

TÁC ĐỘNG CỦA VIỆC SỬ DỤNG CÁC CÔNG CỤ TÀI CHÍNH PHÁI SINH ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN TTCK VIỆT NAM

TS. Bùi Thu Hiền* - Trần Thu Hoài*

Công cụ tài chính phái sinh là những công cụ được phát hành trên cơ sở những công cụ tài chính cơ sở nhằm phòng ngừa rủi ro, bảo vệ và tạo ra lợi nhuận cho các bên tham gia. Bài viết nghiên cứu về ảnh hưởng của việc sử dụng các công cụ tài chính phái sinh đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các Công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam. Sử dụng dữ liệu 150 quan sát của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam với các mô hình Pooled OLS, REM (Random Effect Model) và FEM (Fix Effect Model), kết quả cho thấy việc sử dụng các công cụ tài chính phái sinh có tác động tích cực đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Từ đó, bài viết đề xuất một số giải pháp và khuyến nghị cụ thể.

• Từ khóa: Công cụ tài chính phái sinh, thị trường phái sinh, hiệu quả kinh doanh, công ty niêm yết.

Financial derivatives are instruments that are issued on the basis of the underlying financial instruments to hedge risks, protect and create profits for the stakeholders. This paper investigates the influence of the use of financial derivatives on the business performance of companies listed on the Vietnam stock market. Using data of 150 observations of listed firms on Vietnam stock market with Pool OLS model, REM (Random Effect Model) and FEM (Fix Effect Model), the results show that the use of financial derivatives have a positive impact on business performance. Therefore, some specific solutions and recommendations have been proposed.

• Keywords: Derivative financial instruments, derivatives market, business performance, listed firms.

Ngày nhận bài: 25/4/2022

Ngày gửi phản biện: 26/4/2022

Ngày nhận kết quả phản biện: 26/5/2022

Ngày chấp nhận đăng: 28/5/2022

(CCTCPS) ra đời nhằm hạn chế thấp nhất những rủi ro có thể xảy ra. Công cụ tài chính phái sinh được hiểu là những công cụ được phát hành trên cơ sở những công cụ tài chính cơ sở đã có nhằm các mục tiêu khác nhau. Có thể thấy rằng, công cụ tài chính phái sinh là một loại hình bảo hiểm rủi ro tài chính khi thực hiện các hợp đồng kinh tế mà bản chất là phân tán rủi ro tiềm ẩn, bảo vệ hoặc tạo ra lợi nhuận cho các bên cùng tham gia.

Các công cụ tài chính phái sinh đóng vai trò quan trọng đối với thị trường tài chính như giúp các doanh nghiệp và các nhà đầu tư phòng ngừa rủi ro, cung cấp chỉ báo giá, tạo điều kiện thuận lợi trong điều hành doanh nghiệp. Bên cạnh đó, thị trường tài chính phái sinh giúp các tín hiệu thị trường khó bị bóp méo, khiến các nhà đầu cơ với ý định thao túng thị trường cũng có những khó khăn nhất định. Việc phát triển thị trường tài chính phái sinh là xu hướng tất yếu của mọi thị trường tài chính trên thế giới và Việt Nam cũng không

1. Giới thiệu chung

Với sự phát triển mạnh mẽ của nền kinh tế thị trường, các hoạt động của nền kinh tế diễn ra đa dạng dưới nhiều hình thức và cách thức khác nhau. Đầu tư đi kèm với rủi ro là điều không thể tránh khỏi, lợi nhuận tăng cao đồng nghĩa với việc rủi ro đối với nhà đầu tư cũng ngày một gia tăng. Do đó, các công cụ tài chính phái sinh

* Trường Đại học Ngoại thương; email: hienbt@ftu.edu.vn

nằm ngoài xu hướng đó. Tuy nhiên, để đưa các CCTCPS vào triển khai thực tiễn và khuyến khích các đối tượng khách hàng sử dụng hiệu quả là điều không dễ dàng trong điều kiện Việt Nam hiện nay do thị trường tài chính tiền tệ của Việt Nam vẫn còn non trẻ. Bài viết nhằm mục đích nghiên cứu tác động của việc sử dụng các công cụ tài chính phái sinh đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam dựa trên dữ liệu 150 mẫu quan sát trong giai đoạn 2017-2019. Từ đó, bài viết đưa ra một số giải pháp và khuyến nghị nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết thông qua việc sử dụng công cụ tài chính phái sinh.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

