

TÍN DỤNG THƯƠNG MẠI VÀ KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP VỪA VÀ NHỎ TRONG GIAI ĐOẠN THẮT CHẶT TÍN DỤNG

Bạch Ngọc Thăng
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: thangbn@neu.edu.vn

Ngày nhận: 20/7/2018
Ngày nhận bản sửa: 25/9/2018
Ngày duyệt đăng: 15/11/2018

Tóm tắt:

Nghiên cứu này đề cập về mối quan hệ giữa tín dụng thương mại, hay các khoản phải trả nhà cung cấp, và kết quả hoạt động của doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) trong giai đoạn thắt chặt tín dụng 2011 – 2014 ở Việt Nam. Kết quả của nghiên cứu cho thấy, tín dụng thương mại có tác động làm tăng doanh thu và gia tăng các hoạt động đầu tư của SME, ngay cả trong giai đoạn đầu và giai đoạn giữa của khủng hoảng tín dụng. Việc tăng một điểm phần trăm trong tỷ lệ tín dụng thương mại/tổng tài sản sẽ giúp doanh thu tăng thêm 1,2%, đồng thời gia tăng xác suất đầu tư thêm 61%. Bên cạnh đó, quy mô tác động tích cực này của tín dụng thương mại là tương đương, và có vai trò bổ sung cho vốn vay ngân hàng. Kết quả này có hàm ý chính sách quan trọng đối với việc duy trì mối quan hệ bền chặt của SME với các nhà cung cấp, và vai trò của Nhà nước trong việc bảo đảm nguồn vốn tín dụng ngân hàng cho SME trong giai đoạn khủng hoảng.

Từ khóa: tín dụng thương mại, kết quả hoạt động của doanh nghiệp, vốn vay ngân hàng, doanh nghiệp vừa và nhỏ, thắt chặt tín dụng.

Mã JEL: D22, G21, G32.

Trade Credit and Small and Medium Enterprises' Performance in a Credit Crunch

Abstract:

This study investigates the interplay between trade credit, or accounts payable, and small and medium enterprises (SMEs)' performance during the credit crunch period 2011-2014 in Vietnam. The results show that trade credit enhances sales and investment activities of SMEs, even at the onset and in the middle of the credit crunch. A one-percent increase in the trade credit/assets ratio increases sales by 1.2%, and the likelihood of investment by 59%. Furthermore, trade credit's effects are of similar magnitude and complement to bank loan. These findings have important policy implications for SMEs' close relationship with suppliers and the government's role in securing credit supply for SMEs in a credit distress. **Keywords:** Trade credit, firm performance, bank loan, small and medium enterprises, credit crunch.

JEL Code: D22, G21, G32.

1. Giới thiệu chung

Tín dụng thương mại (trade credit) là các khoản phải trả có thời gian đáo hạn ngắn. Tín dụng thương mại phát sinh trong quan hệ mua bán hàng hóa giữa doanh nghiệp và nhà cung cấp. Tuy chi phí hay lãi suất ngầm định của tín dụng thương mại cao nhưng có rất nhiều doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp vừa và nhỏ, sử dụng loại hình tín dụng này trong hoạt động. Một trong những lý do quan trọng là doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) gặp khó khăn trong việc tiếp cận các nguồn vốn vay chính thức, chẳng hạn vốn vay ngân hàng, do thủ tục vay vốn rườm rà, mang tính hành chính, và những yêu cầu về tài sản thế chấp. Trong một nghiên cứu về khả năng tiếp cận tín dụng của SME ở Việt Nam, Rand (2007) phát hiện thấy có 14 – 25% số doanh nghiệp bị ràng buộc tín dụng, và số doanh nghiệp này sẵn sàng gia tăng các khoản vay nợ thêm 40 – 115% nếu các ràng buộc này được dỡ bỏ. Vấn đề này càng trở nên nghiêm trọng ở các nước đang phát triển, với đặc điểm thị trường tài chính còn sơ khai và việc thực thi pháp luật về hợp đồng còn hạn chế (McMillan & Woodruff, 1999).

Nghiên cứu này đề cập về mối quan hệ giữa tín dụng thương mại và kết quả hoạt động của SME ở Việt Nam. Có hai khía cạnh kết quả hoạt động được đề cập và doanh thu và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Bối cảnh của nghiên cứu là giai đoạn thắt chặt tín dụng 2011-2014. Giai đoạn này có một ý nghĩa quan trọng trong nghiên cứu về mối quan hệ giữa tín dụng thương mại và kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Đầu năm 2011, đứng trước những bất ổn kinh tế vĩ mô có nguy cơ lan rộng, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 11 về “*những giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội*” (Chính phủ, 2011). Nghị quyết này yêu cầu đưa tỷ lệ tăng trưởng tín dụng xuống dưới 20% ngay trong năm 2011, so với mức trung bình 33% ở giai đoạn 10 năm trước đó. Việc thắt chặt tín dụng trên diện rộng đã có tác động mạnh đến cộng đồng doanh nghiệp, trong đó các SME chiếm phần lớn. Do ảnh hưởng của khủng hoảng tín dụng, cho đến cuối năm 2014, khu vực SME chỉ nhận được 25% tổng dư nợ tín dụng, giảm mạnh so với tỷ lệ 35% trong hai năm trước đó (Bộ Kế hoạch và Đầu tư, 2012 và 2014).

