

Các nhân tố ảnh hưởng của khoản phải thu đến khả năng sinh lợi của các công ty niêm yết Việt Nam

□ Nguyễn Thị Lệ Hằng*

*Trường Đại học Kinh tế - Tài chính Thành phố Hồ Chí Minh (UEF)

Tóm tắt

Bài nghiên cứu này, sử dụng dữ liệu dạng bảng cân bằng từ 373 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) và Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hà Nội (HNX), trong giai đoạn từ năm 2016 đến năm 2021, nhằm kiểm định ảnh hưởng của khoản phải thu đến khả năng sinh lợi của các công ty niêm yết (CTNY) trên Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Các phương pháp ước lượng được sử dụng trong đề tài này là phương pháp bình phương tối thiểu thông thường - Pooled OLS (Pooled Ordinary Least Squares); ước lượng hiệu ứng cố định - Fixed Effects Method (FEM); ước lượng hiệu ứng ngẫu nhiên - Radom Effects Method (REM); và cuối cùng, sử dụng ước lượng bình phương tối thiểu tổng quát khả thi - Feasible Generalized Least Squares (FGLS) là phương pháp phù hợp nhất, để khắc phục các lỗi trong kiểm định mô hình. Kết quả nghiên cứu cho thấy, khoản phải thu có ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của các CTNY Việt Nam theo mối quan hệ hình chữ U đảo ngược, nghĩa là, có tồn tại mức khoản phải thu tối ưu làm tối đa hóa khả năng sinh lợi của công ty.

Từ khóa: khoản phải thu, công ty niêm yết, khả năng sinh lợi, Việt Nam.

Abstract

The research uses balanced tabular data from 373 non-financial companies listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange (HSX) and the Hanoi Stock Exchange (HNX) during the period from 2016 to 2021, in order to test the effect of receivables on the profitability of companies listed on the Vietnamese stock market. The estimation methods used in this study are the usual least squares method - Pooled OLS (Pooled Ordinary Least Squares), Fixed Effects Method (FEM), and Radom Effects Method (REM). However and finally selected the Feasible Generalized Least Squares (FGLS) is best suited to overcome the errors in model testing. The research presents evidence that credit policy affects the profitability of Vietnamese listed companies according to an inverted U-shaped relationship, that means, there is an optimal level of receivables that maximizes the firm's profitability.

Keywords: receivables, listed companies, profitability, Vietnam.

JEL: M10, M21, M29.

1. Đặt vấn đề

Khi thực hiện bán chịu, doanh nghiệp (DN) sẽ tốn kém một khoản chi phí để quản lý các khoản nợ của khách hàng, đồng thời đối mặt với rủi ro tín dụng bị người mua chiếm dụng vốn, đặc biệt là rủi ro mất vốn nếu khách hàng từ chối thanh toán khi đáo hạn (Cheng và Pike, 2003). Ngoài ra, các khoản phải thu thường được trang trải bởi nguồn vốn vay ngân hàng trong ngắn hạn hoặc từ nguồn các khoản phải trả mà DN chiếm dụng của nhà cung cấp, nên sẽ rất lãng phí nếu DN cung cấp khoản trả chậm cho người mua kém hiệu quả. Từ đây cho thấy, quản trị khoản phải thu đóng vai trò rất quan trọng trong chính sách tài chính của các DN, có tác động đến khả năng sinh lợi của DN (Deloof, 2003; Ala' a Adden A. Abuhommous, 2017; Stanley K. Dary, Harvey S. James, 2018).

Tại Việt Nam, theo số liệu thống kê mà tác giả thực hiện, giai đoạn từ năm 2016 - 2021, trung bình tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản của các DNNY trên TTCK chiếm một tỷ

lệ không nhỏ là 21,35%. Đặc biệt, đối với một DN sản xuất quy mô trung bình, các khoản phải thu chiếm tỷ trọng rất đáng kể trong tài sản lưu động (Trần Ngọc Thơ, 2013). Điều này cho thấy, trong nền kinh tế hiện đại khi mức độ cạnh tranh trên thị trường càng nhiều buộc các DN càng phải mở rộng chính sách bán chịu, nhằm thu hút khách hàng và gia tăng doanh số. Khi thực hiện bán chịu cho khách hàng, các DN luôn cần phải cân nhắc giữa lợi ích và rủi ro từ hoạt động bán chịu hàng hóa, để điều chỉnh các khoản phải thu phù hợp, sao cho hoạt động kinh doanh của mình được hiệu quả và khả năng sinh lợi đạt được là cao nhất.

Nhận thấy, vấn đề từ thực tế mà các DN Việt Nam quan tâm, muốn biết được mức khoản phải thu thế nào là hợp lý nhất để tối đa hóa khả năng sinh lợi, tác giả thực hiện đề tài: “Ảnh hưởng của khoản phải thu đến khả năng sinh lợi của các CTNY trên TTCK Việt Nam”, nhằm kiểm định ảnh hưởng của khoản phải thu đến khả năng sinh lợi của các CTNY trên TTCK Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Lý thuyết về quản trị khoản phải thu khách hàng

Trong DN, các khoản phải thu bao gồm: phải thu của khách hàng, phải thu nội bộ, thế chấp, ký cược, ký quỹ, phải thu khác, tạm ứng và trả trước... Trong đó, chiếm tỷ trọng cao nhất là khoản phải thu của khách hàng. (Bùi Hữu Phước, 2020).

