

CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN SỬ DỤNG CÔNG CỤ TÀI CHÍNH PHÁI SINH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP XUẤT NHẬP KHẨU VIỆT NAM

Nguyễn Thị Thanh Phương
Trường Đại học Thương mại
Email: thanhphuongkttc@gmail.com

Vũ Thị Thu Hòa
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: vuhoa1284@gmail.com

Ngày nhận: 30/01/2018

Ngày nhận bản sửa: 30/3/2018

Ngày duyệt đăng: 20/5/2018

Tóm tắt:

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm xác định mức độ ảnh hưởng của các yếu tố đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh của các doanh nghiệp xuất nhập khẩu Việt Nam. Mẫu nghiên cứu gồm 592 doanh nghiệp niêm yết có hoạt động xuất nhập khẩu trên Thị trường Chứng khoán Việt Nam. Dựa trên kết quả hồi quy, 3 yếu tố tác động thuận chiều đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh gồm Hệ số giá ghi sổ trên giá thị trường, Quy mô của doanh nghiệp xuất nhập khẩu, và Đòn bẩy tài chính. Ngược lại, Hệ số thanh toán nhanh, và Tỷ số lợi nhuận trên tài sản (ROA) có ảnh hưởng ngược chiều. Dựa trên kết quả nghiên cứu, một số khuyến nghị được đưa ra nhằm thúc đẩy sử dụng các công cụ tài chính phái sinh đối với các doanh nghiệp xuất nhập khẩu.

Từ khóa: Công cụ tài chính phái sinh, phòng ngừa rủi ro, xuất nhập khẩu.

Factors Influencing Usage of Derivative Financial Instruments in Vietnamese Import Export Firms

Abstract:

This study is conducted for investigating the impact levels of factors on financial derivatives usage of Vietnamese import-export firms. Data were collected from 592 Vietnamese listed import-export firms on Vietnam Stock Exchange. Based on the regression testing, three determinants have positive impacts on derivative financial instrument usage including book-to-market ratio, firm size, and financial leverage. In contrast, quick ratio and ROA influence negatively derivative financial instruments usage. Based on the findings, some recommendations are given for promoting the use of derivative financial instruments of Vietnamese import-export firms.

Keywords: Derivative financial instruments; risk hedging; import and export.

1. Giới thiệu

Việt Nam là một thị trường năng động của khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, với tốc độ tăng trưởng gần 6% trong những năm gần đây, quy mô nền kinh tế khoảng 200 tỷ đôla Mỹ. Sau 30 năm mở cửa hội nhập và phát triển, kinh tế Việt Nam tăng trưởng ổn

định và hội nhập tích cực kinh tế toàn cầu. Các hoạt động thương mại toàn cầu của Việt Nam cũng ngày càng mở rộng, với hơn 200 quốc gia đối tác thương mại, trong đó có 70 quốc gia có kim ngạch thương mại hơn 100 triệu đôla Mỹ. Năm 2000, Việt Nam mở cửa thị trường chứng khoán, năm 2009 thành lập

thị trường trái phiếu chuyên biệt. Ngày 10/8/2017, Việt Nam mở cửa thị trường chứng khoán phái sinh, một trong 3 trụ cột quan trọng trong cấu trúc của một thị trường chứng khoán hiện đại.

Với tốc độ phát triển kinh tế và hội nhập sâu rộng với kinh tế toàn cầu, doanh nghiệp Việt Nam tất yếu chịu tác động và các ảnh hưởng rủi ro của các yếu tố thị trường như những thay đổi trong tỷ giá hối đoái, giá cả hàng hoá trên thị trường, tỷ lệ lãi suất, thay đổi của thị trường tài chính và chứng khoán ... (Nguyễn Thu Thủy, 2017). Tuy nhiên, theo Trần Mạnh Dũng (2014), việc áp dụng công cụ tài chính phái sinh cũng như kế toán công cụ tài chính phái sinh thực sự được coi là thách thức đối với các doanh nghiệp trong những năm đầu áp dụng.

Tìm kiếm các giải pháp phòng ngừa rủi ro là một nhu cầu lớn đối với các doanh nghiệp. Các công cụ tài chính phái sinh đã được ra đời cho phép các doanh nghiệp phòng ngừa rủi ro và đã trở thành một kênh đầu tư hấp dẫn đối với các nhà đầu tư, một kênh huy động vốn cho nền kinh tế. Nhiều quốc gia trên thế giới, đặc biệt là những nước có nền kinh tế phát triển đã sử dụng rộng rãi các công cụ tài chính phái sinh. Tại Việt Nam, vẫn còn rất ít các doanh nghiệp, trong đó có các doanh nghiệp xuất nhập khẩu, sử dụng các công cụ tài chính phái sinh để phòng ngừa rủi ro.

Việt Nam đang quyết tâm tham gia vào chuỗi cung ứng toàn cầu, mở rộng hợp tác kinh tế và thương mại quốc tế, hoàn thiện thể chế kinh tế thị trường hiện đại. Bối cảnh này đã thúc đẩy các doanh nghiệp xuất nhập khẩu của Việt Nam sử dụng các công cụ tài chính phái sinh để phòng ngừa và hạn chế rủi ro, đóng góp tích cực vào nền kinh tế. Sử dụng các công cụ tài chính phái sinh của các doanh nghiệp nói chung, trong đó có các doanh nghiệp xuất nhập khẩu nói riêng bị ảnh hưởng (tác động) bởi những yếu tố nào đang là chủ đề quan tâm sâu sắc. Theo đó, dựa vào mức độ ảnh hưởng của các yếu tố đến việc sử dụng sẽ là cơ sở để nhóm nghiên cứu đưa ra các khuyến nghị nhằm thúc đẩy việc sử dụng các công cụ tài chính phái sinh, qua đó phòng ngừa và hạn chế rủi ro trong các doanh nghiệp xuất nhập khẩu.