Lý thuyết về cơ cấu vốn (Capital Structure Theory)

Theo mô hình của lý thuyết cấu trúc vốn cổ điển của Modigliani và Miller (1958), trong một thị trường vốn hoàn hảo, các cổ đông có thể tự quản trị rủi ro bằng cách đa dạng hóa các khoản đầu tư của họ khi cần thiết. Tuy nhiên, trong thế giới thực nơi thị trường vốn không hoàn hảo, việc quản trị rủi ro doanh nghiệp có thể mang lại lợi ích giá trị doanh nghiệp khi chi phí đại lý và thuế doanh nghiệp được xem xét (Aretz và Bartram, 2010). Trên thực tế, các công cụ tài chính phái sinh đang phát triển nhanh chóng trên toàn cầu và các hợp đồng phái sinh đã trở thành công cụ phòng ngừa rủi ro quan trọng và nổi bật trong việc quản lý rủi ro giữa các công ty (Perez-Gonzalez và Yun, 2013).

Lý thuyết các bên liên quan (Stakeholder Theory)

Lý thuyết các bên liên quan lần đầu tiên được đề cập trong nghiên cứu của Freeman (1984). Theo đó, lý thuyết cho rằng sự thành công của một tổ chức phụ thuộc vào mối quan hệ giữa nhà quản lý với các đối tượng liên quan như nhân viên, nhà cung cấp, Nhà nước, khách hàng và các đối tượng khác. Chính vì vậy, các hoạt động của doanh nghiệp được thực hiện dựa trên quan điểm, nhu cầu và lợi ích của các đối tượng có liên quan. Do đó, nhà quản trị sẽ phải cân nhắc đến lợi ích của các bên liên quan trước khi ra quyết định cũng như cần phải cân bằng lợi ích giữa các bên.

Cassano và cộng sự (2015) lập luận rằng để cải thiện mối quan hệ với các bên liên quan, cần có sự công bố thông tin về hoạt động quản trị rủi ro của doanh nghiệp và hoạt động này là rất cần thiết.

Tổng quan nghiên cứu

Không có nhiều nghiên cứu khẳng định về hiệu quả kinh tế của việc sử dụng các công cụ tài chính phái sinh trong việc phòng ngừa rủi ro cho công ty, và đặc biệt là liệu việc sử dụng các công cụ phái sinh có thể làm tăng giá trị và hiệu quả kinh doanh của công ty hay không. Ở Mỹ, Allayannis và Weston (2001) đã kiểm định việc sử dụng các công cụ phái sinh ngoại tệ và giá trị thị trường của các công ty phi tài chính của Hoa Kỳ. Họ nhận thấy rằng, phí bảo hiểm rủi ro có tác động đến giá trị của các doanh nghiệp có sử dụng công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá hối đoái. Jin và Jorion (2006) đã nghiên cứu hoạt động của các công ty dầu khí Hoa Kỳ và nhận thấy rằng, trong khi bảo hiểm rủi ro bằng các công cụ phái sinh có thể làm giảm độ nhạy cảm của giá cổ phiếu của công ty đối với biến động giá dầu khí; không có bằng chứng rõ ràng về mối quan hệ giữa giá trị thị trường và bảo hiểm rủi ro trong ngành này. Huang Yujuan (2009) đã phân tích ảnh hưởng của việc vận dụng công cụ tài chính phái sinh đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty sản xuất kim loại màu và ngân hàng niêm yết trên thị trường chứng khoán của Trung Quốc. Theo đó, nghiên cứu thu được kết quả là công cụ tài chính phái sinh có tác động làm tăng hệ số q của Tobin các công ty kim loại màu, tuy nhiên không có tác động rõ ràng đến ROA, EPS và CPS. Hon (2012) phát hiện ra rằng hoán đổi lãi suất được sử dụng nhiều hơn để phòng ngừa rủi ro lãi suất bởi 59% công ty trong chỉ số Hang Seng của Hồng Kông, Chernenko và Faulkender (2011) kết luận rằng, tỷ lệ sử dụng các công cụ tài chính phái sinh lãi suất để phòng ngừa rủi ro và đầu cơ bởi 1.854 công ty xấp xỉ như nhau. Tương tự, nghiên cứu của Allayannis, Lel và Miller (2011) cho biết rằng, việc sử dụng các công cụ phái sinh ngoại tệ để phòng ngừa rủi ro tỷ giá hối đoái làm tăng tỷ lệ giá trị doanh nghiệp Tobin's Q cho 370 công ty từ 39 quốc gia khác nhau. Ngoài ra, Singh (2004) và Varangis, Larson và Anderson (2002) đều cho

