

Các yếu tố ảnh hưởng đến mức độ minh bạch thông tin của doanh nghiệp niêm yết theo cảm nhận của nhà đầu tư

LÊ TRƯỜNG VINH & HOÀNG TRỌNG

Nghiên cứu này nhằm xác định các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ minh bạch thông tin của các doanh nghiệp niêm yết theo cảm nhận của nhà đầu tư cá nhân. Trên cơ sở đó nâng cao tính hiệu quả trong việc công bố thông tin của các công ty niêm yết và nâng cao trình độ hiểu biết của nhà đầu tư cá nhân trong quyết định đầu tư của họ, nhằm góp phần quan trọng vào tính lành mạnh và công bằng của một thị trường chứng khoán.

Kết quả nghiên cứu cho thấy yếu tố quy mô, yếu tố lợi nhuận đo lường theo đại lượng tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản, chỉ số nợ trên tổng tài sản, chỉ số tài sản cố định trên tổng tài sản không ảnh hưởng đến mức độ minh bạch thông tin của các doanh nghiệp niêm yết theo cảm nhận của nhà đầu tư cá nhân. Trong khi đó, yếu tố lợi nhuận đo lường bằng chỉ số Q lại ảnh hưởng đến minh bạch thông tin của các doanh nghiệp niêm yết.

1. Giới thiệu

1.1 Tính cấp thiết

Trong thị trường chứng khoán (TTCK) thì thông tin là yếu tố nhạy cảm, ảnh hưởng trực tiếp đến các quyết định của nhà đầu tư. Do vậy, minh bạch thông tin là trách nhiệm và nghĩa vụ rất quan trọng đối với các tổ chức khi tham gia thị trường nhằm đảm bảo tính hiệu quả và công bằng của hoạt động tài chính và mở rộng quy mô của một tổ chức cũng như góp phần vào sự phát triển lành mạnh của thị trường chứng khoán. Yêu cầu ngày càng cao của các nhà đầu tư đối với việc minh bạch hóa thông tin, các phương thức và phương tiện thông tin đang được từng bước hoàn thiện. Vì vậy, nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến tính minh bạch thông tin doanh nghiệp nhìn từ góc độ nhà đầu tư là rất cần thiết nhằm gợi ý các giải pháp tăng cường tính minh bạch để xây dựng một thị trường chứng khoán lành mạnh. Nhà đầu tư cá nhân thường ít chuyên nghiệp hơn nhà đầu tư tổ chức nên

cảm nhận của nhà đầu tư cá nhân có vai trò quan trọng trong việc ra quyết định và cần được khảo sát.

1.2 Mục tiêu nghiên cứu

Nghiên cứu này xây dựng và chứng minh một mô hình diễn tả ảnh hưởng của các yếu tố nguyên nhân đến mức độ minh bạch của doanh nghiệp niêm yết theo cảm nhận của nhà đầu tư cá nhân. Các mục tiêu cụ thể là:

- Các yếu tố nào ảnh hưởng đến mức độ minh bạch thông tin của các công ty niêm yết theo cảm nhận của nhà đầu tư cá nhân?
- Tầm quan trọng của các yếu tố có ảnh hưởng đến mức độ minh bạch thông tin của các công ty niêm yết theo cảm nhận của nhà đầu tư cá nhân?

1.3 Phạm vi nghiên cứu, đối tượng nghiên cứu

Có hai nhóm yếu tố ảnh hưởng đến tính minh bạch và công bố thông tin của doanh nghiệp là nhóm đặc điểm về tài chính và quản trị công ty (Cheung, Connelly, Limpaphayom, Zhou, 2003), nghiên cứu này chỉ tập trung nghiên cứu nhóm yếu tố đặc điểm về tài chính.

Đối tượng được nghiên cứu là các nhà đầu tư cá nhân tại TP.HCM đang nắm giữ cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM.

2. Cơ sở lý thuyết và phát triển mô hình

Minh bạch thông tin doanh nghiệp là sự cung cấp thông tin đáng tin cậy, liên quan rộng rãi về hoạt động định kỳ, vị thế tài chính, cơ hội đầu tư, quản trị, giá trị, rủi ro kinh doanh của các doanh nghiệp [1].