2. Công cụ tài chính phái sinh và các yếu tố tác động

2.1. Công cụ tài chính phái sinh

Công cụ tài chính phái sinh (CCTCPS) có quá trình phát triển khá lâu, bắt đầu từ những năm 80 của thế kỷ 20 và nó đánh dấu sự phát triển của trào lưu

đổi mới tài chính. Theo Setty & Dodd (2003), hợp đồng phái sinh được hiểu là một hợp đồng tài chính có giá trị gắn liền với giá của hàng hóa, nguyên liệu, tài sản, tỷ giá, chỉ số, biến cố hoặc quy mô của sự kiện được nêu trong hợp đồng”. Theo John & Goodman (2010), công cụ tài chính phái sinh là một hợp đồng có giá trị phụ thuộc vào kết quả hoạt động của một tài sản tài chính gốc, một chỉ số hoặc các công cụ đầu tư khác. Theo Chuẩn mực kế toán tài chính số 133 của Hoa Kỳ về công cụ tài chính phái sinh và phòng ngừa rủi ro, công cụ tài chính phái sinh có một hoặc nhiều tài sản cơ sở và một hoặc nhiều số lượng vốn kết hợp lại với nhau thành khối. Theo Chuẩn mực kế toán quốc tế số 39 - Đo lường và ghi nhận công cụ tài chính, công cụ tài chính phái sinh được xem là hợp đồng có giá trị thay đổi theo sự thay đổi của các yếu tố thị trường (tài sản cơ sở). Công cụ tài chính phái sinh có khoản đầu tư ban đầu thấp hoặc gần như bằng không và công cụ tài chính phái sinh được thanh toán vào một ngày trong tương lai.

Dựa trên các tiêu chí khác nhau, công cụ tài chính phái sinh được chia thành các loại cụ thể. Phân loại theo đặc điểm và tính chất của hợp đồng phái sinh, bao gồm: hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng tương lai, hợp đồng hoán đổi và hợp đồng quyền chọn. Phân loại theo phương thức thanh toán, công cụ tài chính phái sinh gồm: công cụ tài chính phái sinh chuyển giao gốc phái sinh và công cụ tài chính phái sinh không chuyển giao gốc phái sinh. Phân loại theo tài sản tham chiếu, gồm: công cụ tài chính phái sinh lãi suất, công cụ tài chính phái sinh tiền tệ, công cụ tài chính phái sinh hàng hóa, và công cụ tài chính phái sinh chứng khoán. Cuối cùng, phân loại công cụ tài chính phái sinh theo mục đích sử dụng, gồm công cụ tài chính phái sinh phòng ngừa rủi ro và công cụ tài chính phái sinh cho mục đích thương mại.

2.2. Các yếu tố tác động đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh

Dựa vào tổng hợp các công trình nghiên cứu, các yếu tố chính có tác động đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh của doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp xuất nhập khẩu, gồm:

- *Khả năng tài trợ cơ hội tăng trưởng (Funding Growth Opportunities)*: Khả năng tài trợ cơ hội tăng trưởng được đo lường bằng hệ số giá ghi sổ trên giá thị trường (Book to market ratio - B/P). Đây là chỉ tiêu xác định giá trị thực sự của một doanh nghiệp

bằng cách so sánh giá trị kế toán (giá trị ghi sổ) với giá trị thị trường của doanh nghiệp đó. Hệ số giá ghi sổ trên giá thị trường cao cho thấy doanh nghiệp làm ăn có hiệu quả và tiềm năng thu được lợi nhuận cao, nhờ vậy nhu cầu vốn cho tăng trưởng của doanh nghiệp càng cao. Doanh nghiệp có xu hướng huy động các nguồn tài trợ vốn phục vụ mục đích tăng trưởng (Geczy & cộng sự, 1997). Đối với các doanh nghiệp xuất nhập khẩu, trong bối cảnh giao thương mạnh mẽ trên phạm vi toàn cầu, các hợp đồng kinh doanh có giá trị lớn, trong khi thị trường quốc tế ngày càng biến động (Bessembinder, 1991). Để phòng ngừa rủi ro với các cơ hội tăng trưởng vốn, doanh nghiệp xuất nhập khẩu sẽ sử dụng các công cụ tài chính phái sinh. Như vậy, hệ số giá ghi sổ trên giá thị trường càng cao thì rủi ro vốn càng cao, doanh nghiệp có xu hướng dùng công cụ tài chính phái sinh càng cao.

Dựa trên những phân tích này, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết 1 như sau: *Các cơ hội tăng trưởng càng lớn thì doanh nghiệp xuất nhập khẩu càng có khả năng sử dụng công cụ tài chính phái sinh.*

- *Sức ép tài chính (Financial Distress)*: Sức ép tài chính trong doanh nghiệp xuất nhập khẩu thể hiện qua các khoản nợ đến hạn, lãi suất vay, chi phí đầu vào, giá đầu ra, chi phí lao động và các khoản chi khác (Geczy & cộng sự, 1997). Các doanh nghiệp nói chung và các doanh nghiệp xuất nhập khẩu nói riêng luôn chịu một sức ép lớn về tài chính. Môi trường hoạt động kinh doanh quốc tế luôn thay đổi với nhiều hoạt động giao dịch với các đối tác nước ngoài có thể tạo sức ép tài chính đối với doanh nghiệp xuất nhập khẩu (Smith & Stulz, 1985). Bên cạnh đó, dòng lưu chuyển vốn biến động là nguyên nhân có thể dẫn đến tính thanh khoản hiện có của doanh nghiệp không đáp ứng đầy đủ và kịp thời các nghĩa vụ thanh toán định kỳ như lương và thanh toán lãi suất. Về cơ bản, sức ép tài chính của doanh nghiệp xuất nhập khẩu được đo lường bằng một số chỉ tiêu như khả năng thanh toán lãi vay, hệ số thanh toán nhanh, hệ số thanh toán hiện tại, ROE và ROA. Cụ thể:

