

# The impact of corporate trade credit policy on profitability ratios: a case study of listed companies in the Vietnamese basic materials industry

Tran Thi Dieu Huong<sup>1,\*</sup>, Huynh Ngoc Anh Thu<sup>2</sup>

<sup>1</sup>*Faculty of Finance-Banking and Business Administration, Quy Nhon University, Vietnam*

<sup>2</sup>*Planning and Finance Office, Quy Nhon University, Vietnam*

*Received: 30/03/2021; Revised: 15/04/2021;*

*Accepted: 22/04/2021; Published: 28/04/2021*

## ABSTRACT

The objective of the study is to test the impact of corporate trade credit policy on profitability ratios of listed companies in the Vietnamese basic materials industry. The study uses GMM to estimate a balanced panel data model. A data set of 290 observations has been collected from 58 basic materials companies listed on HNX and HOSE in the period 2015 - 2019. The research results show that there exists a nonlinear relationship between the accounts receivable and the profitability ratios of the listed companies in the basic materials industry. An optimal ratio of accounts receivable is determined to maximize the profitability of these businesses. Specifically, if the accounts receivable is approximately 17% of total assets, the business' profitability ratios are expected to reach the highest value. In addition, the study reveals the determinants of accounts receivable that businesses can rely on to adjust their receivables in order to increase the profitability ratios.

**Keywords:** *Trade credit policy, accounts receivable, profitability ratio, basic materials industry.*

---

\*Corresponding author.

Email: [tranthidieuhuong@qnu.edu.vn](mailto:tranthidieuhuong@qnu.edu.vn)

# Tác động của chính sách tín dụng thương mại đến tỷ suất sinh lời: Nghiên cứu trường hợp các công ty niêm yết ngành vật liệu cơ bản tại Việt Nam

Trần Thị Diệu Hương<sup>1,\*</sup>, Huỳnh Ngọc Anh Thư<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Khoa Tài chính - Ngân hàng và Quản trị kinh doanh, Trường Đại học Quy Nhơn, Việt Nam

<sup>2</sup>Phòng Kế hoạch - Tài chính, Trường Đại học Quy Nhơn, Việt Nam

Ngày nhận bài: 30/03/2021; Ngày sửa bài: 15/04/2021;

Ngày nhận: 22/04/2021; Ngày xuất bản: 28/04/2021

## TÓM TẮT

Mục tiêu của nghiên cứu là nhằm kiểm định tác động của chính sách tín dụng thương mại đến tỷ suất sinh lời của các công ty niêm yết ngành vật liệu cơ bản tại Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng phương pháp GMM để ước lượng mô hình dữ liệu bảng cân bằng. Dữ liệu nghiên cứu gồm 290 quan sát được thu thập từ 58 công ty ngành vật liệu cơ bản niêm yết trên HNX và HOSE trong giai đoạn 2015 - 2019. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa khoản phải thu khách hàng và tỷ suất sinh lời của các công ty niêm yết ngành vật liệu cơ bản. Tỷ lệ phải thu khách hàng tối ưu được xác định nhằm tối đa hóa tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp này. Cụ thể, nếu phải thu khách hàng chiếm khoảng 17% tổng tài sản thì tỷ suất sinh lời đạt giá trị lớn nhất. Thêm vào đó, nghiên cứu cho biết các nhân tố ảnh hưởng đến khoản phải thu khách hàng mà doanh nghiệp có thể dựa vào đó điều chỉnh khoản phải thu khách hàng nhằm gia tăng tỷ suất sinh lời.

**Từ khóa:** Chính sách tín dụng thương mại, khoản phải thu khách hàng, tỷ suất sinh lời, vật liệu cơ bản.

## 1. GIỚI THIỆU

Hình thức tín dụng thương mại (TDTM) ra đời và phát triển xuất phát từ những yêu cầu khách quan của nền kinh tế hàng hóa và nhu cầu cần nguồn vốn tạm thời của các doanh nghiệp (DN) trong quá trình sản xuất và kinh doanh. Trong kinh doanh người bán cần giải phóng hàng và người mua cần có hàng nhưng chưa có hoặc chưa đủ tiền, họ sẽ áp dụng hình thức TDTM. Như vậy việc sử dụng TDTM giúp cho nhu cầu hai bên cùng được thỏa mãn. Nhưng không phải DN mở rộng chính sách TDTM càng nhiều càng tốt. Bởi vì DN sẽ phải đối mặt với rủi ro mất vốn nếu khách hàng (KH) chây ỳ hoặc không trả được nợ.<sup>1</sup> Bên cạnh đó, DN thường sử dụng

vốn vay ngắn hạn ngân hàng và chiếm dụng vốn của nhà cung cấp để tài trợ cho TDTM. Do đó, nếu DN thăm tra KH không kỹ và mở rộng chính sách TDTM quá mức sẽ dẫn đến lãng phí nguồn lực và gây ra những rủi ro cho DN, từ đó ảnh hưởng đến năng lực kinh doanh và có khả năng phá sản. Vì vậy, DN cần tính toán giữa lợi ích mang lại và rủi ro tiềm ẩn khi quyết định cấp TDTM cho KH nhằm nâng cao khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động kinh doanh. Do đó, DN phải biết được tác động của chính sách TDTM đến tỷ suất sinh lời và các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách TDTM để có những điều chỉnh phù hợp nhằm nâng cao khả năng sinh lời. Hiện nay có khá nhiều các nghiên cứu trên thế giới và một

<sup>\*</sup>Tác giả liên hệ chính.

Email: tranthidiethuong@qnu.edu.vn

số ít các nghiên cứu ở Việt Nam quan tâm đến TDTM, nhưng phần lớn chỉ tập trung nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến TDTM.<sup>2-8</sup> Mặt khác, có rất ít các nghiên cứu đánh giá tác động của chính sách TDTM đến tỷ suất sinh lời. Trong đó để tìm hiểu về chính sách TDTM, các nhà nghiên cứu thường sử dụng thông qua chỉ tiêu khoản phải thu khách hàng (KPTKH). Cụ thể kết quả nghiên cứu của Martínez-Sola và cộng sự<sup>9</sup> cho thấy chính sách TDTM tác động đến giá trị DN của các nước châu Âu theo dạng phi tuyến tính, Do Hong Nhung và cộng sự<sup>10</sup> nhận định có mối quan hệ phi tuyến giữa KPTKH và hiệu quả hoạt động của các DN niêm yết Việt Nam, Phạm Quốc Việt và Phạm Trần Quang Phúc<sup>11</sup> lại cho rằng ảnh hưởng tích cực của khoản phải thu đến hiệu quả hoạt động của DN quy mô lớn và ảnh hưởng ngược lại đối với các DN quy mô nhỏ.

Ngành vật liệu cơ bản (VLCB) ở Việt Nam bao gồm các DN kinh doanh trong lĩnh vực: (i) hóa chất (nhựa, cao su, sợi và phân bón); (ii) lâm nghiệp (khai thác gỗ và sản xuất giấy); (iii) kim loại... Những DN trong ngành tham gia vào việc thu mua, sơ chế và phát triển nhiều loại sản phẩm được gọi chung là nguyên liệu thô. Như vậy, ngành này có vai trò quyết định đến sự phát triển của kinh tế - xã hội. Trong khi đó, việc tiếp cận nguồn vốn ngân hàng thường khó khăn, nên các DN Việt Nam thường chủ động tìm các nguồn vốn khác và một trong số đó là sử dụng TDTM từ nhà cung cấp. Ngoài ra, hệ thống pháp luật về kinh tế của Việt Nam chưa được đánh giá cao về tính minh bạch, thống nhất, thiếu đồng bộ, tính khả thi và hiệu quả còn thấp. Demirguc-Kunt và Maksimovic<sup>12</sup> nhận thấy ở các quốc gia có sự bảo vệ pháp lý yếu kém, các DN sử dụng TDTM nhiều hơn so với việc sử dụng nợ ngân hàng. Hơn nữa, để có thể tồn tại và phát triển, các DN thường lựa chọn chính sách bán chịu để đẩy nhanh lượng hàng bán ra và nó cũng được xem như quy luật của thị trường. Chính vì thế, TDTM cần phải được xem xét tại một nước chuyển đổi như Việt Nam, đặc biệt là ở ngành VLCB. Tuy nhiên, chưa có nghiên cứu nào tập trung xem xét

tác động của chính sách TDTM đến tỷ suất sinh lời của các DN ngành VLCB và các DN nên duy trì các khoản phải thu đến đâu để tỷ suất sinh lời của DN là lớn nhất.

