



ẢNH HƯỞNG TỪ TÍN DỤNG THƯƠNG MẠI ĐẾN KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA CÁC DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

NGUYỄN CHÍ ĐỨC, ĐOÀN HỒNG NGỌC

Bài viết tổng hợp các lý thuyết liên quan đến tín dụng thương mại, khả năng sinh lợi của doanh nghiệp và các nghiên cứu thực nghiệm xoay quanh mối tương quan giữa tín dụng thương mại và khả năng sinh lợi; từ đó, nghiên cứu và kiểm định lại mối quan hệ tác động giữa chúng. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ thông tin lấy trong báo cáo tài chính của 143 doanh nghiệp thuộc ngành Xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2018-2022 với 715 quan sát được đưa vào mô hình. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ tuyến tính ngược chiều giữa tín dụng thương mại và khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp ngành Xây dựng. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, tác giả đề xuất hàm ý chính sách giúp doanh nghiệp nâng cao khả năng sinh lợi thông qua sử dụng chính sách tín dụng thương mại.

Từ khóa: Tín dụng thương mại, khả năng sinh lợi, công ty xây dựng, thị trường chứng khoán

INFLUENCE OF TRADE CREDIT ON THE PROFITABILITY OF CONSTRUCTION INDUSTRY COMPANIES IN VIETNAM STOCK MARKET

Nguyen Chi Duc, Doan Hong Ngoc

Abstract: The study synthesizes theories related to trade credit, corporate profitability, and empirical studies around the correlation between trade credit (expressed in accounts receivable) and profitability; thence, study and re-examine the impact relationship between them. Research data is collected from information taken from the financial statements of 143 enterprises in the construction industry on the Vietnamese stock market in the period 2018 - 2022 with 715 observations included in the model. Research results show that there exists a negative linear relationship between trade credit and the profitability of construction enterprises. On the basis of the research results, we propose policy implications to help businesses improve profitability and reduce lousy debt risks when using too high trade credit policies.

Keywords: Trade credit, Profitability, Construction company, Stock market

Giới thiệu

Ngành Xây dựng được coi là xương sống của nền kinh tế quốc dân. Khi ngành Xây dựng phát triển sẽ tác động trực tiếp đến sự phát triển của các nhóm ngành khác trong nền kinh tế và cũng là tiền đề quan trọng để giải quyết các vấn đề an sinh và xã hội.

Thực tiễn, từ năm 2018 đến nay, doanh nghiệp

(DN) ngành Xây dựng Việt Nam đối diện với không ít khó khăn do chịu nhiều sức ép của lạm phát, chi phí cho nguồn nguyên vật liệu đầu vào tăng cao, khó tiếp cận để duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh, đơn hàng khan hiếm... khiến cho doanh thu sụt giảm nghiêm trọng, thậm chí rơi vào thua lỗ. Vì vậy, bán hàng trả chậm hay cấp tín dụng thương mại có thể giúp các DN này thu hút được một lượng khách hàng lớn, giải quyết khó khăn về tình trạng thiếu hụt đơn hàng, từ đó, cải thiện doanh thu, lợi nhuận cho DN.

Từ thực tiễn trên, việc xác định sự ảnh hưởng của việc cấp tín dụng thương mại đến khả năng sinh lời của các DN xây dựng là cần thiết, đặc biệt trong giai đoạn khó khăn như hiện nay.

Tổng quan lý thuyết

Cơ sở lý thuyết về tín dụng thương mại

Tín dụng thương mại (Trade Credit) là hình thức tín dụng, trong đó người bán đồng ý cho người mua trả chậm giá trị hàng hóa đã mua trong một khoảng thời gian nhất định. Từ lâu, tín dụng thương mại được xem là một chiến lược bán hàng, tạo nên sự khác biệt và sức cạnh tranh mạnh mẽ cho các DN ở các quốc gia có nền kinh tế thị trường phát triển.

Lý thuyết tín dụng thương mại lần đầu tiên được đề xuất bởi Le Goff (1957). Nhà nghiên cứu này lập luận rằng, một hình thức tín dụng thương mại đã được sử dụng hình thành khi người bán không yêu cầu thanh toán ngay sau khi người mua nhận được



hàng. Kể từ đó, chủ đề liên quan đến tín dụng thương mại đã được nhiều nhà khoa học trên thế giới quan tâm, tiêu biểu như: Nadiri (1969), Vaidya (2011)...

