồi quy FEM)**

	ROA	Revenue invest	EPS	IR	Invest asset
Constraint	-0,008*** [0,002]	-35,360*** [1,951]	-388,400*** [80,840]	0,009*** [0,002]	17,690 [13,370]
Size	-0,006*** [0,002]	-4,322* [2,352]	394,200*** [95,920]	0,0294*** [0,004]	-1,442 [16,700]
Lev	-0,000* [0,000]	0,469** [0,201]	-2,579 [6,959]	0,000 [0,000]	-0,067 [1,385]
Hàng số	0,226*** [0,059]	198,200*** [65,190]	-8946,500*** [2657,000]	-0,770*** [0,101]	0,369 [462,800]

Biến Constraint có giá trị 1, 2, 3 ứng với HCTC 1, 2, 3.

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện hệ số có ý nghĩa ở mức 10%, 5% và 1%. Số trong ngoặc vuông là sai số chuẩn.

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu.

**Bảng 7. Tác động của HCTC (Hồi quy REM và Industry dummies)**

	ROA	Revenue invest	EPS	IR	Invest asset
Constraint	-0,009*** [0,002]	-35,090*** [1,726]	-517,007*** [74,690]	0,012*** [0,002]	-0,661 [9,613]
Size	0,001 [0,001]	-5,368*** [1,159]	211,200*** [52,410]	0,028*** [0,003]	-8,691** [4,220]
Lev	-0,000 [0,000]	0,198 [0,134]	-4,305 [5,239]	0,000 [0,000]	-0,104 [0,600]
Hàng số	0,0736* [0,038]	236,500*** [33,470]	-3103,000** [1514,900]	-0,701 [0,074]	245,500** [121,900]
Ind dummy	Có	Có	Có	Có	Có

Biến Constraint có giá trị 1, 2, 3 ứng với HCTC 1, 2, 3.

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện hệ số có ý nghĩa ở mức 10%, 5% và 1%. Số trong ngoặc vuông là sai số chuẩn.

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu.

HQHD so với hai nhóm còn lại. Trong khi đó, chỉ tiêu vốn lưu động trên tài sản không cho thấy chênh lệch có ý nghĩa thống kê giữa các nhóm, hàm ý rằng khó khăn tiếp cận vốn của doanh nghiệp chủ yếu nằm ở vốn dài hạn hơn là vốn ngắn hạn.

Để kiểm soát các yếu tố khác có thể ảnh hưởng, tác giả thực hiện hồi quy OLS đa biến với bốn biến phụ thuộc: ROA, doanh thu trên đầu tư, EPS và lãi suất vay (Bảng 5). Sau khi kiểm soát quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính và đặc điểm ngành, kết quả thống nhất với Bảng 2: hệ số biến HCTC mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê với ROA, doanh thu trên đầu tư và EPS, đồng thời mang dấu dương và có ý nghĩa ở mức 1% với lãi suất vay (IR). Cụ thể, khi HCTC tăng một bậc, ROA giảm trung bình khoảng 2%, doanh thu trên đầu tư giảm 33 đồng, trong khi lãi suất vay tăng trung bình 3%. Tuy nhiên, hệ số biến đầu tư (Invest\_asset)

**Bảng 8. Tác động của HCTC (Hồi quy REM, kiểm soát vĩ mô)**

	ROA	Revenue_invest	EPS	IR	Invest_asset
Constraint	-0,009*** [0,002]	-35,110*** [1,726]	-517,300*** [74,720]	0,013*** [0,002]	-0,795 [9,614]
Size	0,001 [0,001]	-5,407*** [1,161]	212,300*** [52,500]	0,029*** [0,003]	-8,977** [4,230]
Lev	-0,000 [0,000]	0,198 [0,134]	-4,319 [5,239]	0,000 [0,000]	-0,112 [0,600]
GDPGR	0,002*** [0,000]	-0,282 [0,518]	7,354 [22,660]	0,001* [0,001]	-3,419 [3,486]
Hàng số	0,058 [0,038]	239,300*** [33,870]	-3175,500** [1531,700]	-0,715*** [0,074]	273,900** [125,300]
Ind dummy	Có	Có	Có	Có	Có

Biến Constraint có giá trị 1, 2, 3 ứng với HCTC 1, 2, 3.