Mục đích của nghiên cứu này bao gồm: thứ nhất, kiểm định tác động của KPTKH đến tỷ suất sinh lời của các DN ngành VLCB tại Việt Nam; thứ hai, xác định các nhân tố ảnh hưởng đến KPTKH của các DN ngành VLCB tại Việt Nam để từ đó có những điều chỉnh phù hợp nhằm nâng cao khả năng sinh lời cho các DN trong ngành này. Nghiên cứu được tiến hành tại Việt Nam bao gồm các công ty ngành VLCB niêm yết trên HNX và HOSE trong giai đoạn 2015 - 2019.

Kết quả nghiên cứu cho thấy có tồn tại một mối quan hệ phi tuyến tính dạng chữ U ngược giữa phải thu KH và tỷ suất sinh lời của DN ngành VLCB tại Việt Nam. Đồng thời, xác định được mức phải thu KH tối ưu để tỷ suất sinh lời của DN ngành VLCB là lớn nhất. Ngoài ra, nghiên cứu cũng xác định được các nhân tố ảnh hưởng đến KPTKH của các DN ngành VLCB. Đây là cơ sở để các DN ngành VLCB điều chỉnh KPTKH nhằm gia tăng tỷ suất sinh lời.

Phần còn lại của bài báo được thiết lập như sau: Trong phần 2, chúng tôi tổng quan các công trình nghiên cứu liên quan đến chính sách TDTM và tác động của chính sách TDTM đến tỷ suất sinh lời của DN. Trong phần 3, chúng tôi xác định phương pháp nghiên cứu, bao gồm mô tả mẫu, mô hình nghiên cứu và các phương pháp kiểm định được sử dụng trong nghiên cứu. Trong phần 4, chúng tôi trình bày về kết quả nghiên cứu. Và phần cuối cùng là những kết luận chính của nghiên cứu.

## **2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU**

### **2.1. Chính sách tín dụng thương mại**

TDTM là một trong những hình thức tài trợ cho DN lâu đời nhất và hiện nay nó vẫn giữ vai trò rất quan trọng trong DN.<sup>13</sup> Nó xuất hiện khi người



bán cho phép người mua không phải thanh toán ngay một phần hoặc toàn bộ giá trị hàng hóa, mà sẽ thanh toán vào một thời điểm nhất định sau đó<sup>5</sup>. Giá trị lượng hàng hóa được thanh toán chậm này sẽ ghi vào KPTKH bên người bán và khoản phải trả người bán bên người mua trong bảng cân đối kế toán.

Tương tự, Fabbri và Klapper<sup>14</sup> nhận định để có hàng hóa đầu vào, nhiều DN sử dụng TDTM từ nhà cung cấp hình thành nên khoản phải trả người bán; trong khi đó để bán được hàng, nhiều DN sử dụng chính sách TDTM, tức đồng ý cho KH mua hàng trả chậm tạo ra KPTKH. Như vậy, có thể hiểu chính sách TDTM là một trong những chính sách bán hàng của DN, trong đó cho phép KH được mua hàng và thanh toán sau một khoảng thời gian nhất định, hình thành nên KPTKH trên bảng cân đối kế toán hay nó được xem như hình thức cấp tín dụng cho KH của DN.

Động cơ của việc hình thành chính sách TDTM đó là vấn đề tài chính, quản lý dòng tiền và để bán hàng.<sup>5</sup> Những động cơ này bắt nguồn từ các lý thuyết: Lý thuyết lợi thế tài chính, lý thuyết chi phí giao dịch, lý thuyết phân biệt giá.<sup>2</sup> Petersen và Rajan<sup>2</sup> là những người đầu tiên đưa ra cái nhìn tổng quan toàn diện về các lý thuyết hàng đầu giải thích cho việc hình thành TDTM.

Lý thuyết lợi thế tài chính được khởi đầu bởi Schwartz.<sup>15</sup> Lợi thế tài chính nhằm so sánh giữa TDTM và tín dụng ngân hàng. Theo lý thuyết lợi thế tài chính, hình thức TDTM có lợi thế hơn tín dụng ngân hàng ở ba khía cạnh khác nhau: (1) các DN (người bán) có lợi thế hơn các tổ chức tài chính khi thu thập thông tin và theo dõi người mắc nợ; (2) nhà cung cấp có lợi thế trong việc kiểm soát KH; (3) lợi thế trong việc thu hồi giá trị từ các TS hiện có.

Lý thuyết chi phí giao dịch ra đời từ rất sớm bởi Coase.<sup>16</sup> Sau đó, lý thuyết này được Ferris<sup>17</sup> phát triển để giải thích cho sự hình thành TDTM. TDTM đã giúp cho các DN quản lý dòng tiền và hoạt động kinh doanh có hiệu quả hơn. Nhờ có TDTM, người mua không nhất thiết phải

dự phòng một lượng tiền để thanh toán ngay khi mua hàng, kể cả khi tần suất mua hàng không ổn định. Sự tách bạch giữa mua hàng hóa và thanh toán giúp người mua chủ động dự trữ tiền mặt để thanh toán, linh hoạt trong kinh doanh, giảm chi phí giao dịch và nâng cao hiệu quả hoạt động.<sup>17-19</sup> Mặt khác, đối với người bán, việc tăng cường sử dụng chính sách TDTM khiến quá trình kinh doanh của DN linh hoạt hơn vì nó kích thích doanh số mua hàng tăng lên trong giai đoạn nhu cầu thị trường thấp.<sup>19</sup>

Ngoài ra, DN có thể sử dụng TDTM như hình thức phân biệt giá. Phân biệt giá là việc nhà cung cấp bán sản phẩm hàng hóa cho các đối tượng KH khác nhau với những mức giá khác nhau. Vì thế tùy theo mức độ uy tín, lượng hàng nhập của mỗi KH mà DN có thể đưa ra chính sách TDTM phù hợp.<sup>20,21</sup> Việc thay đổi thời hạn tín dụng và chiết khấu cho mỗi khách hàng có hiệu quả tương đương với việc giảm giá.

## **2.2. Tác động của chính sách tín dụng thương mại đến tỷ suất sinh lời**

Hiện không có nhiều các nghiên cứu chuyên sâu về tác động của chính sách TDTM đến tỷ suất sinh lời, mà tập trung chủ yếu là các nghiên cứu tác động của quản trị vốn lưu động đến hiệu quả hoạt động hay khả năng sinh lời của DN. Trong quản trị vốn lưu động có quản trị khoản phải thu, được đo lường qua chỉ tiêu số ngày thu tiền bán hàng. Như vậy, khi số ngày thu tiền bán hàng tăng lên đồng nghĩa với DN mở rộng chính sách TDTM nhiều hơn, KPTKH tăng và ngược lại. Do đó, để tìm hiểu về chính sách TDTM, các nhà nghiên cứu thường sử dụng thông qua chỉ tiêu KPTKH. Có hai quan điểm khác nhau khi nghiên cứu về tác động của KPTKH đến tỷ suất sinh lời của DN. Đó là KPTKH có tác động tích cực đến tỷ suất sinh lời của DN, tức càng gia tăng số ngày thu tiền bán hàng thì tỷ suất lợi nhuận (LN) càng tăng.<sup>22-24</sup> Martínez-Sola và cộng sự<sup>24</sup> khẳng định đối với người bán, lợi ích từ việc cấp TDTM cho KH sẽ lớn hơn so với chi phí tài chính. Thêm vào đó, Box và cộng sự<sup>25</sup> đã chứng minh có mối quan hệ tích cực giữa việc



cấp TDTM hiện tại với tỷ suất sinh lời trong tương lai. Còn hầu hết các nghiên cứu khác đều cho rằng khi gia tăng số ngày thu tiền bán hàng sẽ làm cho lợi nhuận giảm, tức số ngày thu tiền bán hàng có quan hệ nghịch biến với khả năng sinh lợi.<sup>26-35</sup> Duy chỉ có nghiên cứu của Martínez-Sola và cộng sự<sup>9</sup> cho thấy tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa KPTKH và giá trị DN. Theo đó, khi KPTKH được giữ thấp hơn mức phải thu tối ưu, lợi ích từ TDTM sẽ chiếm ưu thế, một sự gia tăng KPTKH kéo theo sự gia tăng giá trị DN. Ngược lại, nếu KPTKH được giữ cao hơn mức phải thu tối ưu sẽ làm giảm giá trị DN. Khi nghiên cứu tại thị trường Việt Nam, Do Hong Nhung và cộng sự<sup>10</sup> nhận định có mối quan hệ phi tuyến giữa KPTKH và hiệu quả hoạt động của các DNNY Việt Nam. Trong khi Phạm Quốc Việt và Phạm Trần Quang Phúc<sup>11</sup> lại cho rằng đối với các DN quy mô lớn khoản phải thu tác động tích cực đến tỷ suất sinh lời TS, còn đối với các DN quy mô lớn khoản phải thu tác động tiêu cực đến tỷ suất sinh lời TS.