Cơ sở lý thuyết về khả năng sinh lợi

Theo Pandey (1980), khả năng sinh lời là khả năng tạo ra lợi nhuận của một công ty. Phân tích khả năng sinh lời đo lường và đánh giá hiệu quả hoạt động của một DN về lợi nhuận mà DN kiếm được liên quan đến đầu tư của cổ đông hoặc vốn sử dụng trong DN hoặc doanh thu. Khả năng sinh lời là một trong những thước đo và mục tiêu quan trọng nhất của quản lý tài chính. Khả năng sinh lợi là số tương đối. Tuy nhiên, khả năng sinh lời cũng là một chỉ tiêu hữu hiệu để đo lường sự thành công hay thất bại của một DN.

Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm trước đây

Một số nghiên cứu trước đây về mối quan hệ giữa tín dụng thương mại và khả năng sinh lợi của DN đã đưa ra kết quả có nhiều khác biệt. Theo đó, nghiên cứu của Martínez và cộng sự (2013) cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa giá trị DN và tín dụng thương mại ở mức các khoản phải thu thấp và tương quan âm ở mức các khoản phải thu cao hơn.

Nghiên cứu của Abuhommous (2017) đã ghi nhận mối quan hệ cùng chiều giữa đầu tư vào các khoản phải thu và khả năng sinh lời, và nhận thấy rằng các công ty đạt được lợi nhuận cao nếu đầu tư vào các khoản phải thu tại một cấp độ cao hơn so với trung bình ngành. Tác giả cho rằng, đầu tư vào các khoản phải thu là cần thiết và kết hợp quản lý tín dụng thương mại định kỳ là rất quan trọng đối với một DN để đảm bảo khả năng sinh lời.

Tuy nhiên, nghiên cứu của Kumaraswamy và George (2019) lại cho rằng có ảnh hưởng ngược

chiều giữa tín dụng thương mại và lợi nhuận tại các công ty được phẩm niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Bombay (BSE). Còn tại Việt Nam, nghiên cứu của Phạm Quốc Việt và Phạm Trần Quang Phúc (2020) cũng thu được kết quả tác động ngược chiều giữa tín dụng thương mại và khả năng sinh lợi của DN.

Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu được kế thừa dựa trên nghiên cứu trước đó của Kumaraswamy và George (2019) và được tác giả phát triển thêm:

$$V_{it} = \beta_0 + \beta_1 (REC_{it}) + \beta_2 (GRREV_{it}) + \beta_3 (SIZE_{it}) + \beta_4 (LEV_{it}) + \epsilon_{it}$$

Trong đó:

β : Hệ số tự do trong mô hình

i: DN ngành Xây dựng quan sát thứ i (i = 1, 2, ..., 143)

t: Năm quan sát thứ t (t = 1, 2, ..5)

Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu của nghiên cứu này được tác giả tổng hợp từ báo cáo tài chính (BCTC) của 200 DN thuộc ngành Xây dựng được niêm yết thị trường chứng khoán (TTCK) và sau đó tính toán lại. Tuy nhiên, trong quá trình nghiên cứu, các tác giả đã lọc và lựa chọn 143 DN có BCTC công bố đầy đủ và đã được kiểm toán từ năm 2018 đến năm 2022 để kết quả nghiên cứu được khách quan và có độ chính xác cao. Cụ thể, có 80 DN thuộc ngành Xây dựng niêm yết trên sàn giao dịch HOSE và 63 DN niêm yết trên sàn giao dịch HNX thỏa mãn các điều kiện nêu trên. Dữ liệu nghiên cứu được lấy từ BCTC đã được kiểm toán thông qua phần mềm hỗ trợ FiinPro Platform, trang thông tin tài chính đáng tin cậy Vietstock và CafeF từ năm 2018 đến năm 2022.