Minh bạch thông tin doanh nghiệp là số lượng và chất lượng thông tin mà doanh nghiệp cung cấp đến các thành phần khác nhau kể cả các cổ đông và các người có lợi ích đối với doanh nghiệp. Minh bạch là phạm vi và nghệ thuật công bố của doanh nghiệp mà doanh nghiệp thực hiện trong báo cáo tài chính hàng năm, chủ yếu là báo cáo thường niên.[2]

Từ những khái niệm trên, nghiên cứu này sử dụng khái niệm sau: Minh bạch thông tin doanh nghiệp là sự công bố thông tin xác thực, kịp thời, cho cơ quan quản lý chuyên ngành và các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán, bảo đảm rằng các nhà đầu tư đều có cơ hội tiếp cận các thông tin như nhau trong việc đánh giá tình hình hoạt động và hiệu quả sản xuất kinh doanh và rủi ro của doanh nghiệp để ra quyết định đầu tư.

Các nghiên cứu trước đây trên thế giới cho rằng có hai loại đặc điểm lớn của một doanh nghiệp có thể ảnh hưởng đến mức độ minh bạch thông tin doanh nghiệp trong phạm vi một thị trường. Loại thứ nhất bao gồm các đặc điểm thuộc về tài chính của một doanh nghiệp, còn loại thứ hai bao gồm các đặc điểm thuộc về quản trị doanh nghiệp (Bushman, Piotroski, và Smith, 2003). Những đặc điểm tài chính có thể ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin và minh bạch doanh nghiệp đã được nghiên cứu và có nhiều ý kiến trái ngược nhau bao gồm:

(i) Quy mô doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có quy mô lớn được cho rằng minh bạch hơn công ty có quy mô nhỏ. Doanh nghiệp có quy mô lớn thì có nhà đầu tư lớn hơn doanh nghiệp có quy mô nhỏ và thu hút sự chú ý nhiều hơn từ các nhà phân tích. Doanh nghiệp có quy mô lớn có nhiều nguồn thông tin công bố cho nhà đầu tư tốt hơn so với doanh nghiệp có quy mô nhỏ. Một nghiên cứu xuyên quốc gia đã phát hiện mối liên hệ thuận chiều giữa các điểm về vốn hóa thị trường và minh bạch tổng thể.

(ii) Đòn bẩy tài chính. Các công ty có đòn bẩy tài chính cao nên có mức độ minh bạch cao hơn bởi vì các chủ nợ yêu cầu công ty công bố thông tin nhiều hơn. Tuy nhiên, Roberts & Gray (1995) đã tìm ra mối quan hệ ngược chiều giữa đòn bẩy tài chính và công bố thông tin của các doanh nghiệp ở Mỹ và Anh. Archambault (2003) cũng đã chứng minh rằng không có mối liên hệ giữa đòn bẩy tài chính và công bố thông tin của doanh nghiệp.

(iii) Tình hình tài chính. Có thể tình hình tài chính trong quá khứ ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin của doanh nghiệp (Khanna & Srinivasan 2004). Ví dụ, các doanh nghiệp có lợi nhuận có thể muốn công bố thông tin của doanh nghiệp cho nhà đầu tư bên ngoài hơn là doanh nghiệp có ít lợi nhuận. Các nghiên cứu trước đây đã kiểm tra tác động cả tình hình kế toán và tình hình thị trường đối với các cấp độ công bố thông tin. Nghiên cứu này sử dụng cả hai loại tình hình tài chính nói trên để đo lường “sức

khỏe” của doanh nghiệp.