Như vậy, việc cung cấp TDTM không chỉ đem lại những lợi ích mà còn gây ra những chi phí tốn kém cho DN. Chính vì vậy DN cần phải cân bằng giữa lợi ích và bất lợi của việc cấp TDTM.

#### - Những lợi ích của TDTM

Thứ nhất, thông qua việc cấp TDTM sẽ giúp cho DN tăng doanh số bán hàng, do đó sẽ mang lại LN cao hơn. Đây là động cơ chính để các DN cấp TDTM cho KH. Ngoài ra, các khoản tiền mặt gia tăng phát sinh từ quyết định mở rộng TD có thể là một TS có giá trị cho DN.<sup>15,36</sup>

Thứ hai, khi cấp TDTM có thể giúp các DN tăng cường mối quan hệ lâu dài với KH.<sup>37,38</sup> Điều này có thể được lý giải là do TDTM làm giảm thông tin bất cân xứng giữa người mua và người bán nên làm giảm các vấn đề nguy hiểm về đạo đức giữa DN và KH bởi vì nó cho phép KH xác minh chất lượng sản phẩm trước khi thanh toán.<sup>39-41</sup>

Thứ ba, TDTM cũng có thể được xem là một phần chính sách giá của DN nhằm kích thích nhu cầu.<sup>41</sup> Các DN có thể kéo dài thời hạn tín dụng hoặc tăng khoản chiết khấu tiền mặt, do đó làm giảm giá để kích thích doanh số bán hàng, vì vậy cho phép các DN thực hiện chính sách phân biệt giá.

Thứ tư, TDTM có thể được coi là một chiến lược đầu tư nhằm tìm kiếm KH. Hay nói cách khác, khi DN cấp TDTM thì đó như là một tín hiệu cho KH thấy rằng nhà cung cấp đang tìm kiếm một mối quan hệ thương mại lâu dài có lợi lẫn nhau<sup>1</sup>.

Thứ năm, từ quan điểm đầu tư, TDTM có thể tạo ra thu nhập từ lãi cho các khoản thanh toán chậm của người mua. Thông thường trong các điều khoản tín dụng nêu rõ người bán có thể được tính giá cao hơn nếu người mua không thanh toán đúng hạn. Vì vậy, các công ty nên đầu tư TDTM nếu giá trị hiện tại ròng của thu nhập từ các khoản phải thu lớn hơn giá trị hiện tại ròng khi không sử dụng nó.<sup>17</sup>

Do những lợi ích này, chúng ta có thể mong đợi một mối quan hệ tích cực giữa KPTKH và tỷ suất sinh lời của DN. Tuy nhiên, đầu tư vào các KPTKH cũng có bất lợi.

#### - Những bất lợi của TDTM

Thứ nhất, việc cấp TDTM làm nảy sinh rủi ro tài chính. Các DN bán hàng (cung cấp TDTM cho KH) có thể đối mặt với nguy cơ KH chậm thanh toán, khi đó DN sẽ phải thương lượng lại trong trường hợp không thu hồi được nợ và tồi tệ nhất là gia tăng các khoản nợ phải thu khó đòi. Nó làm gia tăng chi phí của DN trong điều kiện khó khăn về tài chính. Martínez-Sola và cộng sự<sup>9</sup> cho biết theo Báo cáo chỉ số thanh toán châu Âu năm 2011, 25% tất cả các vụ phá sản của DN là do KH chậm trễ hoặc không thanh toán hoá đơn mua hàng. Việc thanh toán chậm đã kìm hãm sự phát triển của DN, dẫn đến các DN gặp phải vấn đề thanh khoản và trong một số trường hợp DN bị phá sản.

Thứ hai, khi cấp TDTM cho KH thì đồng nghĩa DN phải từ bỏ các khoản tiền mà có thể kiếm được từ lãi suất nếu gửi ngân hàng. Cách tiếp cận này hàm ý có chi phí cơ hội của việc cấp TDTM.<sup>42</sup>

Thứ ba, tăng sự phụ thuộc vào nguồn tài trợ bên ngoài. Vì để có thể cấp TDTM cho KH, DN phải có được nguồn vốn bổ sung từ thị trường vốn nhằm đầu tư vào khoản phải thu. Trên thực tế, TDTM được cấp sẽ phụ thuộc vào mức độ tin cậy của nhà cung cấp và khả năng tiếp cận thị trường vốn.<sup>2,15,18,21,39</sup>

Thứ tư, việc mở rộng TDTM làm cho người bán phải chịu chi phí quản lý tín dụng. Cụ thể, người bán phải tốn thời gian, công sức để đánh giá rủi ro tín dụng và chịu một số chi phí để thu được tiền từ người mua. Theo Ng và cộng sự,<sup>37</sup> chi phí giao dịch liên quan đến thông tin và giám sát TDTM phát sinh khi có sự bất cân xứng thông tin giữa người mua và người bán, uy tín khó xác minh và độ đầu tư chuyên nghiệp cao thì phức tạp.

Như vậy, mối quan hệ giữa TDTM và giá trị DN sẽ trở nên tiêu cực ở mức KPTKH cao vì chi phí TDTM sẽ vượt qua lợi ích khi gia tăng các KPTKH quá mức.<sup>9</sup> Tóm lại, ở mức TDTM thấp, DN sẽ được hưởng lợi từ việc gia tăng TDTM như tăng DT và các thu nhập từ lãi, đồng thời giảm các chi phí giao dịch. Tuy nhiên, ở mức TDTM cao hơn sẽ tồn tại chi phí tài chính và chi phí cơ hội do KH không thanh toán hoặc thanh toán trễ. Nếu những chi phí này vượt quá lợi ích sẽ làm giảm tỷ suất sinh lời của DN.

### 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

#### 3.1. Dữ liệu

Dữ liệu nghiên cứu được cung cấp bởi Tổng cục Thống kê Việt Nam theo phương pháp chọn mẫu ngẫu nhiên các CTNY ngành VLCB trên HNX và HOSE giai đoạn 2015 - 2019. Sau khi loại bỏ những công ty có dữ liệu bất thường hoặc không có đầy đủ dữ liệu 5 năm liên tiếp từ 2015 - 2019, nhóm tác giả thu được dữ liệu bảng của 58 CTNY ngành VLCB với khoảng 290 quan sát.

#### 3.2. Mô hình nghiên cứu

Martínez-Sola và cộng sự<sup>9</sup> đã chứng minh có một KPTKH tối ưu khi doanh thu biên của TDTM bằng với chi phí biên và điều này tạo ra một mức tín dụng tối ưu. Vì lý do đó, các nhà quản lý tín dụng nên cố gắng giữ KPTKH ở mức mục tiêu để tránh làm giảm giá trị của DN do bán hàng mà không thu hồi được tiền.<sup>43</sup> Hơn nữa, Do Hong Nhung và cộng sự<sup>10</sup> đã cho thấy mối quan hệ phi tuyến giữa KPTKH và tỷ suất sinh lời của các DNNY Việt Nam. Vì vậy, có một điều được mong đợi đó là tồn tại một mối quan hệ phi tuyến tính giữa KPTKH và tỷ suất sinh lời được xác định bởi sự đánh đổi giữa chi phí và lợi ích của việc cấp TDTM, tại đó có một mức KPTKH mà tỷ suất sinh lời của DN ngành VLCB là lớn nhất.

Như vậy, từ những luận điểm về lợi ích cũng như chi phí phải bỏ ra khi cung cấp TDTM, nghiên cứu quyết định kiểm định mối quan hệ giữa KPTKH và tỷ suất sinh lời của các công ty niêm yết (CTNY) ngành VLCB tại Việt Nam có phải là mối quan hệ phi tuyến hay không? Do đó giả thuyết được đặt ra như sau.

