

Tín dụng thương mại và giá trị công ty: Cách tiếp cận động

PHAN TRẦN MINH HƯNG *

Trường Đại học Hoa Sen

Nhận bài: 23/03/2022 - Duyệt đăng: 15/04/2022

(*) Liên hệ: Hung.phantranminh@hoasen.edu.vn - Tel: 0984240240

Tóm tắt:

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm đánh giá mối quan hệ động giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN. Khung phân tích này sử dụng phương pháp ước lượng mô men tổng quát dạng hệ thống (System Generalized Method of Moments - SGMM) với dữ liệu bảng động không cân bằng gồm các công ty niêm yết trên cả hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và Hà Nội từ năm 2006 đến 2020 để chỉ ra sự tác động ngược chiều của đầu tư vào tín dụng thương mại đến giá trị công ty. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu này bền vững với đại diện của giá trị công ty, phương pháp ước lượng và không chịu ảnh hưởng chi phối bởi khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Từ khóa: Tín dụng thương mại, giá trị công ty, System-GMM, mô hình động.

Abstract:

This study investigates the dynamic relationship between trade credit and firm value for firms listed on the Vietnamse stock market. Using the System Generalized Method of Moments (SGMM) estimation with a comprehensive data set of stocks listed on the Hochiminh and Hanoi Stock Exchanges from 2006 to 2020, the results indicate the negative relationship between trade credit and firm value. Additionally, our findings are robust to the alternative measures of firm value, the alternative econometric method and are not driven by the global financial crisis.

Keywords: Trade credit, firm value, System-GMM, dynamic model.

1. Giới thiệu

Tín dụng thương mại là quan hệ tín dụng dưới hình thức mua bán chịu hàng hóa. Tín dụng thương mại mang lại cả lợi ích và bất lợi cho cả người mua và người bán. Hay nói cách khác, tín dụng thương mại có cả mặt tích cực và tiêu cực. Các bên tham gia vào tín dụng thương mại thường kỳ vọng đạt được lợi ích lớn hơn chi phí. Tuy nhiên, trong thực tế, không phải lúc nào các bên tham gia đều đạt lợi ích lớn hơn chi phí. Nếu các bên tham gia đạt được lợi ích lớn (nhỏ) hơn chi

phí, lợi nhuận và giá trị công ty nhiều khả năng gia tăng (giảm). Điều này là do giá trị công ty còn được xác định dựa trên nhận thức của nhà đầu tư trên thị trường. Vì vậy, các bên tham gia có xu hướng tận dụng tận dụng lợi ích của tín dụng thương mại để tạo ra tín hiệu tốt để các nhà đầu tư nhận định tốt về công ty và vì vậy, tối đa hóa giá trị công ty.

Trong điều kiện thị trường hoàn hảo nơi tồn tại cạnh tranh và sự chắc chắn, đầu tư vào tín dụng thương mại không liên quan đến giá trị công ty. Tuy nhiên, trong

điều kiện thị trường không hoàn hảo nơi cạnh tranh và sự chắc chắn không tồn tại, đầu tư vào tín dụng thương mại ảnh hưởng đến giá trị công ty. Hay nói cách khác, trong điều kiện môi trường không chắc chắn nơi tồn tại khả năng phá sản và các chi phí liên quan đến quá trình đánh giá tín dụng, giá trị công ty chịu ảnh hưởng bởi đầu tư vào tín dụng thương mại.

Trong điều kiện thị trường không hoàn hảo, vai trò của đầu tư vào tín dụng thương mại trong cải thiện giá trị công ty đã được

quan tâm đến. Cụ thể, Hill và cộng sự (2012) và Martinez-Sola và cộng sự (2013) lần lượt chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty tại thị trường Mỹ và Tây Ban Nha. Trong khi đó, trong bối cảnh VN, cho đến nay, chưa có bất kỳ nghiên cứu nào kiểm tra mối quan hệ giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty cũng chưa được quan tâm. Tuy nhiên, Wintoki (2012) khẳng định bản chất của giá trị công ty là động cho nên sử dụng mô hình tĩnh có thể không phản ánh chính xác sự tác động của các nhân tố đến giá trị công ty. Vì vậy, nghiên cứu này chỉ quan tâm đến mối quan hệ động giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty. Theo đó, đóng góp của nghiên cứu này là cung cấp bức tranh toàn cảnh về mối quan hệ động giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN.

2. Tổng quan tài liệu và phát triển giả thuyết

2.1. Cơ sở lý thuyết

Trong điều kiện thị trường hoàn hảo nơi tồn tại cạnh tranh và sự chắc chắn, đầu tư vào tín dụng thương mại không liên quan đến giá trị công ty. Tuy nhiên, trong điều kiện thị trường không hoàn hảo nơi cạnh tranh và sự chắc chắn không tồn tại, đầu tư vào tín dụng thương mại ảnh hưởng đến giá trị công ty. Hay nói cách khác, trong điều kiện môi trường không chắc chắn nơi tồn tại khả năng phá sản và các chi phí liên quan đến quá trình thẩm định tín dụng, giá trị công ty chịu ảnh hưởng bởi đầu tư vào tín dụng thương mại.

