

Bài viết sử dụng số liệu từ 118 doanh nghiệp nông nghiệp niêm yết trên hai thị trường chứng khoán của nước ta trong giai đoạn 2008-2013 để kiểm định sự ảnh hưởng của tín dụng ngân hàng và tín dụng thương mại đến tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp này. Bằng phương pháp phân tích hiệu ứng cố định (fixed effect - FE) và hiệu ứng ngẫu nhiên (random effect - RE), bài viết chỉ ra mối quan hệ phi tuyến có dạng $\cap$ giữa tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp với tín dụng ngân hàng và tín dụng thương mại. Bài viết cũng ước lượng ngưỡng tín dụng ngân hàng và tín dụng thương mại tối ưu cho các doanh nghiệp này. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, bài viết đề xuất giải pháp thúc đẩy tăng trưởng của doanh nghiệp bằng cách sử dụng hợp lý hai nguồn tín dụng nói trên, bên cạnh các nguồn lực khác.

1. Giới thiệu

Cùng với lao động và công nghệ, vốn là yếu tố quyết định tăng trưởng của doanh nghiệp. Nếu không đảm bảo được nguồn vốn cần thiết cho hoạt động sản xuất - kinh doanh thì cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp sẽ bị giới hạn. Thông thường, bên cạnh nguồn vốn tự có hình thành từ lợi nhuận giữ lại và phát hành cổ phiếu, doanh nghiệp còn vay vốn ngân hàng hay sử dụng vốn của các nhà cung ứng dưới hình thức mua trả chậm (tín dụng thương mại) để mở rộng quy mô và đầu tư đổi mới công nghệ để kích thích tăng trưởng.

Tín dụng ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong việc bổ sung vốn cho sản xuất và đảm bảo khả năng thanh toán các khoản nợ đáo hạn, tạo điều kiện

ẢNH HƯỞNG CỦA TÍN DỤNG NGÂN HÀNG VÀ TÍN DỤNG THƯƠNG MẠI ĐẾN TĂNG TRƯỞNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NÔNG NGHIỆP Ở VIỆT NAM

ThS. Bùi Tuấn Anh *

PGS., TS. Lê Khương Ninh **

để doanh nghiệp ổn định hoạt động và mở rộng quy mô. Tín dụng ngân hàng còn có chức năng là lá chắn thuế, giúp doanh nghiệp giảm áp lực về thuế. Trong nhiều trường hợp, doanh nghiệp không thể tiếp cận tín dụng ngân hàng nên sử dụng tín dụng thương mại từ các nhà cung ứng có năng lực tài chính mạnh hay dễ tiếp cận các nguồn tài trợ để thay thế thông qua việc mua hàng trả chậm (thường là yếu tố đầu vào cho sản xuất). Do rất tiện lợi nên tín dụng thương mại giúp doanh nghiệp giảm thiểu chi phí giao dịch, qua đó làm tăng lợi nhuận và đạt được mục tiêu tăng trưởng bền vững.

Song, việc quá lệ thuộc vào tín dụng ngân hàng và tín dụng thương mại có thể ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng của doanh nghiệp. Thật vậy, khi lãi suất tăng cao, các khoản nợ ngân hàng quá lớn sẽ trở thành gánh nặng đối với doanh nghiệp do chi phí sử dụng vốn vượt quá khả năng đảm đương của doanh nghiệp. Hệ quả là doanh nghiệp phải thu hẹp quy mô, thậm chí đối mặt với nguy cơ phá sản. Tín dụng thương mại cũng dễ gây ra hậu quả tiêu cực nếu doanh nghiệp thiếu thông tin về ý định thực sự của bên cấp tín dụng nên khó ứng phó kịp thời với các bất lợi ngoài mong đợi có thể xảy ra (như khi khoản tín dụng này quá lớn mà bên cấp tín dụng lại đột ngột thay đổi chính sách cấp tín dụng thương mại). Khi đó, triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp sẽ xấu đi.

Như vậy, sử dụng hợp lý tín dụng ngân

hàng và tín dụng thương mại sẽ giúp doanh nghiệp tăng trưởng bền vững. Ngược lại, nếu quá phụ thuộc vào chúng thì tăng trưởng của doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực. Tuy nhiên, vấn đề này chưa nhận được sự quan tâm đầy đủ của các nhà nghiên cứu ở nước ta để giúp các doanh nghiệp hợp lý hóa phương thức sử dụng vốn của mình. Do đó, bài viết được hình thành nhằm ước lượng ảnh hưởng của tín dụng ngân hàng và tín dụng thương mại đến tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp nông nghiệp niêm yết trên các thị trường chứng khoán ở nước ta để qua đó xác định ngưỡng tín dụng ngân hàng và tín dụng thương mại tối ưu cho các doanh nghiệp này. Trong chừng mực nhất định, kết quả nghiên cứu của bài viết có thể được xem là tài liệu tham khảo đáng tin cậy cho các loại hình doanh nghiệp khác để chủ động tránh các bất lợi có thể xảy ra trên phương diện sử dụng các nguồn tài trợ.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Ảnh hưởng của tín dụng ngân hàng đến tăng trưởng của doanh nghiệp

Tín dụng ngân hàng là nguồn tài trợ quan trọng, giúp doanh nghiệp duy trì và phát triển sản xuất. Với sự đa dạng của kỳ hạn vay, tín dụng ngân hàng giúp bổ sung cả vốn lưu động (ngắn hạn) lẫn vốn đầu tư (dài hạn), qua đó đảm bảo hoạt

* Thanh tra thành phố Cần Thơ.
** Khoa Kinh tế & Quản trị Kinh doanh,
Trường Đại học Cần Thơ.