Khả năng thanh toán lãi vay (interest coverage ratio) cho biết mức độ lợi nhuận đảm bảo khả năng trả lãi vay của doanh nghiệp xuất nhập khẩu. Nếu hệ số này quá thấp, các chủ nợ có thể gây sức ép lên doanh nghiệp, thậm chí dẫn tới phá sản doanh nghiệp. Ngược lại, hệ số này càng cao thì khả năng

thanh toán lãi của doanh nghiệp xuất nhập khẩu cho các chủ nợ càng lớn. Như vậy, sức ép tài chính của doanh nghiệp sẽ giảm, doanh nghiệp xuất nhập khẩu có xu hướng hạn chế sử dụng các công cụ tài chính phái sinh (Singh & Upneja, 2007; Bartram & cộng sự, 2009).

Hệ số thanh toán nhanh (quick ratio) và hệ số thanh toán hiện tại (current ratio) phản ánh khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn của doanh nghiệp xuất nhập khẩu. Trong đó, hệ số thanh toán nhanh thể hiện khả năng doanh nghiệp dùng tiền hoặc tài sản có thể chuyển đổi thành tiền để trả nợ ngay khi đến hạn và quá hạn. Hệ số này càng lớn (hệ số lý tưởng bằng 1) thì doanh nghiệp xuất nhập khẩu càng có khả năng thanh toán các khoản nợ khi đến hạn hoặc quá hạn. Hệ số thanh toán hiện tại được sử dụng để đo lường khả năng trả các khoản nợ ngắn hạn của doanh nghiệp (như nợ và các khoản phải trả) bằng các tài sản ngắn hạn như tiền mặt, các khoản phải thu, hàng tồn kho ... Trong hai hệ số này, hệ số khả năng thanh toán nhanh phản ánh chính xác hơn khả năng trả nợ ngay của một doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp xuất nhập khẩu nói riêng. Hai hệ số này càng cao, khả năng trả nợ của doanh nghiệp xuất nhập khẩu càng lớn. Như vậy, sức ép tài chính của doanh nghiệp xuất nhập khẩu thấp, và doanh nghiệp có xu hướng hạn chế sử dụng các công cụ tài chính phái sinh (Bartram & cộng sự, 2009).

Tỷ số lợi nhuận trên vốn (ROE) và Tỷ số lợi nhuận trên tài sản (ROA) phản ánh khả năng sinh lời của doanh nghiệp. ROA cung cấp cho nhà đầu tư thông tin về các khoản lãi được tạo ra từ lượng vốn đầu tư (hay lượng tài sản). ROA càng cao thì doanh nghiệp xuất nhập khẩu đang kiếm được nhiều tiền hơn trên lượng đầu tư ít hơn. Trong khi đó, ROE là tỷ số quan trọng nhất đối với các cổ đông, tỷ số này đo lường khả năng sinh lợi trên mỗi đồng vốn của cổ đông thường. Tỷ lệ ROE càng cao càng chứng tỏ doanh nghiệp sử dụng hiệu quả đồng vốn của cổ đông để khai thác lợi thế cạnh tranh trong quá trình huy động vốn và mở rộng quy mô. Nhìn chung, ROE và ROA càng cao cho thấy sức ép tài chính của doanh nghiệp xuất nhập khẩu càng thấp, doanh nghiệp sẽ hạn chế sử dụng các công cụ tài chính phái sinh (Singh & Upneja, 2007; Bartram & cộng sự, 2009).

Với những phân tích trên, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết 2 như sau: *Sức ép tài chính càng cao thì khả năng sử dụng công cụ tài chính phái sinh của*

doanh nghiệp xuất nhập khẩu càng cao.

- *Thuế (Taxes)*: Các doanh nghiệp xuất nhập khẩu, về bản chất, chịu nhiều loại thuế hơn so với các doanh nghiệp khác. Ngoài các loại thuế thông thường theo quy định, các doanh nghiệp xuất nhập khẩu còn chịu loại thuế đặc thù là thuế áp dụng với các sản phẩm xuất nhập khẩu, bao gồm thuế trong và ngoài nước. Tính chất dễ biến đổi trong thu nhập dẫn đến giảm thanh toán thuế trong một số giai đoạn và theo tính chất bù trừ làm tăng thanh toán thuế trong những giai đoạn khác (Smith & Stulz, 1985). Thuế trong doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp xuất nhập khẩu nói riêng được đo lường bằng hệ số thuế (tax ratio). Hệ số này càng cao cho thấy doanh nghiệp càng phải chịu nhiều chi phí thuế, vì vậy doanh nghiệp càng có xu hướng sử dụng các công cụ tài chính phái sinh.

Dựa trên những phân tích này, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết 3 như sau: *Thuế phải chịu càng cao thì doanh nghiệp xuất nhập khẩu càng có khả năng*

sử dụng công cụ tài chính phái sinh.

- *Đòn bẩy tài chính (Financial Leverage)*: Đòn bẩy là công cụ quan trọng với các doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp xuất nhập khẩu nói riêng trong trường hợp cần tăng cường nguồn lực vốn. Mặc dù sử dụng đòn bẩy làm tăng nợ nhưng nguồn vốn của doanh nghiệp được mở rộng và tận dụng được lợi thế lá chắn thuế (Bartram & cộng sự, 2009). Việc sử dụng đòn bẩy trong doanh nghiệp được đo lường bằng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (debt-to-equity ratio). Tỷ số này cho biết quan hệ giữa vốn huy động bằng đi vay và vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp (Stulz, 2000). Tỷ số này nhỏ chứng tỏ doanh nghiệp càng ít phụ thuộc vào hình thức huy động vốn bằng vay nợ; và hàm ý doanh nghiệp chịu độ rủi ro thấp. Khi đó, doanh nghiệp có xu hướng hạn chế sử dụng công cụ tài chính phái sinh để phòng ngừa rủi ro.