Trong điều kiện thị trường không hoàn hảo, đầu tư vào tín dụng thương mại tương tự như đầu tư vào tài sản vốn. Vì vậy, cải thiện thị phần được tạo ra từ quyết định đầu tư vào tín dụng thương mại làm cải thiện giá trị công ty. Ngoài ra, giá trị công ty phụ thuộc sự kỳ vọng vào tương lai của các nhà đầu tư trên thị trường. Vì vậy, nếu nhà đầu tư nhận thức được sự tăng trưởng doanh thu và khả năng thanh khoản được tạo ra từ các khoản phải thu trong tương lai, giá trị công ty được cải thiện. Theo đó, chức năng cải thiện vấn đề thông tin bất cân xứng giữa người mua và người bán; kích cầu và, tăng cường mối quan hệ giữa người mua và người bán đều hướng đến mục tiêu tăng trưởng doanh thu. Cụ thể như sau:

Thứ nhất, cải thiện vấn đề thông tin bất cân xứng giữa người mua và người bán và vì vậy, cải thiện vấn đề rủi ro đạo đức vì tín dụng thương mại cho phép người mua kiểm định chất lượng sản phẩm, đặc biệt đối với những sản phẩm cần thời gian dài để kiểm định. Theo đó, tín dụng thương mại thường được sử dụng như công cụ để quản lý và kiểm soát chất lượng hàng hóa (Smith, 1987).

Thứ hai, kích cầu. Thị trường luôn tồn tại những nhà cung cấp hướng đến giao dịch hàng hóa theo hình thức thanh toán tiền mặt và giao dịch hàng hóa dựa vào tín dụng thương mại. Vì vậy, tài trợ tín dụng thương mại nâng cao vị thế cạnh tranh của công ty. Ngoài ra, vị thế cạnh tranh của công ty càng được nâng cao nếu các công ty kéo dài thời gian bán chịu. Hơn thế nữa, kéo dài thời

gian bán chịu làm cho giá hàng hóa trở nên thấp hơn vì người mua có thể đạt được lợi ích từ giá trị tiền tệ theo thời gian (Schwartz, 1974). Điều này kích thích hành vi mua hàng của người mua.

Thứ ba, tăng cường mối quan hệ giữa người mua và người bán. Trong bối cảnh thị trường cạnh tranh và đa dạng, cung cấp tín dụng thương mại là cần thiết để duy trì mối quan hệ khách hàng và phát triển hoạt động kinh doanh. Đặc biệt, đối với các khách hàng đang đối mặt với trở ngại tài chính và các cú sốc thanh khoản đe dọa đến sự tồn tại của khách hàng, cung cấp tín dụng thương mại càng có ý nghĩa hơn trong việc tăng cường mối quan hệ với khách hàng vì tín dụng thương mại làm cho người mua ít đối mặt với khả năng kiệt quệ tài chính hơn (Kestens và cộng sự, 2011).

Đầu tư vào tín dụng thương mại có chức năng làm giảm chi phí trong các giao dịch hàng hóa thông qua việc tách bạch giữa giao dịch hàng hóa và giao dịch thanh toán, và vì vậy giảm rủi ro cũng như chi phí giao dịch. Cụ thể, các công ty giảm chi phí hàng tồn kho, gia tăng doanh thu mà không cần giảm giá hàng bán, trong khi đó, người mua ít đối mặt với chi phí và rủi ro thanh toán do dồn nhiều đơn hàng để thanh toán một lần (Petersen & Rajan, 1997). Vì vậy, các công ty hạn chế nắm giữ tiền mặt cho động cơ dự phòng vì các công ty có thể dự đoán dòng tiền thanh toán từ người mua và có thể quản lý dòng tiền hiệu quả hơn. Ngoài ra, dòng tiền gia tăng từ quyết định đầu tư vào tín dụng thương mại tạo ra tài sản giá trị đối với công ty và

đầu tư vào tín dụng thương mại có thể tạo ra thu nhập lãi tiềm ẩn nếu người mua chấp nhận thanh toán mức giá cao hơn nếu họ mong muốn mua hàng theo hình thức trả chậm (Schwartz, 1974). Hay nói cách khác, các công ty đầu tư vào tín dụng thương mại ít đối mặt với rủi ro thanh khoản trong tương lai.

Tuy nhiên, đầu tư vào tín dụng thương mại cũng có thể làm giảm giá trị công ty.

Thứ nhất, đầu tư vào tín dụng thương mại có thể làm cho các công ty đối mặt với rủi ro tài chính. Đầu tư vào tín dụng thương mại được xem như cung cấp thanh khoản cho người mua. Nếu người mua đang đối mặt với rủi ro tài chính, các khoản đầu tư vào tín dụng thương mại nhiều khả năng trở thành các khoản nợ quá hạn. Vì vậy, đầu tư vào tín dụng thương mại tạo ra chi phí tiềm năng của kiệt quệ tài chính. Hơn thế nữa, các khoản nợ quá hạn này cản trở sự phát triển của công ty, và vì vậy khiến cho công ty đối mặt với vấn đề thanh khoản và thậm chí có thể dẫn đến phá sản.