Quản trị khoản phải thu là quá trình đảm bảo chất lượng thu hồi nợ của DN, đồng thời nâng cao khả năng cạnh tranh của chính DN bằng cách cung cấp các chính sách tín dụng với người mua. Với các chính sách nới lỏng cấp tín dụng cho người mua, các DN sẽ trực tiếp kích thích nhu cầu dự trữ hàng hóa của phía đối tác đầu ra, tuy nhiên phải có sự cân nhắc và lựa chọn kỹ lưỡng nhằm giảm thiểu rủi ro mất vốn. Do vậy, quản trị khoản phải thu bao gồm 03 nhiệm vụ quan trọng, đó là: xây dựng chính sách bán chịu hợp lý; ra quyết định bán chịu và theo dõi, đôn đốc thu hồi nợ. (Bùi Hữu Phước, 2020).

2.2. Lý thuyết về khả năng sinh lợi của DN

Khả năng sinh lợi là khả năng tạo ra lợi nhuận của DN. Vì vậy, phân tích khả năng sinh lợi để thấy được khả năng kiếm lời của công ty. Hơn nữa, qua việc phân tích khả năng sinh lợi sẽ đánh giá được khả năng quản lý của ban quản trị (Brigham và Houston, 2003). Theo Phạm Văn Dược (2010), việc đánh giá khả năng sinh lợi của một tổ chức là cố gắng đánh giá nhà quản trị đã tiến hành quá trình biến đổi các nhân tố thô của sản xuất thành thành phẩm tiêu dùng hiệu quả như thế nào?

Khả năng sinh lợi là một phương pháp đo lường tài chính để đo lường hiệu quả hoạt động của DN. Tỷ suất sinh lợi đo lường thu nhập của công ty với các nhân tố khác tạo ra lợi nhuận như doanh thu, tổng tài sản, vốn cổ phần (Trần Ngọc Thơ, 2013).

2.3. Lý thuyết về tác động của khoản phải thu khách hàng đến khả năng sinh lợi của DN

Khoản phải thu khách hàng được hình thành từ việc bán chịu hay cung cấp tín dụng cho người mua. Việc bán chịu không chỉ đơn thuần đem lại lợi ích, mà bên cạnh đó còn gây ra những chi phí tốn kém cho DN, nên sẽ ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của DN. Chính vì vậy, DN cần phải cân bằng giữa lợi ích và chi phí của việc bán chịu. Thông qua việc bán chịu, sẽ giúp cho DN tăng doanh số bán hàng, do đó khả năng sẽ mang lại lợi nhuận cao hơn. Đây là động cơ chính, để các DN bán chịu cho khách hàng (Schwartz, 1974). Khi bán chịu, có thể giúp các DN tăng cường mối quan hệ lâu dài với khách hàng (Wilner, 2000). Điều này có thể được lý giải, là do việc bán chịu 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 khách hàng, bởi vì nó cho phép khách hàng xác minh chất lượng sản phẩm trước khi thanh toán (Long và cộng sự, 1993). Bán chịu cũng có thể được xem là một

phần chính sách giá của DN nhằm kích thích nhu cầu (Pike và cộng sự, 2005). Từ quan điểm đầu tư, việc bán chịu có thể tạo ra thu nhập từ lãi cho các khoản thanh toán chậm của người mua. Thông thường, trong các điều khoản bán chịu 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 vào bán chịu, 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 (Ferris, 1981). Do những lợi ích này, chúng ta có thể mong đợi một mối quan hệ tích cực giữa khoản phải thu khách hàng và khả năng sinh lợi của DN. Tuy nhiên, đầu tư vào các khoản phải thu khách hàng cũng có phát sinh các chi phí.

Cho đến nay, các nghiên cứu liên quan về mối quan hệ giữa khoản phải thu và khả năng sinh lợi của DN tại Việt Nam đa phần cũng dừng lại ở mô hình tác động tuyến tính, chỉ có một vài nghiên cứu theo mô hình phi tuyến, như các nghiên cứu của Đỗ Hồng Nhung và cộng sự (2019); Trần Thị Diệu Hương (2020). Tuy nhiên, theo quan điểm cá nhân, tác giả cảm thấy, các nghiên cứu này chưa minh chứng triệt để vấn đề về mối quan hệ phi tuyến giữa khoản phải thu và tỷ suất sinh lợi là phi tuyến theo hình chữ U ngược (Inverse U Shape). Vì vậy, trong bài nghiên cứu của mình nhằm tăng thêm tính vững chắc cho kết quả nghiên cứu, tác giả sẽ nghiên cứu mối quan hệ giữa khoản phải thu và khả năng sinh lợi theo mô hình phi tuyến, sử dụng thêm thử nghiệm SLM (SasabuchiLind-Mehlum) để chứng minh mối quan hệ này không phải là phi tuyến đơn điệu mà phi tuyến theo hình chữ U ngược.