Qua những phân tích này, nghiên cứu đưa ra giả thuyết 4 như sau: *Doanh nghiệp xuất nhập khẩu sử*

Bảng 1: Thống kê mô tả về mẫu nghiên cứu

Chỉ tiêu	n	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Trung bình	Độ lệch chuẩn
Tổng tài sản (Asset) (triệu VND)	592	218,63	1.292.647,25	26.937,53	83.060,35
Giá trị sử dụng CCTCPS (Derivative value) (triệu VND)	592	0	801.441,29	12.118,20	48.389,35
Giá trị định danh phái sinh (Notional value of derivatives)	592	0	0,620	0,270	0,118
Giá trị vốn hoá thị trường (Market Cap) (triệu VND)	592	2.359,00	133.597.500,00	1.358.474,45	7.965.469,15
Giá trị logarithm của giá trị vốn hoá thị trường (Lg Market Capital)	592	9,373	14,126	11,274	0,737
Hệ số giá ghi sổ trên giá thị trường (Book-to-Market Ratio)	592	-23,17	8,95	1,16	1,71
Khả năng thanh toán lãi vay (Coverage)	592	-195,81	23.763,24	170,86	1,370,97
Hệ số thanh toán nhanh (Quick Ratio)	592	0,01	20,08	1,03	1,36
Hệ số thanh toán hiện hành (Current Ratio)	592	0,05	56,36	2,04	3,06
ROE	592	-42,79	6,03	-0,03	1,95
ROA	592	-0,75	0,36	0,03	0,09
Hệ số thuế (Taxe Rate)	592	-2,34	13,53	0,19	0,59
Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (Debt-to-equity ratio)	592	-59,23	703,19	3,71	31,75
Tỷ lệ cổ phần CEO hiện có (%)	592	0	78,11	8,25	11,47
Tuổi (Firm age)	592	2	62	23,390	14,1611

Nguồn: Xử lý dữ liệu từ Báo cáo tài chính năm 2016 của các công ty trong mẫu

dụng đòn bẩy tài chính càng cao thì khả năng sử dụng công cụ tài chính phái sinh càng cao.

- Động lực quản trị (Management Incentives): Trong doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp xuất nhập khẩu nói riêng, tồn tại hai nhóm liên quan mật thiết, bao gồm: nhóm cung cấp nguồn lực tài chính và nhóm điều hành doanh nghiệp. Việc bảo đảm và phân chia quyền lợi giữa hai nhóm này là nguyên nhân phát sinh xung đột lợi ích trong doanh nghiệp. Chủ sở hữu và nhà đầu tư lo ngại về việc thất thoát và sử dụng kém hiệu quả nguồn tài chính đã cung cấp cho doanh nghiệp (Stulz, 2000). Điều này khiến các nhà điều hành doanh nghiệp bị hạn chế trong việc đưa ra các quyết định điều hành do chịu quá nhiều kiểm soát từ các nhà cung cấp tài chính. Tuy nhiên, nhờ vậy mà rủi ro trong các quyết định kinh doanh xuất nhập khẩu của doanh nghiệp cũng sẽ hạn chế. Động lực quản trị thể hiện qua tỷ lệ cổ phần của CEO. Tỷ lệ cổ phần của CEO càng lớn thì khả năng linh hoạt trong việc đưa ra các quyết định kinh doanh xuất nhập khẩu càng cao. Khi đó, các quyết định kinh doanh ít bị giám sát hơn, điều này đồng nghĩa với việc nguy cơ rủi ro đến từ các quyết định kinh doanh của doanh nghiệp xuất nhập khẩu cũng cao hơn, doanh nghiệp có xu hướng sử dụng các công cụ tài chính phái sinh.

Trên cơ sở đó, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết 5 như sau: Động lực quản trị càng lớn thì doanh nghiệp xuất nhập khẩu càng có khả năng sử dụng

công cụ tài chính phái sinh.

- Quy mô doanh nghiệp (Firm Size): Quy mô doanh nghiệp thể hiện thông qua giá trị vốn hoá thị trường (market capitalisation) của doanh nghiệp hoặc quy mô nhân viên của doanh nghiệp (Bessembinder, 1991). Các doanh nghiệp xuất nhập khẩu quy mô lớn thường ký kết các hợp đồng kinh doanh có giá trị cao, nguy cơ rủi ro sẽ cao hơn. Vì vậy, các doanh nghiệp này cũng có xu hướng lựa chọn sử dụng các công cụ tài chính phái sinh để phòng ngừa rủi ro.

Dựa trên những phân tích này, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết 6 như sau: Quy mô càng lớn thì doanh nghiệp xuất nhập khẩu càng có khả năng sử dụng công cụ tài chính phái sinh.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mẫu nghiên cứu

Để kiểm định các giả thuyết đã đề ra, nhóm tác giả sử dụng phương pháp phân tích hồi quy. Dữ liệu thứ cấp được thu thập từ báo cáo tài chính 2016 của doanh nghiệp xuất nhập khẩu tại cơ sở dữ liệu Vietstock - Cổng thông tin trực tuyến đầu ngành về tài chính và chứng khoán tại Việt Nam. Các doanh nghiệp không có hoạt động xuất nhập khẩu và không có đầy đủ thông tin cần thiết bị loại ra khỏi mẫu nghiên cứu. Kết quả là mẫu nghiên cứu gồm 592 doanh nghiệp có hoạt động xuất nhập khẩu.