Phương pháp nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng các kỹ thuật ước lượng cho dữ liệu bảng cân bằng và ứng dụng phần mềm Stata 15.0 để xử lý tập số liệu gồm

BẢNG 1: MÔ TẢ BIẾN

STT	Ký hiệu	Diễn giải	Đo lường (%)	Kỳ vọng
Biến phụ thuộc				
1	ROA	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản	(Lợi nhuận ròng (EBIT))/(Tổng tài sản bình quân)	
2	ROE	Tỷ suất sinh lời trên Vốn sở hữu	(Lợi nhuận ròng (EBIT))/(Tổng vốn CSH bình quân)	
Biến độc lập				
1	REC	Tín dụng thương mại	(Khoản phải thu bình quân)/(Tổng tài sản bình quân)	-
Biến kiểm soát				
1	GR_REV	Tốc độ tăng trưởng doanh thu	(Doanh thu năm t- Doanh thu năm (t-1))/Doanh thu năm (t-1)	-
2	SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Ln(DT thuần hàng bán và cung cấp dịch vụ)	+
3	LEV	Tỷ lệ đòn bẩy tài chính	(Tổng nợ bình quân)/(Vốn chủ sở hữu bình quân)	-

Nguồn: Tác giả đề xuất



715 quan sát. Tiếp đó, tác giả thực hiện lần lượt các phương pháp: Ước lượng mô hình hồi quy Pooled OLS, ước lượng mô hình hồi quy với các tác động cố định (FEM), mô hình hồi quy với tác động ngẫu nhiên (REM). Nhằm khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi, tự tương quan, tác giả còn sử dụng thêm phương pháp FGLS.

Kết quả nghiên cứu

Từ bảng kết quả chạy hồi quy cho thấy, cả bốn mô hình đều cho ra kết quả đồng nhất về sự tác động của các biến REC, GR_REV, SIZE, LEV đến biến phụ thuộc ROA và có ý nghĩa thống kê, chiều ảnh hưởng giống nhau.

Tiếp tục thực hiện 3 kiểm định Wooldridge, F-test, Hausman Fix Random kết quả cho thấy, lựa chọn mô hình FGLS để giải thích mối tương quan giữa các biến là phù hợp nhất. Từ kết quả mô hình hồi quy FGLS, nhóm tác giả trình bày lại dưới dạng phương trình sau:

$$ROA_{it} = -0,2953 - 0,0476(REC_{it}) - 0,0026(GR_REV_{it}) + 0,01303(SIZE_{it}) - 0,0014(LEV_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Cũng tương tự, từ bảng kết quả chạy hồi quy, cả bốn mô hình đều cho ra kết quả đồng nhất về sự tác động của các biến REC, SIZE, LEV đến biến phụ thuộc ROE và có ý nghĩa thống kê, chiều ảnh hưởng giống nhau. Đối với biến GR_REV, cả ba mô hình đều cho kết quả giống nhau về chiều ảnh hưởng tuy nhiên không có ý nghĩa thống kê.

Đồng thời, tác giả tiếp tục thực hiện 3 kiểm định Wooldridge, F-test, Hausman Fix Random kết quả cho thấy, lựa chọn mô hình FGLS để giải thích mối tương quan giữa các biến là phù hợp nhất. Từ kết quả mô hình hồi quy FGLS, tác giả trình bày lại dưới

dạng phương trình sau:

$$ROE_{it} = -2,27 - 0,1597(REC_{it}) - 0,0141(GR_REV_{it}) + 0,0969(SIZE_{it}) - 0,0850(LEV_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Thảo luận kết quả nghiên cứu

Từ kết quả nghiên cứu trên, nhóm tác giả tiến hành thảo luận các biến độc lập tác động đến biến phụ thuộc và có ý nghĩa thống kê, như sau:

- *Tín dụng thương mại của DN (REC)*: Nhóm tác giả nhận thấy tồn tại mối quan hệ tương quan ngược chiều giữa Tín dụng thương mại của DN (REC) với Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) và với Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE). Ở mức ý nghĩa thống kê 1%, hệ số hồi quy của REC mang dấu âm, điều này thể hiện mối quan hệ tuyến tính tiêu cực đối với khả năng sinh lợi của 143 DN thuộc ngành Xây dựng niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE và HNX. Cụ thể, mức độ tác động của nó đến ROA được thể hiện qua hệ số có giá trị bằng -0,0476; và với ROE là -0,1597.