rằng, việc sử dụng các hợp đồng phái sinh quyền chọn để quản lý rủi ro giá hàng hóa có lợi trong việc tăng lợi nhuận của các công ty. Nghiên cứu của Lau (2016) sử dụng ba mô hình đánh giá hiệu quả kinh doanh (giá trị thị trường của công ty, ROA và ROE) và hồi quy hai giai đoạn để kết luận rằng tại các thị trường đang phát triển, việc sử dụng công cụ tài chính phái sinh góp phần cải thiện ROA và ROE, là động lực chính thúc đẩy giá trị thị trường của công ty. Nghiên cứu của Lenee & Oki (2017) chỉ ra rằng, việc phòng ngừa rủi ro lãi suất của 10 công ty tài chính và phi tài chính với sự kết hợp của các công cụ phái sinh kỳ hạn và tương lai làm tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty được đo lường bằng tỷ suất sinh lời trên tài sản trong khi nếu chỉ sử dụng hoán đổi lãi suất thì sẽ cho kết quả ngược lại.

Ở Việt Nam hiện nay, có rất ít nghiên cứu về các công cụ tài chính phái sinh. Một số các nghiên cứu có thể nhắc đến như Bùi Thanh Nga (2008) nghiên cứu về khung pháp lý đối với chứng khoán phái sinh một số nước và đề xuất nội dung pháp lý cho Việt Nam; Nguyễn Thị Quỳnh Hoa (2015) đưa ra cơ sở lý luận về công cụ phái sinh và thị trường công cụ phái sinh ngoại hối, đánh giá thực trạng các công cụ phái sinh ngoại hối tại Việt Nam và đề xuất các giải pháp nhằm phát triển thị trường công cụ phái sinh ngoại hối tại Việt Nam. Nghiên cứu gần đây nhất của Nguyễn Thu Thủy (2021) phân tích các nhân tố tác động đến việc trình bày và công bố kế toán công cụ tài chính phái sinh tại các doanh nghiệp Việt Nam đưa ra kết quả bao gồm các nhân tố pháp lý; thị trường; người làm kế toán; nhà quản lý; công nghệ thông tin, truyền thông tác động nhất định đến trình bày và công bố thông tin công cụ tài chính phái sinh.

Như vậy, tổng quan tình hình nghiên cứu cho thấy, hiện nay trên thế giới và Việt Nam có rất ít các nghiên cứu về mối quan hệ giữa việc sử dụng các CCTCPS với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, các nghiên cứu cũng chưa thống nhất liệu hiệu quả hoạt động kinh doanh có thể bị tác động bởi việc sử dụng công cụ tài chính phái sinh hay không. Đây chính là khoảng trống nghiên cứu dẫn đến việc xem xét tác động của công cụ tài chính phái sinh đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết trên thị trường Việt Nam là điều vô cùng cần thiết.

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Các mô hình nghiên cứu như sau:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \log qm_{it} + \beta_2 ccv_{it} + \beta_3 dttscd_{it} + \beta_4 ttdtd_{it} + \beta_5 tlcdl_{it} + \beta_6 ps_{it} + uit \quad (1)$$

$$EPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 \log qm_{it} + \beta_2 ccv_{it} + \beta_3 dttscd_{it} + \beta_4 ttdtd_{it} + \beta_5 tlcdl_{it} + \beta_6 ps_{it} + uit \quad (2)$$