*H1: Tác động của KPTKH đến tỷ suất sinh lời của các CTNY ngành VLCB tại Việt Nam là dạng phi tuyến tính (hình chữ U ngược).*

Giả thuyết này có nghĩa là quan hệ giữa KPTKH và tỷ suất sinh lời của các CTNY ngành VLCB tại Việt Nam sẽ không đơn điệu (lõm); cụ thể có mối quan hệ tích cực khi KPTKH thấp và có mối quan hệ tiêu cực khi KPTKH cao, đồng thời tồn tại một mức phải thu KH tối ưu mà ở đó tỷ suất sinh lời của các CTNY ngành VLCB tại Việt Nam là lớn nhất.

Trên cơ sở kế thừa nghiên cứu của Martínez-Sola và cộng sự<sup>9</sup> và Do Hong Nhung và cộng sự,<sup>10</sup> nhóm tác giả thiết lập mô hình nghiên cứu với biến phụ thuộc là ROA và ROE đại diện cho tỷ suất sinh lời của DN. Nghiên cứu sử dụng dạng hàm số bậc hai để kiểm tra mối quan hệ phi tuyến và hồi quy tỷ suất sinh lời của DN dựa vào REC (tỷ lệ KPTKH) và REC<sup>2</sup> (tỷ lệ KPTKH bình phương). Đồng thời, dựa theo Martínez-Sola và cộng sự<sup>9</sup> và Do Hong Nhung



và cộng sự<sup>10</sup> biến kiểm soát được đưa vào mô hình là tăng trưởng doanh thu (GROWTH), quy mô DN (SIZE), đòn bẩy tài chính (LEV) nhằm kiểm soát những ảnh hưởng tiềm năng khác lên tỷ suất sinh lời của DN.

$$V_{it} = \beta_0 + \beta_1(REC_{it}) + \beta_2(REC_{it}^2) + \beta_3(GROWTH_{it}) + \beta_4(SIZE_{it}) + \beta_5(LEV_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó, biến phụ thuộc V là tỷ suất sinh lời được đo bằng hai biến gồm tỷ suất sinh lời tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE). ROA cho biết mỗi đồng tài sản (TS) sử dụng trong hoạt động kinh doanh có thể mang lại bao nhiêu đồng LN sau thuế. Độ lớn của chỉ tiêu này càng cao thể hiện khả năng sinh lời của TS càng lớn. Nghiên cứu sử dụng thêm một tỷ số nhằm xác định tỷ suất sinh lời của DN để kiểm tra tính chính xác của kết quả là ROE. Nó được xác định bằng LN sau thuế chia cho vốn chủ sở hữu. ROE thể hiện khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu trong DN. Chỉ tiêu này được các chủ sở hữu (các nhà đầu tư) đặc biệt quan tâm do phản ánh trực tiếp mỗi đồng vốn chủ sở hữu đầu tư vào DN có thể tạo ra bao nhiêu đồng LN sau thuế.

Biến độc lập: REC được xác định là KPTKH bình quân trên tổng TS, REC<sup>2</sup> là bình phương của KPTKH bình quân trên tổng TS.

Biến kiểm soát: GROWTH là hiệu của doanh thu năm hiện tại với năm trước và chia cho doanh thu năm trước, SIZE là logarit của tổng doanh thu, LEV là tổng nợ chia cho vốn chủ sở hữu.

Dựa vào Martínez-Sola và cộng sự<sup>9</sup> và Do Hong Nhung và cộng sự,<sup>10</sup> nghiên cứu kỳ vọng tìm được mối quan hệ phi tuyến (hình chữ U ngược) giữa KPTKH và tỷ suất sinh lời của các CTNY ngành VLCB tại Việt Nam, tức là sẽ tồn tại mức phải thu tối ưu để cân bằng giữa lợi ích và chi phí nhằm tối đa hóa tỷ suất sinh lời của các CTNY ngành VLCB tại Việt Nam. Hay nói cách khác, khi KPTKH được giữ ở mức thấp hơn KPTKH tối ưu, lợi ích từ TDTM sẽ chiếm ưu thế, một sự gia tăng KPTKH sẽ kéo theo sự gia tăng tỷ suất sinh lời của DN. Ngược lại, khi

KPTKH được giữ ở mức cao hơn mức phải thu tối ưu thì khả năng sinh lợi, khả năng thanh toán sẽ giảm đi, làm gia tăng rủi ro cho DN bởi DN không thu được tiền từ người mua nên việc gia tăng KPTKH sẽ làm giảm tỷ suất sinh lời của DN. Vì vậy, nghiên cứu dự kiến dấu dương đối với biến REC ( $\beta_1 > 0$ ) và dấu âm đối với biến REC<sup>2</sup> ( $\beta_2 < 0$ ). Nếu mối quan hệ phi tuyến này được xác nhận, tức là đúng như kỳ vọng về dấu đối với biến REC và REC<sup>2</sup> thì chứng tỏ có tồn tại mối quan hệ phi tuyến theo dạng chữ U ngược của phương trình bậc hai giữa KPTKH và tỷ suất sinh lời của DN, nghĩa là tỷ suất sinh lời của DN sẽ đạt cực đại tại điểm uốn khi KPTKH đạt được mức tối ưu. Cụ thể, khi tăng KPTKH sẽ làm tăng tỷ suất sinh lời của DN cho đến một điểm tối ưu nào đó mối quan hệ trên sẽ đảo chiều, khi đó tăng KPTKH thêm nữa sẽ làm giảm tỷ suất sinh lời của DN. Điểm đảo chiều này chính là mức phải thu KH tối ưu và có giá trị bằng  $-\beta_1/2\beta_2$ .

Để có thể kiểm tra sự vững chắc của kết quả về mối quan hệ phi tuyến giữa KPTKH và tỷ suất sinh lời của DN, nhóm tác giả dựa vào nghiên cứu của Martínez-Sola và cộng sự<sup>9</sup> và Do Hong Nhung và cộng sự<sup>10</sup> kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến KPTKH (mô hình 2), từ đó lấy phần dư trong mô hình 2 để thay vào hai biến REC và REC<sup>2</sup> trong mô hình 1 thành mô hình 3. Mục đích của phần này là cung cấp bằng chứng để hỗ trợ cho giả thuyết tỷ suất sinh lời của các CTNY ngành VLCB tại Việt Nam sẽ giảm nếu KPTKH dịch chuyển ra khỏi giá trị tối ưu mà tại đó tỷ suất sinh lời của các CTNY ngành VLCB tại Việt Nam là cao nhất, để từ đó giúp cho nhà quản trị thực hiện những chính sách TDTM hiệu quả nhằm tối đa hóa tỷ suất sinh lời của các CTNY ngành VLCB tại Việt Nam. Ngoài ra, việc xác định được các nhân tố ảnh hưởng đến KPTKH ở mô hình 2 sẽ giúp các nhà quản lý DN có cơ sở để điều chỉnh KPTKH nhằm nâng cao khả năng sinh lời. Do đó, mô hình 2 và mô hình 3 được thiết lập trên cơ sở kế thừa nghiên cứu của Martínez-Sola và cộng sự<sup>9</sup> và Do Hong Nhung và cộng sự<sup>10</sup> như sau.



$$\begin{aligned} \text{REC}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{PROVI}_{it} + \beta_2 \text{GROWTH}_{it} + \\ & \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{LAGE}_{it} + \beta_5 \text{STLEV}_{it} + \beta_6 \text{FCOST}_{it} \\ & + \beta_7 \text{CFLOW}_{it} + \beta_8 \text{TURN}_{it} + \beta_9 \text{GPROF}_{it} + \\ & \beta_{10} \text{INVEN}_{it} + \beta_{11} \text{LIQ}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

Trong đó, REC (tỷ lệ KPTKH), GROWTH (tăng trưởng doanh thu) và SIZE (quy mô DN) được xác định như ở mô hình 1, PROVI (dự phòng phải thu khó đòi) là thương của dự phòng phải thu KH bình quân và tổng TS, LAGE (số năm hoạt động) là logarit tổng của 1 và số năm hoạt động của DN, STLEV (tài chính ngắn hạn) là tỷ số giữa nợ ngắn hạn và doanh thu, FCOST (chi phí tài chính) là chi phí tài chính chia hiệu của tổng nợ và các khoản phải trả, CFLOW (dòng tiền thuần) là tổng của lợi nhuận ròng với khấu hao chia tổng doanh thu, TURN (vòng quay tổng TS) là doanh thu chia cho hiệu của tổng TS và KPTKH, GPROF (doanh lợi doanh thu) là lợi nhuận gộp chia doanh thu, INVEN (tỷ lệ HTK) là thương của HTK và doanh thu bán hàng, LIQ (khả năng thanh khoản) là tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn chia cho nợ ngắn hạn.