3.2. Đo lường các biến và mô hình hồi quy

Về biến phụ thuộc, các nghiên cứu trước đây

Bảng 2: Đo lường các biến trong mô hình

Tên biến	Tiếng Anh	Đo lường	Tác động
Khả năng tài trợ cơ hội tăng trưởng	Book-to-Market Ratio	Giá trị ghi sổ / Giá trị thị trường	+
Khả năng thanh toán lãi vay	Coverage	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay / Chi phí lãi vay	-
Hệ số thanh toán nhanh	Quick Ratio	(Giá trị tài sản lưu động - Giá trị hàng tồn kho) / Giá trị nợ ngắn hạn	-
Tỷ số lợi nhuận trên tài sản	Return on assets	Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản	-
Hệ số thuế	Tax Ratio	Thuế thu nhập / Thu nhập trước thuế	-
Đòn bẩy tài chính	Debt-to-equity ratio	Tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần = Tổng nợ / Tổng tài sản	-
Động lực quản trị	% Shares held by CEO	Tỷ lệ cổ phần CEO hiện có (%)	+
Quy mô doanh nghiệp	Lg Market Capital	Giá trị logarithm của giá trị vốn hoá	+
Tuổi doanh nghiệp	Firm age	Điều tra 2016 – năm thành lập đơn vị	+

thường dùng 2 cách đo lường biến phụ thuộc sử dụng công cụ tài chính phái sinh: biến nhị phân với 2 giá trị là 0 nếu không dùng, và 1 nếu có dùng (Whidbee & Wohar, 1999; Pennings, 2002); hoặc bằng giá trị định danh phái sinh (notional value of derivatives) mà nó được xác định bằng tỷ số giữa tổng giá trị hoạt động phái sinh tài chính của doanh nghiệp chia (:) cho giá trị sổ sách tài sản của doanh nghiệp (Fok & cộng sự, 1997; Singh & Upneja, 2007; Ameer, 2010). Trong nghiên cứu này, chúng tôi sử dụng phương pháp thứ hai dùng giá trị định danh phái sinh đại diện cho *biến phụ thuộc*, nhằm đánh giá được cả cường độ tác động của các yếu tố hay biến độc lập đến thực trạng sử dụng công cụ tài chính phái sinh của các doanh nghiệp xuất nhập khẩu Việt Nam.

Như đã phân tích trong phần trước, 10 biến độc lập được sử dụng trong nghiên cứu này. Tuy nhiên, do Hệ số thanh toán nhanh và Hệ số thanh toán hiện hành có quan hệ tương quan chặt chẽ với nhau, vì vậy chỉ Hệ số thanh toán nhanh được chọn dùng trong phân tích hồi quy. Tương tự, ROA và ROE cũng thường có quan hệ tương quan chặt chẽ với nhau, nên chỉ ROA được chọn sử dụng vì cho phép phản ánh doanh nghiệp một cách tổng thể hơn. Như vậy, nghiên cứu này sẽ kiểm định 08 biến, và 01 biến kiểm soát là tuổi của doanh nghiệp. Các biến độc lập và kiểm soát được trình bày trong bảng 2.

Mô hình hồi quy được thiết lập như sau:

$$Y = a_0 + a_1x_1 + \dots + a_9x_9 + \varepsilon$$

Trong đó:

Y: Quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh của doanh nghiệp xuất nhập khẩu;

$a_0, a_1, \dots, a_8, a_9$: Các hệ số cần tìm;

$x_1, x_2, \dots, x_8, x_9$: 8 yếu tố tác động đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh của doanh nghiệp xuất nhập khẩu và biến kiểm soát là tuổi doanh nghiệp;

ε : Sai số chuẩn.

4. Kết quả và thảo luận

Kết quả phân tích hồi quy và thực hiện các phép kiểm tra đa cộng tuyến cho thấy, mô hình phân tích với 8 biến độc lập có tác động đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh của doanh nghiệp xuất nhập khẩu. Theo kết quả phân tích hồi quy, thống kê F là 122,522, giá trị p (Sig.) = 0,000 cho thấy mô hình phù hợp với dữ liệu thu thập được và tồn tại các biến có giá trị giải thích cho mô hình. Giá trị R bình phương điều chỉnh đạt 0,649 cho thấy các biến độc lập của mô hình giải thích được 64,90% sự biến thiên của biến phụ thuộc. Giá trị đa cộng tuyến VIF của các biến đều nhỏ hơn 2 đảm bảo mô hình không tồn tại hiện tượng này. Kết quả này cho thấy mô hình phân tích hồi quy đạt mức tin cậy. Kết quả phân tích hồi quy cụ thể như trình bày trong Bảng 3.

Theo kết quả phân tích hồi quy, biến độc lập “Khả năng tài trợ cơ hội tăng trưởng” có tác động đáng

Bảng 3: Kết quả phân tích hồi quy

	Hệ số		t	Sig.	Đa cộng tuyến	
	Hệ số B	Sai số chuẩn			Tolerance	VIF
(hệ số)	-1,260***	0,049	-25,977	0,000		
Book-to-Market Ratio	0,004*	0,002	2,133	0,033	0,943	1,060
Coverage	0,000	0,000	0,495	0,621	0,805	1,243
Quick-Ratio	-0,010***	0,002	-4,174	0,000	0,777	1,287
ROA	-0,293***	0,035	-8,335	0,000	0,821	1,218
Tax-Rate	0,005	0,005	1,094	0,274	0,995	1,005
Debt-to-equity ratio	0,000**	0,000	2,623	0,009	0,985	1,016
% Shares hold by CEO	0,000	0,000	1,303	0,193	0,983	1,017
Lg Market Capital	0,137***	0,004	32,299	0,000	0,849	1,178
Firm-age	0,000	0,000	0,228	0,820	0,953	1,049
R: 0,809	R ² : 0,655	R ² điều chỉnh: 0,649		* Có ý nghĩa thống kê với p < .05;		
F: 122,522	Sig.: 0,000			** Có ý nghĩa thống kê với p < .01;		
				*** Có ý nghĩa thống kê với p < .001.		