Tín dụng thương mại được lựa chọn làm đối tượng nghiên cứu, trong mối quan hệ với kết quả hoạt động của SME vì một số lý do sau đây:

Thứ nhất, tín dụng thương mại được coi là nguồn tài chính bên ngoài lớn nhất, bên cạnh vốn vay ngân hàng, đối với SME. Theo số liệu điều tra doanh nghiệp vừa và nhỏ, 57% số doanh nghiệp trong giai đoạn 2009-2013 sử dụng tín dụng thương mại, so với tỷ lệ 69% sử dụng vốn vay ngân hàng (CIEM, ILSSA & DERG, 2018);

Thứ hai, trong giai đoạn thắt chặt tín dụng, việc doanh nghiệp chuyển sang sử dụng các nguồn tài chính khác, mà ở đây là tín dụng thương mại, có ý nghĩa đặc biệt quan trọng đối với sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp. Đã có một số nghiên cứu cả trong nước và quốc tế về vấn đề này, tuy nhiên đây là nghiên cứu đầu tiên ở đề cập trực tiếp mối quan hệ giữa tín dụng thương mại và kết quả hoạt động của doanh nghiệp ở Việt Nam;

Thứ ba, nghiên cứu có ý nghĩa thực tiễn và chính sách lớn đối với sự phát triển bền vững của khu vực SME. Kết quả của nghiên cứu sẽ cung cấp bằng chứng thực nghiệm quan trọng giúp Chính phủ ban hành các chính sách liên quan đến phát triển thị trường vốn cho SME, khu vực chiếm tới 97,5% tổng số doanh nghiệp đang hoạt động thực tế, 40% GDP, và tạo ra gần 60% chỗ làm việc của toàn bộ khu vực doanh nghiệp (Hiệp hội doanh nghiệp nhỏ và vừa, 2018).

Bằng việc sử dụng số liệu điều tra doanh nghiệp vừa và nhỏ trong giai đoạn trước, ngay sau khi thắt chặt tín dụng xảy ra, và giai đoạn hai năm sau đó, kết quả của nghiên cứu cho thấy tín dụng thương mại có tác động tích cực đến cả doanh thu và hoạt động đầu tư của SME. Cụ thể, việc tăng một điểm phần trăm trong tỷ lệ tín dụng thương mại /tổng tài sản làm tăng doanh thu thêm 1,2%, và làm tăng xác suất đầu tư của doanh nghiệp thêm 61%. Có một điểm đáng lưu ý là tác động này không chịu ảnh hưởng của thắt chặt tín dụng, ngay cả trong giai đoạn đầu hay giai đoạn giữa của khủng hoảng. Bên cạnh đó, kết quả của nghiên cứu còn cho thấy tín dụng thương mại có tác động bổ sung và tương đương về quy mô so với tác động của nguồn vốn vay ngân hàng, trong mối liên hệ với doanh thu và hoạt động đầu tư.

2. Tổng quan nghiên cứu

Trong lĩnh vực quản lý nguồn vốn lưu động của doanh nghiệp, hay các khoản phải trả nhà cung cấp, có một vai trò quan trọng. Có được nguồn tín dụng thương mại tốt giúp doanh nghiệp giúp doanh nghiệp duy trì thanh khoản, tối ưu hóa được dòng tiền, và

đảm bảo cho phát triển bền vững. Tuy nhiên, cơ chế hay cơ sở lý thuyết nào chi phối mức độ sử dụng tín dụng thương mại trên thực tế? Do tín dụng thương mại liên hệ mật thiết với hoạt động mua bán hàng hóa, lý thuyết giao dịch được sử dụng rộng rãi để giải thích cho hành vi tiếp cận tín dụng thương mại của doanh nghiệp. Theo lý thuyết này, chính những bất định trong thời gian giao hàng của nhà cung cấp đã làm nảy sinh nhu cầu nắm giữ tiền và hàng hóa của doanh nghiệp (Ferris, 1981). Tín dụng thương mại sẽ tạo nên một cơ chế tách biệt thời gian thành toán tiền và thời gian giao hàng. Bằng cách đưa ra những dự liệu về dòng tiền trên thực tế, tín dụng thương mại cho phép doanh nghiệp giảm nhu cầu nắm giữ tiền mặt dự phòng và quản lý hiệu quả hơn dòng tiền và nguồn vốn lưu động trên thực tế (Ferris, 1981; Schwartz, 1974).

Bên cạnh đó, tín dụng thương mại cũng là một cơ chế tốt giúp nhà cung cấp vượt qua được rào cản về thông tin bất cân xứng trên thị trường. Thông thường, tín dụng thương mại là các khoản trả chậm có thời gian thanh toán ngắn, nhưng chi phí hay lãi suất ngầm định của tín dụng thương mại là rất cao. Trên thực tế, nhà cung cấp sẵn sàng dành ra một khoản triết khấu đáng kể nếu doanh nghiệp thanh toán các khoản phải trả sớm hơn thời gian quy định trong hợp đồng. Chính cơ chế lãi suất cao ngầm định này giúp nhà cung cấp nắm được thông tin nội bộ

và sức khỏe tài chính của doanh nghiệp, hay bên mua hàng. Những thông tin này càng trở lên quan trọng nếu nhà cung cấp có hoạt động đầu tư tại doanh nghiệp (Smith, 1987). Thông qua việc cung cấp tín dụng thương mại, quyền lực của nhà cung cấp sẽ càng lớn nếu bên nhận tín dụng là SME. Các SME vốn gặp hạn chế trong việc tiếp cận vốn vay ngân hàng và các nguồn vốn khác trên thị trường tài chính. Petersen & Rajan (1997) phát hiện thấy các SME sử dụng nhiều tín dụng thương mại hơn khi không tiếp cận được tín dụng từ các tổ chức tài chính trên thị trường chính thức.