$$\begin{aligned} V_{it} = & \beta_0 + \beta_1 (\text{DEVIATION}_{it}) + \beta_2 (\text{GROWTH}_{it}) \\ & + \beta_3 (\text{SIZE}_{it}) + \beta_4 (\text{LEV}_{it}) + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

Trong đó, DEVIATION thể hiện độ sai lệch khỏi mức phải thu KH mục tiêu, được tính bằng cách lấy giá trị tuyệt đối của phần dư trong mô hình thứ 2. DEVIATION được sử dụng với mục đích xác định liệu các sai lệch khỏi mức phải thu KH mục tiêu có ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của các CTNY ngành VLCB tại Việt Nam hay không. Đồng thời nghiên cứu tiến hành loại bỏ hai biến REC và REC<sup>2</sup> trong mô hình 1 và thay thế bằng biến DEVIATION, sau đó hồi quy biến DEVIATION theo mô hình 3.

Trong mô hình 3, nghiên cứu tiếp tục sử dụng các biến kiểm soát GROWTH, SIZE, LEV đại diện cho tăng trưởng doanh thu, quy mô DN và đòn bẩy tài chính đã được sử dụng ở mô hình 3.

Nghiên cứu kỳ vọng  $\beta_1 < 0$ , tức là có mối quan hệ nghịch biến giữa các sai lệch khỏi mức phải thu KH mục tiêu và tỷ suất sinh lời của DN.

*H2: Độ lệch của KPTKH thực tế so với KPTKH mục tiêu có ảnh hưởng ngược chiều lên tỷ suất sinh lời của các CTNY ngành VLCB tại Việt Nam.*

### 3.3. Phương pháp kiểm định

Để kiểm định mối quan hệ phi tuyến giữa KPTKH và tỷ suất sinh lời của DN, nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng GMM (Generalized Method of Moments) được nghiên cứu bởi Arellano và Bond<sup>44</sup> đối với mô hình thứ nhất nhằm kiểm soát tính không đồng nhất, không quan sát được và ngăn ngừa các vấn đề nội sinh tiềm tàng trong các quyết định chính sách TDTM. Đây là phương pháp ước lượng hiện đại, khắc phục được nhiều khuyết tật trong mô hình như hiện tượng tự tương quan, phương sai sai số thay đổi và đặc biệt là hiện tượng nội sinh trong mô hình. Nghiên cứu sử dụng kỹ thuật này vì các DN là không đồng nhất và luôn có các nhân tố về ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của DN mà khó có thể đo lường hay xác định được.<sup>45</sup> Ví dụ cho tính nội sinh tiềm tàng này là tăng trưởng doanh thu bán hàng cao hơn do sử dụng nhiều chính sách TDTM hơn; hay như các DN đạt lợi nhuận sẽ có xu hướng làm trung gian và vay nhiều hơn từ các tổ chức tài chính để cho KH của họ vay.<sup>46</sup> Ước lượng này giả định rằng không có tương quan bậc hai trong sai sót khác biệt đầu tiên. Vì lý do này, nghiên cứu kiểm tra sự vắng mặt của tương quan bậc hai được đề xuất bởi Arellano và Bond<sup>44</sup>. Nghiên cứu cũng sử dụng kiểm định Hansen để xác định tính phù hợp của các công cụ trong mô hình GMM. Đây là kiểm định xác định giới hạn quá cao của mô hình. Tóm lại, điều kiện để đánh giá tính chính xác mô hình GMM: (i) Hansen test có p-value > 0,1, (ii) AR(2) có p-value ≥ 0,1, (iii) F-statistic có p-value ≤ 0,1, (iv) số nhóm > số biến công cụ. Phương pháp ước lượng GMM cũng được dùng để kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến KPTKH.

Sau khi ước lượng mô hình hồi quy thứ nhất, nếu kết quả cho thấy có tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa việc nắm giữ KPTKH và tỷ suất sinh lời của DN, điều này chứng tỏ có sự

tồn tại KPTKH tối ưu để từ đó tối đa hóa tỷ suất sinh lời của DN. Để tăng tính chính xác cho kết quả, nghiên cứu phải chứng minh tỷ suất sinh lời của DN sẽ giảm nếu KPTKH được giữ ở mức thấp hoặc cao hơn mức tối ưu. Martínez-Sola và cộng sự<sup>9</sup> cho rằng biên độ của KPTKH được xác định dựa trên khoản phải thu tối ưu. Tong<sup>47</sup> phát triển cách tiếp cận để nghiên cứu mối quan hệ giữa độ lệch ở hai bên của quyền sở hữu CEO tối ưu và giá trị DN. Nghiên cứu sẽ theo cách tiếp cận của Tong<sup>47</sup> và Martínez-Sola và cộng sự<sup>9</sup> để phân tích mối quan hệ giữa độ lệch của KPTKH tối ưu và tỷ suất sinh lời của DN trong mô hình thứ ba. Lúc này, nghiên cứu tiếp tục sử dụng phương pháp ước lượng GMM để kiểm

định ảnh hưởng của sự thay đổi KPTKH đến tỷ suất sinh lời của DN.

#### 4. KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH

##### 4.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Qua bảng 1 ta thấy trung bình các CTNY ngành VLCB Việt Nam cho KH chiếm dụng vốn một tỷ lệ không nhỏ là 16,14% tổng TS. Tuy nhiên, tỷ lệ này vẫn còn thấp hơn so với trung bình của các CTNY Việt Nam là 18,68%<sup>10</sup>. Đặc biệt, trong nhóm ngành này có công ty cho KH chiếm dụng tới 36,70% tổng TS. Như vậy, có thể thấy việc sử dụng chính sách TDTM trong bán hàng hiện đang được các DN Việt Nam sử dụng nhiều.

**Bảng 1.** Thống kê mô tả các biến

| Biến   | Quan sát | Trung bình | Độ lệch chuẩn | Nhỏ nhất | Lớn nhất |
|--------|----------|------------|---------------|----------|----------|
| ROA    | 290      | 0,0591     | 0,0483        | 0,0001   | 0,1731   |
| ROE    | 290      | 0,1248     | 0,0925        | 0,0004   | 0,3291   |
| REC    | 290      | 0,1614     | 0,1034        | 0,0136   | 0,3670   |
| GROWTH | 290      | 0,0830     | 0,2294        | -0,2959  | 0,6394   |
| SIZE   | 290      | 27,4488    | 1,4770        | 24,9956  | 30,0116  |
| LEV    | 290      | 1,5247     | 1,2966        | 0,1715   | 4,7307   |

*Nguồn: Số liệu thống kê của nhóm tác giả*

Bình quân trong nhóm ngành VLCB, ROA đạt 5,91% và ROE đạt 12,48%. Trong khi đó, Do Hong Nhung và cộng sự<sup>10</sup> cho biết đối với toàn thị trường, ROA đạt 6,23% và ROE đạt 12,63%. Như vậy, tỷ suất sinh lời của các CTNY ngành VLCB Việt Nam xấp xỉ gần bằng toàn

thị trường. Tốc độ tăng trưởng doanh thu của ngành VLCB khá thấp là 8,30%, trong khi toàn thị trường đạt 14,29%<sup>10</sup>. Đặc biệt, có công ty tốc độ tăng trưởng doanh thu cao nhất là 63,94%, nhưng cũng có công ty bị -29,59%.