3. Phương pháp nghiên cứu và mô hình nghiên cứu

3.1. Dữ liệu và phương pháp thu thập dữ liệu

Dữ liệu nghiên cứu của luận văn được lấy từ trang điện tử Vietstock <https://finance.vietstock.vn> và trang điện tử Cổ phiếu 68 <https://www.cophieu68.vn>. Dữ liệu nghiên cứu bao gồm số liệu từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các DN được niêm yết trên HSX và HNX. Khoảng thời gian dữ liệu được thu thập là trong vòng 6 năm, từ năm 2016 đến năm 2021.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Mô hình kiểm định mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ khoản phải thu và khả năng sinh lợi

Mô hình này trả lời cho 02 câu hỏi nghiên cứu: thứ nhất, khoản phải thu có ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của các CTNY Việt Nam như thế nào? Và thứ hai, có hay không mức khoản phải thu tối ưu mà tại đó khả năng sinh lợi của các CTNY Việt Nam là cao nhất?

$$V_{it} = \beta_0 + \beta_1 (REC_{it}) + \beta_2 (REC2_{it}) + \beta_3 (GROWTH_{it}) + \beta_4 (SIZE_{it}) + \beta_5 (LEV_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Mô hình kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ khoản phải thu của DN

Mô hình này dùng để kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến khoản phải thu của các CTNY trên TTCK Việt Nam và sau đó, sẽ lấy giá trị tuyệt đối phần dư của mô hình này.

$$REC_{it} = \beta_0 + \beta_1 GROWTH_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 STLEV_{it} + \beta_4 FCOST_{it} + \beta_5 CFLOW_{it} + \beta_6 TURN_{it} + \beta_7 GPROF_{it} + \beta_8 INVEN_{it} + \beta_9 LIQ_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Đây là mô hình mà nhóm tác giả Martinez-Sola, Garcia-Teruel và Martinez-Solano (2012) sử dụng, trên cơ sở kế thừa kết quả bài nghiên cứu từ chính nhóm nghiên cứu của mình thực hiện năm 2010 (Garcia-Teruel, Martinez-Solano và Martinez-Sola, 2010a), phân tích các yếu tố tác động đến cấp tín dụng thương mại trên bộ dữ liệu gồm 47.197 DN vừa và nhỏ ở châu Âu, trong giai đoạn 1996 - 2002.

Mô hình kiểm định ảnh hưởng của sự thay đổi trong tỷ lệ khoản phải thu đến khả năng sinh lợi

Mô hình này trả lời cho câu hỏi nghiên cứu thứ 03, nếu khoản phải thu lệch khỏi giá trị tối ưu thì khả năng sinh lợi của CTNY Việt Nam có thay đổi không?

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

V_{it} : là biến phụ thuộc, đại diện cho khả năng sinh lợi i trong năm t , được ký hiệu lần lượt bởi hai biến là ROA_{it} và ROE_{it} và cũng được tính toán như Mô hình (1).

DEVIATION_{it} : thể hiện độ sai lệch khỏi mức khoản phải thu tối ưu, được tính bằng cách lấy giá trị tuyệt đối của phần dư trong Mô hình (2). DEVIATION được sử dụng với mục đích, xác định liệu các sai lệch khỏi khoản phải thu mục tiêu có ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi hay không? Nghiên cứu tiến hành loại bỏ hai biến REC và REC2 trong Mô hình (1) và thay thế bằng biến DEVIATION . Sau đó, hồi quy biến DEVIATION theo Mô hình (3).

Trong Mô hình (3), tác giả tiếp tục sử dụng các biến kiểm soát GROWTH , SIZE , LEV đại diện cho tăng trưởng công ty, quy mô công ty và đòn bẩy tài chính đã được sử dụng ở Mô hình (1).

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Phân tích tương quan

Một trong những giả định của mô hình hồi quy tuyến tính cổ điển là các biến độc lập không có mối quan hệ tuyến tính chính xác, hay nói cách khác là mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến hoàn hảo. Trong phần này, tác giả sử dụng ma trận tương quan để khảo sát mức độ tương quan giữa các biến liên quan trong mô hình nghiên cứu.

Bảng 1: Ma trận hệ số tương quan Mô hình (1)

	ROA	ROE	REC	GROWTH	SIZE	LEV
ROA	1.0000					
ROE		1.0000				
REC	-0.0799***	-0.0216	1.0000			
GROWTH	0.1702***	0.1486***	0.0297	1.0000		
SIZE	0.0970***	0.1841***	-0.0605***	0.0250	1.0000	
LEV	-0.2791***	-0.1572***	0.1519***	-0.0032	0.1699***	1.0000

(***) tương ứng với mức ý nghĩa 1%; (**) tương ứng với mức ý nghĩa 5%; (*) tương ứng với mức ý nghĩa 10%.