Bảng 1: Tóm tắt các biến

Tên biến	Giải thích biến	Công thức tính
ROA	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản	$\frac{\text{Tỷ suất sinh lời}}{\text{Tổng tài sản}}$
EPS	Thu nhập trên mỗi cổ phiếu	$\frac{\text{Thu nhập ròng} - \text{Cổ tức ưu đãi}}{\text{Tổng tài sản}}$
logqm	Quy mô doanh nghiệp	$= \ln(\text{Tổng tài sản})$
ccv	Cơ cấu vốn	$= \frac{\text{Nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$
dttscd	Đầu tư tài sản cố định	$= \frac{\text{Tài sản cố định}}{\text{Tổng tài sản}}$
ttdtd	Tốc độ tăng doanh thu	$= \frac{\text{Doanh thu}_t - \text{Doanh thu}_{t-1}}{\text{Doanh thu}_{t-1}}$
tlcdl	Tỷ lệ cổ đông lớn	$= \% \text{ cổ phần của cổ đông lớn nhất}$ 1 nếu sử dụng công cụ tài chính phái sinh
ps	Sử dụng công cụ tài chính phái sinh	0 nếu không sử dụng công cụ tài chính phái sinh

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Giả thuyết H1: Việc công ty sử dụng các công cụ tài chính phái sinh có thể làm tăng lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA).

Chỉ số tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản cho biết đầy đủ về khả năng sinh lời của các công ty niêm yết, việc sử dụng tổng tài sản và tình hình của công ty trong việc tăng thu nhập và tiết kiệm quỹ. Doanh nghiệp sử dụng các công cụ phái sinh để tự bảo vệ giá trị của mình. Trên thực tế, các doanh nghiệp thường kết hợp tài sản trên thị trường giao ngay và thị trường kỳ hạn, và được kỳ vọng sẽ bù đắp toàn bộ hoặc một phần giá trị hợp lý hoặc những thay đổi về dòng tiền của khoản mục được phòng hộ, cuối cùng đạt được mục tiêu bảo toàn tài sản và ổn định hoạt động của doanh nghiệp (Lau, 2016; Lenee & Oki, 2017).

Giả thuyết H2: Các công ty sử dụng công cụ tài chính phái sinh có thể tăng thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS).

Thu nhập trên mỗi cổ phiếu phản ánh mức độ sinh lời của cổ phiếu phổ thông, các nhà đầu tư thường sử dụng mức thu nhập trên cổ phiếu như một thước đo chất lượng của cổ phiếu. Do tồn tại mối quan hệ đại lý nên giữa cổ đông và chủ nợ vẫn tồn tại những mâu thuẫn. Việc sử dụng các công cụ phái sinh để quản lý rủi ro có thể làm giảm các xung đột như vậy bằng cách giảm khả năng phá sản công ty, từ đó giảm lãi nợ và tăng giá trị vốn chủ sở hữu.

Số liệu nghiên cứu dựa vào số liệu từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các doanh nghiệp niêm yết được công bố hàng năm của 50 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2017 - 2019, tổng cộng có 150 quan sát. Trong đó, tác giả đã tiến hành thu thập dữ liệu từ các thuyết minh báo cáo tài chính đã được kiểm toán hoặc báo cáo thường niên của các công ty này để có dữ liệu về việc các công ty có sử dụng công cụ tài chính phái sinh hay không.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Phân tích thống kê mô tả được thực hiện nhằm mục đích tóm tắt đặc điểm của dữ liệu. Thống kê mô tả phân tích các chỉ tiêu phổ biến như giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất. Kết quả thống kê mô tả được trình bày như bảng 2.

Bảng 2: Kết quả thống kê mô tả

Tên biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Hệ số biến thiên	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	150	7,19	6,30	0,88	-5,00	32,15
EPS	150	3,78	3,59	0,95	-2,32	21,49
logqm	150	16,54	1,61	0,10	12,77	19,82
ccv	150	51,83	21,15	0,41	10,12	154,21
dttscd	150	38,15	14,33	0,38	2,98	72,61
tdtdt	150	9,83	19,62	2,00	-47,82	63,30
tlcdl	150	39,50	27,61	0,70	5,00	99,03
ps	150	0,26	0,44	1,69	0,00	1,00