**Bảng 2.** Ma trận hệ số tương quan của các biến trong mô hình

|                  | ROA        | ROE        | REC       | REC <sup>2</sup> | GROWTH | SIZE      | LEV    |
|------------------|------------|------------|-----------|------------------|--------|-----------|--------|
| ROA              | 1,0000     |            |           |                  |        |           |        |
| ROE              | 0,8536***  | 1,0000     |           |                  |        |           |        |
| REC              | -0,2064*** | -0,1402**  | 1,0000    |                  |        |           |        |
| REC <sup>2</sup> | -0,1944*** | -0,1548*** | 0,9648*** | 1,0000           |        |           |        |
| GROWTH           | 0,1024*    | 0,1923***  | 0,0499    | 0,0215           | 1,0000 |           |        |
| SIZE             | 0,0111     | 0,2817***  | 0,0184    | 0,0490           | 0,0063 | 1,0000    |        |
| LEV              | -0,3781*** | 0,0250     | 0,0566    | 0,0227           | 0,0101 | 0,5383*** | 1,0000 |

*Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%*

*Nguồn: Kết quả kiểm định của nhóm tác giả*



Trước khi tiến hành kiểm định tác động của KPTKH đến tỷ suất sinh lời của các CTNY ngành VLCB Việt Nam, ma trận hệ số tương quan giữa các biến được kiểm tra (bảng 2). Kết quả kiểm tra tương quan giữa các biến cho thấy sơ bộ về mối quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa giữa tỷ lệ KPTKH với ROA và ROE. Kết quả này bước đầu ngụ ý tác động của chính sách TDTM đến tỷ suất sinh lời các CTNY ngành VLCB Việt Nam theo dạng phi tuyến tính.

#### 4.2. Kết quả kiểm định tác động của chính sách tín dụng thương mại đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp ngành vật liệu cơ bản

Kết quả hồi quy mối quan hệ phi tuyến tính giữa KPTKH và tỷ suất sinh lời của các CTNY ngành VLCB Việt Nam được kiểm định thông qua phương pháp GMM và trình bày ở bảng 3. Đối với mô hình có biến phụ thuộc là ROA, bằng kiểm định AR (2) = 0,888 > 0,1 và kiểm định Hansen = 0,218 > 0,1 chứng tỏ mô hình phù hợp và không có hiện tượng tương quan chuỗi giữa các biến trong mô hình. Đối với mô hình có biến phụ thuộc là ROE, bằng kiểm định AR (2) = 0,771 > 0,1 và kiểm định Hansen = 0,342 > 0,1 chứng tỏ mô hình phù hợp và không có hiện tượng tương quan chuỗi giữa các biến trong mô hình.

**Bảng 3.** Kết quả hồi quy mối quan hệ phi tuyến tính giữa KPTKH và tỷ suất sinh lời của các CTNY ngành VLCB Việt Nam

| Biến phụ thuộc           | ROA      | ROE       |
|--------------------------|----------|-----------|
| REC                      | 1,1602*  | 0,5596*   |
| REC <sup>2</sup>         | -3,3159* | -1,7292*  |
| GROWTH                   | -0,0067  | 0,0651**  |
| SIZE                     | -0,0355  | 0,0527**  |
| LEV                      | 0,0030   | -0,0338** |
| F-test                   | 0,0000   | 0,0000    |
| Số nhóm/ Số biến công cụ | 58/9     | 58/18     |
| AR (2)                   | 0,888    | 0,771     |
| Hansen test              | 0,218    | 0,342     |

(\*), (\*\*) và (\*\*\*) tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%

Nguồn: Kết quả kiểm định của nhóm tác giả

Kết quả hồi quy cho thấy sự kỳ vọng về mối quan hệ phi tuyến giữa KPTKH và tỷ suất sinh lời của DN là hoàn toàn hợp lý (bảng 3). Hệ số hồi quy của các biến REC và REC<sup>2</sup> đều có ý nghĩa thống kê. Đối với cả hai trường hợp biến phụ thuộc là ROA và ROE, mức ý nghĩa của hai hệ số REC và REC<sup>2</sup> đều là 10%.

Trong hai trường hợp biến phụ thuộc là ROA và ROE, hệ số của biến REC dương và REC<sup>2</sup> âm đều đúng như kỳ vọng, chứng tỏ có tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa KPTKH và tỷ suất sinh lời của DN và nó có dạng chữ U ngược. Điều này ngụ ý việc gia tăng KPTKH sẽ làm tỷ suất sinh lời của DN tăng, đến một mức phải thu nhất định thì càng tăng KPTKH sẽ làm tỷ suất sinh lời DN giảm. Tỷ lệ KPTKH trên tổng TS tại điểm tỷ suất sinh lời DN đảo chiều chính là tỷ lệ KPTKH trên tổng TS tối ưu mà tỷ suất sinh lời DN được tối đa hóa. Đối với trường hợp biến phụ thuộc đại diện cho tỷ suất sinh lời DN là ROA thì tỷ lệ KPTKH trên tổng TS tối ưu được xác định thông qua hai hệ số của biến REC và REC<sup>2</sup> như sau:  $(-\beta_1/2\beta_2) \approx 0,1749$ . Kết quả này cho biết KPTKH của các DN ngành VLCB chiếm 17,49% tổng TS thì tỷ suất sinh lời trên tổng TS đạt giá trị lớn nhất, trong khi đó đối với toàn thị trường tỷ lệ này là 24,98%.<sup>10</sup> Tương tự, đối với trường hợp biến phụ thuộc đại diện cho tỷ suất sinh lời DN là ROE thì tỷ lệ KPTKH trên tổng TS tối ưu được xác định thông qua hai hệ số của biến REC và REC<sup>2</sup> như sau:  $(-\beta_1/2\beta_2) \approx 0,1618$ . Kết quả này cho biết KPTKH của các DN ngành VLCB chiếm 16,18% tổng TS thì tỷ suất sinh lời trên tổng vốn chủ sở hữu đạt giá trị lớn nhất, trong khi đó đối với toàn thị trường tỷ lệ này là 25,15%.<sup>10</sup> Như vậy, nhìn chung tỷ lệ KPTKH tối ưu của ngành VLCB thấp hơn so với toàn thị trường.

Để có thể xác định các nhân tố ảnh hưởng đến KPTKH, từ đó điều chỉnh nhằm nâng cao tỷ suất sinh lời cho DN thì mô hình 2 được tiến hành hồi quy theo phương pháp GMM và kết quả được trình bày ở bảng 4.

**Bảng 4.** Các nhân tố ảnh hưởng đến KPTKH

| Biến phụ thuộc           | REC        |
|--------------------------|------------|
| PROVI                    | 0,3541     |
| GROWTH                   | 0,0202     |
| SIZE                     | -0,0022    |
| LAGE                     | -0,0631*** |
| STLEV                    | 0,0964**   |
| FCOST                    | 0,0044     |
| CFLOW                    | -0,5208*   |
| TURN                     | 0,0209**   |
| GPROF                    | 0,4398     |
| INVEN                    | -0,1564*** |
| LIQ                      | 0,0082***  |
| F-test                   | 0,0000     |
| Số nhóm/ Số biến công cụ | 58/16      |
| AR (2)                   | 0,345      |
| Hansen test              | 0,237      |

(\*), (\*\*) và (\*\*\*) tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%

*Nguồn: Kết quả kiểm định của nhóm tác giả*

Đối với mô hình dùng để kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến KPTKH, bằng kiểm định  $AR(2) = 0,345 > 0,1$  và kiểm định Hansen  $= 0,237 > 0,1$  chứng tỏ mô hình phù hợp và không có hiện tượng tương quan chuỗi giữa các biến trong mô hình. Qua bảng 4 ta thấy có 6 nhân tố có ý nghĩa thống kê và ảnh hưởng đến KPTKH của các CTNY ngành VLCB như sau.

Thứ nhất, dòng tiền thuần là nhân tố ảnh hưởng mạnh nhất và ngược chiều với KPTKH. Nghĩa là nếu DN muốn ổn định và gia tăng dòng tiền sẽ hạn chế cấp TDTM cho KH, làm KPTKH giảm. Như vậy, những DN trong lĩnh vực khai thác, luyện kim, sản phẩm hóa chất và lâm sản ưu tiên kiểm soát dòng tiền, tránh rủi ro tài chính nên hạn chế cho KH mua chịu. Điều này phù hợp với nghiên cứu của García-Teruel và Martínez-Solano<sup>5</sup> khi nghiên cứu tại Bỉ và nghiên cứu của Do Hong Nhung và cộng sự<sup>10</sup> cho các DNNY Việt Nam nói chung.