NGÂN HÀNG NÔNG NGHIỆP VÀ PHÁT TRIỂN NÔNG THÔN VIỆT NAM



AGRIBANK

Mang phần thịnh đến khách hàng

Chuyên mục này do Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn Việt Nam tài trợ

động của doanh nghiệp diễn ra liên tục và mở rộng. Từ rất sớm, các nghiên cứu đã vận dụng lý thuyết M&M xây dựng bởi Modigliani & Miller (1958, 1963) để khẳng định vai trò lá chắn thuế của vốn vay ngân hàng, bởi lãi vay sẽ được khấu trừ thuế. Lợi nhuận tăng do thuế giảm có thể được doanh nghiệp sử dụng để tái đầu tư mở rộng sản xuất nhằm thúc đẩy tăng trưởng.

Bên cạnh việc sử dụng tín dụng ngân hàng để bổ sung vốn và tận dụng lợi thế lá chắn thuế, nhiều doanh nghiệp còn vay vốn ngân hàng để đầu tư cho nghiên cứu phát triển (R&D) nhằm đổi mới công nghệ, qua đó nâng cao năng lực cạnh tranh và tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng bền vững. Thực tiễn cho thấy, đổi mới công nghệ giúp doanh nghiệp nâng cao chất lượng sản phẩm, tăng năng suất lao động và hạ giá thành sản phẩm. Các doanh nghiệp bị hạn chế tín dụng thường phải sử dụng máy móc, thiết bị lạc hậu nên năng suất lao động, chất lượng sản phẩm thấp và khó tăng trưởng bởi sẽ bị mất dần thị trường do áp lực cạnh tranh và nhu cầu ngày càng cao của người tiêu dùng (CIEM, 2012).

Các nghiên cứu còn nhấn mạnh vai trò tài trợ xuất khẩu của tín dụng ngân hàng (Abor & cộng sự, 2014). Để có thị trường xuất khẩu, doanh nghiệp phải tốn chi phí tìm kiếm, thiết lập, duy trì mạng lưới phân phối, bên cạnh chi phí bảo hiểm hàng hóa và thuế. Hầu hết các chi phí này đều phát sinh trước khi khách hàng (nhà nhập khẩu) thanh toán tiền hàng nên cần có nguồn tài trợ. Việc vận chuyển và giao hàng ra nước ngoài mất nhiều thời gian so với các đơn hàng trong nước, làm ảnh hưởng đến vòng quay vốn nên doanh nghiệp dễ bị thiếu hụt vốn lưu động. Vì vậy, hoạt động xuất khẩu của doanh nghiệp phụ thuộc rất nhiều vào nguồn tài trợ bên ngoài, trong đó quan trọng nhất là tín dụng ngân hàng. Bằng kết quả nghiên cứu thực nghiệm, Minetti & Zhu (2010) đã chỉ ra ảnh hưởng tích cực của tín dụng ngân hàng đến tăng trưởng của doanh nghiệp thông qua hoạt động tài trợ xuất khẩu.

Như vừa phân tích, tín dụng ngân hàng đóng vai trò tích cực đối với tăng trưởng của doanh nghiệp. Song, nếu vượt qua ngưỡng hợp lý, tín dụng ngân hàng có thể phát sinh hiệu ứng nghịch,

như ghi nhận của nhiều nghiên cứu. Chẳng hạn, Jiao (2010) đã xây dựng mô hình lý thuyết chứng minh rằng, giữa vốn vay ngân hàng và tăng trưởng của doanh nghiệp có mối quan hệ phi tuyến theo dạng chữ "U" ngược (∩). Lý giải cho điều này, Nkurunziza (2010) cho rằng khi nền kinh tế bất ổn, lãi suất tăng (cao) làm cho các doanh nghiệp phải gánh chịu áp lực nặng nề của việc thanh toán chi phí nợ vay đáo hạn, nhất là khi đã vay lượng tiền quá lớn. Hệ quả là doanh nghiệp sẽ phải thu hẹp quy mô, hạn chế đầu tư và thậm chí phá sản.

Hiện tượng doanh nghiệp do bị kích thích bởi lợi nhuận cao nên vay ngân hàng quá mức để đầu tư mở rộng quy mô mà bất chấp sự không chắc chắn của thị trường đầu ra cũng là nguyên nhân của ảnh hưởng tiêu cực của tín dụng ngân hàng đến tăng trưởng của doanh nghiệp (Lê Khương Ninh & Huỳnh Hữu Thọ, 2014). Thật vậy, khi thị trường đầu ra bất ngờ bị thu hẹp thì khoản nợ ngân hàng càng lớn càng sẽ khó thanh toán bởi khó huy động nguồn tiền, vì vậy triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp sẽ xấu dần đi. Ở Việt Nam, nghiên cứu của Nguyễn Thị Ngọc Trang & Trang Thúy Quyên (2013) cũng cho thấy tác động nghịch của nợ vay ngân hàng đến tăng trưởng của doanh nghiệp và doanh nghiệp tăng trưởng thấp thường ít sử dụng nợ vay ngân hàng để tài trợ đầu tư, trong khi doanh nghiệp tăng trưởng cao lại có xu hướng này.

2.2. Ảnh hưởng của tín dụng thương mại đến tăng trưởng của doanh nghiệp

Ảnh hưởng của tín dụng thương mại đến tăng trưởng doanh nghiệp nhận được sự quan tâm từ khá sớm của các nhà nghiên cứu, bởi đây là một trong những loại hình tín dụng có lịch sử lâu đời nhất. Hầu hết các nghiên cứu đều khẳng định rằng, nếu được sử dụng ở mức độ hợp lý, tín dụng thương mại sẽ có tác dụng tích cực đối với tăng trưởng của doanh nghiệp và ngược lại. Theo Swchartz (1974) và Swchartz & Witcomb (1979), tín dụng thương mại đóng vai trò là công cụ tài trợ vốn, bởi người mua không phải trả tiền ngay lúc nhận hàng về để sử dụng nhằm sinh lợi. Do đó, tín dụng thương mại sẽ giúp doanh nghiệp tăng trưởng, ngay cả khi vốn tự có và các

nguồn tài trợ khác không đủ để đáp ứng nhu cầu.