kể và tích cực đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh của doanh nghiệp xuất nhập khẩu với độ tin cậy 99% ($B = 0,004$; $Sig. = 0,033$). Kết quả này cho phép khẳng định giả thuyết 1: Các cơ hội tăng trưởng càng cao, đòi hỏi nhu cầu vốn càng cao thì khả năng sử dụng công cụ tài chính phái sinh của các doanh nghiệp xuất nhập khẩu càng cao. Các doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp xuất nhập khẩu nói riêng luôn tìm cách duy trì ổn định và tăng trưởng nguồn vốn để mở rộng hoạt động kinh doanh. Khi nguồn vốn càng lớn, các doanh nghiệp càng chú trọng hơn đến phòng ngừa rủi ro. Các công cụ tài chính phái sinh trở thành công cụ phù hợp để các doanh nghiệp sử dụng, vừa đảm bảo có được nguồn vốn lớn cho sản xuất kinh doanh, vừa phòng ngừa các nguy cơ rủi ro tài chính có thể xảy ra. Thị trường xuất nhập khẩu và giao thương quốc tế của Việt Nam ngày càng mở rộng, do đó các doanh nghiệp sẽ có nhu cầu lớn về vốn để mở rộng và tăng cường năng lực kinh doanh của doanh nghiệp. Vì vậy, các công cụ tài chính phái sinh sẽ có nhiều khả năng được nhiều doanh nghiệp xuất nhập khẩu sử dụng.

Khả năng thanh toán lãi vay không có tác động đáng kể đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh của các doanh nghiệp ($Sig. = 0,621 > 0,05$). Sức ép tài chính còn thể hiện qua khả năng thanh khoản với 2 hệ số thanh toán nhanh (Quick Ratio) và hệ số thanh toán hiện hành (Current Ratio). Do 2 hệ số này có độ tương quan với nhau, bài viết chỉ sử dụng Hệ số thanh toán nhanh để đo lường khả năng thanh toán để phù hợp hơn với các doanh nghiệp xuất nhập khẩu. Theo kết quả phân tích hồi quy, biến độc lập “Hệ số thanh toán nhanh” có tác động đáng kể đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái

sinh của doanh nghiệp với mức độ tin cậy 99% ($Sig. = 0,000$). Với chỉ số $B = - 0,010$ cho thấy, hệ số thanh toán nhanh càng thấp (đồng nghĩa rủi ro càng cao) thì các doanh nghiệp xuất nhập khẩu càng có xu hướng dùng công cụ tài chính phái sinh càng cao.

Sức ép tài chính cũng được đánh giá qua khả năng sinh lời của doanh nghiệp xuất nhập khẩu với 2 hệ số ROE và ROA. Do 2 hệ số này tương quan với với nhau, nên nhóm tác giả chọn chỉ dùng ROA. Biến ROA có tác động đáng kể đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh của doanh nghiệp với độ tin cậy 99% ($Sig. = 0,000$). Với chỉ số $B = - 0,293$ cho thấy lợi nhuận càng lớn thì doanh nghiệp xuất nhập khẩu càng có xu hướng dùng công cụ tài chính phái sinh càng thấp và ngược lại.

Kết quả này khẳng định một phần giả thuyết 2, cụ thể: rủi ro thanh khoản càng cao thì xu hướng dùng phái sinh càng cao; lợi nhuận càng lớn xu hướng dùng phái sinh càng thấp và ngược lại. Trong khi đó, khả năng thanh toán lãi vay không có tác động đáng kể đến khả năng sử dụng công cụ tài chính phái sinh. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Smith & Stulz (1985), và cũng cho thấy các doanh nghiệp xuất nhập khẩu Việt Nam đã có những nhận thức phòng ngừa rủi ro thông qua sử dụng công cụ tài chính phái sinh.

Hệ số thuế không có tác động đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh của doanh nghiệp ($Sig. = 0,274 > 0,05$). Kết quả này không cho phép khẳng định đúng giả thuyết 3. Thực tế, các doanh nghiệp xuất nhập khẩu, ngoài chịu các loại thuế như các doanh nghiệp khác còn phải chịu thuế xuất nhập khẩu. Tuy nhiên, các loại thuế và mức thuế đối với từng sản phẩm cũng thường có những thay đổi theo

Bảng 4: Tác động của các biến độc lập đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh

Giả thuyết	Kiểm định	Biến	Tác động tìm ra
1	Đúng	Khả năng tài trợ cơ hội tăng trưởng	Tích cực
2	Đúng một phần	Khả năng thanh toán lãi vay	Không
		Hệ số thanh toán nhanh	Tiêu cực
		Tỷ số lợi nhuận trên tài sản	Tiêu cực
3	Không đúng	Hệ số thuế	Không
4	Đúng	Đòn bẩy tài chính	Tích cực
5	Không đúng	Động lực quản trị	Không
6	Đúng	Quy mô doanh nghiệp	Tích cực

từng thời điểm, từng quốc gia xuất nhập khẩu hàng hoá. Việt Nam ngày càng ký kết hiệp định thương mại tự do với nhiều quốc gia nên xu hướng chung là các hàng rào thuế quan sẽ ngày càng giảm.