(Nguồn: tác giả kiểm định bằng phần mềm Stata 12.0)

Bảng 2: Ma trận hệ số tương quan Mô hình (2)

	REC	GROWTH	SIZE	STLEV	FCOST	CFLOW	TURN	GPROF	INVEN	LIQ
REC	1.0000									
GROWTH	0.0297	1.0000								
SIZE	-0.0605***	0.0250	1.0000							
STLEV	-0.0246	-0.0543 **	-0.1827***	1.0000						
FCOST	-0.0091	0.0121	0.1874 ***	0.0035	1.0000					
CFLOW	-0.1678***	0.0467**	-0.0537**	-0.1308***	-0.0142	1.0000				
TURN	0.4905***	0.0706***	0.1553***	-0.1276***	-0.0680***	-0.1708***	1.0000			
GPROF	-0.2171***	-0.0036	-0.1230***	-0.2947***	-0.0637***	0.5083***	-0.2856***	1.0000		
INVEN	-0.0413*	-0.0424**	-0.1521 ***	0.3274***	0.0085	-0.2101***	-0.1598***	-0.2476***	1.0000	
LIQ	-0.2521***	-0.0242	-0.2439***	-0.0608***	-0.3325***	0.2422***	-0.1392***	0.2557***	-0.1004***	1.0000

(***), (**) và (*) tương ứng với mức ý nghĩa 01%, 05% và 10%

(Nguồn: tác giả kiểm định bằng phần mềm Stata 12.0)

Kiểm định tương quan Pearson được thực hiện giữa các biến giải thích của Mô hình (1) và Mô hình (2), để xem xét tính đa cộng tuyến giữa các biến. Kết quả được báo cáo ở

Bảng 1 và Bảng 2 cho thấy, hệ số tương quan giữa các biến giải thích không có cặp nào lớn hơn 0,8. Điều này cho thấy, các biến giải thích trong hai mô hình không có tương quan với nhau hoặc có tương quan thấp. Do đó, khi sử dụng mô hình hồi quy sẽ không có dấu hiệu xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Vì vậy, tác giả sẽ giữ nguyên các biến trong các mô hình nghiên cứu được chọn ban đầu để thực hiện phân tích hồi quy.

4.2. Kết quả phân tích hồi quy

Bảng 3: Kết quả hồi quy mối quan hệ phi tuyến giữa khoản phải thu và tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản theo các phương pháp OLS, FEM, REM

Biến phụ thuộc	ROA		
	OLS	FEM	REM
Phương pháp ước lượng			
REC	0.0563**	0.272***	0.144***
REC ²	-0.114***	-0.253***	-0.168***
GROWTH	0.0209***	0.0144***	0.0185***
SIZE	0.00684***	0.0252***	0.0101***
LEV	-0.0167***	-0.00757***	-0.0127***
Số quan sát	2238	2238	2238
F-test		Prob>F = 0.0000	
Breusch-Pagan test			Prob>chibar2=0.0000
Hausman test		Prob>chi2 = 0.0000	
Wald test		Prob>chi2 = 0.0000	
Wooldridge test		Prob>F = 0.0000	

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

(Nguồn: tác giả kiểm định bằng phần mềm Stata 12.0)

Trước tiên, tác giả thực hiện phân tích hồi quy bằng các mô hình hồi quy OLS gộp (Pooled OLS), hiệu ứng cố định (FEM) và hiệu ứng ngẫu nhiên (REM). Sau đó, tác giả thực hiện các phép kiểm định để chọn lựa ra mô hình phù hợp nhất với bộ dữ liệu nghiên cứu.

Để kiểm định hiện tượng tự tương quan trong mô hình FEM, tác giả sử dụng kiểm định Wooldridge. Kết quả từ bảng 6 giá trị $p_value = 0,0000 < 0,01$ cho thấy mô hình hồi quy bằng FEM tồn tại hiện tượng tự tương quan bậc 1 tại mức ý nghĩa 1%.

Như vậy, trong mô hình hồi quy theo phương pháp ước lượng hiệu ứng cố định FEM về mối quan hệ phi tuyến giữa các khoản phải thu REC và tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản, đã xảy ra hiện tượng phương sai qua các thực thể thay đổi và hiện tượng tự tương quan.

Tương tự, tác giả thực hiện hồi quy Mô hình (1) với biến đại diện cho khả năng sinh lợi của công ty là tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu ROE, bằng các phương pháp ước lượng hồi quy OLS gộp, hiệu ứng cố định (FEM) và hiệu ứng ngẫu nhiên (REM), sau đó chọn lựa mô hình phù hợp nhất. Kết quả hồi quy thể hiện trong Bảng 4.

Bảng 4: Kết quả hồi quy mối quan hệ phi tuyến giữa khoản phải thu

và tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu theo các phương pháp OLS, FEM, REM

Biến phụ thuộc	ROE		
	OLS	FEM	REM
Phương pháp ước lượng			
REC	0.126**	0.489***	0.211***
REC ²	-0.176**	-0.407**	-0.225**
GROWTH	0.0343***	0.0223***	0.0302***
SIZE	0.0204***	0.0474***	0.0230***
LEV	-0.0211***	-0.0116***	-0.0190***
Số quan sát	2238	2238	2238
F-test		Prob>F = 0.0000	
Breusch-Pagan test		Prob>chibar2=0.0000	
Hausman test		Prob>chi2 = 0.0000	
Wald test		Prob>chi2 = 0.0000	
Wooldridge test		Prob>F = 0.0000	

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

(Nguồn: tác giả kiểm định bằng phần mềm Stata 12.0)

Tác giả tiếp tục sử dụng kiểm định F, để lựa chọn giữa phương pháp ước lượng Pooled OLS và FEM. Bởi vì, giá trị p_value của kiểm định F nhỏ hơn mức ý nghĩa thống kê là 01%, do đó kết quả từ hồi quy bằng hiệu ứng (FEM) cố định tốt hơn so với hồi quy OLS gộp.