Thứ hai, nếu đầu tư vào tín dụng thương mại, nhiều khả năng các công ty có thể từ bỏ các khoản đầu tư tiềm năng. Hay nói cách khác, đầu tư vào tín dụng thương mại có thể làm cho các công ty mất đi khoản thu nhập thực do đầu tư vào các khoản phải thu. Ngoài ra, trong điều kiện nguồn lực tài chính giới hạn, để tài trợ cho các khoản đầu tư tiềm năng, các công ty thường huy động nguồn vốn trên thị trường tài chính. Chi phí huy động nguồn vốn trên thị trường tài chính thường cao hơn chi phí

nắm giữ tiền mặt (Opler và cộng sự, 1999). Điều này có thể làm cho các công ty đối mặt với khả năng kiệt quệ tài chính.

Thứ ba, đầu tư vào tín dụng thương mại phụ thuộc vào mức độ uy tín của người cung và khả năng tiếp cận thị trường vốn (Smith, 1987; Petersen & Rajan, 1997). Vì vậy, các công ty chịu chi phí như chi phí thẩm định tín dụng, chi phí thu gom các khoản thanh toán, chi phí xử lý các khoản nợ quá hạn.

Mối quan hệ giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty phụ thuộc vào lợi ích và chi phí của quyết định đầu tư vào tín dụng thương mại. Nếu đầu tư vào tín dụng thương mại làm gia tăng doanh thu, gia tăng thu nhập thông qua thu nhập lãi và giảm chi phí giao dịch, hay lợi ích lớn hơn chi phí của quyết định đầu tư vào tín dụng thương mại, mối quan hệ giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty cùng chiều. Ngược lại, sự tồn tại của chi phí cơ hội và chi phí tài trợ cũng như thanh toán chậm trễ hoặc không thanh toán làm cho chi phí lớn hơn lợi ích của đầu tư vào tín dụng thương mại, mối quan hệ của đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty ngược chiều.

Vai trò của đầu tư vào tín dụng thương mại trong cải thiện giá trị công ty đã được nghiên cứu trong bối cảnh quốc tế. Hill và cộng sự (2012) và Martinez-Sola và cộng sự (2013) lần lượt chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty tại thị trường Mỹ và Tây Ban Nha.

Dựa trên nền tảng lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm

trước đây về mối quan hệ giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty của Hill và cộng sự (2012) và Martinez-Sola và cộng sự (2013), nghiên cứu này đưa ra giả thuyết như sau:

Mối quan hệ giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty là cùng chiều (H1).

3. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

3.1 Mô hình thực nghiệm và xây dựng biến nghiên cứu

Mô hình thực nghiệm

Mô hình động được sử dụng để đánh giá sự tác động của đầu tư vào tín dụng thương mại đến giá trị công ty trong nghiên cứu này được hình thành dựa trên Hill và cộng sự (2012) và Martinez-Sola và cộng sự (2013). Ngoài ra, để loại trừ vấn đề nội sinh xuất phát từ tác động từ giá trị công ty đến nắm giữ tiền mặt, tất cả các biến độc lập được sử dụng trong mô hình là các biến trễ. Theo đó, để đánh giá sự tác động của đầu tư vào tín dụng thương mại đến giá trị công ty, nghiên cứu này sử dụng mô hình nghiên cứu sau:

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FV_{i,t-1} + \beta_2 REC_{i,t-1} + \beta_3 AG_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \mu_i + \Theta_{t-1} + u_{i,t-1} \quad (1)$$

Trong đó, i và t lần lượt là công ty và năm. FV là giá trị công ty. REC là đầu tư vào tín dụng thương mại. AG là tỷ lệ tăng trưởng doanh thu. $SIZE$ là quy mô công ty. LEV là cấu trúc vốn. μ_i là ảnh hưởng cố định công ty không quan sát được và không thay đổi theo thời gian. Θ_{t-1} ảnh hưởng cố định theo thời gian. $U_{i,t-1}$ là sai số. Tất cả các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu được chi tiết trong Bảng 1.

Bảng 1: Các biến được sử dụng trong mô hình nghiên cứu

Biến	Viết tắt	Mô tả
Chỉ số Tobin Q	TOBIN	Tổng giá trị thị trường của các công ty/Chi phí thay thế tài sản của các công ty
Chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách	MTB	(Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu + Giá trị sổ sách của nợ)/Giá trị sổ sách của tổng tài sản.
Đầu tư vào tín dụng thương mại	REC1	Khoản phải thu/Tổng tài sản
	REC2	Khoản phải thu/Tổng doanh thu
Cấu trúc vốn	LEV	Giá trị sổ sách tổng nợ/Giá trị sổ sách tổng tài sản
Quy mô công ty	SIZE	Logarithm tự nhiên của tổng tài sản
Tốc độ tăng trưởng	AG	(Doanh thu năm sau – Doanh thu năm trước)/Doanh thu năm trước