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 14.0

Kết quả bảng 2 cho thấy các biến được chọn từ mẫu 50 công ty có sự biến thiên khá lớn, chỉ trừ có biến logqm (logarit quy mô) là có sự biến thiên không quá đáng kể khi hệ số biến thiên chỉ có 0,38. Hệ số biến thiên cho biết biến tdttdt (tốc độ tăng doanh thu) có sự biến thiên nhiều nhất so với các biến khác khi có hệ số bằng 2. Tỷ suất sinh lợi trên tài sản ROA trung bình là 7,19% với độ lệch chuẩn là 6,3%. ROA cao nhất là 32,15%, thấp nhất là -5%. Kết quả này cho thấy các công ty trong mẫu có mức sinh lời trên báo cáo tài chính tương đối thấp (trong giai đoạn 2017-2019). Kết quả thống kê còn cho thấy mức trung bình sử dụng công cụ tài chính phái sinh là 0,26 cho thấy số lượng doanh nghiệp sử dụng công cụ tài chính phái sinh vẫn còn rất hạn chế.

4.2. Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình

Bảng 3: Tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu

	ROA	EPS	logqm	ccv	dttscd	tdtdt	tlcdl	ps
ROA	1,000							
EPS		1,000						
logqm	-0,494	-0,416	1,000					
ccv	-0,347	-0,159	0,306	1,000				
dttscd	-0,534	-0,421	0,502	0,170	1,000			
tdtdt	0,448	0,383	-0,266	-0,084	-0,385	1,000		
tlcdl	-0,058	-0,114	0,028	0,066	0,226	-0,119	1,000	
ps	0,674	0,524	-0,309	-0,227	-0,375	0,310	-0,041	1,000

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 14.0

Kết quả bảng 3 có thể cho thấy được trị tuyệt đối hệ tương quan giữa biến phụ thuộc ROA và các biến độc lập khá cao và rất có khả năng chạy được hồi quy cho biến phụ thuộc là ROA, chỉ có biến tlcdl (tỷ lệ cổ đông lớn nắm giữ cổ phần) là khá thấp, chỉ 0,058. Điều này khiến cho khi chạy ra kết quả hồi quy thì tác giả cần chú trọng vào kiểm định sự phù hợp của biến tlcdl. Tương quan giữa biến dttscd và biến logqm cũng khá cao, có trị tuyệt đối là 0,502.

So với kết quả tương quan của biến phụ thuộc ROA, với biến EPS có vẻ thấp hơn khá nhiều, cao nhất là biến ps (sử dụng công cụ phái sinh) với trị tuyệt đối là 0,524, trong khi có đến 2 biến là ccv (cơ cấu vốn) và tlcdl (tỷ lệ cổ đông lớn nắm giữ cổ phần) có trị tuyệt đối lần lượt là 0,159 và 0,114. Kết quả trên khiến cho tác giả cần chú ý vào các

Kiểm định để xem mô hình hồi quy của biến phụ thuộc EPS có phù hợp và có ý nghĩa hay không. Ở trên, biến dttsd và biến logqm cũng có hệ số tương quan khá lớn là 0,502, dẫn đến việc phải chú trọng vào kiểm định khuyết tật đa cộng tuyến của mô hình hồi quy.

4.3. Kết quả ước lượng và kiểm định mô hình

Bảng 4: Kết quả ước lượng POLS, REM, FEM cho biến phụ thuộc ROA (mô hình 1)

Tên biến độc lập	Mô hình POLS	Mô hình REM	Mô hình FEM
Logqm	-0,63***	-0,61**	-0,50
Ccv	-0,04***	-0,02	-0,01
Dttsd	-0,09***	-0,16***	-0,25***
Tdtdt	0,06***	0,05***	0,04***
Tlcdl	0,01	0,02	0,02
Ps	6,64***	5,86***	5,52***
Hệ số chặn	20,55***	21,61***	22,56***
Số quan sát	150	150	150
Hệ số điều chỉnh R2	0,61	0,604	0,508
Kiểm định sự phù hợp của mô hình	P-value=0.000*	P-value=0.000*	P-value=0.000*

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 14.0

Ghi chú: (***) có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, (**) có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%, (*) có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10%.

