

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Bình Dương** - Đánh giá tác động của các yếu tố địa điểm đầu tư tới FDI vào khu vực RCEP qua mô hình kinh tế lượng. **Mã số: 130.IIEM.11** 2
Evaluating the Impact of Investment Location Factors on FDI into RCEP Region through Econometric Model
- 2. Nguyễn Thị Hiền và Phạm Thu Hương** - Ứng dụng công nghệ tài chính trong kinh doanh ngân hàng tại Việt Nam - Xu hướng tất yếu của thời đại 4.0. **Mã số: 130.IFiBa.12** 10
Applying Fintech in Banking Business in Vietnam – The Inevitable Trend of 4.0 Era
- 3. Phạm Việt Dũng** - Các yếu tố ảnh hưởng tới áp dụng thành công SPC: nghiên cứu trường hợp các doanh nghiệp sản xuất cơ khí chế tạo tại Việt Nam. **Mã số: 130.IIBMg.11** 19
Factors Affecting the Successful Application of SPC: A Case Study in Engineering Manufacturing Enterprises in Vietnam

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Phạm Thị Huyền, Vũ Huy Thông và Nguyễn Đình Toàn** - Xây dựng mô hình nghiên cứu các yếu tố cản trở hành vi mua thực phẩm sạch và an toàn của người tiêu dùng thành thị: nghiên cứu tại Việt Nam. **Mã số: 130.2BMkt.22** 28
Building Research Model for Factors Hindering Buying Behavior of Safe Food of Urban Buyers: A Study in Vietnam
- 5. Phạm Minh Đạt, Bùi Thị Thu và Nguyễn Thị Quỳnh Trang** - Nghiên cứu các nhân tố tác động đến giá trị khách hàng cảm nhận của các nhà bán lẻ trực tuyến nhỏ trên Facebook trên địa bàn Hà Nội. **Mã số: 130.2BMkt.21** 36
A Study on Factors Affecting Perceived Customer Values of Facebook-based Retailers in Hanoi
- 6. Lê Xuân Thái và Trương Đồng Lộc** - Ảnh hưởng của yếu tố quản trị công ty và tài chính đến mức độ minh bạch và công bố thông tin của công ty: Bằng chứng thực nghiệm từ thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 130. FiBa.21** 48
The Effect of Corporate Governance and Financial Factors on the Company's Level of Transparency and Information Disclosure: Empirical Evidence from Vietnam's Stock Market

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 7. Vũ Thị Huyền Trang** - Phân rã năng suất và hiệu quả phân bổ của các doanh nghiệp ngành chế tác của Việt Nam theo loại hình sở hữu. **Mã số: 130.2MEIS.21** 57
Productivity Decomposition and Distribution Efficiency of Vietnamese Craftmanship Enterprises according to the Types of Ownership
- 8. Đặng Thành Lê và Khoa Anh Thắng** - Phát triển doanh nghiệp xã hội ở một số quốc gia trên thế giới và giá trị tham khảo đối với Việt Nam. **Mã số: 130.3TrEM.32** 66
Developing Social Enterprises in Other Countries in the World and the Reference Value for Vietnam

ẢNH HƯỞNG CỦA YẾU TỐ QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ TÀI CHÍNH ĐẾN MỨC ĐỘ MINH BẠCH VÀ CÔNG BỐ THÔNG TIN CỦA CÔNG TY: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Lê Xuân Thái

Trường Đại học Cần Thơ

Email: lxthai@ctu.edu.vn

Trương Đông Lộc

Trường Đại học Cần Thơ

Email: tdloc@ctu.edu.vn

Ngày nhận: 18/04/2019

Ngày nhận lại: 24/05/2019

Ngày duyệt đăng: 04/06/2019

Mục tiêu của nghiên cứu này là xác định ảnh hưởng của các yếu tố quản trị công ty và tài chính doanh nghiệp đến mức độ minh bạch và công bố thông tin của công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Số liệu sử dụng trong nghiên cứu là số liệu dạng bảng được thu thập từ các báo cáo tài chính, báo cáo quản trị công ty và các tài liệu được công bố công khai có liên quan của 506 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2014-2016. Sử dụng phương pháp ước lượng 2SLS (2 Stage Least of Square) và GMM (Generalized Methods of Moments), kết quả nghiên cứu cho thấy tính độc lập của Hội đồng quản trị, quy mô công ty, tỷ suất lợi nhuận trên tài sản có tương quan thuận với mức độ minh bạch và CBTT của công ty niêm yết. Ngoài ra, nghiên cứu còn tìm thấy mối tương quan thuận giữa công bố thông tin trong quá khứ đến mức độ công bố thông tin ở kỳ hiện tại của công ty.

Từ khóa: công bố thông tin, thị trường chứng khoán Việt Nam, GMM.

1. Giới thiệu

Minh bạch và công bố thông tin (CBTT) của công ty niêm yết có vai trò hết sức quan trọng không chỉ đối với các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán mà còn đối với chính công ty. Hoạt động CBTT là nghĩa vụ bắt buộc của công ty niêm yết để bảo vệ lợi ích hợp pháp của các nhà đầu tư và đảm bảo cho sự phát triển bền vững của thị trường. Đối với nhà đầu tư trên thị trường, mức độ CBTT của công ty là một tiêu chí quan trọng giúp nhà đầu tư đánh giá mức độ rủi ro để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp. Đối với các công ty niêm yết, Karim (2005) cho rằng mức độ CBTT càng cao càng hạn chế tình trạng chênh lệch thông tin giữa các nhà đầu tư và công ty, qua đó làm giảm chi phí vốn và tăng thanh khoản của cổ phiếu trên thị trường.