Nghiên cứu tiếp tục bước kiểm tra nhằm đảm bảo các giả định hồi quy không bị vi phạm, để ước lượng trong mô hình FEM không bị chệch và đáng tin cậy.

Vậy là, trong mô hình hồi quy theo phương pháp ước lượng Fixed Effects về mối quan hệ phi tuyến giữa các khoản phải thu REC và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), cũng xảy ra hiện tượng phương sai qua các thực thể thay đổi và hiện tượng tự tương quan.

Đối với mô hình có biến phụ thuộc là ROA cho kết quả kiểm định AR (1) = 0,6238 > 0,05; mô hình có biến phụ thuộc là ROE cho kết quả kiểm định AR (1) = 0,6175 > 0,05; và kiểm định Wald của hai mô hình đều có Prob > chi2 = 0,0000 < 0,01. Chứng tỏ, cả hai mô hình ước lượng theo phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) phù hợp (Bảng 5).

Bảng 5: Kết quả hồi quy mối quan hệ giữa khoản phải thu

và khả năng sinh lợi theo phương pháp FGLS

Phương pháp ước lượng	FGLS	
Biến phụ thuộc	ROA	ROE
REC	0.0559***	0.107***
REC ²	-0.0963***	-0.162***
GROWTH	0.0165***	0.0272***
SIZE	0.00708***	0.0202***
LEV	-0.0128***	-0.00756***
Số quan sát	2238	2238
AR (1)	0.6238	0.6175
Wald test	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000

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

(Nguồn: tác giả kiểm định bằng phần mềm Stata 12.0)

Trong cả hai trường hợp biến phụ thuộc ROA và biến phụ thuộc ROE, thì hệ số hồi quy của các biến REC và REC2 đều có ý nghĩa thống kê ở mức 01%, đồng thời hệ số của biến REC dương (+) và hệ số của REC2 âm (-) đúng như kỳ vọng. Kết quả kiểm định này cho thấy, biểu hiện của mối quan hệ phi tuyến hình chữ U đảo ngược giữa khoản phải thu và khả năng sinh lợi của CTNY Việt Nam.

Bảng 6: Kết quả kiểm định của SLM test cho mối quan hệ chữ U đảo ngược

Kết quả SLM test	FGLS	
	ROA	ROE
REC _{Minimum}	2,57e-06	2,57e-06
REC _{Maximum}	0,88205	0,88205
Slope Lower Bound	0,05594***	0,10695***
Slope Upper Bound	-0,11396***	-0,17930***
SLM Test for inverse U-shape	0,00002	0,00008
P_value	0,00000	0,00002

(Nguồn: tác giả kiểm định bằng phần mềm Stata 12.0)

Kết quả kiểm định (Bảng 6) cho thấy, độ dốc giới hạn dưới của REC trong 02 mô hình với các biến phụ thuộc ROA và ROE đều là tương quan dương (Slope Lower Bound > 0) và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 01% cho cả hai mô hình. Đồng thời, độ dốc giới hạn trên của REC cũng có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 01% cho cả hai mô hình và

trương quan âm (Slope Upper Bound < 0). Như vậy, các kết quả kiểm định này dẫn đến kết luận hoàn toàn phù hợp với giả thuyết nghiên cứu thứ nhất mà tác giả đã đặt ra.

H1: Tác động của khoản phải thu đến khả năng sinh lợi của các CTNY trên TTCK Việt Nam là dạng phi tuyến tính, hình chữ U ngược. Cụ thể, tồn tại khoản phải thu khách hàng tối ưu mà tại đó khả năng sinh lợi của các công ty là cao nhất.

Đối với trường hợp biến phụ thuộc đại diện cho khả năng sinh lợi của DN là ROA, thì tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản tối ưu được xác định thông qua hai hệ số hồi quy của biến REC và REC2 như sau:

$$\frac{-\beta_1}{2\beta_2} = \frac{-0,0559}{-2 \times 0,0963} \approx 0,2902$$

Kết quả này cho biết, khi khoản phải thu khách hàng chiếm 29,02% tổng tài sản thì tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) của các DNNY trên TTCK Việt Nam đạt giá trị lớn nhất.

Tương tự, đối với trường hợp biến phụ thuộc đại diện cho khả năng sinh lợi của DN là ROE thì tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản tối ưu được xác định thông qua hai hệ số của biến REC và REC2 như sau:

$$\frac{-\beta_1}{2\beta_2} = \frac{-0,107}{-2 \times 0,162} \approx 0,3302$$

Kết quả này cho biết, khi khoản phải thu chiếm 33,02% tổng tài sản thì tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của các DNNY trên TTCK Việt Nam đạt giá trị lớn nhất.