Bảng 5: Kết quả ước lượng POLS, REM, FEM cho biến phụ thuộc EPS (Mô hình 2)

Tên biến độc lập	Mô hình POLS	Mô hình REM	Mô hình FEM
Logqm	-0,4716***	-0,5954***	-0,6781***
Ccv	0,0043	-0,0032	-0,0070
Dttsd	-0,0263	-0,0615***	-0,0870***
Tdtdt	0,0306**	0,0177**	0,0126
Tlcdl	-0,0067	-0,0028	0,0015
Ps	3,0336***	2,1120***	1,9088
Hệ số chặn	11,5309***	15,5264***	17,9963***
Số quan sát	150	150	150
Hệ số điều chỉnh R2	0,3673	0,3647	0,3384
Kiểm định sự phù hợp của mô hình	P-value=0,000*	P-value=0,000*	P-value=0,000*

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 14.0

Ghi chú: (***) có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, (**) có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%, (*) có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10%.

Kiểm định để lựa chọn giữa mô hình POLS với mô hình FEM, REM, nghiên cứu dùng kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian cho thấy p-value = 0.0000, nhỏ hơn 5%. Do đó mô hình FEM hoặc mô hình REM được chọn. Sau đó, nghiên cứu tiếp tục kiểm định để lựa chọn giữa mô hình REM hoặc mô hình FEM. Kết quả Hausman test cho thấy P-value = 0.1057, lớn hơn 10%. Do đó, kết quả cuối cùng được lựa chọn theo mô hình REM.

Kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian cho thấy kết quả P-value = 0.0000, nhỏ hơn 5% nên mô hình FEM hoặc REM được lựa chọn. Tiếp đó, nghiên cứu sử dụng Hausman test có kết quả P-value = 0.5383, lớn hơn 10%. Vì thế, mô hình được lựa chọn là mô hình REM.

4.4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả nghiên cứu cho thấy, việc sử dụng công cụ tài chính phái sinh để quản lý rủi ro đã giúp các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có tác động tích cực làm tăng ROA và EPS. Cụ thể, kết quả nghiên cứu trong mô hình 1 cho thấy = 5,86 và mô hình 2 cho thấy = 2,1120 với p- value = 0.000 (ý nghĩa thống kê ở mức 1%). Như vậy, có thể thấy rằng các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam tuy số lượng công ty sử dụng công cụ tài chính phái sinh còn hạn chế song vẫn cho thấy tác động tích cực đến hiệu quả kinh doanh do các công ty sử dụng công cụ tài chính phái sinh với mục đích phòng ngừa rủi ro. Kết quả nghiên cứu đã khẳng định giả thuyết H1 và H2 và cũng thống nhất với các kết quả nghiên cứu trước đây của Treanor và cộng sự (2014), Lau (2016), Lenee và Oki (2017).

Trong giai đoạn 2017-2019, quy mô (logqm) có tác động ngược chiều và có ý nghĩa thống kê với các chỉ số ROA, EPS cho thấy khi quy mô càng tăng thì hiệu

quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp càng giảm, chứng tỏ các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam hiện nay chưa vận dụng được hiệu quả lợi thế về quy mô. Đầu tư tài sản cố định (dttscđ) có tác động ngược chiều và có ý nghĩa thống kê 1% với tất cả 2 mô hình nghiên cứu. Qua kết quả này cho thấy, trong giai đoạn 2017-2019, các công ty chưa sử dụng được tài sản cố định một cách hiệu quả để làm tăng hiệu quả hoạt động. Điều này phù hợp với các lý thuyết của Zeitun và Tian (2007), Onaolapo và Kajola (2010), Marian Siminica, Daniel Circiumaru, Dalia Simion (2011); Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto và Ghulam Abbas (2012) trước đây đã nghiên cứu: tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy tốc độ tăng trưởng doanh thu (tdtdt) có tác động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê với hiệu quả kinh doanh trong cả 2 mô hình.

5. Một số khuyến nghị nâng cao hiệu quả việc sử dụng các công cụ tài chính phái sinh

5.1. Các doanh nghiệp sử dụng cần chủ động và tích cực tìm hiểu về các công cụ phái sinh

Hầu hết các doanh nghiệp Việt Nam chưa có hiểu biết hoặc mức độ hiểu biết quá khiêm tốn về các công cụ tài chính phái sinh. Điều này là một trong những nguyên nhân chủ yếu khiến các doanh nghiệp hạn chế trong việc tiếp cận và sử dụng các công cụ tài chính phái sinh. Do vậy, các doanh nghiệp phải thực sự chủ động và tích cực trong việc tìm hiểu và cập nhật các kiến thức về công cụ tài chính phái sinh cũng như quy trình thực hiện công cụ này tại Việt Nam, nhằm phòng vệ rủi ro cho chính doanh nghiệp của mình; làm đa dạng các chủ thể tham gia thị trường, tăng tính thanh khoản cho thị trường; đồng thời góp phần thúc đẩy thị trường phái sinh của Việt Nam phát triển.