Trong giai đoạn 1992-2007, tín dụng thương mại chiếm tới 10% tổng tài sản của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Mỹ (Aktas & cộng sự, 2012). Kết quả lý thuyết và thực nghiệm của nghiên cứu đã cho thấy có mối tương quan dương giữa việc sử dụng tín dụng thương mại và chất lượng các khoản đầu tư của doanh nghiệp. Sau khi sử dụng các đại diện khác nhau cho chất lượng đầu tư của doanh nghiệp, bao gồm chỉ số Z, lợi nhuận trên tổng tài sản, và lợi nhuận siêu ngạch trong dài hạn, các tác giả thấy mỗi doanh nghiệp cùng chiều này được duy trì trong một quy mô mẫu lớn các doanh nghiệp Mỹ. Liên quan đến một số khía cạnh hoạt động khác của doanh nghiệp, tín dụng thương mại có thể làm gia tăng vấn đề kẻ ăn không. Việc tiếp nhận tín dụng của bên bán lẻ càng thúc đẩy bên này sử dụng nhiều

Bảng 1: Thống kê mô tả

Chỉ tiêu	2009		2011		2013	
	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Trung bình	Độ lệch chuẩn
Tín dụng thương mại ^a	204	1.509	211	1.391	303	2.520
% Tổng tài sản	0,034	0,073	0,031	0,070	0,032	0,073
% số doanh nghiệp	59%		59%		53%	
Vốn vay ngân hàng ^a	317	1.982	310	1.683	430	2.753
% Tổng tài sản	0,054	0,086	0,038	0,072	0,043	0,077
% số doanh nghiệp	73%		66%		68%	
Tiền mặt và tiền gửi không kỳ hạn ^a	297	1.096	347	1.125	439	1.661
% Tổng tài sản	0,109	0,125	0,095	0,121	0,103	0,128
Doanh thu ^a	7.782	167.000	4.964	17.400	8.857	78.000
Tổng tài sản ^a	4.164	10.421	6.027	20.559	5.403	13.668
Số năm hoạt động, hay tuổi của doanh nghiệp	15,6	11,4	16,6	11,4	17,7	11,4

Ghi chú: ^a đơn vị tính là triệu VND.

Bảng 2: Định nghĩa tên biến

Tên biến	Định nghĩa
<u>Biến phụ thuộc:</u>	
Log(Doanh thu)	Logarit tự nhiên doanh thu của doanh nghiệp. Định nghĩa này giúp cho việc phân tích tác động đến doanh thu không bị ảnh hưởng bởi đơn vị đo lường.
Quyết định đầu tư	Biết giả nhận giá trị bằng 1 nếu doanh nghiệp có hoạt động đầu tư, và bằng 0 nếu không có hoạt động này.
<u>Biến giải thích:</u>	
Tỷ lệ TDTM/tài sản	Tỷ lệ tín dụng thương mại trên tổng tài sản của doanh nghiệp. Tín dụng thương mại là tổng giá trị các khoản phải trả nhà cung cấp của doanh nghiệp. Định nghĩa tỷ lệ tín dụng thương mại trên tổng tài sản giúp phản ánh được tốt hơn cơ cấu của khoản nợ trên tổng tài sản của doanh nghiệp.
Tỷ lệ vốn vay ngân hàng/tài sản	Tỷ lệ các khoản vay ngân hàng trên tổng tài sản của doanh nghiệp.
Tỷ lệ tiền mặt/tài sản	Tỷ lệ tiền mặt và các khoản tiền gửi không kỳ hạn trên tổng tài sản của doanh nghiệp.
Log(Tài sản)	Logarit tự nhiên tổng tài sản của doanh nghiệp
Tuổi	Số năm hoạt động của doanh nghiệp kể từ khi thành lập
Tuổi bình phương	Bình phương số năm hoạt động của doanh nghiệp kể từ khi thành lập
<u>Loại hình công ty: biến định danh, bao gồm</u>	
Kinh tế hộ	Kinh tế hộ gia đình, không phải đăng ký kinh doanh
Doanh nghiệp tư nhân	Doanh nghiệp tư nhân, hay công ty chịu trách nhiệm vô hạn bằng tài sản của chủ sở hữu
Hợp tác xã	Loại hình kinh doanh hợp tác
Công ty TNHH	Công ty trách nhiệm hữu hạn
Công ty cổ phần	Công ty cổ phần, không có vốn nhà nước
<u>Công việc trước đây của chủ/người quản lý: biến định danh, bao gồm</u>	
Nhân viên doanh nghiệp nhà nước	
Nhân viên công ty ngoài nhà nước	
Tự làm trong ngành sản xuất/xây dựng	
Tự làm trong ngành dịch vụ/thương mại	
Chủ hộ nông nghiệp/xã viên hợp tác xã	
Công việc khác	

hơn tín dụng thương mại của các nhà cung cấp khác, đặc biệt là khi các nhà cung cấp này tập trung nhiều ở cùng một khu vực thị trường (Chod & cộng sự, 2018). Các quy định siết chặt thời gian đáo hạn của các khoản tín dụng thương mại trong hợp đồng ký giữa một nhà bán lẻ lớn với các nhà cung cấp có quy mô nhỏ đã làm giảm quy mô giao dịch thương mại đi 11% (Breza & Liberman, 2017). Ở một nghiên cứu thực nghiệm khác với hơn 200.000 SME ở Liên minh Châu Âu, tín dụng thương mại có tác động tích

cực đến khả năng sống sót của các doanh nghiệp trong giai đoạn khủng hoảng tài chính (McGuinness & cộng sự, 2018). Cụ thể, việc việc tăng tín dụng thương mại bằng với một sai số tiêu chuẩn sẽ làm giảm 21% khả năng doanh nghiệp bị rơi vào khủng hoảng tài chính.

Đã có một số nghiên cứu đề cập đến hành vi tiếp cận tín dụng thương mại của các doanh nghiệp ở Việt Nam. Trong một nghiên cứu mang tính mở