Trong những năm gần đây, thị trường chứng khoán Việt Nam có sự phát triển mạnh mẽ xét trên khía cạnh khối lượng giao dịch, vốn hóa thị trường và số lượng nhà đầu tư. Tuy nhiên, thực tế cho thấy, các công ty niêm yết trên thị trường hiện nay chưa thật sự quan tâm để thể hiện đầy đủ trách nhiệm của mình đối với các nhà đầu tư và chưa nhận thức được lợi ích mà họ có được trong việc CBTT. Hệ quả là nhiều công ty cố tình trì hoãn việc CBTT hoặc CBTT không đầy đủ và/hoặc không chính xác. Vì vậy, câu hỏi được đặt ra ở đây là những yếu tố nào ảnh hưởng đến mức độ minh bạch và CBTT của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam? Cho đến nay, đã có một vài nghiên cứu cố gắng đi tìm lời giải đáp cho câu hỏi trên (Ngô Thu Giang và Đặng Anh Tuấn, 2013; Nguyễn Thị Thu Hào, 2015; Phạm Ngọc Toàn và

Hoàng Thị Thu Hoài, 2015; Trương Đông Lộc và Nguyễn Thị Kim Anh, 2017). Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu này đều dựa trên báo cáo thể điểm quản trị công ty năm 2012 của IFC để xây dựng chỉ số CBTT. Bên cạnh đó, phần lớn các nghiên cứu trên đều chưa giải quyết được vấn đề biến nội sinh trong mô hình nghiên cứu nên kết quả nghiên cứu còn nhiều hạn chế. Khác với các nghiên cứu trước đây, nghiên cứu này tiến hành xây dựng chỉ số đo lường tính minh bạch và CBTT của các công ty trên cơ sở bộ tiêu chí của S&P, các quy định hiện hành ở Việt Nam và đã có sự tham vấn của các chuyên gia. Bên cạnh đó, nghiên cứu này còn giải quyết được vấn đề nội sinh bằng cách sử dụng mô hình GMM trên cơ sở bộ dữ liệu của 506 công ty được thu thập trong 3 năm (2014-2016). Phần còn lại của bài viết được cấu trúc như sau: Mục 2 giới thiệu cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến vấn đề nghiên cứu; Mục 3 mô tả số liệu được sử dụng và phương pháp nghiên cứu; Mục 4 tóm tắt các kết quả nghiên cứu; và cuối cùng, kết luận của bài viết được trình bày ở Mục 5.

2. Cơ sở lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm

2.1. Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết nền tảng cho nghiên cứu này là lý thuyết thông tin bất cân xứng và lý thuyết đại diện. Thông tin bất cân xứng là một trong nhiều nguyên nhân làm thị trường không đạt cân bằng và hiệu quả. Hiện tượng không minh bạch thông tin trên TTCK xảy ra khi một hay nhiều nhà đầu tư sở hữu thông tin riêng hoặc có nhiều thông tin đại chúng hơn về một công ty. Trường hợp khác là khi công ty, người quản lý công ty có nhiều thông tin hơn so với cộng đồng nhà đầu tư nhỏ, lẻ. Hiện tượng không minh bạch thông tin trên TTCK sẽ dẫn đến hai hệ quả phổ biến là sự lựa chọn nghịch và rủi ro đạo đức. Khi hiện tượng này xảy ra sẽ bóp méo quyết định tham gia thị trường của các chủ thể kinh tế. Ảnh hưởng của việc không minh bạch thông tin đến cơ hội đầu tư và chi phí vốn (lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư) có cơ sở lý thuyết là mối quan hệ cơ bản của kinh tế học tài chính: quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro. Nhiều nghiên cứu chứng minh là minh bạch thông tin công bố, cải thiện khả năng tiếp cận thông tin làm giảm tính không minh bạch thông tin, giảm rủi ro tiềm ẩn cho các nhà đầu tư trên TTCK. Công ty niêm yết thực hiện minh bạch thông tin công bố là thực hiện

lý thuyết tín hiệu trong thị trường chứng khoán. Các thông tin công bố của CTNY được các nhà quản lý thị trường, nhà đầu tư tiếp nhận, sàng lọc và đánh giá tiềm năng phát triển, rủi ro của công ty niêm yết. Công ty niêm yết có nhiều thông tin hơn các nhà đầu tư, nhà quản lý thị trường; sự thuận lợi về thông tin sẽ tác động lên quyết định lựa chọn của họ. Các cổ đông, nhà đầu tư, chủ nợ có thông tin kém hơn CTNY và sẽ tác động tiêu cực lên quyết định lựa chọn của họ.

Theo lý thuyết đại diện, sự khác biệt lợi ích giữa các cổ đông và nhà quản lý công ty do sự tách biệt giữa quyền sở hữu và kiểm soát công ty làm phát sinh chi phí đại diện. Các nhà quản lý công ty có thông tin nhiều hơn so với các cổ đông, chủ nợ; nên các nhà đầu tư yêu cầu tỷ lệ lợi tức cao hơn để bù đắp rủi ro. Minh bạch thông tin công bố là giải pháp hạn chế chi phí đại diện, giúp cổ đông giám sát các quyết định của nhà quản trị và đem lại lợi ích cho công ty. Khi việc quan sát các hoạt động điều hành của người đại diện không dễ dàng (do liên quan đến đạo đức và lựa chọn nghịch) người ủy quyền có hai giải pháp cơ bản: xây dựng hệ thống thông tin để phát hiện hành vi của người đại diện (các tiêu chuẩn công bố thông tin) và ký kết hợp đồng theo kết quả hoạt động của người đại diện (một cái giá để chuyển rủi ro đến người đại diện). Lý thuyết đại diện đã khẳng định hệ thống thông tin và công bố thông tin là giải pháp hữu hiệu giảm mâu thuẫn giữa người ủy quyền và người đại diện. Một số yếu tố như là quy mô công ty, đòn bẩy tài chính, lợi nhuận, trạng thái niêm yết có mối liên hệ với vấn đề người đại diện. Chi phí đại diện chịu ảnh hưởng của quy mô công ty (Rodriguez-Perez, 2004). Các công ty lớn công bố nhiều thông tin tự nguyện hơn nên giảm loại chi phí này so với các công ty nhỏ. Chi phí đại diện tăng khi công ty có tỷ lệ nợ cao (Gracia-Meca et al., 2005). Công ty có đòn bẩy tài chính cao có nhiều nghĩa vụ công bố thông tin thoả mãn các yêu cầu của chủ nợ và mức độ công bố thông tin phải chi tiết hơn để đáp ứng các yêu cầu này. Công ty có tỷ suất lợi nhuận cao sẽ công bố thông tin nhiều hơn và người đại diện sử dụng vấn đề này cho việc ký kết hợp đồng tốt hơn (Giner, 1995). Trạng thái niêm yết của công ty sẽ cải thiện việc công bố thông tin. Công bố thông tin để giúp kiểm soát chi phí đại diện khi quyền sở hữu phân tán nhiều hơn trước (Gracia-Meca et al., 2005). Khi nghiên cứu về công bố thông tin về rủi ro của