(iv) Tài sản cầm cố. Các doanh nghiệp có giá trị tài sản cố định cao, cần phải công bố thông tin nhiều hơn để giúp cho người bên ngoài đưa ra được quyết định đầu tư. Điều này dẫn đến mối liên hệ thuận chiều giữa giá trị tài sản cầm cố và mức độ công bố thông tin. Mặt khác, cũng có thể lập luận rằng các công ty có nhiều tài sản bị cầm cố không có nhu cầu công bố thông tin tài chính. Jensen và Meckling (1976) cho rằng tài sản bị cầm cố có thể làm giảm đi mâu thuẫn về quyền sở hữu bởi vì người cho vay sẽ nắm quyền sở hữu tài sản cố định trong trường hợp doanh nghiệp bị phá sản. Việc giảm mâu thuẫn về quyền sở hữu có thể giảm nhu cầu công bố thông tin cho nên có thể có mối liên hệ ngược chiều giữa tài sản cầm cố và mức độ công bố thông tin.

(v) Hiệu quả sử dụng tài sản. Có thể các công ty với mức độ hiệu quả sử dụng tài sản cao thì có mức độ công bố thông tin về doanh nghiệp cao hơn so với doanh nghiệp mà có mức độ hiệu quả sử dụng tài sản thấp. Lý do rằng các doanh nghiệp với mức độ hiệu quả sử dụng tài sản cao có thể thu hút nhiều nhà đầu tư và nhà phân tích hơn. Do vậy các công ty này phải công bố nhiều thông tin hơn cho nhà đầu tư bên ngoài mà đối lại sẽ dẫn đến mức độ công bố thông tin và minh bạch cao hơn đối với công ty có mức độ hiệu quả sử dụng tài sản cao.

Từ các lý thuyết và các kết quả nghiên cứu trước đây, nghiên cứu này tìm hiểu ảnh hưởng của các yếu tố có liên quan đến mức độ minh bạch thông tin theo cảm nhận của nhà đầu tư tại thị trường chứng khoán TP.HCM. Mô hình nghiên cứu được diễn tả trong phương trình sau và Hình 1.

$$\text{TRANSP} = \beta_0 + \beta_1 \text{SIZE}(X)_i + \beta_2 \text{PROFIT}(X)_i + \beta_3 \text{TURNOVER}_i + \beta_4 \text{FIX}_i + \beta_5 \text{DEBT}_i + \varepsilon_i$$

Biến 1 : Quy mô công ty - ký hiệu là SIZE. Có ba cách đo lường như sau :

- Cách 1: Lấy Logarith của Tổng tài sản-ký hiệu là SIZE1.

- Cách 2: Lấy Logarith của Doanh thu thuần-ký hiệu SIZE2.

- Cách 3: Lấy Logarith của Giá trị thị trường của Công ty- ký hiệu SIZE3 [3].

Biến 2: Lợi nhuận – ký hiệu là PROFIT dùng để đo lường khả năng sinh lợi hay thành quả của một doanh nghiệp thì biến PROFIT được đo lường bằng hai cách sau đây:

- Cách 1: Tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA), hệ số này có ý nghĩa là với 1 đồng tài sản của công ty thì sẽ

mang lại bao nhiêu đồng lợi nhuận được tính như sau:

Lợi nhuận sau thuế chia cho tổng tài sản (Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản)

- Cách 2: Q [4] phản ánh khả năng sinh lợi dài hạn của doanh nghiệp được tính như sau:

Lấy Giá trị thị trường cộng với nợ dài hạn đem chia cho tổng tài sản

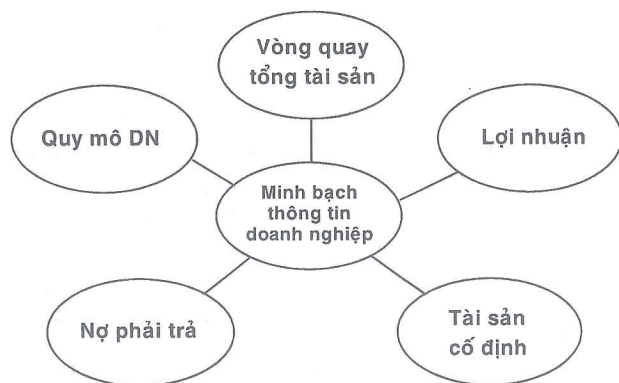
$(\text{Giá trị thị trường} + \text{Nợ dài hạn}) / \text{Tổng tài sản}$