- *Tốc độ tăng trưởng doanh thu (GR_REV)*: Dựa trên kết quả nghiên cứu mô hình ở bảng 1, tác giả nhận thấy chỉ tồn tại mối quan hệ tác động tiêu cực giữa Tốc độ tăng trưởng doanh thu (GR_REV) với tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) tại mức ý nghĩa 1%, không tồn tại mối quan hệ tác động giữa Tốc độ tăng trưởng doanh thu (GR_REV) với tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE). Hệ số hồi quy của GR_REV đạt giá trị -0,0026, dấu âm của hệ số hồi quy phù hợp với các lập luận ở trên của tác giả khi các DN thuộc ngành Xây dựng niêm yết trên TTCK Việt Nam phải đối diện với nhiều khó khăn trong giai đoạn 2018 - 2022.

- *Quy mô DN (SIZE)*: Dựa trên kết quả ước lượng hồi quy trong đoạn văn của tác giả, biến quy mô DN (SIZE) có tác động tích cực đối với cả hai chỉ tiêu đo lường khả năng sinh lợi của DN Xây dựng. Cụ thể, hệ số của biến Quy mô DN trong mô hình tác động của tín dụng thương mại đến tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) có giá trị bằng 0,01303 và trong mô hình tác động của tín dụng thương mại đến tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) bằng 0,0969 ở cùng mức ý nghĩa thống kê 1%

- *Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV)*: Từ kết quả của mô hình FGLS tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa tỉ lệ đòn bẩy tài chính (LEV) và chỉ tiêu khả năng sinh lợi ROA, ROE của 143 DN Xây dựng Việt Nam. Tại mức ý nghĩa 1%, hệ số hồi quy

BẢNG 2: KẾT QUẢ HỒI QUY VỚI KHẢ NĂNG SINH LỢI (ROA)

Biến	Pooled OLS	FEM	REM	FGLS
	ROA	ROA	ROA	ROA
REC	-0.0541***	-0.0266	-0.0341**	-0.0476***
GR_REV	-0.001198	-0.00401**	-0.0034**	-0.0026***
SIZE	0.0159***	0.01951***	0.0178***	0.01303***
LEV	-0.0019***	-0.00079**	-0.00092**	-0.0014***
_cons	-0.3679***	-0.4769***	-0.4272***	-0.2953***
N	715	715	715	715
Kiểm định Chow		16.67***		
Kiểm định Hausman			3.68	
Kiểm định PSTĐ			143.91***	
Kiểm định tự tương quan			7.176***	

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm Stata MP 15.0 - 2023



này có giá trị tương ứng với chỉ tiêu ROA, ROE lần lượt là -0,0014 và -0,0850.

Kết luận và hàm ý chính sách

Kết luận

Từ kết quả thực nghiệm của nghiên cứu và bối cảnh thực tiễn của ngành Xây dựng tại Việt Nam giai đoạn 2018-2022, tác giả cho rằng tồn tại mối quan hệ tác động tiêu cực giữa tín dụng thương mại và khả năng sinh lợi của DN. Giải thích cho kết quả trên là trong giai đoạn này các DN xây dựng Việt Nam hầu hết đang gặp khó khăn về tài chính, khả năng tiếp cận nguồn vốn khó khăn, chi phí cao và vị thế thị trường yếu khi áp đặt các điều kiện thương mại lên đối tác, trong khi lại phải sử dụng tín dụng thương mại như một công cụ để mở rộng thị phần, bất chấp chi phí tiềm ẩn và thương mại không thuận lợi.

Ngoài ra kết quả ước lượng hồi quy FGLS đối với hệ thống dữ liệu thu thập từ BCTC của 143 DN trong ngành Xây dựng niêm yết trên TTCK Việt Nam còn cho thấy:

- Nếu tận dụng được lợi thế đến từ quy mô DN, khả năng sinh lợi sẽ trở nên khả quan hơn.

- Nếu lạm dụng chính sách tín dụng thương mại và công cụ đòn bẩy tài chính một cách bất hợp lý sẽ khiến khả năng sinh lợi của DN chịu ảnh hưởng tiêu cực.