5.2. Khuyến nghị với các cơ quan quản lý

Một là, quy định về giới hạn và giá mua. Quy định này nhằm để không chế các nhà đầu tư đưa

ra những mức giá cao hay quá thấp làm cho thị trường bị xáo trộn hay bị bóp méo. Hai là, yêu cầu về vốn và thế chấp trong giao dịch công cụ phái sinh. Việc thế chấp tài sản trên các hợp đồng phái sinh là rất cần thiết. Điều này để đảm bảo việc các công ty sẽ tuân thủ hợp đồng mỗi khi có những biến động cao trong giá cho dù đó là công ty đang gặp khó khăn về tài chính hay công ty đang hoạt động rất tốt. Ba là, yêu cầu bắt buộc về tài phòng ngừa rủi ro trên các thị trường quốc tế. Yêu cầu này đưa ra nhằm không chế và bắt buộc hệ thống NHTM trong nước không được gánh chịu những rủi ro từ người mua các hợp đồng quyền chọn hoặc kỳ hạn. Bốn là, yêu cầu về đăng ký và lập các báo cáo tài chính. Đây là một chuẩn mực bắt buộc nhằm làm tăng tính minh bạch cho tất cả các thành viên tham gia thị trường. Tất cả các thành viên tham gia TTPS đều phải hiểu biết về nhau trước khi tiến hành các giao dịch với nhau. Năm là, hoàn thiện những quy định tài chính kế toán liên quan, nâng cao tính thanh khoản của sản phẩm phái sinh. Bên cạnh đó, Nhà nước nên hoàn chỉnh khung pháp lý xác định rõ ràng nghiệp vụ giao dịch công cụ phái sinh là một nghiệp vụ kinh doanh tài chính mang tính chất phòng ngừa rủi ro hồi đoái của các doanh nghiệp không thuộc các tổ chức tài chính tín dụng, bảo hiểm, kinh doanh.

6. Kết luận

Thực tiễn phát triển của TTCKPS trên thế giới đã khẳng định rằng công cụ phái sinh là một sản phẩm tài chính tất yếu trong tiến trình phát triển của thị trường tài chính. Với Việt Nam, một TTCK đang ở giai đoạn đầu phát triển với những biến động tương đối mạnh thì nhu cầu sử dụng các công cụ tài chính phái sinh để phòng ngừa rủi ro trở thành một nhu cầu cấp thiết. Bằng phương pháp nghiên cứu định lượng POLS, REM và FEM dựa trên dữ liệu 150 mẫu quan sát, nghiên cứu đã khẳng định việc sử dụng công cụ phái sinh sẽ nâng cao hiệu quả kinh doanh của một số doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng chỉ rõ tác động có ý nghĩa thống kê giữa quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ đầu

tư vào tài sản cố định, tốc độ tăng trưởng doanh thu tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, bài viết cũng còn một số hạn chế nhất định như chưa nghiên cứu được toàn bộ các công ty niêm yết cũng như thời gian nghiên cứu còn khá ngắn, chỉ mới hạn chế trong giai đoạn 2017-2019. Đây cũng sẽ là định hướng để các tác giả triển khai các nghiên cứu tiếp theo.

Tài liệu tham khảo:

Bùi Thanh Nga (2008), "Xây dựng khung pháp lý điều chỉnh hoạt động của TTCKPS ở Việt Nam", Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

FIA (2019), "Số lượng giao dịch công cụ phái sinh", <https://www.fia.org/resources/etd-volume-july-2019>, truy cập ngày 16/12/2020.

Nguyễn Thị Quỳnh Hoa (2015), "Thị trường các công cụ phái sinh trên thế giới và giải pháp phát triển tại Việt Nam", Luận án Tiến sĩ, Đại học Ngoại thương, TP. Hồ Chí Minh.

Nguyễn Thu Thủy (2021), "Nhân tố tác động đến trình bày và công bố kế toán công cụ tài chính phái sinh tại các doanh nghiệp Việt Nam", Tạp chí Tài chính, tháng 4/2021.