Thứ hai, HTK tác động ngược chiều đến KPTKH. Nghĩa là nếu DN ngành VLCB muốn giảm lượng HTK thì thu hút KH bằng cách mở

rộng chính sách TDTM cho KH, dẫn đến KPTKH tăng. Điều này cũng phù hợp với kỳ vọng và các nghiên cứu trước.<sup>6,7,10,48,49</sup>

Thứ ba, tài chính ngắn hạn ảnh hưởng tích cực đến KPTKH. Đối với ngành VLCB, kết quả nghiên cứu hoàn toàn ủng hộ các nghiên cứu trước đây.<sup>2,4-6</sup> Điều đó có thể hiểu khi các DN trong nhóm ngành này tăng nợ ngắn hạn nhằm mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh và cùng với cơ cấu tài trợ phù hợp giữa nguồn vốn ngắn hạn và TS ngắn hạn, khiến KPTKH tăng lên tương ứng.

Thứ tư, số năm hoạt động ảnh hưởng tiêu cực đến KPTKH. Điều đó nghĩa là DN nào hoạt động càng lâu năm càng hạn chế cấp TDTM cho KH. Kết quả này hoàn toàn trái ngược với các nghiên cứu trước đó.<sup>2,4,7,48</sup> Như vậy chứng tỏ đối với nhóm ngành VLCB tại Việt Nam, khi DN đã tồn tại lâu đời, vị thế và uy tín được nhiều KH trên thị trường biết đến nên không cần thiết phải thu hút KH thông qua chính sách TDTM, mà sẽ thắt chặt chính sách TDTM cũng như kiểm soát KH tốt hơn khiến KPTKH giảm và ngược lại.

Thứ năm, vòng quay tổng TS tác động cùng chiều đến KPTKH. Nghĩa là DN VLCB nào có vòng quay TS càng lớn thì cấp TDTM cho KH càng nhiều. Tuy nhiên, mức độ tác động của vòng quay TS đến KPTKH chỉ ở mức độ nhẹ. Bởi vì khi DN cho KH mua hàng trả chậm sẽ khuyến khích KH mua hàng nhiều hơn, tăng doanh thu nên vòng quay tổng TS tăng. Do đó, nếu DN muốn tốc độ quay vòng của tổng TS tăng nhanh thì sử dụng chính sách TDTM nhiều hơn, làm KPTKH tăng.<sup>5</sup>

Thứ sáu, khả năng thanh khoản có mối quan hệ đồng biến với KPTKH. Đối với ngành VLCB, DN nào có khả năng thanh khoản tốt sẽ tạo điều kiện cho KH mua hàng trả chậm hơn nhưng mức độ ảnh hưởng của khả năng thanh khoản đến KPTKH chỉ ở mức độ nhẹ, vì thực tế các DN cũng cần vốn để kinh doanh và không muốn KH chiếm dụng vốn của mình nhiều. Kết quả này ủng hộ quan điểm của các nghiên cứu trước.<sup>37,49</sup>

Để kiểm định tính vững chắc của kết quả nghiên cứu, nghĩa là tỷ suất sinh lời DN sẽ thay đổi như thế nào nếu tỷ lệ KPTKH trên TS lệch



khởi giá trị tối ưu, nghiên cứu tiến hành loại bỏ hai biến REC và REC<sup>2</sup> trong mô hình thứ nhất và thay thế bằng biến DEVIATION, sau đó tiến hành hồi quy biến DEVIATION theo mô hình thứ ba. Kết quả hồi quy được trình bày ở bảng 5 như sau.

**Bảng 5.** Kết quả hồi quy kiểm định sự thay đổi KPTKH đến tỷ suất sinh lời của các công ty ngành VLCB

| Biến phụ thuộc           | ROA       | ROE       |
|--------------------------|-----------|-----------|
| DEVIATION                | -0,1300*  | -0,2830** |
| GROWTH                   | 0,0400*** | 0,1050*** |
| SIZE                     | 0,0088    | -0,0044   |
| LEV                      | -0,0151** | 0,0084    |
| F-test                   | 0,0000    | 0,0000    |
| Số nhóm/ Số biến công cụ | 58/23     | 58/17     |
| AR (2)                   | 0,558     | 0,880     |
| Hansen test              | 0,351     | 0,734     |

(\*), (\*\*) và (\*\*\*) tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%

*Nguồn: Kết quả kiểm định của nhóm tác giả*

Đối với mô hình có biến phụ thuộc là ROA, bằng kiểm định AR (2) = 0,558 > 0,1 và kiểm định Hansen = 0,351 > 0,1 chứng tỏ mô hình phù hợp và không có hiện tượng tương quan chuỗi giữa các biến trong mô hình. Đối với mô hình có biến phụ thuộc là ROE, bằng kiểm định AR (2) = 0,880 > 0,1 và kiểm định Hansen = 0,734 > 0,1 chứng tỏ mô hình phù hợp và không có hiện tượng tương quan chuỗi giữa các biến trong mô hình.

Kết quả hồi quy ở bảng 5 cho thấy sự kỳ vọng về tỷ suất sinh lời DN sẽ giảm khi tỷ lệ KPTKH trên TS lệch khỏi giá trị tối ưu là hoàn toàn hợp lý. Cụ thể, hệ số của biến DEVIATION đều mang giá trị âm và có mức ý nghĩa là 10% trong cả hai trường hợp biến phụ thuộc là ROA và ROE. Như vậy, kết quả kiểm định đã chỉ ra rằng khi tỷ lệ KPTKH lệch ra khỏi giá trị tối ưu sẽ làm tỷ suất sinh lời DN giảm.

## 5. KẾT LUẬN

Chính sách TDTM rất quan trọng đối với DN vì nó có thể giúp cho DN mở rộng thị phần và đẩy nhanh lượng hàng bán ra, làm KPTKH tăng.

Do đó, các DN cần phải biết được tác động của chính sách TDTM đến tỷ suất sinh lời như thế nào và những nhân tố nào ảnh hưởng đến nó nhằm điều chỉnh để nâng cao khả năng sinh lời.

Qua nghiên cứu này, chúng tôi đã xác định được tác động của KPTKH đến tỷ suất sinh lời của các CTNY ngành VLCB tại Việt Nam theo dạng phi tuyến tính. Trong đó, có tồn tại một mức phải thu tối ưu là khoảng 17% tổng TS để tỷ suất sinh lời của công ty ngành VLCB là lớn nhất, hay ROA và ROE là lớn nhất. Điều này góp phần củng cố nhận định thị trường cạnh tranh không hoàn hảo sẽ làm phát sinh các chi phí liên quan đến việc thẩm định tín dụng và các khoản chi phí dự phòng các khoản nợ khó đòi, từ đó tạo tiền đề để chính sách TDTM tác động đến tỷ suất sinh lời của DN. Như vậy, việc cấp TDTM có thể mang lại lợi ích như tăng doanh thu, mở rộng thị phần và đồng thời nó cũng gây ra những tổn thất cho DN như gia tăng chi phí tài chính và chi phí cơ hội do KH không thanh toán hoặc thanh toán trễ. Nếu những chi phí này vượt quá lợi ích sẽ làm giảm tỷ suất sinh lời và hiệu quả hoạt động DN.

Hơn nữa, để có thể duy trì tỷ lệ KPTKH tối ưu thì các CTNY ngành VLCB tại Việt Nam cần chú ý đến các nhân tố ảnh hưởng đến nó nhằm có những điều chỉnh phù hợp, cụ thể các nhân tố ảnh hưởng tích cực là tài chính ngắn hạn, vòng quay tổng TS, khả năng thanh khoản và các nhân tố ảnh hưởng tiêu cực là dòng tiền thuần, HTK, số năm hoạt động.

Tuy nhiên, hạn chế của nghiên cứu này là quy mô mẫu còn hạn chế, chưa đưa vào các biến phi tài chính và các biến kinh tế vĩ mô vào mô hình nghiên cứu. Những nghiên cứu tiếp sau có thể sẽ có những phát hiện thú vị nếu mô hình có những biến này. Bên cạnh đó, đối với mỗi loại hình DN có đặc thù khác nhau hay mỗi quy mô DN sẽ có độ tín nhiệm khác nhau thì sử dụng chính sách TDTM cũng có thể khác nhau. Vì vậy sẽ rất hấp dẫn nếu nghiên cứu xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách TDTM; đồng thời kiểm định liệu có tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa KPTKH và tỷ suất sinh lời đối với mỗi loại hình DN hay mỗi loại quy mô DN khác nhau của ngành VLCB.