các công ty tại Anh, Rajab & Handley-Schachler (2009) tìm thấy mức độ công bố thông tin tăng lên trong những năm nghiên cứu. Các thông tin công bố đều liên quan đến hoạt động ở tương lai của công ty do các nhà đầu tư đòi hỏi nhiều thông tin liên quan đến công ty và sử dụng nó để thay đổi quyết định đầu tư.

2.2. Các bằng chứng thực nghiệm và giả thuyết nghiên cứu

Đặc điểm hội đồng quản trị công ty: Cheung, et al., (2007) đã kết luận đặc điểm hội đồng quản trị công ty có liên hệ chặt với mức độ công bố thông tin. Nghiên cứu của các tác giả Trần Thị Thanh Tú và cộng sự (2014), Phạm Ngọc Toàn và Hoàng Thị Thu Hoài (2015), Đặng Ngọc Hùng (2016), Nguyễn Thị Phương Hồng và Lê Hoàng Trung (2016) chỉ ra rằng số lượng thành viên HĐQT có ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin của công ty. Ngoài ra, sự kiêm nhiệm Tổng Giám Đốc và Chủ tịch HĐQT có ảnh hưởng đến hoạt động CBTT của công ty niêm yết (Nguyễn Chí Đức và Hoàng Trọng, 2012; Ngô Thu Giang và Đặng Anh Tuấn, 2013; Đặng Ngọc Hùng, 2016). Từ những bằng chứng trên, giả thuyết sau được đề xuất.

H1: Quy mô hội đồng quản trị, Kiêm nhiệm của Chủ tịch HĐQT có ảnh hưởng đến mức độ minh bạch và CBTT

Thành viên HĐQT độc lập: Nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng tăng tính độc lập của thành viên HĐQT sẽ làm cải thiện việc minh bạch và CBTT của công ty. Cheng & Courtenay (2006) kết luận hiệu quả của HĐQT phụ thuộc vào thành phần, tính độc lập và quy mô HĐQT; và có mối liên hệ giữa các đặc điểm của HĐQT: quy mô, thành phần, và công bố thông tin của công ty. Monks and Minow (2008) lập luận rằng giám sát của HĐQT giúp cải thiện chất lượng ra quyết định của các nhà quản lý, làm tăng lợi ích của các cổ đông và công bố thông tin đáng tin cậy. Rhoades et al., (2000); Hermalin & Weisbach (2003) cho rằng các thành viên độc lập giám sát tốt sẽ làm cải thiện chất lượng công bố thông tin trong báo cáo tài chính và giảm sự bất cân xứng thông tin giữa người quản lý và nhà đầu tư thông qua minh bạch thông tin. Từ những bằng chứng trên, giả thuyết sau được đề xuất.

H2: Số thành viên độc lập của HĐQT có ảnh hưởng tích cực đến mức độ minh bạch và CBTT

Quy mô công ty: Nghiên cứu của Premvadee (2012) kết luận rằng các công ty lớn có mức độ minh bạch thông tin hơn so với các công ty nhỏ trên thị trường. Các nghiên cứu gần đây tại Việt Nam cũng cho các kết quả tương tự là quy mô công ty có ảnh hưởng cùng chiều đến mức độ công bố thông tin của công ty (Nguyễn Thị Thu Hào, 2015; Phạm Ngọc Toàn và Trần Thị Thanh Huyền, 2015; Nguyễn Thị Phương Hồng và Lê Hoàng Trung, 2016). Từ những bằng chứng trên giả thuyết sau được đề xuất.

H3: Quy mô công ty có ảnh hưởng cùng chiều đến mức độ minh bạch và CBTT

Ảnh hưởng của lợi nhuận: Theo lý thuyết đại diện có một mối quan hệ cùng chiều giữa lợi nhuận và công bố thông tin của công ty. Các công ty có lợi nhuận cao sẽ công bố thông tin phù hợp với xu hướng tăng trưởng lợi nhuận của công ty; việc công bố thông tin thường xuyên và nhiều hơn để báo hiệu tình hình tài chính tốt đến các nhà đầu tư (Watson et al., 2002). Theo quan điểm kinh tế, các công ty cố gắng điều chỉnh mức lợi nhuận bằng cách tiết lộ thêm thông tin đến công chúng. Một vài nghiên cứu kết luận lợi nhuận công ty có ảnh hưởng cùng chiều đến mức độ công bố thông tin của công ty. Leventis & Weetman (2004) đã kết luận rằng các công ty có lợi nhuận cao công bố nhiều thông tin trong báo cáo hàng năm để biện minh cho các hoạt động tài chính. Zare et al., (2013) kết luận lợi nhuận công ty có ảnh hưởng cùng chiều đến chất lượng của thông tin phi tài chính được công bố. Tuy nhiên, Camfferman và Cooke (2002); Vandemele et al., (2009) kết luận rằng có một mối quan hệ ngược chiều giữa lợi nhuận và chất lượng của công bố thông tin. Từ những bằng chứng trên, giả thuyết sau được đề xuất.