Theo Swchartz (1974), khi Chính phủ hạn chế tăng trưởng tín dụng để kiểm soát lạm phát, nhiều doanh nghiệp sẽ khó tiếp cận tín dụng ngân hàng, ngoại trừ các doanh nghiệp có tiềm lực mạnh nên vẫn tiếp tục được tài trợ. Khi đó, các doanh nghiệp này sẽ cấp tín dụng thương mại cho các doanh nghiệp gặp khó khăn bằng cách bán hàng trả chậm để họ duy trì và phát triển hoạt động sản xuất. Ferris (1981) còn chỉ ra ảnh hưởng tích cực của tín dụng thương mại đến tăng trưởng doanh nghiệp thông qua việc tối thiểu hóa chi phí giao dịch (kể cả chi phí tồn kho). Thật vậy, hoạt động mua bán hàng hóa làm phát sinh chi phí giao dịch. Chi phí cao làm giảm hiệu quả hoạt động sản xuất - kinh doanh và ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng của doanh nghiệp. Do đó, việc tách bạch giữa thời điểm nhận hàng và thời điểm thanh toán tiền (trả chậm) của tín dụng thương mại sẽ làm giảm chi phí giao dịch và giảm rủi ro cất giữ tiền mặt nên sẽ tạo cơ hội tăng trưởng cho doanh nghiệp (Petersen & Rajan, 1997).

Theo Burkart & Ellingen (2004) và Delannay & Weill (2004), tín dụng thương mại còn giúp doanh nghiệp tăng trưởng tốt bởi phải sử dụng yếu tố đầu vào cho sản xuất mà khó có thể sử dụng cho mục đích khác vì hai lý do. Thứ nhất, doanh nghiệp cấp tín dụng thương mại có ưu thế trong việc giám sát hành vi của khách hàng nên sẽ dừng cung cấp hàng hóa đúng lúc nếu khách hàng có dấu hiệu sử dụng hàng hóa sai mục đích, làm ảnh hưởng đến khả năng thanh toán. Đe dọa này rất hiệu lực nên doanh nghiệp nhận tín dụng thương mại sẽ có xu hướng sử dụng hàng mua trả chậm vào sản xuất. Hơn nữa, bởi khó chuyển đổi thành tiền mặt do tính đặc thù của nó nên số hàng mua trả chậm khó có thể được sử dụng vào mục đích khác với sản xuất.

Các nghiên cứu khác cho rằng, tín dụng thương mại còn là công cụ phân biệt giá theo đối tượng người mua để tối đa hóa lợi nhuận (Brennan & cộng sự, 1988). Do đó, nhiều doanh nghiệp sẽ cấp tín dụng thương mại ngay cả khi loại hình tín dụng này không có được lợi thế như tín dụng ngân hàng, đặc biệt là ở thị trường cạnh tranh (Petersen & Rajan,

1997). Tận dụng chính sách này của doanh nghiệp cấp tín dụng, doanh nghiệp nhận tín dụng thương mại sẽ linh động lựa chọn phương thức thanh toán (trả chậm) có lợi nhất cho mình để đạt được mục tiêu tăng trưởng. Nhiều nghiên cứu còn xem tín dụng thương mại là công cụ cạnh tranh, đặc biệt đối với các doanh nghiệp mới nhập ngành (Fisman & Raturi, 2004). Sản phẩm của các doanh nghiệp này thường chưa khẳng định được uy tín thương hiệu nên cần sử dụng công cụ tín dụng thương mại để cạnh tranh với các doanh nghiệp thâm niên có uy tín, bởi không làm như vậy thì doanh thu sẽ giảm. Việc cấp tín dụng thương mại với các điều khoản thuận lợi (như cho phép khách hàng sử dụng thủ, kiểm định chất lượng sản phẩm và hoàn trả sản phẩm chất lượng kém mà không phải tổn chi phí) sẽ tạo điều kiện cho doanh nghiệp nhận tín dụng thương mại hoạch định phương thức sử dụng vốn tối ưu nên sẽ tăng trưởng nhanh.

Cuối cùng, các nghiên cứu nhấn mạnh vai trò là công cụ tiếp thị của tín dụng thương mại để tạo uy tín và duy trì mối quan hệ lâu dài với khách hàng, qua đó mở rộng thị trường (Summers & Wilson, 2002). Nói cách khác, việc cung cấp tín dụng thương mại giúp hạn chế thông tin bất đối xứng (về chất lượng sản phẩm) cho doanh nghiệp nhận tín dụng thương mại, qua đó tạo niềm tin ở họ (Cheng & Pike, 2003). Do đó, tín dụng thương mại được xem như là công cụ tiếp thị rất hữu hiệu trong việc đẩy mạnh hoạt động tiêu thụ sản phẩm, qua đó gián tiếp mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp thụ hưởng loại hình tín dụng này nên sẽ giúp các doanh nghiệp đó tăng trưởng tốt.

Song, tín dụng thương mại cũng làm phát sinh chi phí bất nguồn từ rủi ro. Thật vậy, tín dụng thương mại tiềm ẩn rủi ro do doanh nghiệp cấp tín dụng có thể thay đổi chiến lược kinh doanh (nhất là khi họ đã đủ mạnh và không còn chịu áp lực cạnh tranh gay gắt) nên đột ngột yêu cầu khách hàng thanh toán các khoản tín dụng thương mại đã được cấp và ngưng hẳn hoạt động này. Chính sách đó không ảnh hưởng nhiều nếu doanh nghiệp sử dụng tín dụng thương mại ở mức hợp lý, nhưng ảnh hưởng này sẽ mạnh dần theo lượng tín dụng thương mại mà doanh nghiệp sử dụng. Khi đó, tín dụng thương mại có thể có ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng của doanh nghiệp (Cheng & Pike, 2003).