Allayannis G., Lel U., Miller D.P., (2011), "The use of foreign currency derivatives, corporate governance and firm value around the world". *Journal of International Economics*, 81(1), pp. 65-67.

Allayannis, George, and Eli Ofek. (2001), "Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives." *Journal of international money and finance* 20.2, pp.273-296.

Allayannis, George, and James P. Weston, (2001), "The use of foreign currency derivatives and firm market value." *The review of financial studies* 14.1, pp.243-276.

Aretz, Kevin, and Söhnke M. Bartram, (2010), "Corporate hedging and shareholder value." *Journal of Financial Research* 33.4, pp.317-371.

Arnold, Matthias M., Andreas W. Rathgeber, and Stefan Stöckl., (2014), "Determinants of corporate hedging: A (statistical) meta-analysis." *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 54.4, pp. 443-458.

Bartram, Söhnke M., Gregory W. Brown, and Frank R. Fehle., (2009), "International evidence on financial derivatives usage." *Financial management* 38.1, pp. 185-206.

Bodnar, G.M., Marston, R.C., Hayt, G., (1998), Wharton survey of financial risk management by US non-financial firms. *Financial Management*, 27, pp.70-91.

Carter, D.A., Rogers, D.A., Simkins, B.J., (2006), "Does hedging affect firm value? Evidence from the US airline industry". *Financial Management*, 35, pp.53-86.

Chang, C., (2000), "Does corporate hedging aggravate or alleviate agency problems? A managerial theory of risk management". Working Paper, University of Minnesota.

Chaddad, F.R. & Mondelli, M.P. (2013), "Sources of firm performance differences in the US Food Economy", *Journal of Agricultural Economics*, Vol. 64 No. 2, pp. 382 - 404.

Chernenko S., Faulkender M. (2011), "The two sides of derivatives usage: Hedging and speculating with interest rates swaps", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(6), pp. 1727-1754.

Hon T., (2012), "Managing financial risk by using derivatives: A study of Hong Kong Listed Companies", Hong Kong Shue Yan University Working Paper Series.

Huang Yujuan, (2009), "A study on the impact of the usage of Derivatives on Listed company's performance", Master Thesis, Southwest University.

Fauver, L., Naranjo, A., (2010), "Derivative usage and firm value: the influence of agency costs and monitoring problems". *Journal of Corporate Finance*, 16, pp.719-735.

Gay, G.D., Lin, C.M., Smith, S.D., (2011), "Corporate derivatives use and the cost of equity". *Journal of Banking and Finance*, 35, pp.1491-1506.

Jin, Y., Jorion, P., (2006), "Firm value and hedging: evidence from US oil and gas producers". *Journal of Finance*, 61, pp. 893-919.

Modigliani, Franco, and Merton H. Miller, (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment." *The American economic review* 48.3, pp.261-297.

Lau, C. K. (2016), "How corporate derivatives use impact firm performance?", *Pacific-Basin Finance Journal*, 40, pp.102-114.

Lenee, T., & Oki, J., (2017), "Financial Derivatives and Firm Performance: Empirical Evidence from Financial and Non-Financial Firms", *Journal of Economics, Management and Trade*, 16(4), pp. 1-36.

Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American economic review*, 48 (3), pp. 261-297.

Singh K. (2004), "Risk management hedging commodity exposure", *Wharton Research Scholars Journal*, 4:1.

Perez-Gonzalez, F., Yun, H., (2013), "Risk Management and Firm Value: Evidence from Weather Derivatives", 68, pp. 2143-2176.

Treanor S.D., Simkins B.J., Rogers D.A. (2014), "Does operational and financial hedging reduce exposure? Evidence from the U.S. Airline Industry", *The Financial Review*, 49(1), pp. 149-172.

Smith, C.W., (1995), "Corporate risk management: theory and practice". *Journal of Derivatives*, 2, pp.21-30.

Varangis P., Larson D., Anderson J.R. (2002), "Agricultural markets and risks: Management of the latter, not the former". U.S.A., Washington, D.C., World Bank.

Yang, J., Davis, G.C., Leatham, D.J., (2001), "Impact of interest rate swaps on corporate capital structure: an empirical investigation". *Applied Financial Economics*, 11, pp75-81.