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện hệ số có ý nghĩa ở mức 10%, 5% và 1%.

Số trong ngoặc vuông là sai số chuẩn. GDPGR là tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm.

*Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu.*

không có ý nghĩa thống kê, có thể do không có sự khác biệt trong đầu tư vốn lưu động giữa các nhóm như Bảng 4 đã chỉ ra.

Để kiểm soát đặc điểm riêng của từng doanh nghiệp trong dữ liệu bảng, nhóm nghiên cứu bổ sung hồi quy bằng mô hình Ảnh hưởng cố định (FEM – Bảng 6) và Ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM – Bảng 7), trong đó REM cho phép kiểm soát thêm đặc điểm ngành. Kết quả ở cả hai mô hình đều nhất quán: biến HCTC vẫn tác động âm đến ROA, doanh thu trên đầu tư và EPS, đồng thời tác động dương đến lãi suất vay, với dấu và mức ý nghĩa thống kê không thay đổi. Ngoài ra, nhóm nghiên cứu bổ sung biến tốc độ tăng trưởng GDP (GDPGR) để kiểm soát ảnh hưởng của chu kỳ kinh tế vĩ mô (Bảng 8), và kết quả vẫn tương đồng với các Bảng 5–7, khẳng định tính vững của nghiên cứu.

### 5. Kết luận và hàm ý từ kết quả nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu các doanh nghiệp niêm yết trên UPCOM, HOSE và HNX giai đoạn 2011–2023 để phân tích tác động của HCTC đến hoạt động doanh nghiệp. Khác với các nghiên cứu trước chủ yếu dùng một hoặc hai biến tài chính để đại diện cho HCTC và chỉ xét ít thước đo hiệu quả, nghiên cứu này tiếp cận đa chiều hơn, nâng cao tính toàn diện của phân tích.

Kết quả cho thấy HCTC làm giảm đáng kể HQHĐ doanh nghiệp qua các chỉ tiêu ROA, EPS và doanh thu trên đầu tư, đồng thời làm tăng chi phí vay. Tuy nhiên, tác động của HCTC đến đầu tư tổng thể không có ý nghĩa thống kê, dù có bằng chứng về ảnh hưởng đối với đầu tư tài sản cố định.

Từ kết quả trên, một số hàm ý được rút ra. Thứ nhất, việc gỡ bỏ HCTC sẽ giúp cải thiện đáng kể HQHĐ doanh nghiệp. Các giải pháp giảm HCTC đã được đề xuất trong nghiên cứu trước, bao gồm: phát triển trung tâm thông tin tín nhiệm để giảm bất cân xứng thông tin, mở rộng loại tài sản thế chấp được chấp nhận, và nâng cao hiệu quả thi hành án nhằm củng cố niềm tin của chủ nợ. Thứ hai, doanh nghiệp có doanh thu tốt và thành lập lâu đời có HCTC thấp hơn, đây là đặc điểm nhà đầu tư có thể tham khảo khi lựa chọn chứng khoán. Thứ ba, nhóm HCTC 2 có nhu cầu đầu tư vốn lớn vượt khả năng tài trợ nội bộ, trong khi nhóm HCTC 3 đầu tư thấp hơn nhưng vẫn cao hơn nhóm HCTC 1. Nếu giảm được HCTC cho các doanh nghiệp này, có thể kỳ vọng sự bùng nổ đầu tư dài hạn, góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế Việt Nam.

Nghiên cứu vẫn tồn tại một số hạn chế. Thứ nhất, vấn đề nội sinh trong mối quan hệ giữa HCTC và HQHĐ doanh nghiệp chưa được xử lý triệt để. Thứ hai, dữ liệu chỉ bao gồm doanh nghiệp niêm yết nên có thể chưa phản ánh đầy đủ toàn bộ khu vực doanh nghiệp. Các nghiên cứu tiếp theo có thể áp dụng phương pháp kinh tế lượng nâng cao để xử lý nội sinh, đồng thời khai thác dữ liệu doanh nghiệp chưa niêm yết nhằm nâng cao tính khái quát của kết quả.