Bảng 3: Ảnh hưởng của tín dụng thương mại đến doanh thu

Biến phụ thuộc: Log(doanh thu)	(3.1)	(3.2)	(3.3)	(3.4)	(3.5)	(3.6)
	OLS	OLS	FE	FE	RE	RE
Tỷ lệ TDTM/tài sản	1,992*** (0,355)	1,980*** (0,357)	0,165 (0,353)	0,158 (0,347)	1,281*** (0,334)	1,231*** (0,326)
Tỷ lệ TDTM/tài sản * Năm 2011	-0,299 (0,510)	-0,239 (0,510)	-0,315 (0,399)	-0,226 (0,390)	-0,276 (0,422)	-0,239 (0,415)
Tỷ lệ TDTM/tài sản * Năm 2013	0,189 (0,510)	0,257 (0,501)	0,227 (0,464)	0,267 (0,465)	0,215 (0,433)	0,309 (0,429)
Tỷ lệ vốn vay ngân hàng/tài sản	1,998*** (0,234)	2,024*** (0,239)	0,185 (0,187)	0,176 (0,185)	1,215*** (0,202)	1,281*** (0,203)
Tỷ lệ tiền mặt/tài sản	1,403*** (0,119)	1,362*** (0,118)	0,223** (0,111)	0,199* (0,112)	0,904*** (0,113)	0,869*** (0,111)
Log(Tổng tài sản)	0,522*** (0,010)	0,498*** (0,012)	0,003 (0,015)	0,001 (0,016)	0,382*** (0,012)	0,345*** (0,013)
Tuổi	-0,001 (0,004)	0,001 (0,004)	0,003 (0,030)	0,006 (0,031)	-0,003 (0,005)	0,003 (0,005)
Tuổi bình phương	-0,0001* (0,0001)	-0,0002** (0,0001)	-0,0006** (0,0003)	-0,0006** (0,0003)	-0,0001 (0,0001)	-0,0002*** (0,0001)
Năm 2011	0,048 (0,036)	0,0504 (0,035)	0,268*** (0,063)	0,260*** (0,065)	0,0758*** (0,028)	0,0884*** (0,028)
Năm 2013	0,103*** (0,034)	0,0916*** (0,034)	0,338*** (0,117)	0,327*** (0,122)	0,124*** (0,028)	0,122*** (0,028)
Loại hình công ty	Có	Có	Có	Có	Có	Có
Công việc trước đây của chủ/nhà quản lý	Có	Có	Có	Có	Có	Có
Ảnh hưởng cố định cấp tỉnh	Không	Có	Không	Có	Không	Có
Ảnh hưởng cố định cấp ngành	Không	Có	Không	Có	Không	Có
Số quan sát	6.049	6.049	6.049	6.049	6.049	6.049
R bình phương	0,634	0,648	0,089	0,063	0,623	0,636

*Ghi chú: Sai số tiêu chuẩn vũng ở trong ngoặc đơn. ***<0,01; **<0,05; *<0,1. R bình phương tổng thể đối với ước lượng số liệu mảng.*

đường, McMillan & Woodruff (1999) đã đề cập đến mối quan hệ giữa các doanh nghiệp trong khu vực kinh tế tư nhân mới nổi ở Việt Nam và hành vi tiếp cận tín dụng thương mại. Nghiên cứu này được đặt trong bối cảnh doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc tiếp cận các đối tác thương mại và việc thiếu vắng các quy định pháp lý ràng buộc thực thi hợp đồng ở Việt Nam. Kết quả của nghiên cứu cho thấy trong ký kết hợp đồng dựa trên các mối quan hệ, một nhà cung cấp sẽ thấy đủ tin cậy để cung cấp tín dụng thương mại khi đối tác gặp khó khăn trong việc

tiếp cận các nhà cung cấp khác. Thời gian của mối quan hệ thương mại càng dài thì giá trị của khoản tín dụng càng lớn, do doanh nghiệp thu thập được nhiều thông tin hơn về đối tác. Bên cạnh đó, các khách hàng được liên hệ thông qua mạng lưới kinh doanh nhận được nhiều tín dụng thương mại hơn. Tính bền vững của mạng lưới cho thấy mạng lưới được sử dụng để đào thải những khách hàng không giữ chữ tín trong quan hệ tín dụng thương mại. Trong một nghiên cứu khác đối với các doanh nghiệp niêm yết, Trần Mạnh Dũng & Nguyễn Huy Cường (2017) cho

thấy quản trị vốn lưu động giúp công ty giải quyết gánh nặng tài chính trong ngắn hạn, nhưng lại không ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của công ty.

Nói tóm lại, phần tổng quan nghiên cứu đã cho thấy lĩnh vực nghiên cứu về tín dụng thương mại đã xuất hiện trong một thời gian dài. Ở thời gian đầu, các nghiên cứu tập trung vào khái niệm, mô hình, và giải thích hành vi về mặt lý thuyết của nguồn tài chính này. Những nghiên cứu gần đây tập trung hơn vào các câu hỏi thực nghiệm để giải thích cụ thể hành vi, cơ chế tác động của tín dụng thương mại đến hoạt động của doanh nghiệp trong những bối cảnh cụ thể, chẳng hạn liên quan đến khủng hoảng tài chính, thể chế thực thi hợp đồng, hay mối quan hệ với vốn vay ngân hàng. Hiện vẫn chưa có nghiên cứu nào đề cập đến tác động của tín dụng thương mại đến kết quả hoạt động của SME ở Việt Nam.

3. Số liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Số liệu nghiên cứu

Số liệu sử dụng trong nghiên cứu là số liệu điều tra SME trong ba năm 2009, 2011, và 2013. Việc lựa chọn ba năm này đảm bảo ghi nhận được những thay đổi quan trọng đối với SME trước, ngay khi, và trong giai đoạn thắt chặt tín dụng. Số liệu điều tra SME được thu thập hai năm một lần. Các cuộc điều tra là hoạt động chung của ba cơ quan, bao gồm: Viện nghiên cứu quản lý kinh tế trung ương (CIEM), Viện khoa học lao động và xã hội (ILSSA), và Nhóm nghiên cứu kinh tế phát triển (DERG) tại Đại học Copenhagen, Đan Mạch. Tại mỗi vòng điều tra, có hơn 2.500 doanh nghiệp vừa và nhỏ thuộc ngành sản xuất công nghiệp tham gia, trong đó có khoảng 2.000 doanh nghiệp được lặp lại từ vòng khảo sát trước đó. Đối tượng điều tra là các doanh nghiệp thuộc sở hữu tư nhân trong nước, không bao gồm doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát đến từ 10 tỉnh/thành phố khác nhau, đại diện cho ba miền bao gồm: miền Bắc (Hà Nội, Hà Tây (cũ)¹, Phú Thọ, và Hải Phòng), miền Trung (Nghệ An, Quảng Nam, Lâm Đồng, và Khánh Hòa), và miền Nam (Thành phố Hồ Chí Minh và Long An). Thông tin chi tiết về bảng hỏi khảo sát, phương pháp chọn mẫu điều tra có thể xem ở địa chỉ www.wider.unu.edu/database/viet-nam-sme-database.