H4: Kết quả kinh doanh có ảnh hưởng cùng chiều đến mức độ minh bạch và CBTT

Giá trị công ty: Một vài nghiên cứu đã chỉ ra giá trị công ty đo lường bằng tỷ số MBR và Tobin Q có ảnh hưởng cùng chiều đến mức độ công bố thông tin của công ty (Aksu & Kosedag, 2006; Cheung et al., 2007). Kết quả nghiên cứu của Sharif & Lai (2015) cho kết quả tương tự là giá trị công ty đo lường bằng Tobin Q có ảnh hưởng cùng chiều đến mức độ công bố thông tin của công ty. Các kết quả nghiên cứu tại Việt nam chưa có kết luận về biến số này. Giả thuyết sau được đề xuất.

H5: Giá trị công ty có ảnh hưởng cùng chiều đến mức độ minh bạch và CBTT

Biên kiểm soát

Ban Giám đốc: Coles et al. (2008) chỉ ra Ban Giám đốc có vai trò tư vấn các quyết định chiến lược và giám sát các giám đốc điều hành; và thực hiện các quyết định quản lý. Trong thực tế, cùng với các quy định, số giám đốc điều hành độc lập phụ thuộc vào chi phí và nhu cầu trong mỗi công ty (Linck et al., 2008). Nasir & Abdullah (2004) tìm thấy tỷ lệ giám đốc độc lập cao có ảnh hưởng thuận chiều đến công bố thông tin của công ty. Zang và Li (2008); Andrade et al., (2014) đã chỉ ra số giám đốc độc lập có liên quan đến mức độ công bố thông tin của công ty. Từ những bằng chứng trên, giả thuyết đề xuất là thành viên Ban giám đốc có ảnh hưởng dương đến công bố thông tin.

Đòn bẩy tài chính: Nghiên cứu của Nelson & Percy (2005), Aksu & Kosedag (2006) cho thấy đòn bẩy tài chính của công ty không ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin; tuy nhiên, kết quả nghiên cứu của Htay et al., (2013), Budsaratragoon et al., (2013) cho biết đòn bẩy tài chính ảnh hưởng ngược chiều đến mức độ công bố thông tin của công ty. Các tác giả Phạm Ngọc Toàn và Hoàng Thị Thu Hoài (2015); Phạm Ngọc Toàn và Trần Thị Thanh Huyền (2015) tìm thấy đòn bẩy tài chính của công ty có ảnh hưởng cùng chiều đến mức độ CBTT; nhưng nghiên cứu của Đặng Ngọc Hùng (2016); Nguyễn Thị Phương Hồng và Lê Hoàng Trung (2016) cho biết rằng đòn bẩy tài chính không ảnh hưởng đến mức độ CBTT của công ty. Kết quả này cho thấy còn có nhiều điểm chưa rõ ràng về ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến công bố thông tin công ty trên thế giới và Việt Nam. Từ những bằng chứng trên, giả thuyết đặt ra là đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng âm đến công bố thông tin.

Cấu trúc sở hữu: Nghiên cứu của Trần Minh Trí và Dương Như Hùng (2011) tại TTCK VN cho thấy khi tỷ lệ sở hữu quản trị của ban quản trị công ty nhỏ hơn 59% thì sẽ làm tăng tính trách nhiệm và tăng hiệu quả hoạt động. Khi tỷ lệ sở hữu quản trị vượt quá 59% sẽ dẫn đến vì lợi ích nhóm mà làm giảm đi lợi ích cổ đông nhỏ trong đó có ảnh hưởng đến từ sự minh bạch thông tin. Nghiên cứu của Nguyễn Thị Thanh Phương (2013) đã chỉ ra rằng tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài ở CTNY tại Việt Nam có ảnh hưởng ngược chiều với mức độ minh

bạch thông tin. Khi nghiên cứu các công ty niêm yết VN30, Trần Quốc Thịnh và Lê Hoàng Việt Hà (2017) cũng kết luận tương tự: mức độ tập trung quyền sở hữu là yếu tố làm giảm mức độ công bố thông tin kế toán của các công ty. Kết luận về vấn đề này, Nguyễn Thị Thu Hào (2014) cho rằng công ty có tỷ lệ cổ phần được sở hữu cá nhân, tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao sẽ có mức độ công bố thông tin tự nguyện cao. Giả thuyết sau được đề xuất: tỷ lệ sở hữu nước ngoài có ảnh hưởng cùng chiều đến mức độ minh bạch và CBTT.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Số liệu sử dụng

Số liệu sử dụng trong nghiên cứu này được thu thập chủ yếu từ các báo cáo tài chính, báo cáo quản trị công ty, báo cáo thường niên và các tài liệu được công bố công khai có liên quan của công ty niêm yết trên HOSE, HNX và Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước. Để tăng số lượng quan sát cho mô hình nghiên cứu, số liệu liên quan đến các công ty trong mẫu nghiên cứu được thu thập trong 3 năm (2014-2016).