3.2. Phương pháp ước lượng

Sử dụng các kỹ thuật ước lượng truyền thống như bình phương nhỏ nhất (OLS), ảnh hưởng cố định (FE) dẫn đến hệ số ước lượng chệch và không thống nhất trong mô hình dữ liệu bảng động. Thật vậy, kỹ thuật ước lượng OLS xem xét các công ty là đồng nhất và không quan tâm tới ảnh hưởng cố định công ty. Chính vì vậy, kỹ thuật ước lượng OLS làm cho hệ số ước lượng bị chệch vì ảnh hưởng cố định công ty có mối quan hệ với các biến độc lập khác trong mô hình nghiên cứu. Ngoài ra, mối quan hệ giữa ảnh hưởng cố định công ty và biến độc lập cấu trúc vốn thực tế dẫn đến ước lượng không thống nhất. Do đó, kỹ thuật ước lượng OLS ước lượng quá mức hệ số ước lượng trên biến độc lập cấu trúc vốn thực tế. Hay nói cách khác, tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn được ước lượng dưới mức. Chệch được tạo ra từ kỹ thuật ước lượng OLS còn được gọi là chệch do bỏ sót biến. Trong khi đó, kỹ thuật ước lượng FE quan tâm đến ảnh hưởng cố định công ty. Tuy nhiên, kỹ thuật ước lượng FE dẫn đến ước lượng chệch vì kỹ thuật ước lượng FE

không thể giải quyết mối quan hệ giữa sai phân của sai số ngẫu nhiên và sai phân của cấu trúc vốn thực tế sau khi chuyển thể các biến hồi quy sang sai phân bậc nhất nhằm triệt tiêu hoàn toàn ảnh hưởng cố định công ty. Theo đó, kỹ thuật ước lượng FE ước lượng dưới mức hệ số ước lượng của biến độc lập cấu trúc vốn thực tế nhưng ước lượng quá mức tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn. Vấn đề chệch trở nên ít nghiêm trọng hơn trong dữ liệu có chuỗi thời gian lớn.

Kỹ thuật ước lượng SGMM có khả năng xử lý vấn đề chệch trong mô hình dữ liệu bảng động tốt hơn so với các kỹ thuật ước lượng truyền thống. Kỹ thuật ước lượng SGMM tận dụng điều kiện moment có sẵn nhằm tạo ra các điều kiện trực giao để giải quyết mối quan hệ giữa sai phân của sai số ngẫu nhiên và sai phân của cấu trúc vốn thực tế ở kỳ hiện tại trong mô hình sai phân, và mối quan hệ giữa sai số ngẫu nhiên và cấu trúc vốn thực tế ở kỳ hiện tại trong mô hình cơ sở.

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu thứ cấp được cung cấp bởi Fiin Pro¹ từ năm 2006 đến năm

2020 bao gồm các công ty niêm yết trên cả Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và Hà Nội để đánh giá mối quan hệ động giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty. Một số công ty không đủ số liệu theo thời gian từ năm 2006 đến năm 2020 với nhiều lý do khác nhau như mới niêm yết hay hủy niêm yết nên dữ liệu nghiên cứu còn lại là bộ dữ liệu không cân bằng.

Những công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng, dịch vụ, bảo hiểm, quỹ đầu tư và bất động sản được loại ra khỏi mẫu nghiên cứu. Về cơ bản, nhóm công ty này có cấu trúc vốn khác biệt so với nhóm còn lại. Cụ thể, nhóm công ty này hoạt động chủ yếu dựa vào uy tín, sự tin tưởng là chính, tài sản của họ chủ yếu là tài sản thuê, mượn và con người. Đồng thời, báo cáo tài chính của ngân hàng có nhiều khác biệt so với các công ty kinh doanh, nhiều khoản mục chỉ xuất hiện trong báo cáo tài chính của ngân hàng mà không hề xuất hiện trong báo cáo tài chính của công ty.

Ngoài ra, những công ty thiếu bất kỳ quan sát năm nào liên quan đến giá trị công ty, đầu tư vào tín dụng thương mại và biến kiểm soát thì quan sát năm đó được loại bỏ khỏi mẫu hồi quy. Hơn nữa, mẫu nghiên cứu chỉ bao gồm các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán ít nhất 2 năm. Cuối cùng, để hạn chế tình trạng tác động ngoại lai làm ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu, kỹ thuật biến đổi winsor phân vị ở mức 1% và 99% cho tất cả các biến được sử dụng.

¹ Công ty chuyên cung cấp dữ liệu nhằm

phục vụ nghiên cứu.

4. Kết quả và thảo luận kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Thống kê mô tả cho toàn bộ mẫu được trình bày tại Bảng 2. Theo đó, giá trị trung bình và trung vị của TOBIN lần lượt là 1,123 và 0,967. Trong khi đó, giá trị trung bình và trung vị của MTB lần lượt là 1,224 và 0,91. Giá trị trung bình của các đo lường giá trị công ty đều lớn hơn 1. Điều này ngụ ý rằng các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán VN đánh giá cao tình hình hoạt động của các công ty. Trong các đo lường giá trị công ty, MTB có sự biến động lớn hơn so với TOBIN. Cụ thể, độ lệch chuẩn của MTB và TOBIN lần lượt là 1,052 và 0,586.