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả các đặc điểm chủ chốt của doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu, bao gồm các thông tin chủ chốt liên quan đến tín

dụng thương mại, vốn vay ngân hàng, tiền mặt và tiền gửi không kỳ hạn, doanh thu hoạt động, tổng tài sản, số năm hoạt động. Trong đó, tín dụng thương mại trung bình gia tăng nhẹ trong giai đoạn đầu của khủng hoảng tín dụng, năm 2011, và tăng mạnh vào hai năm sau đó, đạt mức 303 triệu VND/doanh nghiệp vào năm 2013. Trong năm 2011 số doanh nghiệp có tín dụng thương mại chiếm 59% tổng số doanh nghiệp trong mẫu. Tỷ lệ này không đổi trong năm 2011 giảm xuống 53% trong năm 2013. Quy mô nguồn vốn vay ngân hàng sụt giảm nhẹ trong năm 2011 và tăng trở lại trong hai năm sau đó, đạt mức 430 triệu VND/doanh nghiệp. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của thắt chặt tín dụng nên số doanh nghiệp có vay vốn ngân hàng giảm mạnh trong năm 2011, từ 73% xuống 66%, sau đó tăng nhẹ trở lại vào năm 2013, lên mức 68%. Doanh thu trung bình giảm trong năm 2011, nhưng điều này là do sụt giảm trong doanh thu của các doanh nghiệp có doanh thu lớn. Về cơ bản, các SME vẫn duy trì được đà tăng trưởng doanh thu trong suốt giai đoạn đầu và giai đoạn giữa của khủng hoảng tín dụng, năm 2011 và 2013². Liên quan đến loại hình doanh nghiệp (không thể hiện ở Bảng 1), trong cả giai đoạn nghiên cứu kinh tế hộ gia đình chiếm tới 64% tổng số doanh nghiệp; tiếp theo sau là công ty trách nhiệm hữu hạn, 21%; công ty tư nhân, 8%; công ty cổ phần, 4%; và hợp tác xã 2%.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Mô hình tiêu chuẩn dưới đây được sử dụng để phân tích tác động của tín dụng thương mại đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp:

$$\text{Kết quả hoạt động}_{it} = \alpha \text{Tỷ lệ TDTM/tài sản}_{it} + \beta \text{Năm} + \gamma \text{Tỷ lệ TDTM/tài sản}_{it} \cdot \text{Năm} + X\delta + \varepsilon_p + \theta_k + \mu_{it} \quad (1)$$

Phương trình (1) được phát triển dựa trên nghiên cứu của Allen & cộng sự (2018) về mối quan hệ giữa tín dụng thương mại và tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp Trung Quốc trong năm 2003. Trong đó $\text{Kết quả hoạt động}_{it}$ là biến phụ thuộc bao gồm doanh thu và quyết định đầu tư của doanh nghiệp i trong năm t . Biến phụ thuộc doanh thu được định nghĩa theo logarit tự nhiên, và quyết định đầu tư là biến giả nhận giá trị bằng 1 nếu có đầu tư, và bằng không nếu không có hoạt động này. Định nghĩa doanh thu theo giá trị logarit tự nhiên giúp việc diễn giải kết quả hồi quy được thuận lợi, do không bị phụ thuộc vào đơn vị đo lường. Ví dụ, hệ số của biến

Bảng 4: Ảnh hưởng của tín dụng thương mại đến hoạt động đầu tư

Biến phụ thuộc: Quyết định đầu tư	(4.1)	(4.2)	(4.3)	(4.4)
	Probit	Probit	Probit mảng	Probit mảng
Tỷ lệ TDTM/tài sản	0,484** (0,189)	0,593*** (0,168)	0,536*** (0,179)	0,609*** (0,158)
Tỷ lệ TDTM/tài sản * Năm 2011	-0,012 (0,264)	-0,021 (0,233)	-0,025 (0,246)	-0,027 (0,217)
Tỷ lệ TDTM/tài sản * Năm 2013	-0,088 (0,262)	-0,293 (0,237)	-0,159 (0,237)	-0,314 (0,206)
Tỷ lệ vốn vay ngân hàng/tài sản	0,823*** (0,108)	0,639*** (0,093)	0,836*** (0,100)	0,645*** (0,088)
Tỷ lệ tiền mặt/tài sản	0,011 (0,049)	0,099** (0,048)	0,030 (0,058)	0,107** (0,050)
Log(Tổng tài sản)	0,036*** (0,004)	0,067*** (0,005)	0,042*** (0,005)	0,070*** (0,005)
Tuổi	0,002 (0,002)	-0,003* (0,002)	0,002 (0,002)	-0,003* (0,002)
Tuổi bình phương	-0,00005* (0,00003)	0,000004 (0,00003)	-0,0001 (0,00004)	0,00001 (0,00003)
Năm 2011	-0,053*** (0,015)	-0,069*** (0,014)	-0,066*** (0,0170)	-0,075*** (0,015)
Năm 2013	-0,143*** (0,015)	-0,144*** (0,014)	-0,179*** (0,017)	-0,160*** (0,015)
Loại hình công ty	Có	Có	Có	Có
Công việc trước đây của chủ/nhà quản lý	Có	Có	Có	Có
Ảnh hưởng cổ định cấp tỉnh	Không	Có	Không	Có
Ảnh hưởng cổ định cấp ngành	Không	Có	Không	Có
Số quan sát	7.361	7.358	7.361	7.358
R bình phương Pseudo	0,067	0,147		
Log pseudolikelihood	-4.733	-4.328	-4.619	-4.287