Biến 3 : Vòng quay tổng tài sản, chỉ số này đo lường khả năng doanh nghiệp tạo ra doanh thu từ việc đầu tư vào tổng tài sản - ký hiệu là TUNOVER, được tính bằng cách lấy doanh thu thuần chia cho tổng tài sản (Doanh thu thuần / Tổng tài sản)

Biến 4 : Tài sản cố định- ký hiệu là FIX, đây là chỉ số thể hiện tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản của một doanh nghiệp, được tính bằng cách lấy tài sản cố định trừ đi khấu hao chia cho tổng tài sản $\{(\text{Tài sản cố định} - \text{Khấu hao}) / \text{Tổng tài sản}\}$

Biến 5 : Nợ phải trả - ký hiệu là DEBT, đây là chỉ số thể hiện tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản, được tính bằng cách lấy tổng nợ phải trả chia tổng tài sản $(\text{Tổng nợ phải trả} / \text{Tổng tài sản})$

Biến 6 : Minh bạch thông tin doanh nghiệp - ký hiệu TRANSP- biến này được đo lường bằng số liệu thu thập được thông qua khảo và lấy ý kiến nhà đầu tư.



Hình 1: Mô hình nghiên cứu

3. Phương pháp nghiên cứu

Năm biến nguyên nhân trong mô hình nghiên cứu đề nghị là các dữ liệu thứ cấp có sẵn, trích từ nguồn là các báo cáo thường niên chính thức của các doanh nghiệp niêm yết. Từ nguồn dữ liệu thứ cấp là các báo cáo thường niên cuối năm 2007, tác giả tính logarith của biến quy mô theo 3 cách khác nhau: Tổng doanh thu, tổng tài sản, và giá trị thị trường; tính toán biến lợi nhuận theo 2 cách: tính chỉ số ROA và Q; chỉ số Nợ phải trả; chỉ số Tài sản cố định; chỉ số

Vòng quay tổng tài sản nhằm phục vụ cho công việc đo lường các biến nguyên nhân ảnh hưởng đến biến kết quả là biến thể hiện tính minh bạch thông tin doanh nghiệp.

Biến kết quả là mức độ minh bạch thông tin của các công ty niêm yết thì hiện nay chưa có một cơ quan quản lý nào hay một tổ chức nào đánh giá và xếp hạng tại như các quốc gia khác. Và lại đề tài nghiên cứu này nhằm xác định các yếu tố ảnh hưởng đến mức độ minh bạch của công ty niêm yết dưới góc độ cảm nhận của nhà đầu tư. Cảm nhận về tính minh bạch thông tin của doanh nghiệp niêm yết từ phía nhà đầu tư có thể khác với đánh giá của các cơ quan quản lý hay các tổ chức đánh giá. Từ nội dung khái niệm về tính minh bạch thông tin doanh nghiệp, và từ cách đo lường tính minh bạch thông tin các nghiên cứu trước đó, một tập biến quan sát được xây dựng để đo lường biến Minh bạch thông tin doanh nghiệp. Thông qua việc hỏi ý kiến chuyên gia, nghiên cứu sơ bộ với mẫu có kích thước $n = 30$, các biến quan sát đã được chỉnh sửa cho phù hợp với suy nghĩ đối tượng nghiên cứu. Các tập biến quan sát cụ thể được đo lường trên thang đo Likert 5 điểm, thay đổi từ 1= rất không đồng ý đến 5 = rất đồng ý. Từ các biến quan sát gốc này, phân tích nhân tố khám phá kết hợp với Cronbach alpha được sử dụng đạt được bộ biến quan sát tin cậy để đo lường mức độ minh bạch thông tin. Tiếp theo, từ tập hợp các biến quan sát này, tổng hợp mức độ cảm nhận về minh bạch thông tin thông nghiệp của từng nhà đầu tư cho từng doanh nghiệp. Mức độ minh bạch của từng doanh nghiệp được khảo sát được tính bằng cách lấy trung bình cộng mức độ minh bạch do 20 nhà đầu tư trả lời cho từng mã doanh nghiệp niêm yết, và coi mức độ trung bình này đại diện cho mức độ minh bạch của doanh nghiệp niêm yết theo cảm nhận của nhà đầu tư trên thị trường. Các mức độ trung bình này được ghép vào dữ liệu của 5 biến nguyên nhân trong mô hình để thực hiện việc kiểm định mô hình nghiên cứu bằng phương pháp tương quan và hồi qui.