Các phân tích trên cho thấy sự hiện diện của mối quan hệ phi tuyến có dạng $\cap$ giữa tín dụng thương mại và tăng trưởng của doanh nghiệp. Thật vậy, nghiên cứu thực nghiệm của Solar & cộng sự (2013) cung cấp bằng chứng về mối quan hệ phi tuyến với dạng như trên giữa tín dụng thương mại và tăng trưởng của doanh nghiệp ở Tây Ban Nha. Nói cách khác, khi tín dụng thương mại tăng dần từ mức độ thấp thì doanh nghiệp sẽ tăng trưởng theo, nhưng nếu vượt qua ngưỡng tối ưu thì tín dụng thương mại sẽ có ảnh hưởng ngược lại.

3. Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở các luận điểm vừa trình bày ở phần trước, bài viết sẽ hình thành mô hình nghiên cứu thực nghiệm để ước lượng ảnh hưởng của tín dụng ngân hàng và tín dụng thương mại đến tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp nông nghiệp và qua đó xác định ngưỡng tín dụng ngân hàng và tín dụng thương mại tối ưu cho các doanh nghiệp này. Mô hình nghiên cứu có dạng cụ thể như sau:

$$\begin{aligned}TANGTRUONG_{it} = & \beta_0 + \beta_1 TDNGANHANG_{it} + \beta_2 TDNGANHANG_{it}^2 + \\& + \beta_3 TDTHUONGMAI_{it} + \beta_4 TDTHUONGMAI_{it}^2 + \beta_5 VONCSH_{i(t-1)} + \\& + \beta_6 ROE_{it} + \beta_7 QUYMO_{it} + \beta_8 TUOIDN_{it} + \beta_9 NANGSUATLD_{it} + \varepsilon_{it}\end{aligned}$$

Trong Mô hình (1), $TANGTRUONG_{it}$ là tốc độ tăng trưởng trong doanh thu của doanh nghiệp i vào năm

t (%). $TDNGANHANG_{it}$ là tỷ số giữa lượng tiền vay ngân hàng và tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp i vào năm t . $TDNGANHANG_{it}^2$ là bình phương của $TDNGANHANG_{it}$. Như vừa phân tích, hệ số β_1 được kỳ vọng là dương và β_2 là âm do mối quan hệ phi tuyến có dạng $\cap$ giữa tín dụng ngân hàng và tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp. $TDTHUONGMAI_{it}$ là được tính bằng tỷ số giữa giá trị khoản phải trả và tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp i vào năm t và $TDTHUONGMAI_{it}^2$ là bình phương của $TDTHUONGMAI_{it}$. Cơ sở lý thuyết vừa trình bày cho phép kỳ vọng hệ số β_3 là dương và hệ số β_4 là âm, bởi mối quan hệ phi tuyến có dạng $\cap$ giữa tín dụng thương mại và tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp.

$VONCSH_{i(t-1)}$ là logarit của vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp i vào năm $t-1$ (đồng). Vốn chủ sở hữu có lợi thế là chi phí sử dụng vốn thấp nên doanh nghiệp sẽ ưu tiên sử dụng nó vào sản xuất. Do vốn chủ sở hữu cuối năm trước được sử dụng cho hoạt động sản xuất - kinh doanh năm sau nên vốn chủ sở hữu vào cuối năm trước càng lớn thì doanh nghiệp càng có điều kiện để tăng trưởng cao nếu được sử dụng hợp lý để sinh lợi và tạo ra tăng trưởng cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong một số trường hợp, doanh nghiệp có thể sử dụng vốn chưa hiệu quả nên dẫn đến thua lỗ (nhất là khi nền kinh tế gặp suy thoái) và tốc độ tăng trưởng sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực. Vì vậy, hệ số β_5 của biến $VONCSH_{i(t-1)}$ có thể dương hay âm, tùy điều kiện thực tế của các doanh nghiệp.

ROE_{it} là tỷ suất lợi nhuận tính trên vốn chủ sở hữu (%). Lợi nhuận cao sẽ ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng của doanh nghiệp thông qua hai cơ chế. Thứ nhất, lợi nhuận cao sẽ kích thích doanh nghiệp tìm kiếm và khai thác cơ hội kinh doanh mới để tạo ra tăng trưởng trong dài hạn. Thứ hai, lợi nhuận cao sẽ bổ sung vốn tự có, qua đó tăng cường năng lực đầu tư và phát triển sản xuất để tạo ra tăng trưởng cho doanh nghiệp. Do đó, hệ số β_6 của biến ROE_{it} được kỳ vọng là dương.

$QUYMO_{it}$ là quy mô lao động của doanh nghiệp (người). Lý thuyết về tính kinh tế quy mô lập luận rằng, doanh nghiệp lớn sẽ có lợi thế hơn doanh nghiệp nhỏ do chi phí bình quân dài hạn giảm khi sản lượng tăng. Với ưu thế này, doanh nghiệp lớn sẽ tận dụng tốt hơn cơ hội kinh doanh để tạo ra tăng trưởng cao (Nguyễn Thị Nguyệt, 2012; Ferrando và Mulier, 2013). Do đó, hệ số β_7 của biến $QUYMO_{it}$ được kỳ vọng là dương. $TUOIDN_{it}$ là tuổi (hay số năm hoạt động kể từ thời điểm đăng ký kinh doanh) của doanh nghiệp. Nói chung, tuổi của doanh nghiệp phản ánh kinh nghiệm trong hoạt động sản xuất - kinh doanh nên sẽ có ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng của doanh nghiệp. Khi đó, hệ số β_8 sẽ là dương. Tuy nhiên, trong một số trường hợp, các doanh nghiệp hoạt động lâu năm ở thị trường dễ bị bão hòa thường lại rơi vào trạng thái bảo thủ, thiếu sáng tạo nên sẽ có tăng trưởng thấp. Khi đó, hệ số β_8 sẽ là âm.