*Ghi chú: Hệ số ước lượng ở dạng ảnh hưởng cận biên trung bình. Sai số tiêu chuẩn vũng ở trong ngoặc đơn, được tính bằng phương pháp Delta. ***<0,01; **<0,05; *<0,1.*

giải thích *tỷ lệ tín dụng thương mại (TDTM)/tài sản* chính là phần trăm thay đổi của doanh thu khu tỷ lệ này tăng lên 1%. Trong trường hợp biến phụ thuộc là doanh thu, kỹ thuật ước lượng ước lượng bình phương nhỏ nhất được sử dụng để đưa ra ước lượng cơ sở, sau đó có so sánh với kỹ thuật ước lượng số liệu mảng, bao gồm ước lượng ảnh hưởng cố định và ảnh hưởng ngẫu nhiên. Ước lượng FE có ưu thế là kiểm soát được ảnh hưởng của những đặc điểm cấp độ doanh nghiệp không quan sát được, chẳng hạn như năng lực và trình độ của nhà quản lý/chủ doanh nghiệp. Tuy nhiên, kỹ thuật này có hạn chế khi không khai thác được những đặc điểm khác biệt chéo giữa các doanh nghiệp ở cùng một thời điểm, do chỉ khai thác những thông tin thay đổi theo thời gian của doanh nghiệp. Kỹ thuật ước lượng probit sẽ được sử dụng trong trường hợp biến phụ thuộc là quyết định đầu tư.

Tỷ lệ TDTM/tài sản_{it} là tỷ lệ tín dụng thương mại trên tổng tài sản. Năm là biến giả đại diện cho ảnh hưởng của giai đoạn thắt chặt tín dụng đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp, bao gồm giai đoạn ngay khi, năm 2011, và giai đoạn giữa của thắt chặt tín dụng, năm 2013. Việc đưa biến giả này vào mô hình (1) sẽ giúp biết được ảnh hưởng của tín dụng thương mại đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ thay đổi như thế nào khi cú sốc tín dụng vừa mới xảy ra và đặc biệt khi việc thắt chặt tín dụng kéo dài. X là vec-tơ đại diện cho các biến kiểm soát có ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp, bao gồm đặc điểm của doanh nghiệp, việc tiếp cận các nguồn tài chính, và đặc điểm của chủ doanh nghiệp hoặc nhà quản lý. Các biến kiểm soát này được định nghĩa ở Bảng 2. ε_p là ảnh hưởng cố định cấp tỉnh, đại diện cho các yếu tố khác biệt giữa các tỉnh không quan sát được, bao gồm trình độ phát triển kinh tế - xã hội, cơ sở hạ tầng. θ_k là ảnh hưởng cố định cấp ngành, đại diện cho những khác biệt giữa các ngành không quan sát được, bao gồm hiệu quả theo quy mô, và nhu cầu thị trường. μ_{it} là sai số ngẫu nhiên có kỳ vọng bằng không và phương sai không đổi (Hill & cộng sự, 2008).

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Bảng 3 trình bày kết quả ước lượng ảnh hưởng của tín dụng thương mại đến doanh thu của SME trong giai đoạn nghiên cứu. Có ba định dạng mô hình được sử dụng để phân tích ảnh hưởng này: định dạng bình phương nhỏ nhất (OLS) ở cột (3.1) và (3.2), định dạng ảnh hưởng cố định số liệu mảng

(FE) ở cột (3.3) và (3.4), và định dạng ảnh hưởng ngẫu nhiên số liệu mảng (RE) ở cột (3.5) và (3.6). Ở mỗi định dạng, ước lượng đầu tiên là ở dạng cơ sở, không kiểm soát cho ảnh hưởng cố định cấp tỉnh và cấp ngành, trong khi ước lượng thứ hai có kiểm soát cho hai ảnh hưởng cố định này. Kết quả ước lượng OLS cho thấy *tỷ lệ TDTM/tài sản* có ảnh hưởng tích cực đến doanh thu của doanh nghiệp. Cụ thể, kết quả ở cột (3.1) cho thấy việc tăng *tỷ lệ TDTM/tài sản* thêm 1% sẽ làm tăng doanh thu thêm gần 2%. Mức độ ảnh hưởng này không thay đổi nhiều ở cùng định dạng OLS nhưng có kiểm soát cho ảnh hưởng cố định cấp tỉnh và cấp ngành, (3.2). Tác động dương của tín dụng thương mại lên doanh thu cũng được ghi nhận ở hai định dạng còn lại là FE và RE, nhưng định dạng FE không có ý nghĩa thống kê. Ở định dạng RE đầy đủ, (3.6), việc tăng *tỷ lệ TDTM/tài sản* lên 1% sẽ làm doanh thu của SME tăng thêm 1,2%.

Kết quả ước lượng tác động của tín dụng thương mại lên doanh thu không có ý nghĩa thống kê ở định dạng FE có thể là vì một số lý do sau đây. Thứ nhất, định dạng FE có hạn chế về thông tin trong phân tích so với RE khi chỉ sử dụng đặc điểm của doanh nghiệp có thay đổi theo thời gian, trong khi những khác biệt chéo giữa các doanh nghiệp ở cùng một thời điểm không được sử dụng. Thứ hai, định dạng RE về bản chất là ước lượng bình phương ở dạng khái quát (Generalized Least Square) phù hợp với phương pháp chọn mẫu ngẫu nhiên và thừa nhận sự tồn tại của biến ngẫu nhiên ảnh hưởng cố định cấp doanh nghiệp (Hill & cộng sự, 2011). Hai lý do này giải thích tại sao RE có sai số tiêu chuẩn thấp hơn và hệ số xác định R bình phương cao hơn hẳn cho với kết quả ước lượng bằng định dạng FE. Ví dụ, ở cùng định dạng đầy đủ có kiểm soát cho ảnh hưởng cố định cấp tỉnh và cấp ngành, hệ số xác định R bình phương với định dạng RE là 0.636, cao hơn nhiều so với hệ số này ở định dạng FE, 0.063. Chính vì vậy, liên quan đến kết quả ở Bảng 3, nghiên cứu này sử dụng định dạng đầy đủ (3.6) với ước lượng RE làm cơ sở cho việc phân tích.