- Mối quan hệ tương quan nghịch biến giữa tốc độ tăng trưởng doanh thu và khả năng sinh lợi ngụ ý rằng tốc độ tăng trưởng về lợi nhuận của DN còn quá thấp, các khoản chi phí đầu vào mà DN bỏ ra lại quá cao. Vì vậy, các DN Xây dựng cần phải xem xét và tính toán lại bài toán chi phí để cân đối tốc độ tăng trưởng của doanh thu và lợi nhuận tối ưu hơn.

Hàm ý chính sách

Từ các kết quả nghiên cứu đạt được, tác giả có một số gợi ý chính sách giúp các DN trong ngành Xây dựng cải thiện khả năng sinh lợi, gia tăng nguồn lợi nhuận cũng như hạn chế rủi ro nợ xấu khi áp dụng các chính sách tín dụng thương mại chưa hợp lý:

Thứ nhất, cần cải thiện khả năng sinh lợi bằng cách kiểm soát các khoản chi phí đầu vào một cách tối ưu nhất; xem xét, tính toán ngân sách, mức độ hiệu quả của dự án đầu tư; vận dụng ưu thế về lợi thế thương mại (quy mô, thương hiệu) để tăng tính cạnh tranh và thu hút sự quan tâm của khách hàng.

BẢNG 3: KẾT QUẢ HỒI QUY VỚI KHẢ NĂNG SINH LỢI (ROE)

Biến	Pooled OLS	FEM	REM	FGLS
	ROE	ROE	ROE	ROE
REC	-0.0134	-0.1597**	-0.0780	-0.1597***
GR_REV	-0.0084	-0.0141*	-0.0063	-0.0141
SIZE	0.0525***	0.0969***	0.0667***	0.0969***
LEV	-0.0742***	-0.0850***	-0.0828***	-0.0850***
_cons	-1.1454***	-2.2700***	-1.4872***	-2.2700***
N	715	715	715	715
Kiểm định Chow		8.01***		
Kiểm định Hausman		59.12***		
Kiểm định PSTĐ		350.45***		
Kiểm định tự tương quan		88.161***		

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm Stata MP 15.0 (2023)

Thứ hai, nên soạn thảo sẵn các điều khoản cho từng khách hàng. Cụ thể, cần có các điều khoản ràng buộc rõ ràng nếu khách hàng vi phạm hoặc có hành động trì hoãn, thanh toán chậm.

Thứ ba, cần thiết lập một bộ phận chuyên giám sát, khảo sát mức độ tin cậy và uy tín của khách hàng, xem xét thu nhập về khả năng trả nợ của họ, nhắc nhở khách hàng về thời gian thanh toán cho DN.

Tuy nhiên, dù với kết quả nghiên cứu như vậy thì các DN xây dựng vẫn nên tiếp tục mở rộng kinh doanh để tận dụng về lợi ích của tín dụng thương mại. Hơn nữa, các DN nên thận trọng với việc quản lý tín dụng thương mại để tăng lợi ích và phải kiểm soát được chi phí tín dụng thương mại.

Tài liệu tham khảo:

1. Jacques Le Goff (1957), *Marchands et Banquiers du Moyen Age*, *Revue du Nord*, 150, pp.238-239;
2. Kumaraswamy, S., & George, S. (2019), *Trade credit management and firm profitability of Saudi manufacturing firms*. *Polish Journal of Management Studies*, 20;
3. Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). *Trade credit policy and firm value*. *Accounting & Finance*, 53(3), 791-808;
4. Phạm Quốc Việt và Phạm Trần Quang Phúc (2020), *Does trade credit spur firm performance? A case study in Vietnam*. *International Journal of Economics and Business Administration*, 8, 215-27;
5. Vaidya, R. R. (2011), *The determinants of trade credit: Evidence from Indian manufacturing firms*. *Modern Economy*, 2(05), 707.

Thông tin tác giả:

Nguyễn Chí Đức – Khoa Tài chính kế toán, Trường Đại học Sài Gòn
 Đoàn Hồng Ngọc – Trường Đại học Kinh tế Tài chính TP. Hồ Chí Minh
 Email: ncduc@squ.edu.vn