$NANGSUATLD_{it}$ là năng suất lao động bình quân của doanh nghiệp, được tính bằng tỷ số giữa tổng doanh thu và tổng số lao động của doanh nghiệp i vào năm t (tỷ đồng/người). Năng suất lao động cao sẽ giúp giảm chi phí, hạ giá thành sản phẩm và nâng cao năng lực cạnh tranh nên sẽ ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng của doanh nghiệp. Do đó, hệ



số β_0 được kỳ vọng là dương (Nguyễn Thị Nguyệt, 2012). ε_{it} là sai số ngẫu nhiên của mô hình ước lượng.

4. Phương pháp phân tích

4.1. Phương pháp thu thập số liệu

Để kiểm định ảnh hưởng của tín dụng ngân hàng và tín dụng thương mại đến tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp được khảo sát, bài viết sử dụng dữ liệu từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của 118 doanh nghiệp nông nghiệp niêm yết trên hai thị trường chứng khoán ở Việt Nam trong giai đoạn 2008-2013.

4.2. Phương pháp phân tích số liệu

Bài viết sử dụng phương pháp thống kê mô tả để mô tả thực trạng của các doanh nghiệp được khảo sát trên các phương diện có liên quan. Để xác định ảnh hưởng của tín dụng ngân hàng và tín dụng thương mại đến tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp nói trên, bài viết sử dụng phương pháp phân tích hiệu ứng cố định (FE) và hiệu ứng ngẫu nhiên (RE) để ước lượng Mô hình (1). Để lựa chọn phương pháp phân tích phù hợp hơn, kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn giữa hai mô hình FE và RE trên cơ sở giả thuyết H_0 là kết quả ước lượng của FE và RE không khác biệt. Nếu trị số p-value < 0,05 thì sẽ bác bỏ H_0 . Việc bác bỏ H_0 ngụ ý rằng kết quả ước lượng bằng phương pháp FE sẽ tốt hơn và ngược lại (Greene, 2006).

5. Kết quả phân tích

5.1. Tổng quan về mẫu khảo sát

Doanh nghiệp nông nghiệp là bộ phận quan trọng của nền kinh tế Việt Nam, đóng góp đáng kể vào thu nhập quốc dân, tạo việc làm và giúp khai thác các nguồn lực của nền kinh tế. Theo Bảng 1, hầu hết các doanh nghiệp được khảo sát đều có quy mô lớn. Về vốn, doanh nghiệp lớn chiếm tỷ trọng 80,56% vào năm 2008 và tăng lên 96,23% vào năm 2013. Về lao động, doanh nghiệp lớn có từ 300 lao động trở lên chiếm tỷ trọng là 73,39% vào năm 2008 và tăng lên 75,23% vào năm 2013. Như vậy, các doanh nghiệp nông nghiệp có xu hướng mở rộng cả quy mô vốn lẫn lao động.

Các doanh nghiệp nông nghiệp đóng góp không nhỏ vào ngân sách Nhà nước

và tạo việc làm cho người lao động. Theo Bảng 2, mỗi doanh nghiệp đã đóng góp cho ngân sách bình quân 23,4 tỷ đồng/năm. Doanh nghiệp có mức nộp ngân sách cao nhất là 1.483,4 tỷ đồng/năm. Điều đó lý giải vì sao nhiều chuyên gia kinh tế xem nông nghiệp như là bệ đỡ của nền kinh tế nước ta, nhất là trong giai đoạn bị suy thoái. Tính bình quân, mỗi doanh nghiệp tạo việc làm cho 1.157 lao động, đặc biệt có doanh nghiệp sử dụng đến 21.403 lao động.

Trong giai đoạn 2008-2013, suy thoái kinh tế đã ảnh hưởng không nhỏ đến kết quả kinh doanh của hầu hết các doanh nghiệp, làm cho chi phí sản xuất tăng cao. Chi phí sản xuất bình quân của các doanh nghiệp là 141,45 tỷ đồng/năm. Song, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp tương đối khả quan. Doanh thu bình quân của các doanh nghiệp này là 1.281,66 tỷ đồng/năm. Cá biệt, có doanh nghiệp đạt mức doanh thu 31.586,01 tỷ đồng/năm và lợi nhuận bình quân 117,62 tỷ đồng/năm, nhưng cũng có doanh nghiệp có lợi nhuận âm. Tốc độ tăng trưởng bình quân của các doanh nghiệp được khảo sát là 17,53%/năm (Bảng 2). Doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao nhất lên đến 263,96%/năm. Nhiều doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng rất cao nhưng cũng có doanh nghiệp phải đối mặt với tăng trưởng âm.

Nói chung, suy thoái kinh tế đã ảnh hưởng tiêu cực đến tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát nhưng tốc độ tăng trưởng bình quân vẫn đạt ở mức hai con số. Song, chênh lệch tốc độ tăng trưởng giữa các doanh nghiệp khá lớn. Đó là do một số

doanh nghiệp đã sử dụng hiệu quả các nguồn lực (kể cả vốn) nên đạt được tốc độ tăng trưởng tốt. Ngược lại, một số doanh nghiệp chịu ảnh hưởng bởi kỳ vọng về lợi nhuận cao mà bất chấp sự không chắc chắn của thị trường đầu ra nên sử dụng quá mức cả tín dụng ngân hàng lẫn tín dụng thương mại để đầu tư và gặp khó khăn khi thị trường có chiều hướng xấu đi.

5.2. Kết quả ước lượng

Kết quả ước lượng ảnh hưởng của tín dụng ngân hàng và tín dụng thương mại đến tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát được trình bày ở Bảng 3. Trong bảng này, Cột (2) là kết quả ước lượng bằng phương pháp phân tích hiệu ứng cố định (FE) và Cột (3) là kết quả ước lượng bằng phương pháp phân tích hiệu ứng ngẫu nhiên (RE).³

Phương pháp phân tích hiệu ứng cố định (FE) ở Cột (2) có hệ số $R^2 = 0,5095$ cao hơn hệ số $R^2 = 0,0533$ nếu ước lượng bằng phương pháp phân tích hiệu ứng ngẫu nhiên (RE) ở Cột (3). Bên cạnh đó, trị số χ^2 của kiểm định Hausman là 65,18 tương ứng với p-value rất nhỏ so với mức ý nghĩa 5%. Như vậy, có thể bác bỏ giả thuyết H_0 (đó là, kết quả ước lượng của hai phương pháp FE và RE là không khác biệt). Như vậy, kết quả ước lượng bằng phương pháp phân tích FE đáng tin cậy hơn trong việc lý giải ảnh hưởng của các biến độc lập đến tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp được khảo sát.