Đòn bẩy tài chính có ý nghĩa thống kê với giá trị $\text{Sig.} = 0.009 < 0.05$ cho phép khẳng định đúng giả thuyết 4: doanh nghiệp xuất nhập khẩu sử dụng đòn bẩy tài chính càng cao thì khả năng sử dụng công cụ tài chính phái sinh cũng càng cao. Thực tế, những doanh nghiệp có dư nợ ngày càng cao thì lựa chọn một giải pháp phòng ngừa rủi ro như công cụ tài chính phái sinh là cần thiết. Hơn nữa, các ngân hàng là chủ nợ các doanh nghiệp đòi hỏi doanh nghiệp phải sử dụng biện pháp phòng ngừa để đảm bảo an toàn vốn.

Động lực quản trị không có ý nghĩa thống kê với giá trị $\text{Sig.} = 0,193 > 0,05$, không cho phép khẳng định đúng giả thuyết 5. Các doanh nghiệp với mô hình cổ phần hoá, nhiều người tham gia vào quản trị thường hay xảy ra những xung đột lợi ích có thể trở thành động lực quản trị rủi ro. Tuy nhiên, hình thức cổ phần hoá cũng như mức độ xung đột lợi ích ở các doanh nghiệp xuất nhập khẩu Việt Nam không lớn và có những khoảng cách nhất định với các doanh nghiệp nước ngoài. Một trong những nguyên nhân quan trọng là thị trường tự do của Việt Nam phát triển chậm hơn, mô hình đa sở hữu doanh nghiệp mới đang trên đà hoàn thiện và phát triển, hơn nữa, cấu trúc và hoạt động của doanh nghiệp còn thiếu chuyên nghiệp.

Quy mô doanh nghiệp cũng được xác định có tác động đáng kể đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh của doanh nghiệp với độ tin cậy 99% ($B = 0,137$; $\text{Sig.} = 0,000$). Kết quả này cho phép kiểm định đúng giả thuyết 6. Các doanh nghiệp có quy mô lớn cũng đồng nghĩa có nguồn vốn lớn đưa vào hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu; do đó, sử dụng công cụ tài chính phái sinh sẽ giúp doanh nghiệp giảm thiểu và phòng ngừa rủi ro đối với nguồn vốn và hoạt động của doanh nghiệp xuất nhập khẩu.

Như vậy, trong số 8 biến được khảo sát, có 5 biến độc lập có tác động đáng kể đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh của doanh nghiệp xuất nhập khẩu, trong đó có 3 biến tác động tích cực cùng chiều và 2 biến tác động tiêu cực ngược chiều. Trong số 6 giả thuyết nghiên cứu, qua kết quả phân tích hồi quy: có 3 giả thuyết (thứ 1, 4 và 6) được kiểm định đúng; giả thuyết 2 chỉ đúng một phần; 2 giả thuyết

(số 3 và 5) không được kiểm định đúng.

5. Kết luận và khuyến nghị

Thị trường xuất nhập khẩu của Việt Nam ngày càng mở rộng, đồng thời những biến động khó lường của thị trường tác động mạnh mẽ đến kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp khiến cho sử dụng công cụ tài chính phái sinh trở thành nhu cầu tất yếu của các doanh nghiệp xuất nhập khẩu Việt Nam. Nhằm tìm hiểu các yếu tố tác động đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh của doanh nghiệp, nghiên cứu đã tiến hành khảo sát các doanh nghiệp xuất nhập khẩu. Dựa trên kết quả khảo sát thu được, nghiên cứu đã tiến hành phân tích hồi quy. Kết quả cho thấy, trong số 8 yếu tố độc lập được phân tích, có 5 yếu tố có tác động đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh của các doanh nghiệp xuất nhập khẩu, gồm: (i) Hệ số giá ghi sổ trên giá thị trường, (ii) Quy mô của doanh nghiệp xuất nhập khẩu, (iii) Đòn bẩy tài chính, (iv) Hệ số thanh toán nhanh và (v) Tỷ số lợi nhuận trên tài sản. Trong đó, tỷ số lợi nhuận trên tài sản và quy mô vốn hóa thị trường là hai yếu tố có tác động mạnh nhất đến việc sử dụng công cụ tài chính phái sinh của các doanh nghiệp xuất nhập khẩu Việt Nam.

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, nhóm nghiên cứu đề xuất một số khuyến nghị nhằm tăng cường sử dụng các công cụ tài chính phái sinh tại các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và các doanh nghiệp xuất nhập khẩu nói riêng.

Đối với các doanh nghiệp xuất nhập khẩu Việt Nam, cần nâng cao trình độ và chất lượng nguồn nhân lực, đặc biệt đối với đội ngũ nhân sự quản trị doanh nghiệp, có vai trò quan trọng trong quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh. Doanh nghiệp sử dụng công cụ tài chính phái sinh cần có kế hoạch đào tạo, không ngừng nâng cao trình độ và chất lượng nhân sự để có cán bộ chuyên môn nghiệp vụ đủ năng lực thực hiện các nghiệp vụ khi doanh nghiệp sử dụng công cụ tài chính phái sinh trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Có nhiều yếu tố tác động đến quyết định sử dụng và hiệu quả của công cụ tài chính phái sinh. Do đó, doanh nghiệp xuất nhập khẩu cần sử dụng công cụ tài chính phái sinh một cách linh hoạt, đặc biệt cần nhận biết được trong các hoàn cảnh hoặc tình thế nào thì cần phải sử dụng công cụ tài chính phái sinh. Đặc biệt, đội ngũ nhân sự quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh và đội ngũ chuyên viên phải có khả năng vận

dụng linh hoạt các công cụ phòng ngừa rủi ro đối với tỷ giá, lãi suất cũng như giá cả hàng hóa. Ngoài ra, doanh nghiệp còn phải có khả năng phân tích và dự báo để có quyết định đúng đắn trong sử dụng công cụ tài chính phái sinh mà không gây tổn thất cho doanh nghiệp. Ví dụ, như căn cứ theo 5 chỉ số tài chính trong nghiên cứu này đã tìm ra có tác động đến khả năng và mức độ sử dụng công cụ tài chính phái sinh của doanh nghiệp.