Liên quan đến ảnh hưởng của khủng hoảng tín dụng, ở thời điểm mới xảy ra, năm 2011, việc siết chặt tín dụng dường như làm giảm doanh thu của doanh nghiệp. Điều này được thể hiện ở kết quả ước lượng mang giá trị âm đối với biến tương tác giữa tín dụng thương mại và năm 2011, *Tỷ lệ TDTM/tài sản * Năm 2011*. Tuy nhiên, ước lượng này không có ý nghĩa thống kê. Khi khủng hoảng tín dụng kéo

dài, tới năm 2013, việc gia tăng tiếp cận tín dụng thương mại dường như góp phần cải thiện doanh thu của doanh nghiệp, nhưng hệ số ước lượng tương ứng với biến giải thích *Tỷ lệ TDTM/tài sản* * Năm 2013 cũng không có ý nghĩa thống kê. Kết quả ước lượng không có ý nghĩa thống kê đối với hai biến tương tác này càng khẳng định tầm quan trọng của tín dụng thương mại đối với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, ngay cả trong thời điểm khủng hoảng. Trong bối cảnh nguồn tín dụng chính thức từ ngân hàng bị siết chặt, việc SME tiếp cận nhiều hơn với tín dụng thương mại giúp doanh nghiệp có thêm nguồn tài chính để duy trì hoạt động, quản lý tốt hơn nguồn vốn lưu động, qua đó duy trì được tăng trưởng doanh thu ngay cả trong giai đoạn khủng hoảng.

Các biến kiểm soát khác ở Bảng 3 đều có ảnh hưởng phù hợp với kỳ vọng. Trong đó, vốn vay ngân hàng có tác động giống với tín dụng thương mại khi làm tăng doanh thu của doanh nghiệp. Hệ số ước lượng của tín dụng ngân hàng là dương và có ý nghĩa thống kê, ngoại trừ ở định dạng FE. Bên cạnh đó, hệ số ước lượng này là tương đương so với hệ số ước lượng của tín dụng thương mại, ở cả hai định dạng (3.2) và (3.6). Tỷ lệ tiền mặt/tài sản có tác động dương và có ý nghĩa thống kê đến doanh thu ở tất cả các định dạng mô hình, tuy về quy mô tác động có thấp hơn ở hai định dạng FE và RE.

Kết quả thực nghiệm ở phần trên đã cho thấy là tín dụng thương mại có tác động đến tích cực đến doanh thu của SME, và mối quan hệ này không chịu ảnh hưởng trong giai đoạn đầu hay giai đoạn giữa của khủng hoảng tín dụng. Câu hỏi nghiên cứu tiếp theo là việc tiếp cận tín dụng thương mại có giúp doanh nghiệp gia tăng hoạt động đầu tư hay không? Phần dưới đây trình bày kết quả ước lượng về ảnh hưởng của tín dụng thương mại đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp.

Kết quả ước lượng ở cột (4.2) cho thấy việc tiếp cận tín dụng thương mại giúp doanh nghiệp gia tăng hoạt động đầu tư. Ảnh hưởng này có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Cụ thể, nếu *tỷ lệ TDTM/tài sản* tăng thêm 1%, xác suất để có quyết định đầu tư của doanh nghiệp sẽ tăng thêm 59%. Xác suất đầu tư của doanh nghiệp thậm chí còn tăng thêm 61% ở định dạng probit với số liệu mảng, (4.4). Tác động tích cực của tín dụng thương mại đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp là vững và không có sự thay đổi đáng kể ở ước lượng probit cho số liệu mảng, (4.3) và (4.4). Liên quan đến ảnh hưởng theo thời

gian của khủng hoảng tín dụng, tác động tích cực của tín dụng thương mại đến hoạt động đầu tư không bị ảnh hưởng ở cả giai đoạn đầu và giai đoạn giữa trong chu kỳ khủng hoảng. Tuy hệ số ước lượng của biến tương tác giữa tín dụng thương mại và biến số thời gian mang dấu âm, nhưng đều không có ý nghĩa thống kê trong tất cả bốn định dạng mô hình ở Bảng 4.

Có một phát hiện thú vị ở Bảng 4 là ảnh hưởng tích cực của tín dụng thương mại đến hoạt động đầu tư chỉ thấp hơn một chút so với ảnh hưởng của vốn vay ngân hàng. Ở cả hai định dạng đầy đủ (4.2) và (4.4), hệ số ước lượng của biến giải thích *tỷ lệ vốn vay ngân hàng/tài sản* chỉ cao hơn một chút so với biến giải thích *tỷ lệ TDTM/tài sản*. Kết quả này cung cấp bằng chứng quan trọng về tác động bổ sung của tín dụng thương mại, bên cạnh nguồn vốn vay ngân hàng, đối với hoạt động đầu tư của SME.