Kết quả ước lượng trong Cột (2) cho thấy, biến $TDNGANHANG_{it}$ có hệ số β_1 dương và biến $TDNGANHANG_{it}^2$ có hệ số β_2 âm cùng ở mức ý nghĩa 1%,

Bảng 1: Phân loại doanh nghiệp theo quy mô²

Năm	Doanh nghiệp nhỏ và vừa				Doanh nghiệp lớn			
	Quy mô vốn		Quy mô lao động		Quy mô vốn		Quy mô lao động	
	Số DN	Tỷ trọng (%)	Số DN	Tỷ trọng (%)	Số DN	Tỷ trọng (%)	Số DN	Tỷ trọng (%)
2008	21	19,44	29	26,61	87	80,56	80	73,39
2009	15	13,63	30	27,03	95	86,37	81	72,97
2010	10	9,01	29	26,13	101	90,99	82	73,87
2011	8	7,08	29	25,89	105	92,92	83	74,11
2012	5	4,31	27	24,11	111	95,69	85	75,89
2013	4	3,77	27	24,77	102	96,23	82	75,23

Nguồn: Tính toán từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp được khảo sát.

Bảng 2: Một số tiêu chí về các doanh nghiệp được khảo sát (năm)

Tiêu chí	Trung bình	Trung vị	Lớn nhất	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
Doanh thu (tỷ đồng)	1.281,66	586,91	31.586,01	6,41	2.430,83
Tăng trưởng (%)	17,53	13,75	263,96	-84,39	39,79
Chi phí (tỷ đồng)	141,45	62,22	3.887,79	0,00	288,43
Lợi nhuận (tỷ đồng)	117,62	25,234	6.534,11	-392,87	488,57
Lao động (người)	1.157,77	586,00	21.403,00	25,00	1.826,36
Thuế (tỷ đồng)	23,41	4,64	1.483,44	-1,21	95,55

Nguồn: Tính toán từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp được khảo sát.

khẳng định sự tồn tại của mối quan hệ phi tuyến có dạng $\cap$ - giữa tín dụng ngân hàng và tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp được khảo sát. Bằng cách lấy đạo hàm riêng bậc nhất của Biểu thức (1) theo biến $TDNGANHANG_{it}$ và cho đạo hàm này bằng 0, ta có:

$$\frac{\partial TANGTRUONG_{it}}{\partial TDNGANHANG_{it}} = \beta_1 + \beta_2 TDNGANHANG_{it} = 0 \quad (2)$$

Thay các trị số β_1 và β_2 ở Cột (2) của Bảng 3 vào Biểu thức (2), ta được:

$$59,1102 - 2 \times 72,2041 \times TDNGANHANG_{it} = 0 \Rightarrow TDNGANHANG_{it} = 40,93\%$$

Như vậy, nếu tỷ số giữa lượng tiền vay ngân hàng và tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp nhỏ hơn 40,93% (ngưỡng tối ưu) thì lượng tiền vay ngân hàng tăng sẽ giúp doanh nghiệp tăng trưởng. Ngược lại, nếu vượt quá ngưỡng tối ưu này, lượng tiền vay ngân hàng tăng sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng của doanh nghiệp.

Bảng 3: Kết quả hồi quy

Biến phụ thuộc: $TANGTRUONG_{it}$ - Tốc độ tăng trưởng doanh thu hằng năm của doanh nghiệp (%)

Biến số (1)	Hiệu ứng cố định (FE) (2)	Hiệu ứng ngẫu nhiên (RE) (3)
Hằng số C	407,0863 (0,0000)	72,1070 (0,0743)
$TDNGANHANG_{it}$	59,1102*** (0,0001)	37,6950** (0,0255)
$TDNGANHANG_{it}^2$	-72,2041*** (0,0000)	-77,0121*** (0,0006)
$TDTHUONGMAI_{it}$	184,9744*** (0,0000)	124,3393*** (0,0001)
$TDTHUONGMAI_{it}^2$	-256,2055* (0,0516)	-184,9742*** (0,0013)
$VONCSH_{it-1}$	-32,1569*** (0,0000)	-5,4756 (0,1232)
ROE_{it}	2,1466 (0,1999)	0,0887 (0,9352)
$QUYMO_{it}$	0,0051*** (0,0071)	0,0023** (0,0227)
$TUOI_{it}$	-2,5399*** (0,0000)	-0,2186* (0,0617)
$NANGSUATLD_{it}$	4,1018*** (0,0000)	0,6945** (0,0440)
R^2	0,5095	0,0533
Thống kê F (Mức ý nghĩa - P-value)	4,4716 (0,0000)	4,0977 (0,0000)
Số quan sát (N)	664	664

Ghi chú: (***), (**) và (*) lần lượt có ý nghĩa ở mức 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tính toán từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp được khảo sát.