Đối với cơ quan *nhà nước*, cần hoàn thiện đồng bộ khung pháp lý về công cụ tài chính phái sinh. Mặc dù các văn bản pháp lý về công cụ tài chính phái sinh không nhiều, nhưng vẫn còn tồn tại nhiều bất cập gây khó khăn cho các doanh nghiệp khi áp dụng công cụ này. Nhà nước cần sớm chỉnh sửa và ban hành thống nhất văn bản về cơ chế hoạt động của các giao dịch phái sinh hàng hóa, lãi suất, tiền tệ và chứng khoán. Nhà nước cần sớm ban hành các chuẩn mực về công cụ tài chính phái sinh. Một trong những nguyên nhân làm cho công cụ tài chính phái sinh chưa trở thành công cụ được sử dụng phổ biến ở các doanh nghiệp xuất nhập khẩu là do thiếu các hướng dẫn của nhà nước công cụ tài chính phái sinh. Điều này làm cho các doanh nghiệp xuất nhập khẩu, nhà cung cấp cũng như các nhà đầu tư còn rất e ngại về tính hiệu quả của các hợp đồng phái sinh, hoặc có thể sử dụng hợp đồng phái sinh nhưng khi trình bày không tách bạch với hợp đồng mua bán thông thường. Các cơ quan quản lý Nhà nước cần hỗ trợ,

phối hợp với các tổ chức tài chính cung cấp dịch vụ phái sinh, các tổ chức nghề nghiệp thực hiện các chương trình truyền thông, huấn luyện để nâng cao nhận thức, hiểu biết về kiến thức và tầm quan trọng của công cụ tài chính phái sinh trong hoạt động xuất nhập khẩu của doanh nghiệp trong điều kiện hiện nay. Tăng cường tuyên truyền, phổ biến cho các doanh nghiệp nhận thức một cách đầy đủ và chính xác những ảnh hưởng do biến động tỷ giá, lãi suất, giá cả gây ra thông qua các kênh thông tin như báo chí, truyền hình, internet v.v..., thiết lập các kênh cung cấp thông tin về sự biến động của tỷ giá, lãi suất, thị trường hàng hóa, để doanh nghiệp có căn cứ đánh giá rủi ro và xây dựng phương án quản trị rủi ro.

Với nhu cầu và quy mô vốn ngày càng lớn, các doanh nghiệp sẽ có nhu cầu lớn hơn trong sử dụng các công cụ phòng ngừa rủi ro. Với phạm vi hợp tác kinh doanh xuất nhập khẩu ngày càng mở rộng, đồng thời các hoạt động cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro, các doanh nghiệp xuất nhập khẩu Việt Nam sẽ ngày càng quan tâm hơn, ý thức được hơn vai trò quan trọng của công cụ tài chính phái sinh. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, bài viết đã đề xuất một số khuyến nghị đối với các doanh nghiệp xuất nhập khẩu và các cơ quan nhà nước nhằm thúc đẩy sử dụng và hiệu quả của các công cụ tài chính phái sinh tại các doanh nghiệp Việt Nam.

Tài liệu tham khảo:

- Ameer, R. (2010), 'Determinants of Corporate Hedging Practices in Malaysia', *International Business Research*, 3(2), 120-130.
- Bartram, S. M., Brown, G. W. & Fehle, F. R. (2009), 'International Evidence on Financial Derivatives Usage', *Financial Management*, 38(1), 185-206.
- Bessembinder, H. (1991), 'Forward Contracts and Firm Value: Investment Incentive and Contractina Effects', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26, 519-532.
- Fok, C. W. R., Carroll, C. & Chiou, C. M. (1997), 'Determinants of Corporate Hedging and Derivatives: A Revisit', *Journal of Economics and Business*, 49, 569-585.
- Geczy, C., Minton, B. A. & Schrand, C. (1997), 'Why Firms Use Currency Derivatives', *Journal of Finance*, 52(4), 1323-1354.
- John, D. & Goodman, J. E. (2010), *Dictionary of Finance and Investment Terms*, Copyright 2010, Barron's Educational Series.
- Nguyễn Thu Thủy (2017), 'Một số giải pháp phát triển thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 244, 25-33.
- Pennings, E. M. J. (2002), 'Pulling the trigger or not: Factors affecting the behavior of initiating a position in derivatives markets', *Journal of Economic Psychology*, 23(2), 263-278.
- Setty, G. & Dodd, R. (2003), *Credit rating agencies: Their impact on capital flows to developing countries*, Financial policy forum, Derivaties study center, Special policy report No. 6, truy cập ngày 15/01/2018 từ <http://www>.

financialpolicy.org/FPFSPR6.pdf.

- Singh, A. & Upneja, A. (2007), 'Extent of hedging in the US lodging industry', *International Journal of Hospitality Management*, 26(4), 764-776.
- Smith, W. S. Jr. & Stulz, R. M. (1985), 'The Determination of Firms' Hedging Policies', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), 341-406.
- Stulz, R. M. (2000), 'Diminishing the treats to sharehoder wealth', *Financial Times, Mastering-Risk*, April 2000.
- Trần Mạnh Dũng (2014), 'Tính tuân thủ chuẩn mực lập báo cáo tài chính quốc tế: Kiểm tra giảm giá trị tại Hồng Kông', *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 203(II), 131-139.
- Whidbee, A. D. & Wohar, M. (1999), 'Derivative activities and managerial incentives in the banking industry', *Journal of Corporate Finance*, 5, 251-276.