**Lời cảm ơn:** Nghiên cứu này được thực hiện trong khuôn khổ đề tài khoa học công nghệ cấp cơ sở của Trường Đại học Quy Nhơn với mã số T2020.687.35.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. N. S. Cheng, R. Pike. The trade credit decision: evidence of UK firms, *Managerial and Decision Economics*, **2003**, 24, 419-438.
2. M. A. Petersen, R.G. Rajan. Trade credit: theory and evidence, *Society for Financial Studies*, **1997**, 10(3), 661-691.
3. M. G. Danielson, J.A. Scott. Bank loan availability and trade credit demand, *The Financial Review*, **2004**, 39(4), 579-600.
4. J. Niskanen, M. Niskanen. The determinants of corporate trade credit policies in a bank-dominated financial environment: the case of Finnish small firms, *European Financial Management*, **2006**, 12, 81-102.
5. P. J. García-Teruel, P. Martínez-Solano. Determinants of trade credit: A comparative study of European SMEs, *International Small Business Journal*, **2010**, 28(3), 215-233.
6. Phan Đình Nguyên, Trương Thị Hồng Nhung. Các nhân tố ảnh hưởng đến TDTM của các DN niêm yết tại Việt Nam, *Tạp chí Công nghệ ngân hàng*, **2014**, 97, 39-46.
7. Trần Ái Kết. Các yếu tố ảnh hưởng tới TDTM của DN ngành Giao thông vận tải niêm yết trên HOSE và HNX, *Tạp chí Công thương*, **2017**, 10, 285-294.
8. Trần Thị Diệu Hương, Trần Thị Thanh Tú, Đỗ Hồng Nhung. Nhân tố tác động tới chính sách TDTM của DN, *Tạp chí Thị trường tài chính tiền tệ*, **2018**, 24(513), 32-36.
9. C. Martínez-Sola, P. J. García-Teruel, P. Martínez-Solano. Trade credit policy and firm value, *Accounting & Finance*, **2012**, 53, 791-808.
10. Do Hong Nhung, Tran Thi Thanh Tu, Tran Thi Dieu Huong, Dick Beason. Determinants of account receivable and its optimal level: An empirical test on Vietnamese companies, *Journal of Applied Economic Sciences*, **2019**, 2(64), 468 – 488.
11. Phạm Quốc Việt và Phạm Trần Quang Phúc. Tín dụng thương mại và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết ở Việt Nam, *Tạp chí Tài chính*, **2020**, 1(3), 47-50.
12. A. Demircuc-Kunt, V. Maksimovic. Firms as Financial Intermediaries: Evidence From Trade Credit Data, *World Bank Policy Research (Working Paper 2696)*, **2001**, 11, 1-48.
13. P. Wei, S.M.L. Zee. Trade credit as quality signal: an international comparison, *Managerial Finance*, **1997**, 23(4), 63-72.
14. D. Fabbri, L. F. Klapper. Bargaining power and trade credit, *Journal of Corporate Finance*, **2016**, 41, 66-80.
15. R. Schwartz. An economic model of trade credit, *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, **1974**, 9, 643-657.
16. R. H. Coase. The Nature of the Firm, *Economica*, **1937**, 4(16), 386-405.
17. J. S. Ferris. A Transactions Theory of Trade Credit Use, *The Quarterly Journal of Economics*, **1981**, 96(2), 243-270.
18. G. W. Emery. A pure financial explanation for trade credit, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **1984**, 19, 271-285.
19. G. W. Emery. An optimal financial response to variable demand, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **1987**, 22, 209-225.
20. M. Brennan, V. Maksimovic, J. Zechner. Vendor financing, *Journal of Finance*, **1988**, 43, 1127-1141.
21. S. Mian, C. Smith. Accounts receivables management policy: theory and evidence, *Journal of Finance*, **1992**, 47, 167-200.
22. O. O. Akinlo. The effect of working capital on profitability of firms in Nigeria: Evidence from general method of moments (GMM), *Asian Journal of Business and Management Sciences*, **2011**, 1(2), 130-135.
23. A.K. Sharma, S. Kumar. Effect of working capital management on firm profitability: Empirical evidence from India, *Global Business Review*, **2011**, 12(1), 159-173.
24. C. Martínez-Sola, P. J. García-Teruel, P. Martínez-Solano. Trade credit and SME profitability, *Small Business Economics*, **2013**, 42(3), 561-577.
25. T. Box, R. Davis, M. Hill, C. Lawrey. Operating performance and aggressive trade credit policies, *Journal of Banking & Finance*, **2018**, 89, 192-208.

26. M. Deloof. Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?, *Journal of Business Finance & Accounting*, **2003**, 30 (3 và 4), 573-587.
27. I. Lazaridis, D. Tryfonidis. The relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens Stock Exchange, *Journal of Financial Management and Analysis*, **2006**, 19(1), 1-12.
28. K. Padachi. Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms' Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms, *International Review of Business Research Papers*, **2006**, 2(2), 45-58.
29. P. J. García-Teruel, P. Martínez-Solano. Short-term debt in Spanish SMEs, *International Small Business Journal*, **2007**, 25, 579-602.
30. A. Gill, N. Biger, N. Mathur. The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States, *Business and Economics Journal*, **2010**, 2010, 1-9.
31. E. Mansoori, D. Muhammad. The Effect of Working Capital Management on Firm's Profitability: Evidence from Singapore, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, **2012**, 4(5), 472-486.
32. T. K. Vahid, G. Elham, A. K. Mohsen, E. Mohammadreza. Working Capital Management and Corporate Performance: Evidence from Iranian Companies, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, **2012**, 62, 1313-1318.
33. S. Gul, M. B. Khan, U. R. Rehman, M. T. Khan, M. Khan, W. Khan. Working Capital Management and Performance of SME Sector, *European Journal of Business and Management*, **2013**, 5(1), 60-68.
34. D. M. Makori, A. Jagongo. Working Capital Management and Firm Profitability: Empirical Evidence from Manufacturing and Construction Firms Listed on Nairobi Securities Exchange, Kenya, *International Journal of Accounting and Taxation*, **2013**, 1(1), 1-14.
35. B. Ukaegbu. The significance of working capital management in determining firm profitability: Evidence from developing economies in Africa, *Research in International Business and Finance*, **2014**, 31, 1-16.
36. Y. H. Kim, J. C. Atkins. Evaluating investments in accounts receivable: a wealth maximising framework, *Journal of Finance*, **1978**, 33, 403-412.
37. C. K. Ng, J. K. Smith, R. L. Smith. Evidence on the determinants of credit terms used in interfirm trade, *Journal of Finance*, **1999**, 54, 1109-1129.
38. B. S. Wilner. The exploitation of relationship in financial distress: the case of trade credit, *Journal of Finance*, **2000**, 55, 153-178.
39. J. K. Smith. Trade credit and informational asymmetry, *Journal of Finance*, **1987**, 42, 863-872.
40. M. S. Long, I. B. Malitz, S. A. Ravid. Trade credit, quality guarantees, and product marketability, *Financial Management*, **1993**, 22, 117-127.
41. R. Pike, N. S. Cheng, K. Cravens, D. Lamminmaki. Trade credits terms: asymmetric information and price discrimination evidence from three continents, *Journal of Business, Finance and Accounting*, **2005**, 32, 1197-1236.
42. M. I. Nadiri. The determinants of trade credit in the US total manufacturing sector, *Econometrica*, **1969**, 37(3), 408-423.
43. R. Pike, N. S. Cheng. Credit management: an examination of policy choices, practices and late payment in UK companies, *Journal of Business Finance & Accounting*, **2001**, 28, 1013-1042.
44. M. Arellano, S. R. Bond. Some tests of specification for panel data Monte Carlo evidence and an application to employment equations, *Review of Economic Studies*, **1991**, 58, 277-297.
45. C. Himmelberg, R. Hubbard, D. Palia. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, *Journal of Financial Economics*, **1999**, 53, 353-384.
46. J. H. Nilsen. Trade credit and the bank lending channel, *Journal of Money, Credit and Banking*, **2002**, 34(1), 226-253.
47. Z. Tong. Deviations from optimal CEO ownership and firm value, *Journal of Banking and Finance*, **2008**, 32, 2462-2470.
48. S. Bougheas, S. Mateut, P. Mizen. Corporate trade credit and inventories: new evidence of a trade-off from accounts payable and receivable, *Journal of Banking and Finance*, **2009**, 33(2), 300-307.
49. R. R. Vaidya. The Determinants of Trade Credit: Evidence from Indian Manufacturing Firms, *Modern Economy*, **2011**, 2(5), 707-716.