Trung bình một công ty trong mẫu nghiên cứu có tỷ lệ khoản phải thu trên tổng doanh thu là 22,8%. Trong khi đó, tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản trung bình là 18,9%. Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình hàng năm là 19,5%. Quy mô hoạt động trung bình là 26,882. Các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN sử dụng 49,7% nợ để tài trợ tổng tài sản.

Mối quan hệ giữa các biến

Bảng 3 cung cấp hệ số tương quan Pearson cho các cặp biến trong mô hình nghiên cứu. Tất cả các mối tương quan giữa các cặp biến độc lập trong 2 mô hình đều nhỏ hơn 0,8. Như một quy tắc theo kinh nghiệm (the rule of thumb), nghiên cứu này kết luận hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu không phải là vấn đề nghiêm trọng. Hơn thế nữa, nghiên cứu này cũng sử dụng hệ số VIF (Variance

Bảng 2: Thống kê mô tả

	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Phân vị 10%	Phân vị 90%	Giá trị lớn nhất
TOBIN	5.888	1,133	0,967	0,586	0,383	0,691	1,772	4,108
MTB	5.888	1,224	0,910	1,052	0,185	0,381	2,394	6,424
REC1	7.162	0,189	0,157	0,149	0,000	0,025	0,397	0,665
REC2	7.123	0,228	0,145	0,272	0,001	0,029	0,497	1,751
AG	6.775	0,195	0,094	0,604	(0,729)	(0,242)	0,599	4,113
SIZE	7.162	26,882	26,801	1,508	23,629	24,986	28,809	30,968
LEV	7.162	0,497	0,517	0,228	0,041	0,170	0,789	0,920

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu

	TOBIN	MTB	REC1	REC2	AG	SIZE	LEV
TOBIN	1						
MTB	0,926***	1					
REC1	-0,167***	-0,165***	1				
REC2	-0,184***	-0,185***	0,489***	1			
AG	0,055***	0,075***	0,003	-0,090***	1		
SIZE	0,096***	0,120***	-0,181***	-0,037**	0,027*	1	
LEV	-0,167***	-0,103***	0,234***	0,102***	0,039**	0,333***	1

Nguồn: Tính toán của tác giả

Ghi chú: ***, ** và * thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 1%, 5% và 10%.

Inflation Factor) – hệ số phóng đại phương sai để xác định liệu có sự tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình phân tích hay không. Tuy nhiên, những chỉ số trong kiểm tra này đều hơn 5, chứng tỏ rằng ít có khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu².

4.2. Kết quả nghiên cứu

Bảng 4 báo cáo kết quả ước lượng mỗi quan hệ động giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN. Kết quả này đạt được từ việc ước lượng Công thức (1) với kỹ thuật ước lượng SGMM. Mô hình (1) và (2) lần lượt báo cáo kết quả ước lượng ước lượng Công thức (1) với đại diện cho giá trị công ty là chỉ số Tobin Q

(TOBIN). Mô hình (3) và (4) báo cáo kết quả ước lượng Công thức (1) với đại diện cho giá trị công ty là chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (MTB). Để đánh giá mối quan hệ động giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty, nghiên cứu này quan tâm đến hệ số lượng của biến đầu tư vào tín dụng thương mại (REC1 và REC2). Với giả thuyết nghiên cứu mỗi quan hệ cùng chiều giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty, nghiên cứu này kỳ vọng hệ số ước lượng của biến đầu tư vào tín dụng thương mại (REC1 và REC2) dương và có ý nghĩa thống kê.

Kết quả ước lượng từ Mô hình (1)-(4) của Bảng 4 cho thấy tất cả các hệ số ước lượng của biến đầu tư vào tín dụng thương mại (REC1 và REC2) đều âm và có ý nghĩa thống kê ở mức thông lệ

² Để tiết kiệm không gian, hệ số VIF không được báo cáo ở Bảng này.

Bảng 4: Kết quả ước lượng mối quan hệ động giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty

Biến	Mô hình			
	(1)	(2)	(3)	(4)
TOBIN _{t-1}	0,624*** (0,063)	0,619*** (0,063)		
MTB _{t-1}			0,633*** (0,088)	0,632*** (0,088)
REC1 _{t-1}	-0,151*** (0,039)		-0,246*** (0,079)	
REC2 _{t-1}		-0,091*** (0,024)		-0,152*** (0,055)
AG _{t-1}	-0,015 (0,014)	-0,023* (0,014)	-0,028 (0,024)	-0,041* (0,023)
SIZE _{t-1}	0,006 (0,006)	0,010 (0,006)	0,020 (0,013)	0,025* (0,013)
LEV _{t-1}	-0,106** (0,045)	-0,125*** (0,045)	-0,243*** (0,072)	-0,268*** (0,071)
Hằng số	0,859*** (0,185)	0,775*** (0,174)	1,055*** (0,301)	0,917*** (0,284)
Kiểm soát	Y	Y	Y	Y
Số quan sát	5.397	5.396	5.397	5.396
AR(2)	0,698	0,694	0,364	0,366
Hansen test	0,180	0,185	0,369	0,367