Chọn mẫu nghiên cứu

Tổng số công ty niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hà Nội là 692 công ty tại thời điểm khảo sát; dữ liệu của 506 công ty niêm yết phù hợp được chọn để nghiên cứu. Các công ty được chọn lần lượt theo mã chứng khoán niêm yết tại HOSE, HNX, với điều kiện đảm bảo đủ thời gian niêm yết ít nhất 3 năm và không bị huỷ niêm yết-giao dịch trong thời gian thu thập số liệu. Để tăng số lượng quan sát cho mô hình nghiên cứu, số liệu liên quan đến các công ty trong mẫu nghiên cứu được thu thập trong 3 năm (2014-2016). Tổng số quan sát của bộ dữ liệu nghiên cứu là 1498 quan sát. Một số công ty không có số liệu trong năm 2014 do vừa lên niêm yết và đổi Sở Giao dịch, do đó nghiên cứu áp dụng phân tích dữ liệu bảng không cân bằng.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

3.2.1. Chỉ số minh bạch và công bố thông tin của các công ty niêm yết

Cho đến nay, ở Việt Nam chưa có bất kỳ bộ tiêu chí chính thức nào được công bố để đo lường mức độ minh bạch và CBTT của các công ty niêm yết. Vì vậy, để phục vụ cho nghiên cứu này, nhóm tác giả đã tiến hành xây dựng bộ tiêu chí cho riêng mình để đo

lượng mức độ minh bạch và CBTT của các công ty niêm yết trên HOSE. Bộ tiêu chí này được xây dựng dựa trên bộ tiêu chí của Standard & Poor (S&P) kết hợp với các quy định của pháp luật Việt Nam về CBTT của các công ty niêm yết trên TTCK. Bộ tiêu chí đo lường mức độ minh bạch và CBTT sau khi được xây dựng đã được gửi đến các chuyên gia để được tham vấn. Nhóm tác giả đã tham vấn bộ tiêu chí với 8 chuyên gia về lĩnh vực nghiên cứu chứng khoán, 22 người quản lý các công ty niêm yết và công ty chứng khoán và 34 nhà đầu tư. Sau khi nhận được các ý kiến tham vấn của các chuyên gia, nhóm nghiên cứu đã tiến hành điều chỉnh bộ tiêu chí để sử dụng cho nghiên cứu này.

Chỉ số minh bạch và CBTT (transparency and disclosure Index - TDI) được tính dựa trên 3 thành phần chính: CBTT cấu trúc sở hữu và quyền của nhà đầu tư (18 điểm); CBTT tài chính (50 điểm) và CBTT cơ cấu hội đồng quản trị và điều hành công ty (30 điểm). Tổng số điểm công ty đạt tối đa trên bảng hỏi là 98 điểm (100%)¹. Phương pháp cho điểm các câu hỏi trên bộ tiêu chí minh bạch và CBTT như sau: câu hỏi không có thông tin công bố được cho “0” điểm, khi có thông tin công bố được cho “1” điểm; số câu hỏi có tính chất quan trọng khi có thông tin công bố được cho “2” điểm với điều kiện thông tin được công bố đầy đủ chi tiết và kịp thời (19 câu hỏi). Các công ty vi phạm CBTT trên thị trường theo thông báo của Ủy ban chứng khoán sẽ bị trừ 2 điểm cho mỗi lần vi phạm. Chỉ số minh bạch và CBTT của công ty được tính như sau:

$$TDI_j = \frac{\sum_{i=1}^{79} S_i}{S_{tc}} \times 100$$

TDI_j (Transparency & disclosure Index): Chỉ số minh bạch và công bố thông tin của công ty thứ j

S_i : Điểm của tiêu chí thứ i

S_{tc} : Tổng số điểm của bộ tiêu chí đánh giá (98 điểm)

3.2.2 Phương pháp phân tích

Do dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này là dữ liệu dạng bảng (panel data) nên để đo lường các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ minh bạch và CBTT

của các công ty niêm yết, trước tiên nhóm nghiên cứu sử dụng cả mô hình hiệu ứng cố định (fixed effects model - FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (random effects model - REM). Sau đó, kiểm định Hausman (Hausman test) sẽ được thực hiện để lựa chọn mô hình phù hợp nhất. Một cách cụ thể, hai mô hình này có dạng như sau:

$$TDI_{it} = \alpha + \beta_1 TDI_{i,t-1} + \beta_2 HDQT_{it} + \beta_3 KTGD_{it} + \beta_4 TVDL_{it} + \beta_5 QMCT_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 TOBINQ_{it} + \beta_8 BGD_{it} + \beta_9 DBTC_{it} + \beta_{10} SHNN + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

- TDI_{it}: Chỉ số minh bạch và CBTT của công ty i ở năm t

- Các biến còn lại là các biến độc lập, kiểm soát và được diễn giải chi tiết ở Bảng 1.

Ngoài ra, nghiên cứu này còn sử dụng mô hình ước lượng 2SLS và GMM (Generalized Methods of Moments) để khắc phục hiện tượng nội sinh do tính đồng thời của các biến độc lập và biến phụ thuộc trong mô hình hồi quy và phương sai sai số thay đổi. Mô hình GMM có khả năng khắc phục các khuyết tật của mô hình như hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng nội sinh. Vấn đề nội sinh có nghĩa là các biến giải thích ở trong tình trạng không hoàn toàn độc lập với biến được giải thích và phát sinh mối ảnh hưởng 2 chiều giữa các biến này, và kết quả là các phương pháp ước lượng FEM và REM không còn hiệu quả. Các biến độc lập có quan hệ hai chiều với biến phụ thuộc được gọi là biến nội sinh, các biến còn lại gọi là biến công cụ. Arellano và Bond (1991) đã đề xuất phương pháp moment tổng quát - GMM, nhằm cung cấp các ước lượng ổn định bằng việc sử dụng các công cụ có được từ các điều kiện trực giao giữa giá trị của các biến và sai số. Hai mô hình này được ước lượng có dạng như sau:

$$TDI_{it} = \alpha + \beta_1 TDI_{i,t-1} + \beta_2 HDQT_{it} + \beta_3 KTGD_{it} + \beta_4 TVDL_{it} + \beta_5 QMCT_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 TOBINQ_{it} + \beta_8 BGD_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Các biến BGD, SHNN được dùng làm công cụ khắc phục hiện tượng nội sinh trong mô hình ước lượng 2SLS và GMM.