Kết quả này cho thấy, giá trị khoản phải thu tối ưu của các CTNY trên TTCK Việt Nam, giai đoạn từ năm 2016 - 2021 cao hơn so với giá trị khoản phải thu tối ưu giai đoạn trước đó trong các nghiên cứu của tác giả Đỗ Hồng Nhung và cộng sự (2019), với tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản tối ưu là 24,98% và 25,15% để tỷ suất sinh lời trên tài sản và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu đạt giá trị cao nhất; và nghiên cứu của Trần Thị Diệu Hương (2020), với tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản tối ưu là 25,07% để tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản được tối đa hóa.

4.3. Kết quả kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến khoản phải thu của công ty

Bảng 7: Kết quả hồi quy mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến khoản phải thu của công ty

Biến phụ thuộc	REC			
	OLS	FEM	REM	FGLS
Phương pháp ước lượng				
GROWTH	-0.00122	-0.00107	-0.00152	-0.00413***
SIZE	-0.0209***	-0.0215***	-0.0204***	-0.0115***
STLEV	-0.00295	-0.00114	-0.00148	-0.00155
FCOST	-0.196	-0.0863	-0.0860	-0.0832
CFLOW	-0.0141	0.00397	0.00272	-0.000594
TURN	0.0398***	0.0329***	0.0343***	0.0351***
GPROF	-0.0546**	0.00992	-0.00895	-0.0183**
INVEN	-0.0135*	-0.0321***	-0.0311***	-0.0144***
LIQ	-0.0233***	-0.0128***	-0.0153***	-0.0120***
Số quan sát	2238	2238	2238	2238
F-test		Prob>F = 0.0000		
Breusch-Pagan test		Prob>chibar2=0.0000		
Hausman test		Prob>chi2=0.0019		
Wald test (FEM)		Prob>chi2=0.0000		
Wooldridge test		Prob>F = 0.0000		
AR(1)		0,8706		
Wald test (GLS)		Prob>chi2=0.0000		

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

(Nguồn: tác giả kiểm định bằng phần mềm Stata 12.0)

Kết quả hồi quy của mô hình FGLS trong Bảng 7 cho kết quả, như sau:

Kết quả kiểm định AR (1) = 0,8706 > 0,05 và kiểm định Wald có Prob > chi2 = 0,0000 < 0,01. Chứng tỏ, mô hình ước lượng theo phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) phù hợp.

Hệ số hồi quy của các nhân tố, cụ thể như sau:

Đối với nhân tố tăng trưởng doanh thu (GROWTH): có hệ số hồi quy $\beta = -0,00413$, với mức ý nghĩa 01%. Cho thấy, tăng trưởng doanh thu tác động ngược chiều với khoản phải thu khách hàng. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của García Teruel & Solano (2010a).

Nhân tố quy mô DN (SIZE): có hệ số hồi quy $\beta = -0,0115$, với mức ý nghĩa 01%. Cho thấy, quy mô DN tác động ngược chiều với khoản phải thu khách hàng. Kết quả này trái ngược với nghiên cứu của các tác giả Niskanen và Niskanen (2006), García Teruel & Solano (2010a), Nicoleta Barbuta - Misu (2019). Tuy nhiên, lại tương đồng với kết quả nghiên cứu các công ty tại Việt Nam của tác giả Nguyễn & Nhung (2014) và Trần Thị Diệu Hường (2020).

Nhân tố vòng quay tổng tài sản (TURN): có hệ số hồi quy $\beta = 0,0351$, với mức ý nghĩa thống kê 01%, cho thấy vòng quay tổng tài sản tác động cùng chiều với khoản phải thu. Kết quả này tuy trái ngược với nghiên cứu của Long và cộng sự (1993), nhưng tương đồng với các nghiên cứu của García Teruel & Solano (2010a) và Đỗ Thị Hồng Nhung (2019).

Nhân tố doanh lợi doanh thu (GPROF): có hệ số hồi quy $\beta = -0,0183$, với mức ý nghĩa thống kê 5%, cho thấy doanh thu tác động ngược chiều với khoản phải thu. Kết quả này không tương đồng với kỳ vọng ban đầu của tác giả và các nghiên cứu của Petersen and Rajan (1997), García-Teruel and Martínez Solano (2010a). Các nghiên cứu khác của Đỗ Thị Hồng Nhung (2019) và Trần Thị Diệu Hường (2020) thì nhân tố này không có ý nghĩa thống kê.

Nhân tố tỷ lệ hàng tồn kho (INVEN): có hệ số hồi quy $\beta = -0,0144$, với mức ý nghĩa 01%, cho thấy tỷ lệ hàng tồn kho tác động ngược chiều với khoản phải thu khách hàng. Kết quả này đúng như kỳ vọng của tác giả, đồng thời cũng tương đồng với kết quả nghiên cứu của các tác giả Vaidya (2011), Trần Ái Kết (2017), Trần Thị Diệu Hường (2020).