Bảng 5: Kết quả ước lượng mối quan hệ động giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty – sử dụng đại diện khác của giá trị công ty

Biến	Mô hình	
	(1)	(2)
MTB1 _{t-1}	0,626*** (0,062)	0,621*** (0,063)
REC1 _{t-1}	-0,152*** (0,039)	
REC2 _{t-1}		-0,091*** (0,024)
AG _{t-1}	-0,016 (0,014)	-0,024* (0,014)
SIZE _{t-1}	0,006 (0,006)	0,009 (0,006)
LEV _{t-1}	-0,104** (0,045)	-0,123*** (0,044)
Hằng số	0,865*** (0,186)	0,780*** (0,174)
Kiểm soát	Y	Y
Số quan sát	5.397	5.396
AR(2)	0,707	0,706
Hansen test	0,173	0,177

Nguồn: Tính toán của tác giả

Ghi chú: Y là ảnh hưởng cố định năm¹; ***, ** và * thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 1%, 5% và 10%; sai số chuẩn theo cụm công ty được báo cáo trong ngoặc đơn.

¹ Kỹ thuật ước lượng SGMM đã giải quyết vấn đề chệch do ảnh hưởng cố định công ty. Vì vậy, nghiên cứu này chỉ kiểm soát thêm ảnh hưởng cố định năm để xem xét ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô đến giá trị công ty.

1%. Kết quả ước lượng này chỉ ra rằng mối quan hệ động giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty là ngược chiều.

4.3. Kiểm định tính bền vững của kết quả nghiên cứu

Để gia tăng ý nghĩa của kết quả nghiên cứu, nghiên cứu này thực hiện một vài kiểm định bền vững của kết quả nghiên cứu như sử dụng đại diện khác của giá trị công ty, phương pháp ước lượng và kiểm soát ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu.

4.3.1. Đo lường giá trị công ty

Nghiên cứu này đã sử dụng hai đại diện của giá trị công ty để chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty. Tuy nhiên, để gia tăng tính bền vững của kết quả nghiên cứu, nghiên cứu này sử dụng một đại diện khác của giá trị công ty mà đã được sử dụng bởi Martinez-Sola và cộng sự (2013). Cụ thể như sau:

MTB1= Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu/Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu

Bảng 5 cung cấp kết quả ước lượng mối quan hệ động giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty với đại diện khác của giá trị công ty. Kết quả này đạt được thông qua ước lượng Công thức (1) với phương pháp ước lượng SGMM. Kết quả ước lượng được báo cáo trong Mô hình (1) và (2) cho thấy tất cả các hệ số ước lượng của biến đầu tư vào tín dụng thương mại âm và ý nghĩa thống kê ở mức thông lệ 1%. Kết quả này cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty bền vững với đại diện của giá trị công ty.

4.3.2. Phương pháp ước lượng

Dang và cộng sự (2015) khẳng định rằng LSDVC là một trong những phương pháp phù hợp cho mô hình dữ liệu bảng động. Thật vậy, LSDVC giải quyết các vấn đề chệch bằng cách tiếp cận phân tích để điều chỉnh chệch do ảnh hưởng cố định.

Phương pháp ước lượng SGMM đã được sử dụng để chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty. Tuy nhiên,

để gia tăng ý nghĩa của kết quả nghiên cứu, nghiên cứu này sử dụng phương pháp ước lượng LSDVC.

Các bằng chứng thực nghiệm sử dụng kỹ thuật ước lượng LSDVC không thống nhất số vòng lặp và kỹ thuật ước lượng ban đầu. Vì vậy, khung phân tích này sử dụng câu lệnh `xtlsdvc` do Bruno (2005) đề xuất với ước lượng ban đầu là SGMM³. Để đảm bảo rằng sai số chuẩn của LSDVC đạt ý nghĩa thống kê, nghiên cứu này sử dụng ma trận phương sai-đồng phương sai với 30 lần lặp lại⁴. Độ chính xác kỳ vọng của khung nghiên cứu này lên đến O (1/NT²), với N và T lần lượt là số lượng công ty và số kỳ quan sát.

Bảng 6 báo cáo kết quả ước lượng Công thức (1) sử dụng phương pháp ước lượng LSDVC. Nghiên cứu này tìm thấy rằng tất cả hệ số ước lượng của biến đầu tư vào tín dụng thương mại âm và ý nghĩa thống kê tại mức thông lệ 1% trong Mô hình (1)-(4). Điều này chỉ ra rằng mối quan hệ ngược chiều giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty vẫn duy trì khi sử dụng phương pháp ước lượng LSDVC.

4.3.3. Ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu

Nghiên cứu này dựa vào các thảo luận về đầu tư vào tín dụng thương mại, giá trị công ty và khủng hoảng tài chính toàn cầu để đặt ra hoài nghi liệu mối quan hệ ngược chiều giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị

³ Bruno (2005) ước lượng LSDVC với ước lượng ban đầu là SGMM với một bootstrap 20 lần lặp lại.

⁴ Nghiên cứu này gia tăng số lần lặp lại. Tuy nhiên, hồi quy không thể thực hiện. Đây là hạn chế của LSDVC đã được đề cập bởi Dang và cộng sự (2015).