1. Do giới hạn về dung lượng của bài viết nên bộ tiêu chí đo lường minh bạch và CBTT không được trình bày trong bài viết này. Tuy nhiên, nếu người đọc có yêu cầu thì nhóm tác giả sẽ cung cấp thông tin chi tiết hơn về bộ tiêu chí này.

Bảng 1: Diễn giải các biến độc lập được sử dụng trong mô hình

| Ký hiệu | Mô tả biến | Phương pháp đo lường | Dấu kỳ vọng |
|---------|--|---|-------------|
| HDQT | Quy mô thành viên HĐQT | Tổng số thành viên hội đồng quản trị | + |
| KTGD | Chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm tổng giám đốc | Biến giả, bằng 1 nếu công ty có chủ tịch HĐQT kiêm tổng giám đốc, bằng 0 nếu ngược lại. | - |
| TVDL | Thành viên độc lập | Số thành viên HĐQT độc lập | + |
| QMCT | Quy mô công ty | Logarit của tổng tài sản | + |
| ROA | Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản | Lợi nhuận/tổng tài sản (%) | + |
| TOBIN-Q | Chỉ số Tobin Q | Giá trị thị trường của công ty/giá trị sổ sách | + |
| BGD | Quy mô thành viên BGD | Tổng số thành viên ban giám đốc | + |
| DBTC | Đòn bẩy tài chính | Tổng nợ/Tổng tài sản | - |
| SHNN | Sở hữu của nước ngoài | Tỷ lệ sở hữu của các cổ đông nước ngoài (%) | + |

Nguồn: Kết quả từ phân tích tổng hợp của tác giả qua các tài liệu tham khảo

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả về mẫu nghiên cứu

Trên cơ sở số liệu và thông tin thu thập được, các giá trị thống kê liên quan đến chỉ số minh bạch và CBTT và các chỉ tiêu đặc điểm quản trị công ty, tài chính có liên quan của 506 công ty đã được tính toán và trình bày tóm tắt ở Bảng 2.

số công ty có số thành viên HĐQT độc lập lên đến 6 người trong khi một số công ty không có thành viên HĐQT độc lập. Quy mô Ban giám đốc điều hành thay đổi từ 1 đến 22 người, trung bình là 5 người. Kết quả thống kê mô tả cho thấy tỷ lệ sở hữu nước ngoài của các công ty bình quân là 10,38%, đòn bẩy tài chính sử dụng là 0,49 lần, tỷ suất lợi

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến được sử dụng trong mô hình

| Biến | Số quan sát | Giá trị nhỏ nhất | Giá trị lớn nhất | Giá trị trung bình | Độ lệch chuẩn |
|----------------------------|-------------|------------------|------------------|--------------------|---------------|
| Chỉ số minh bạch và CBTT | 1498 | 36,70 | 79,59 | 62,56 | 5,79 |
| Quy mô HĐQT (người) | 1498 | 3 | 15 | 6,0 | 1,49 |
| Thành viên độc lập (người) | 1498 | 0 | 6 | 0,6 | 1,04 |
| Quy mô công ty | 1498 | 23,28 | 34,55 | 27,41 | 1,70 |
| ROA (%) | 1498 | -1,59 | 1,23 | 0,05 | 0,10 |
| TOBIN-Q (lần) | 1498 | 0,20 | 27,63 | 1,10 | 0,98 |
| Quy mô BGD (người) | 1498 | 1 | 22 | 4,2 | 2,10 |
| Đòn bẩy tài chính | 1498 | 0,00 | 0,97 | 0,49 | 0,23 |
| Sở hữu của nước ngoài (%) | 1498 | 0,00 | 89,05 | 10,38 | 14,66 |

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu điều tra tổng hợp của tác giả bằng STATA 12.0

Kết quả phân tích thống kê được trình bày ở Bảng 2 cho thấy chỉ số minh bạch và CBTT của các công ty thay đổi từ 36,7 điểm đến 79,6 điểm với giá trị trung bình là 62,6 điểm. Các công ty trong mẫu nghiên cứu có số thành viên HĐQT thay đổi từ 3 đến 15 người, trung bình là 6 người. Ngoài ra, một

nhuận/tài sản trung bình là 5% và thay đổi giá trị của công ty khi niêm yết trung bình là 1,1 lần.

4.2. Các yếu tố ảnh hưởng đến mức độ minh bạch và công bố thông tin của các công ty niêm yết

Như đã trình bày ở phần trên, để đo lường ảnh hưởng của các yếu tố quản trị, tài chính đến mức độ

QUẢN TRỊ KINH DOANH

minh bạch và CBTT các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu này sử dụng các mô hình tĩnh (REM và FEM) và mô hình biến công cụ (2SLS và GMM). Kết quả ước lượng từ các mô hình được trình bày chi tiết ở Bảng 4.

số thành viên độc lập trong HĐQT, quy mô công ty, tỷ suất lợi nhuận/tài sản, thay đổi giá trị công ty, và có cùng chiều ảnh hưởng với kết quả tại mô hình ước lượng REM. Mức độ công bố thông tin kỳ trước có ảnh hưởng thuận đến công bố thông tin ở kỳ tiếp