Nhân tố khả năng thanh khoản (LIQ): có hệ số hồi quy $\beta = -0,0120$, với mức ý nghĩa 01%, cho thấy khả năng thanh khoản tác động ngược chiều với khoản phải thu khách hàng. Kết quả nghiên cứu này trái ngược với nghiên cứu của Vaidya (2011), nhưng tương đồng với nhiều công trình nghiên cứu của các tác giả Việt Nam như Phan Đình Nguyễn và Trương Thị Hồng Nhung (2014), Trần Ái Kết (2017).

Ba nhân tố còn lại trong mô hình (2) là tài chính ngắn hạn (STLEV), chi phí tài chính (FCOST), dòng tiền thuần (CFLOW): không đủ cơ sở kết luận là có ảnh hưởng đến khoản phải thu khách hàng, vì không có ý nghĩa thống kê.

4.4. Kết quả kiểm định sự thay đổi của khoản phải thu đến khả năng sinh lợi của công ty

Bảng 8: Kết quả hồi quy sự thay đổi của khoản phải thu đến khả năng sinh lợi của công ty

Phương pháp ước lượng	FGLS	
Biến phụ thuộc	ROA	ROE
DEVIATION	-0.0396***	-0.0691***
GROWTH	0.0158***	0.0269***
SIZE	0.00698***	0.0194***
LEV	-0.0128***	-0.00730***
Số quan sát	2238	2238
AR (1)	0.6097	0.6039
Wald test	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000

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

(Nguồn: tác giả kiểm định bằng phần mềm Stata 12.0)

Đối với mô hình có biến phụ thuộc là ROA cho kết quả kiểm định AR (1) = 0,6097 > 0,05; mô hình có biến phụ thuộc là ROE cho kết quả kiểm định AR (1) = 0,6039 > 0,05; và kiểm định Wald của hai mô hình đều có Prob > chi2 = 0,0000 < 0,01 (Bảng 8). Chúng tôi, cả 02 mô hình ước lượng theo phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) phù hợp.

Hệ số hồi quy của biến DEVIATION mang dấu âm có ý nghĩa thống kê, ngụ ý rằng, khi tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản lệch khỏi giá trị tối ưu thì khả năng sinh lợi của công ty sẽ sụt giảm. Như vậy, kết quả này hoàn toàn phù hợp với giả thuyết nghiên cứu thứ hai mà tác giả đã đặt ra.

H2: Khi khoản phải thu khách hàng cao hơn hay thấp hơn khoản phải thu khách hàng tối ưu thì đều làm giảm khả năng sinh lợi của các CTNY trên TTCK Việt Nam.

Tóm lại, sau khi thực hiện kiểm định các mô hình hồi quy, kết quả nghiên cứu của tác giả đã tìm thấy mối quan hệ phi tuyến có hình chữ U ngược, giữa tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản và khả năng sinh lợi của công ty. Đồng thời, thông qua mô hình hồi quy thể hiện mối quan hệ phi tuyến, tác giả xác định được tồn tại tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản tối ưu là 29,02% để tối đa hóa khả năng sinh lợi, trong trường hợp khả năng sinh lợi của công ty được đại diện bởi biến ROA. Trong trường hợp khả năng sinh lợi được đại diện bởi biến ROE, tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản tối ưu là 33,02%. Kết quả nghiên cứu của tác giả cũng cho thấy, với mọi giá trị thực tế của tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản lệch khỏi các giá trị tối ưu này thì khả năng sinh lợi của công ty sẽ giảm xuống.

5. Kết luận và khuyến nghị

5.1. Kết luận

Tác giả thực hiện đề tài này, cốt yếu nhằm nghiên cứu ảnh hưởng của khoản phải thu đến khả năng sinh lợi của các CTNY trên TTCK Việt Nam, với mẫu nghiên cứu bao gồm 2238 quan sát của 373 công ty phi tài chính được niêm yết trên HOSE và HNX, trong giai đoạn từ năm 2016 đến năm 2021. Các phương pháp ước lượng được sử dụng trong đề tài này là phương pháp bình phương tối thiểu thông thường - Pooled OLS (Pooled Ordinary Least Squares); ước lượng hiệu ứng cố định - Fixed Effects Method (FEM); ước lượng hiệu ứng ngẫu nhiên - Radom Effects Method (REM); và cuối cùng, sử dụng phương pháp ước lượng bình phương tối thiểu tổng quát khả thi - Feasible Generalized Least Squares (FGLS) là phù hợp nhất, để khắc phục các lỗi trong kiểm định mô hình. Thông qua các kết quả kiểm định, bài báo tìm ra câu trả lời cho các câu hỏi nghiên cứu đã đề ra nhằm giúp nhà quản trị công ty thực hiện quản trị khoản phải thu khách hàng hiệu quả, để tối đa hóa khả năng sinh lợi cho công ty.