Bảng 6: Kết quả ước lượng mối quan hệ động giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty – sử dụng kỹ thuật ước lượng LSDVC

Biến	Mô hình			
	(1)	(2)	(3)	(4)
TOBIN _{t-1}	0,392*** (0,000)	0,392*** (0,000)		
MTB _{t-1}			0,395*** (0,000)	0,395*** (0,000)
REC1 _{t-1}	-0,093* (0,067)		-0,101** (0,047)	
REC2 _{t-1}		-0,050* (0,095)		-0,052* (0,082)
AG _{t-1}	-0,010 (0,350)	-0,003 (0,800)	-0,012 (0,283)	-0,004 (0,720)
SIZE _{t-1}	0,103*** (0,000)	0,101*** (0,000)	0,107*** (0,000)	0,105*** (0,000)
LEV _{t-1}	-0,251*** (0,000)	-0,248*** (0,000)	-0,256*** (0,000)	-0,252*** (0,000)
Số quan sát*	4.845	4.844	4.845	4.844

Nguồn: Tính toán của tác giả

Ghi chú: Y là ảnh hưởng cố định năm¹; ***, ** và * thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 1%, 5% và 10%; sai số chuẩn theo cụm công ty được báo cáo trong ngoặc đơn.

* Kết quả ước lượng với phương pháp ước lượng LSDVC có số quan sát nhỏ hơn so với kết quả ước lượng với phương pháp ước lượng SGMM. Điều này là do phương pháp ước lượng LSDVC loại trừ mỗi quan sát năm của mỗi công ty.

¹ Kỹ thuật ước lượng SGMM đã giải quyết vấn đề chệch do ảnh hưởng cố định công ty. Vì vậy, nghiên cứu này chỉ kiểm soát thêm ảnh hưởng cố định năm để xem xét ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô đến giá trị công ty.

công ty có chịu ảnh hưởng chi phối bởi khủng hoảng tài chính toàn cầu hay không.

Khủng hoảng tài chính toàn cầu ảnh hưởng đến mọi mặt của nền kinh tế nói chung và đầu tư vào tín dụng thương mại, giá trị công ty nói riêng. Khủng hoảng tài chính toàn cầu có thể ảnh hưởng tiêu cực lẫn tích cực đến cả đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty. Ngoài ra, mức độ tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu đến đầu tư vào tín dụng thương mại có thể khác biệt so với mức độ tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu đến giá trị công ty. Chính vì

vậy, mối quan hệ ngược chiều giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty nhiều khả năng chịu ảnh hưởng chi phối bởi khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu từ năm 2006-2020 để chỉ ra mối quan hệ nghịch biến giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty. Tuy nhiên, giai đoạn nghiên cứu này chứng kiến khủng hoảng tài chính toàn cầu. Mặc dù khủng hoảng tài chính toàn cầu ảnh hưởng đến đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty chỉ trong hai năm 2008 và 2009 nhưng mức độ tác động của khủng hoảng tài chính toàn

cầu có thể đủ lớn để ảnh hưởng chi phối mối quan hệ động giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty. Chính vì lý do đó, nghiên cứu này đặt ra hoài nghi liệu mối quan hệ nghịch biến giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty chịu ảnh hưởng chi phối bởi khủng hoảng tài chính toàn cầu hay không. Vì vậy, để đánh giá liệu mối quan hệ nghịch biến giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty chịu ảnh hưởng chi phối bởi khủng hoảng tài chính toàn cầu hay không, nghiên cứu này hồi quy Công thức (1) với mẫu từ năm 2010 đến 2020.

Bảng 7 báo cáo kết quả ước lượng mối quan hệ động giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty dưới tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu. Kết quả ước lượng từ Mô hình (1)-(4) của Bảng 7 cho thấy tất cả các hệ số ước lượng của biến đầu tư vào tín dụng thương mại (REC1 và REC2) đều âm và có ý nghĩa thống kê ở mức thông lệ 1%. Kết quả ước lượng này chỉ ra rằng mối quan hệ nghịch biến giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty không chịu ảnh hưởng chi phối bởi khủng hoảng tài chính toàn cầu.

4.4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Mối quan hệ ngược chiều giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty không như kỳ vọng của giả thuyết H1 và không thống nhất bằng chứng thực nghiệm của Martinez-Sola và cộng sự (2013).

Chỉ số Tobin Q và giá trị thị trường trên giá trị sổ sách là đo lường giá trị công ty được sử dụng trong nghiên cứu này.