Bảng 3: Kết quả ước lượng hệ số tương quan các biến sử dụng trong mô hình ước lượng

| | CBTT | CBTT _{t-1} | HDQT | TVDL | QMCT | ROA | TOBIN Q | BGD | DBTC |
|---------------------|---------|---------------------|---------|---------|---------|---------|----------|--------|---------|
| CBTT _{t-1} | 0,635** | | | | | | | | |
| HDQT | 0,117** | 0,098** | | | | | | | |
| TVDL | 0,161** | 0,146** | 0,044 | | | | | | |
| QMCT | 0,235** | 0,253** | 0,285** | 0,121** | | | | | |
| ROA | 0,148** | 0,117** | -0,010 | 0,011 | -0,040 | | | | |
| TOBINQ | 0,095** | 0,067* | 0,052* | -0,005 | 0,023 | 0,311** | | | |
| BGD | 0,180** | 0,184** | 0,350** | 0,033 | 0,485** | -0,029 | 0,022 | | |
| DBTC | -0,029 | -0,010 | 0,052* | 0,014 | 0,379** | 0,290** | -0,068** | 0,350* | |
| SHNN | 0,202** | 0,175** | 0,202** | 0,094** | 0,277** | 0,160** | 0,210** | 0,083* | 0,160** |

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu điều tra tổng hợp của tác giả bằng STATA 12.0

Ghi chú: **, *: Có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1%, 5%

Kết quả của kiểm định Hausman được trình bày ở Bảng 4 cho thấy mô hình FEM là phù hợp hơn mô hình REM. Kết quả ước lượng bằng mô hình FEM cho thấy mức độ minh bạch và CBTT có mối tương quan nghịch với mức độ minh bạch và CBTT kỳ trước đó, tính kiêm nhiệm Tổng Giám Đốc; tương quan thuận với thành viên Ban Giám đốc và quy mô công ty, nhưng kết quả ước lượng này không có ý nghĩa về mặt thống kê do hệ số giải thích mô hình rất thấp. Kết quả này cho thấy có biến nội sinh xuất hiện trong mô hình ước lượng. Để khắc phục hiện tượng nội sinh và phương sai sai số thay đổi trong mô hình ước lượng, mô hình hồi quy hai bước (2SLS) điều chỉnh phương sai sai số thay đổi (robust) và GMM với 2 biến công cụ là BGD và SHNN được sử dụng trong nghiên cứu này. Kết quả ước lượng bằng mô hình 2SLSt và GMM cho thấy mức độ minh bạch và CBTT chịu ảnh hưởng của các yếu tố như là mức độ công bố thông tin ở kỳ trước,

theo. Mức độ công bố thông tin của công ty niêm yết có tương quan thuận với số thành viên độc lập trong HĐQT, quy mô công ty, tỷ suất lợi nhuận/tài sản, Tobin_Q. Kết quả nghiên cứu này hoàn toàn phù hợp với cơ sở lý thuyết như đã trình bày ở Mục 2.

Cụ thể là, khi tăng tính độc lập của Hội đồng quản trị - tăng số thành viên độc lập sẽ làm thông tin về công ty được công bố đầy đủ, kịp thời và chính xác sẽ làm giảm sự bất cân xứng thông tin giữa các nhà quản lý và cổ đông. Kết quả này cũng phù hợp với các nghiên cứu của Andrade et al.,(2014), Bùi Thị Thuý (2014). Mức độ minh bạch và CBTT của công ty niêm yết có tương quan thuận với quy mô công ty. Các công ty quy mô lớn với một hệ thống quản trị công ty hoàn thiện có xu hướng công bố nhiều thông tin hơn so với các công ty nhỏ mới gia nhập thị trường niêm yết. Kết quả phân tích phù hợp với nhiều nghiên cứu có trước của các tác giả Phạm Ngọc Toàn và Trần Thị Thanh Huyền (2015),

Nguyễn Thị Thu Hào (2015), Nguyễn Thanh Bích Ngọc và cộng sự (2016). Nghiên cứu cũng tìm thấy mối tương quan dương giữa tỷ số lợi nhuận trên tài sản và mức độ công bố thông tin. Kết quả này chứng minh rằng lý thuyết đại diện có ảnh hưởng quan

trọng đến việc công bố thông tin của công ty. Công ty có tỷ suất lợi nhuận cao sẽ công bố thông tin nhiều hơn, và người đại diện sử dụng vấn đề này cho việc có hợp đồng tốt hơn. Hệ số Tobin Q có ảnh hưởng cùng chiều đến mức độ công bố thông tin ở

Bảng 4: Kết quả ước lượng hồi quy bằng REM, FEM, 2SLS, GMM đến mức độ CBTT

| Mô hình | REM | FEM | 2SLS | GMM |
|----------------------|----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|
| Hệ số a | 24,069 (7,79) ^{***} | 22,551 (0,93) | 4,4902 (0,75) | 17,3754 (6,41) ^{***} |
| CBTT t-1 | 0,5298 (19,41) ^{***} | -0,3373 (-7,64) ^{***} | 0,5591 (15,66) ^{***} | 0,6085 (20,92) ^{***} |
| HDQT | 0,0338 (0,32) | 0,0607 (0,36) | -0,0450 (-0,44) | 0,0854 (1,00) |
| KTGD | -0,3995 (-1,18) | -1,6699 (-2,36) ^{**} | -0,2143 (-0,64) | -0,4095 (-1,28) |
| TVDL | 0,3926 (2,66) ^{***} | -0,1708 (-0,45) | 0,2548 (1,56) | 0,3906 (2,45) ^{**} |
| QMCT | 0,1777 (1,54) | 2,2390 (2,48) ^{**} | 0,9092 (3,24) ^{***} | 0,2650 (2,70) ^{***} |
| ROA | 3,9926 (2,61) ^{***} | -0,0064 (0,00) | 3,8953 (1,64) | 4,8244 (2,20) ^{**} |
| TOBIN_Q | 0,1113 (0,79) | -0,3031 (-0,75) | 0,1693 (1,89) [*] | 0,1455 (1,77) [*] |
| BGD | 0,1992 (2,36) ^{**} | 0,4342 (2,14) ^{**} | | |
| DBTC | -1,1250 (-1,48) | -3,6690 (-1,41) | -2,6569 (-2,57) ^{***} | -0,7942 (-1,12) |
| SHNN | 0,0275 (2,36) ^{**} | 0,0521 (1,56) | | |
| Số quan sát | 992 | 992 | 992 | 992 |
| R ² (%) | 69,14 | 0,01 | 40,06 | - |
| Giá trị F/ Wald | 570,7 ^{***} | 7,73 ^{***} | 583,6 ^{***} | - |
| Kiểm định Hausman | | 671,9 ^{***} | | |
| Kiểm định Sagan | | | 0,002 ^{ns} | |
| Kiểm định Wald' | | 931,6 ^{***} | | |
| Kiểm định Hansen's J | | | 0,002 ^{ns} | |