Tương tự, biến $TDTHUONGMAI_{it}$ có hệ số β_3 dương và biến $TDTHUONGMAI_{it}^2$ có hệ số β_4 âm, ở mức ý nghĩa lần lượt là 1% và 10%. Kết quả này khẳng định mối quan hệ phi tuyến có dạng $\cap$ giữa tín dụng thương mại và tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp, như vừa lý giải ở phần cơ sở lý thuyết. Bằng cách lấy đạo hàm riêng bậc nhất của Biểu thức (1) theo biến $TDTHUONGMAI_{it}$ và cho đạo hàm này bằng 0, ta có:

$$\frac{\partial TANGTRUONG_{it}}{\partial TDTHUONGMAI_{it}} = \beta_3 + \beta_4 TDTHUONGMAI_{it} = 0 \quad (3)$$

Thay các trị số β_3 và β_4 ở Cột (2) của Bảng 3 vào Biểu thức (3), ta được:

$$184,9744 - 2 \times 256,2055 \times TDTHUONGMAI_{it} = 0 \Rightarrow TDTHUONGMAI_{it} = 36,09\%$$

Kết quả này cho thấy, trị số tối ưu của tỷ số giữa lượng tín dụng thương mại và tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp là 36,09%. Nói cách khác, nếu tỷ số giữa lượng tín dụng thương mại và tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp nhỏ hơn 36,09% thì lượng tín dụng thương mại tăng sẽ làm cho tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp tăng. Hiện tượng ngược lại sẽ xảy ra nếu tỷ số này vượt quá ngưỡng 36,09%.

Ngoài hai nguồn vốn nói trên, doanh nghiệp còn dựa vào vốn chủ sở hữu với lợi thế chi phí sử dụng vốn thấp. Song, do kinh tế suy thoái trong thời gian qua nên vốn chủ sở hữu không thể phát huy tác dụng tích cực do nhiều doanh nghiệp đầu tư dàn trải quá mức dẫn đến thua lỗ. Thật vậy, kết quả ước lượng cho thấy hệ số β_5 có trị số âm ở mức ý nghĩa 1%. Ngoài ra, tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp còn có thể chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố như ROE_{it} , $QUYMO_{it}$, $TUOIDN_{it}$ và $NANGSUATLD_{it}$. Tuy nhiên, kết quả ước lượng trong Bảng 3 cho thấy, hệ số β_6 có dấu dương nhưng không có ý nghĩa thống kê nên không thể suy rộng cho toàn bộ tổng thể. Hệ số β_7 của biến $QUYMO_{it}$ có trị số dương, ở mức ý nghĩa 1%.

Hệ số β_8 của biến $TUOIDN_{it}$ có trị số âm ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy tác động nghịch chiều của tuổi đến tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp được khảo sát. Đó là do nhiều doanh nghiệp có thâm niên nhưng chậm đổi mới và thiếu sáng tạo nên không tìm được cơ hội tăng trưởng, nhất là trong ngành nghề dễ bị bão hòa như kinh doanh nông nghiệp. Hệ số β_9 của biến $NANGSUATLD_{it}$ có trị số dương ở mức ý nghĩa 1%, giúp khẳng định lập luận được trình bày ở phần cơ sở lý thuyết.

6. Kết luận và đề xuất giải pháp

6.1. Kết luận

Bài viết sử dụng hệ thống cơ sở dữ liệu của 118 doanh nghiệp nông nghiệp niêm yết trên hai thị trường chứng khoán ở Việt Nam trong giai đoạn 2008-2013 để kiểm định ảnh hưởng của tín dụng ngân hàng và tín dụng thương mại đến tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp này. Bằng phương pháp phân tích hiệu ứng cố định (FE) và hiệu ứng ngẫu nhiên (RE), bài viết cho thấy mối quan hệ phi tuyến có dạng $\boxtimes$ giữa tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp và tín dụng ngân hàng cũng như tín dụng thương mại. Như vậy, nếu tín dụng ngân hàng và tín dụng thương mại được sử dụng hợp lý thì sẽ giúp cải thiện tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp và ngược lại. Bài viết cũng ước lượng ngưỡng tối ưu của tín dụng ngân hàng (40,93%) và tín dụng thương mại (36,09%) đối với các doanh nghiệp được khảo sát.

Bài viết còn chỉ ra ảnh hưởng tích cực của quy mô và năng suất lao động đến tăng trưởng của các doanh nghiệp nông nghiệp. Tuy nhiên, tuổi của doanh nghiệp và vốn chủ sở hữu lại tác động nghịch đến tăng trưởng của các doanh nghiệp này. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với thực tế của các doanh nghiệp nông nghiệp ở nước ta, trong đó nhiều doanh nghiệp hoạt động lâu năm có xu hướng đầu tư dần trải sang nhiều ngành nghề ngoài ngành nghề truyền thống. Ngược lại, các doanh nghiệp trẻ lại thường tập trung đầu tư vào ngành nghề chính. Việc đầu tư dần trải, ngoài ngành dẫn đến tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp có thâm niên thấp hơn tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp trẻ.

6.2. Đề xuất giải pháp

Từ kết quả nghiên cứu đạt được, bài viết đề xuất một số giải pháp để các doanh nghiệp tham khảo và vận dụng sao cho phù hợp nhằm thúc đẩy tăng trưởng. Cụ thể, các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ vay ngân hàng vượt quá ngưỡng 40,93% tổng giá trị tài sản cần xem xét tái cơ cấu nguồn vốn vay để không vượt ngưỡng này. Để làm điều đó, doanh nghiệp cần rà soát lại hoạt động sản xuất - kinh doanh, hoạt động đầu tư và hạn chế đầu tư dần trải vào các ngành nghề không phải là thế mạnh. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cần nâng cao hiệu quả sử dụng tín dụng ngân hàng bằng cách tránh sử dụng vốn vay ngắn hạn để đầu tư dài hạn bởi sẽ làm tăng áp lực thanh toán nợ vay và ảnh hưởng xấu đến tăng trưởng của doanh nghiệp. Doanh nghiệp cũng cần sử dụng hợp lý vốn vay ngân hàng để đầu tư cho nghiên cứu phát triển (R&D) và nâng cao trình độ chuyên môn nhằm nâng cao năng suất lao động. Điều đó sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng của doanh nghiệp.