Bảng 7: Kết quả ước lượng mối quan hệ động giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty

Biến	Mô hình			
	(1)	(2)	(3)	(4)
TOBIN _{t-1}	0,669*** (0,061)	0,661*** (0,063)		
MTB _{t-1}			0,667*** (0,080)	0,663*** (0,082)
REC1 _{t-1}	-0,088** (0,042)		-0,180** (0,079)	
REC2 _{t-1}		-0,066*** (0,025)		-0,120** (0,051)
AG _{t-1}	-0,010 (0,012)	-0,016 (0,013)	-0,016 (0,021)	-0,027 (0,022)
SIZE _{t-1}	0,011* (0,006)	0,013** (0,006)	0,026** (0,013)	0,030** (0,013)
LEV _{t-1}	-0,128*** (0,040)	-0,140*** (0,041)	-0,224*** (0,077)	-0,244*** (0,078)
Hằng số	-0,111 (0,140)	-0,149 (0,134)	-0,705** (0,274)	-0,794*** (0,267)
Kiểm soát	Y	Y	Y	Y
Số quan sát	4,643	4,642	4,643	4,642
AR(1)	0	0	0	0
AR(2)	0,252	0,255	0,774	0,779
Hansen test	0,526	0,512	0,719	0,693

Nguồn: Tính toán của tác giả

Ghi chú: Y là ảnh hưởng cố định năm; ***, ** và * thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 1%, 5% và 10%; sai số chuẩn theo cụm công ty được báo cáo trong ngoặc đơn.

Các đo lường giá trị công ty này dựa vào sự kỳ vọng vào tương lai của các nhà đầu tư trên thị trường. Vì vậy, mối quan hệ ngược chiều giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty có thể được giải thích là do các nhà đầu tư trên thị trường nhận định rằng chi phí lớn hơn lợi ích mang lại từ việc đầu tư vào các khoản tín dụng thương mại. Cụ thể, các nhà đầu tư trên thị trường nhận định: i) *Thứ nhất*, các khoản đầu tư vào tín dụng thương mại có thể đối mặt với rủi ro tài chính và nhiều khả năng trở thành các khoản nợ quá hạn. Điều này làm cho các công ty đối mặt với kiệt quệ tài

chính và vì vậy cản trở sự phát triển của công ty, thậm chí có thể làm cho công ty đối mặt với vấn đề thanh khoản và có thể dẫn đến phá sản; ii) *Thứ hai*, do đầu tư vào tín dụng thương mại, các công ty nhiều khả năng từ bỏ các khoản đầu tư tiềm năng hoặc tài trợ cho các khoản đầu tư tiềm năng với chi phí huy động vốn trên thị trường tài chính cao; và iii) *Thứ ba*, các công ty phải chịu các chi phí như: chi phí để đánh giá rủi ro tín dụng từ người mua, chi phí thu gom các khoản thanh toán, chi phí xử lý các khoản nợ quá hạn cao hơn so với lợi ích đạt được từ đầu tư vào tín dụng thương mại.



Kết quả nghiên cứu này ngụ ý rằng đầu tư vào tín dụng thương mại có thể gia tăng doanh thu. Tuy nhiên, điều này chưa hẳn là tốt cho các công ty vì đầu tư vào tín dụng thương mại thường kèm theo chi phí và rủi ro. Chi phí và rủi ro mà các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN phải chịu là tín hiệu tiêu cực từ các nhà đầu tư trên thị trường.

5. Kết luận

Khung phân tích này sử dụng dữ liệu bảng động không cân bằng là các công ty niêm yết trên cả hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và Hà Nội để đánh giá mối quan hệ động giữa đầu tư vào tín dụng thương mại và giá trị công ty. Nghiên cứu này sử dụng phương pháp ước lượng SGMM để chỉ ra sự tác động ngược chiều của đầu tư vào tín dụng thương mại lên giá trị công ty trong điều kiện thực tiễn các công ty niêm yết trên thị trường

chứng khoán VN. Kết quả nghiên cứu này ngụ ý rằng đầu tư vào tín dụng thương mại có thể gia tăng doanh thu. Tuy nhiên, điều này chưa hẳn là tốt cho các công ty vì đầu tư vào tín dụng thương mại thường kèm theo chi phí và rủi ro. Chi phí và rủi ro mà các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN phải chịu là tín hiệu tiêu cực từ các nhà đầu tư trên thị trường •

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Bruno, G. (2005). Approximating the Bias of the LSDV Estimator for Dynamic Unbalanced Panel Data Models. *Economics Letters*, 87, 361-366.
- Dang, V.A., Kim, M. & Shin, Y. (2015). In Search of Robust Methods for Dynamic Panel Data Models in Empirical Corporate Finance. *Journal of Banking and Finance*, 53, 84-98.
- Hill, M. D., Kelly, G. W., & Lockhart, G. B. (2012). Shareholder returns from supplying trade credit. *Financial Management*, 41(1), 255-280.
- Kestens, K., Van Cauwenberge, P., &

- Bauwhede, H. V. (2012). Trade credit and company performance during the 2008 financial crisis. *Accounting & Finance*, 52(4), 1125-1151.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Trade credit policy and firm value. *Accounting & Finance*, 53(3), 791-808.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1997). Trade credit: theories and evidence. *The review of financial studies*, 10(3), 661-691.
- Schwartz, R. A. (1974). An economic model of trade credit. *Journal of financial and quantitative analysis*, 9(4), 643-657.
- Smith, J. K. (1987). Trade credit and informational asymmetry. *The journal of finance*, 42(4), 863-872.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of financial economics*, 105(3), 581-606.