---

## Tài liệu tham khảo

- Aghion, P., Angeletos, G., Banerjee, A., & Manova, K. (2010). Volatility and growth: Credit constraints and the composition of investment. *Journal of Monetary Economics*, 57(3), 246–265. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2010.02.005>
- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 20(5), 1429–1460. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2010.02.005>
- Almeida, H., M. Campello, and M. S. Weisbach (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance* 59: 1777–1804. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>
- Andersen, D. C. (2016). Credit constraints, technology upgrading, and the environment. *Journal of the Association of Environmental and Resource Economists*, 3(2), 283–319. <https://doi.org/10.1086/684509>
- Ayyagari, M., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2011). Firm innovation in emerging markets: The role of finance, governance, and competition. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(6), 1545–1580. <https://doi.org/10.1017/S0022109011000378>
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2005). Financial and legal constraints to growth: Does firm size matter? *Journal of Finance*, 60(1), 137–177. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00727.x>
- Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. V. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics*, 58, 261–300. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00072-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00072-6)
- Bencivenga, V., Smith, B., & Starr, S. (1995). Transaction costs, technological choice and endogenous growth. *Journal of Economic Theory*, 67(1), 153–177. <https://doi.org/10.1006/jeth.1995.1069>
- Caggese, A. (2019). Financing constraints, radical versus incremental innovation and aggregate productivity. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(2), 275–309. <https://doi.org/10.1257/mac.20160298>
- Campello, M., & Hackbarth, D. (2012). *The firm-level credit multiplier* (NBER Working Paper No. 17805). <https://doi.org/10.3386/w17805>
- Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470–487. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.02.009>
- Fazzari, S., Hubbard, R. G. & Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment. NBER working paper, 2387.
- Ferrando, A., & Ruggieri, A. (2018). Financial constraints and productivity: Evidence from euro area companies. *International Journal of Finance and Economics*, 23, 257–282. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1615>
- Foda, K., Shi, Y., & Vaziri, M. (2022). *Financial constraints, productivity and investment: Evidence from Lithuania* (IMF Working Paper No. 2022/249). <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/12/09/Financial-Constraints-Productivity-and-Investment-Evidence-from-Lithuania-526844>
- Gatti, R., & Love, I. (2008). Does access to credit improve productivity? Evidence from Bulgaria. *Economics of Transition and Institutional Change*, 16(3), 445–465. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0351.2008.00328.x>
- Kalatzis, A. E. G., Martins-Filho, C., & Ribeiro Jr., A. C. H. (2025). Financial constraints and firm efficiency: Further empirical evidence. *Finance Research Letters*, 72, 106524. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106524>
- Kaplan, S., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–215. <https://doi.org/10.1162/003355397555163>
- Pal, R., & Ferrando, A. (2010). Financing constraints and firms' cash policy in the euro area. *The European Journal of Finance*, 16(2), 153–171. <https://doi.org/10.1080/13518470903075748>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *The American Economic Review*, 88(3), 559–586.
- Şahin, B. C. (2025). Firm leverage, financial constraints, and employment. *Economic Systems*, 101372. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2025.101372>

---

Şengül, A., Pekin, S., & Alkan, U. (2025). Is financial constraint an impediment to Firm's high growth? *Borsa Istanbul Review*, 25(2025), 1137–1151. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2025.06.009>

World Bank. (2015). *Enterprise surveys—What businesses experience—Vietnam 2015 country profile*. <https://www.enterprisesurveys.org/content/dam/enterprisesurveys/documents/country/Vietnam-2015.pdf>

World Bank. (2023). *Enterprise surveys—What businesses experience—Vietnam 2023 country profile*. <https://www.enterprisesurveys.org/content/dam/enterprisesurveys/documents/country/Vietnam-2015.pdf>

**\*Tác giả liên hệ: Trần Hùng Sơn. Email: [sonth@uel.edu.vn](mailto:sonth@uel.edu.vn)**