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu điều tra tổng hợp của tác giả bằng STATA 12.0

Ghi chú: ***, **, *: Có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%. Giá trị thống kê t, z ở trong dấu ngoặc đơn cho mô hình FEM, REM, 2SLS, GMM. Giá trị kiểm định Wald thay thế cho giá trị F trong hồi quy REM. Kiểm định Wald' xác định phương sai sai số thay đổi; Kiểm định Sagan xác định biến công cụ quá

mức ý nghĩa 10%. Kết quả này chỉ ra rằng khi giá trị của công ty trên thị trường niêm yết gia tăng công ty có xu hướng công bố nhiều thông tin hơn. Kết quả phù hợp với nghiên cứu của Aksu & Kosedag (2006) trên thị trường chứng khoán Thổ Nhĩ Kỳ.

Kết quả phân tích chỉ ra mức độ minh bạch và CBTT ở kỳ trước có ảnh hưởng thuận chiều đến công bố thông tin ở kỳ hiện tại. Mức độ công bố thông tin của công ty tăng dần theo thời gian nhằm để đáp ứng với các quy định của thị trường chứng khoán và áp lực thông tin từ nhà đầu tư. Các kết quả nghiên cứu trước tại Việt Nam chưa chỉ ra điều này; tuy nhiên, nghiên cứu cho kết quả phù hợp với nghiên cứu của Rajab & Handley-Schachler (2009) tại thị trường chứng khoán Anh.

5. Kết luận

Minh bạch và công bố thông tin có vai trò hết sức quan trọng đối với hoạt động của các công ty niêm yết, cả nhân các nhà đầu tư và sự phát triển của thị trường chứng khoán. Nội dung chính của nghiên cứu này là đo lường ảnh hưởng các yếu tố quản trị công ty và tài chính công ty đến mức độ minh bạch và CBTT của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam. Sử dụng mô hình 2SLS và GMM, nghiên cứu này đã tìm thấy bằng chứng để kết luận rằng minh bạch và CBTT có mối tương quan thuận với tính độc lập của Hội đồng quản trị, quy mô công ty, tỷ suất lợi nhuận trên tài sản. Công bố thông tin trong quá khứ có ảnh hưởng tích cực đến mức độ công bố thông tin ở kỳ hiện tại. Kết quả nghiên cứu này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết thông tin bất cân xứng, lý thuyết đại diện và các nghiên cứu thực nghiệm trước đây. Như vậy có thể thấy việc minh bạch và CBTT không chỉ là nghĩa vụ mà còn là quyền lợi của các công ty. Việc nâng cao mức độ minh bạch và công bố thông tin sẽ giúp các công ty tiếp cận các thị trường chứng khoán khu vực và thế giới, tạo lập được uy tín của mình trên các thị trường chứng khoán, thuận lợi hơn trong huy động vốn phát triển khi có nhu cầu. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Arellano, M., & Bond, S. (1991), *Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations*, The Review of Economic Studies, 58, 277 - 297.

2. Ngô Thu Giang và Đặng Anh Tuấn. (2013), *Các yếu tố ảnh hưởng tới hoạt động công bố thông tin của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam*, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, số 194, trang 24-30.

3. Phạm Ngọc Toàn và Hoàng Thị Thu Hoài, 2015, *Ảnh hưởng của đặc điểm doanh nghiệp đến mức độ công bố thông tin trên thị trường chứng khoán TP. Hồ Chí Minh*, Tạp chí Phát triển kinh tế, số 26 (4), trang 87-103.

4. Premvadee, F., (2012), *The Study of The Relationship Between Corporate Governance, Corporate Characteristics, Financial Ratios, and Corporate Disclosure and Transparency: Evidence from The Stock Exchange of Thailand*. RMUTT. Global Business and Economics Review, 7(1).

5. Sharif, S. P., & Lai, M. M. (2015), *The effects of corporate disclosure practices on firms performance, risk and dividend policy*, International Journal of Disclosure and Governance, 12 (4), 311-326.

6. Stiglbauer, M. (2010), *Transparency & disclosure on corporate governance as a key factor of companies' success: a simultaneous equations analysis for Germany*, Problems and Perspectives in Management, 8 (1).

Summary

The objective of this study is to determine the impact of corporate governance and corporate finance on the level of transparency and disclosure of listed companies on the Vietnamese stock market. Data used in the study are tabular data collected from financial reports, corporate governance reports and relevant publicly available documents of 506 listed companies on Hochiminh Stock Exchange (HOSE) and Hanoi Stock Exchange (HNX) in the period 2014-2016. By using the method of estimating 2SLS (2 Stage Least of Square) and GMM (Generalized Methods of Moments), the research results have shown the independence of the Board of Directors, company size, and profit ratio on the production is positively correlated with the level of transparency and disclosure of listed companies. In addition, the study found out a positive correlation between the past and the current level of information disclosure in the company.