5.2. Hàm ý quản trị

Từ các kết quả nghiên cứu được phân tích ở trên, tác giả đề xuất một số giải pháp nhằm quản trị khoản phải thu một cách hiệu quả, để gia tăng khả năng sinh lời cho các CTNY trên TTCK Việt Nam như sau:

Thứ nhất, kết quả thu được trong bài nghiên cứu về ảnh hưởng của khoản phải thu đến khả năng sinh lợi của các CTNY trên TTCK Việt Nam, có ý nghĩa đáng chú ý đối với các nhà quản lý DN và các nhà hoạch định chính sách trong việc quản trị chính sách bán chịu. Kết quả thực nghiệm cho thấy, trung bình tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản tại các CTNY Việt Nam giai đoạn 2016 - 2021 là 21,35%. Trong khi, tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản tối ưu là 29,02% và 33,02%, để tỷ suất sinh lời trên tài sản và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu đạt giá trị cao nhất. Điều này cho thấy, mức khoản phải thu trung bình hiện nay của các công ty đang còn ở mức khá thấp so với mức khoản phải thu tối ưu. Vì vậy nhìn chung, hiện nay các CTNY Việt Nam có thể tăng khả năng sinh lợi bằng cách mở rộng bán chịu cho khách hàng, bởi vì lúc này một sự gia tăng khoản phải thu sẽ dẫn đến gia tăng khả năng sinh lợi. Các phương thức để mở rộng chính sách bán chịu như: nới lỏng tiêu chuẩn bán chịu, tăng thời gian bán chịu... Tuy nhiên, các DN cũng chú ý không mở rộng bán chịu khi mức khoản phải thu vượt quá mức khoản phải thu tối ưu, vì khi vượt qua khỏi mức khoản phải thu tối ưu này, khả năng sinh lợi sẽ giảm đi do ảnh hưởng bất lợi của rủi ro tài chính. Riêng đối với các DN đang có tỷ lệ khoản phải thu cao hơn mức phải thu tối ưu, thì DN cần sử dụng chính sách bán chịu thắt chặt, cụ thể là: siết chặt tiêu chuẩn bán chịu; giảm thời gian bán chịu và tăng mức chiết khấu thanh toán; nhằm khuyến khích khách hàng trả tiền sớm cho DN. Đồng thời, tích cực kiểm soát và thu hồi nợ.

Thứ hai, việc xây dựng quy trình chính sách bán chịu, quyết định bán chịu hợp lý cũng như các biện pháp theo dõi, đôn đốc thu hồi nợ phù hợp là rất cần thiết, vì điều đó giúp ích cho nhà quản lý trong việc quản trị khoản phải thu hiệu quả. Kể cả khi đang thực hiện chính sách bán chịu thắt chặt hay mở rộng, thì chất lượng khoản bán chịu luôn phải được quan tâm. □

Tài liệu tham khảo

- Abu hommous, A. A. A. (2017). The Impact of Offering Trade Credit on Firms' Profitability. Journal of Corporate Accounting & Finance, 28(6): 29-40.*
- Cheng, N. S. & Pike, R. (2003). The trade credit decision: evidence of UK firms. Managerial and Decision Economics, 24(6-7), 419-438.*
- C. Martínez-Sola, P. J. García-Teruel & P. Martínez-Solano (2012). Trade credit policy and firm value, Accounting and Finance Association of Australia and New Zealand, vol. 53(3), p. 791-808.*
- Dary, S. K. & James, H. S. (2018). Trade credit supply in African agro-food manufacturing industry: determinants and motives. Agricultural Finance Review, 78(3), 312-329.*
- Emery, G. W. (1984). A pure financial explanation for trade credit. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 19(3), 271-285.*
- Ferris, J. S. (1981). A transactions theory of trade credit use. The Quarterly Journal of Economics, 96(2), 243-270.*
- García-Teruel, P. J. & Martínez-Solano, P. M. (2010). Determinants of trade credit: a comparative study of European SMEs. International Small Business Journal, 28(3), 215-233.*

- Long, M. S., Malitz, I. B. & Ravid, A. (1993). Trade credit, quality guarantees, and product marketability. *Financial Management*, 22(4), 117-127.
- Munawar C., Sylvia V. S. (2021). The effect of trade credit on company profitability. *International Journal of Islamic and Social Sciences*.
- M. Deloof. (2003). "Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?" *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 30, no. 3&4, pp. 573-587. 2003.
- Nadiri, M. I. (1969). The determinants of trade credit in the US total manufacturing sector. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 37(3), 408-423.
- Pike, R., Cheng, N. S., Cravens, K. & Lamminmaki, D. (2005). Trade credit terms: asymmetric information and price discrimination evidence from three continents. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(5-6), 1197-1236.
- Sasabuchi, S. (1980): "A test of a multivariate normal mean with composite hypotheses determined by linear inequalities." *Biometrika* 67: 429-39.
- Schwartz, R. A. (1974). An economic model of trade credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(04), 643-657.
- Scherr, F. C. and Hulburt, H. M.(2001). "The Debt Maturity Structure of Small Firms", *Financial Management*, 1, 85-111.
- Trần Thị Diệu Hương. (2020). Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến tín dụng thương mại của các DN Việt Nam, *Luận án tiến sĩ, Trường Đại học kinh tế Quốc dân*.
- Wilner, B. S. (2000). The exploitation of relationships in financial distress: The case of trade credit. *The Journal of Finance*, 55(1), 153-178.