Việc sử dụng nguồn tín dụng thương mại là cần thiết khi nguồn vốn tự có và vốn tín dụng ngân hàng bị thiếu hụt. Song, doanh nghiệp cần sử dụng chúng đúng mục đích. Việc mua trả chậm yếu tố đầu vào cần được cân đối với thị trường đầu ra và đảm bảo khoản phải trả không vượt quá 36,09% tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, khi sử dụng tín dụng thương mại, doanh nghiệp cần lưu ý tránh lượng tồn kho quá lớn làm tăng chi phí tồn kho, chi phí bảo quản và cần chuẩn bị dòng tiền thanh toán đúng hạn các đơn hàng, bởi nếu không thì sẽ phát sinh chi phí do thanh toán trễ hạn.

Doanh nghiệp cần khai thác và sử dụng hiệu quả vốn chủ sở

hữu từ lợi nhuận giữ lại để tận dụng lợi thế chi phí vốn thấp hơn so với tín dụng ngân hàng và tín dụng thương mại. Việc sử dụng vốn từ lợi nhuận giữ lại giúp doanh nghiệp giảm được chi phí sử dụng vốn, giảm chi phí giao dịch do thông tin bất đối xứng trên thị trường tài chính, đồng thời tránh được áp lực thanh toán nợ đến hạn, qua đó thúc đẩy tăng trưởng của doanh nghiệp. Bên cạnh các giải pháp trên, Chính phủ có thể xem xét cải thiện các chính sách hỗ trợ đầu tư vào lĩnh vực nông nghiệp như ưu đãi thuế và ưu đãi tín dụng, nhất là tín dụng dài hạn. Đây là nguồn tài trợ ổn định đối với doanh nghiệp, giúp họ đầu tư dài hạn vào nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới, đổi mới công nghệ, nâng cao năng suất lao động và phát triển sản xuất. ■

¹ Việc chia số tiền vay, ngân hàng (và lượng tín dụng thương mại) cho tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp giúp tránh ảnh hưởng của quy mô doanh nghiệp.

² Theo Nghị định số 56/2009/NĐ-CP ngày 30/6/2009 của Chính phủ.

³ Trước khi thực hiện phân tích hồi quy, chúng tôi đã kiểm định hệ số tương quan giữa các biến độc lập, kết quả các hệ số này đều bé hơn 0,8. Như vậy, các biến độc lập trong mô hình không bị hiện tượng đa cộng tuyến.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Abor, J.Y., Agbloyor, E.K. & Kuipo, R., 2004, "Bank Finance and Export Activities of Small and Medium Enterprises," *Review of Development Finance* 4, pp. 97-103.
- Brennan, M., Maksimovic, V., & Zechner, J., 1988, "Vendor Financing," *Journal of Finance* 43, pp. 1127-1141.
- Burkart, M., & Ellingsen, T., 2004, "In-Kind Finance: A Theory of Trade Credit," *American Economic Review* 94(3), pp. 569-590.
- Cheng, N.S., & Pike, R., 2003, "The Trade Credit Decision: Evidence of UK Firms," *Managerial and Decision Economics* 24, pp. 419 - 438.
- CIEM, 2012, *Năng lực cạnh tranh và công nghệ ở cấp độ doanh nghiệp tại Việt Nam: Kết quả điều tra năm 2010*, Nhà xuất bản Lao động.
- Delannay, A.F., & Weill, L., 2004, "The Determinants of Trade Credit in Transition Countries," *Economics of Planning* 37, pp. 173-193.
- Ferris, J.S., 1981, "A Transactions Theory of Trade Credit Use," *Quarterly Journal of Economics* 96(2), pp. 243-270.
- Ferrando, A., & Mulier, K., "Do Firms Use the Trade Credit Channel to Manage Growth?" *Journal of Banking & Finance* 37, pp. 3035-3046.
- Fisman R., & Raturi M., 2004, "Does Competition Encourage Credit Provision? Evidence from African Trade Credit Relationships," *Review of Economics and Statistics* 86, pp. 345-352.
- Jiao, Y., 2010, "Debt Issues and Capital Structure with Soft Information," *Managerial Finance* 36(1), pp. 4-21.
- Lê Khương Ninh & Huỳnh Hữu Thọ, 2014, "Lợi nhuận và quyết định đầu tư trong điều kiện không chắc chắn của thị trường: Nghiên cứu thực nghiệm về doanh nghiệp dân doanh ở Đồng bằng sông Cửu Long," *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng* 104 (tháng 11-2014), tr. 24-35.
- Minetti, R., & Zhu, S.C., 2010, "Credit Constraints and Firm Export: Microeconomic Evidence from Italy," *Journal of International Economics* 83 (2011), pp. 109-125.
- Modigliani, F., & Miller, M. H., 1958, "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* 48, pp. 261-97.
- Modigliani, F., & Miller, M. H., 1963, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review* 53, pp. 433-443.
- Nguyễn Thị Ngọc Trang & Trang Thủy Quyên, 2013, "Mối quan hệ giữa sử dụng đòn bẩy tài chính và quyết định đầu tư," *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*, số 9(19), tr. 10-15.
- Nguyễn Thị Nguyệt, 2012, "Determinants of Firm Growth in the Vietnamese Commercial-Service Sector," *Journal of Economics and Development* 14, pp. 57-77.
- Nkurunziza, J. D., 2010, "The effect of credit on growth and convergence of firm size in Kenyan manufacturing", *Journal of International Trade & Economic Development* 19(3), pp. 465- 494.
- Petersen, M.A., & Rajan, R.G., 1997, "Trade Credit: Theories and Evidence," *The Review of Financial Studies* 10(3), pp. 661-691.
- Schwartz, R., 1974, "An Economic Model of Trade Credit," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 9(4), pp. 643-657.
- Schwartz, R., & Whitcomb, D., 1979, "The Trade Credit Decision," *Handbook of Financial Economics*, North-Holland Press, Amsterdam, pp. 257-273.
- Sola, C.M., Teruel, P.J.G., & Solano, P.M., 2013, "Trade Credit Policy and Firm Value," *Accounting & Finance* 53(3), pp. 791-808.
- Summers, B., & Wilson, N., 2002, "An Empirical Investigation of Trade Credit Demand," *International Journal of the Economics of Business* 19, pp. 257-270.