5. Kết luận

Nghiên cứu này đề cập tới mối qua hệ giữa việc tiếp cận tín dụng thương mại, hay các khoản phải trả đối với nhà cung cấp, và kết quả hoạt động của SME trong giai đoạn thắt chặt tín dụng ở Việt Nam. Kết quả hoạt động của doanh nghiệp được đánh giá trên hai khía cạnh là doanh thu và hoạt động đầu tư. Mối quan hệ này đặt biệt có ý nghĩa đối với các SME, vốn gặp rất nhiều hạn chế trong việc tiếp cận các nguồn tài chính chính thức, chẳng hạn như vốn vay ngân hàng. Kết quả thực nghiệm cho thấy tín dụng thương mại có tác động tích cực đến cả doanh thu và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Cụ thể, việc tăng một điểm phần trăm của *tỷ lệ TDTM/tài sản* có tác động làm tăng doanh thu thêm 1,2% và tăng xác suất đầu tư thêm 61%. Sử dụng nhiều hơn tín dụng thương mại giúp doanh nghiệp chủ động và quản lý tốt hơn nguồn vốn lưu động, đảm bảo thanh khoản, qua đó làm tăng doanh thu và gia tăng các hoạt động đầu tư. Có một điểm đáng lưu ý là ảnh hưởng tích cực này không chịu ảnh hưởng của việc thắt chặt tín dụng, ngay cả trong giai đoạn đầu hay giai đoạn giữa của khủng hoảng. Bên cạnh đó, tín dụng thương mại có tác động bổ sung và tương đương về quy mô so với tác động của nguồn vốn vay ngân hàng, trong mối liên hệ với doanh thu và hoạt động đầu tư.

Kết quả của nghiên cứu có một số hàm ý chính sách quan trọng. *Thứ nhất*, ở góc độ vi mô, việc duy trì mối quan hệ bền chặt với các nhà cung cấp là rất có ý nghĩa đối với hoạt động sản xuất kinh doanh

của SME. Thông qua tín dụng thương mại, các nhà cung cấp giúp cho SME không bị cạn kiệt nguồn vốn lưu động, duy trì thanh khoản, đặc biệt là khi doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn vay ngân hàng. *Thứ hai*, ở góc độ vĩ mô, tác động bổ sung của tín dụng thương mại, bên cạnh nguồn vốn vay ngân hàng, đến doanh thu và hoạt động đầu tư ngay cả trong giai đoạn khủng hoảng tín dụng cho thấy tiềm năng tăng trưởng của SME ở Việt Nam là

rất lớn. Trong giai đoạn khủng hoảng, chính phủ cần đưa ra những quy định phù hợp để duy trì khả năng tiếp cận tín dụng của SME. Chẳng hạn, việc đơn giản hóa thủ tục vay vốn và quy định linh hoạt trong việc bảo lãnh và thế chấp khi vay vốn ngân hàng sẽ giúp SME khai thác tốt các cơ hội kinh doanh, đồng thời giúp cho các nhà cung cấp yên tâm hơn khi cấp tín dụng thương mại cho doanh nghiệp.

Ghi chú:

1. Tỉnh Hà Tây được đứng độc lập mặc dù được sáp nhập vào Thành phố Hà Nội kể từ năm 2009. Điều này đảm bảo sự ổn định của số liệu theo thời gian.
2. Giá trị trung vị của doanh thu trong hai năm 2011 và 2013 lần lượt là 963 triệu VND và 977 triệu VND, tăng 20% và 22% so với năm 2009.

Tài liệu tham khảo:

- Allen, F., Meijun, Q. & Jing, X. (2018), 'Understanding informal financing', *Journal of Financial Intermediation*, forthcoming.
- Aktas, N., De Bodt, E., Lobe, F. & Statnik, J.C. (2012), 'The information content of trade credit', *Journal of Banking & Finance*, 36(5), 1402-1413.
- Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2012), Báo cáo tình hình trợ giúp phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa, Tài liệu phục vụ kỳ họp của Hội đồng khuyến khích phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa ngày 19 tháng 10 năm 2012.
- Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2014), *Tình hình thực hiện chính sách, chương trình trợ giúp phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa*, Báo cáo phụ vụ hội thảo do Cục phát triển doanh nghiệp tổ chức ngày 9 tháng 9 năm 2014 tại Hà Nội.
- Breza, E. & Liberman, A. (2017), 'Financial contracting and organizational form: Evidence from the regulation of trade credit', *The Journal of Finance*, 72(1), 291-324.
- Chính phủ (2011), *Nghị quyết số 11/NQ-CP về những giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội*, ban hành ngày 24 tháng 02 năm 2011.
- Chod, J., Lyandres, E. & Yang, S.A. (2018), 'Trade credit and supplier competition', *Journal of Financial Economics*, DOI: <<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.008>>.
- CIEM, ILSSA, & DERG (2018), *Số liệu điều tra doanh nghiệp vừa và nhỏ*, truy cập lần cuối ngày 9 tháng 11 năm 2018, từ <<https://www.wider.unu.edu/database/viet-nam-sme-database>>.
- Ferris, J.S. (1981), 'A transactions theory of trade credit use', *The Quarterly Journal of Economics*, 96(2), 243-270.
- Hiệp hội doanh nghiệp nhỏ và vừa (2018), 'Hỗ trợ kịp thời doanh nghiệp nhỏ và vừa', truy cập lần cuối ngày 9 tháng 11 năm 2018, từ <<http://nhandan.com.vn/kinhte/item/36969402-ho-tro-kip-thoi-doanh-nghiep-nho-va-vua.html>>.
- Hill, R.C., Griffiths W.E. & Lim, G.C. (2011), *Principles of Econometrics*, 4th ed, Wiley, New Jersey.
- McGuinness, G., Hogan, T. & Powell, R. (2018), 'European trade credit use and SME survival', *Journal of Corporate Finance*, 49, 81-103.
- McMillan, J. & Woodruff, C. (1999), 'Interfirm relationships and informal credit in Vietnam', *The Quarterly Journal of Economics*, 114(4), 1285-1320.
- Petersen, M.A. & Rajan, R.G. (1997), 'Trade credit: theories and evidence', *The Review of Financial Studies*, 10(3), 661-691.
- Rand, J. (2007), 'Credit constraints and determinants of the cost of capital in Vietnamese manufacturing', *Small Business Economics*, 29(1-2), 1-13.
- Trần Mạnh Dũng & Nguyễn Huy Cường (2017), 'Tác động của quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lời: Bằng chứng từ các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh', *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 235, 71-78.
- Smith, J.K. (1987), 'Trade credit and informational asymmetry', *The Journal of Finance*, 42(4), 863-872.
- Schwartz, R.A. (1974), 'An economic model of trade credit', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(4), 643-657.