Kích thước mẫu của nghiên cứu chính thức gồm 30 doanh nghiệp đang niêm yết tại SGDCK TP.HCM, mức độ minh bạch thông tin của từng công ty niêm yết được đánh giá bởi 20 nhà đầu tư cá nhân, như vậy tổng cộng có 600 bản câu hỏi được dùng để thăm dò thực tế.

4. Phân tích và kết quả

Trong 600 nhà đầu tư tham gia trả lời có 40% là

nữ có thời gian trên thị trường chứng khoán: Dưới 1 năm chiếm 37%, dưới 2 năm chiếm 46% và trên 2 năm chiếm 17% trong tổng số nữ tham gia; 60% là nam có thời gian tham gia trên thị trường chứng khoán: dưới 1 năm chiếm 33%, dưới 2 năm chiếm 35% và trên 2 năm chiếm 32% trong tổng số nam tham gia trên thị trường. Bảng 1 giới thiệu đặc điểm của mẫu nghiên cứu về giới tính, thời gian tham gia thị trường chứng khoán.

Bảng 1: Đặc điểm mẫu nghiên cứu

	Tần số	Phần trăm (%)
Giới tính		
Nam	362	60
Nữ	238	40
Thời gian tham gia trên TTCK		
Nam		
Dưới 1 năm	118	33
Dưới 2 năm	125	35
Trên 2 năm	119	32
Nữ		
Dưới 1 năm	88	37
Dưới 2 năm	109	46
Trên 2 năm	41	17

Để tính toán mức độ minh bạch thông tin, thực hiện phân tích nhân tố khám phá và tính Cronbach alpha 2 vòng đã cho ra được kết quả đo lường đáng tin cậy thể hiện trong Bảng 2 và Bảng 3. Không còn biến đo lường nào có hệ số tải nhân tố nhỏ hơn 0,4 và tổng phương sai trích được là 42,3%. Kiểm tra lại với Cronbach alpha thì thấy alpha đạt 0,84. Do đó kết quả phân tích nhân tố này được sử dụng để tính toán chính thức biến mức độ minh bạch thông tin đưa vào mô hình nghiên cứu cùng với các yếu tố nguyên nhân ảnh hưởng.

Bảng 2: Kết quả phân tích nhân tố khám phá thang đo lường mức độ minh bạch thông tin

	Factor loadings (hệ số tải nhân tố)
C2. Cấu trúc vốn chủ sở hữu rộng	.402
C4. Chất lượng báo cáo thường niên tốt	.592
C5. Các thành viên chủ chốt phải thông báo khi mua bán CP	.466
C8. Nhiều kênh để nhà đầu tư tiếp cận thông tin	.704
C9. Có trang web để cập nhật những thông tin được công bố	.681

C10. Các báo cáo tài chính được công bố thường xuyên	.721
C11. Các báo cáo tài chính được công bố đúng hạn	.742
C12. Thông tin công bố chính xác và nhất quán	.747
C13. Thông tin công bố, đầy đủ	.718
C14. Khả năng biết các thông tin ngang bằng	.629

Bảng 3: Kết quả tính Cronbach alpha của thang đo lường mức độ minh bạch thông tin

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Alpha if Item Deleted
C2	32.0618	31.6835	.3230	.8471
C4	32.1903	29.9069	.4978	.8322
C5	31.8848	31.4365	.3794	.8418
C8	32.1586	28.7691	.5990	.8228
C9	32.0801	29.0705	.5770	.8250
C10	31.9883	28.6169	.6180	.8210
C11	32.0985	28.7077	.6346	.8198
C12	32.1619	28.5507	.6434	.8188
C13	32.2688	28.3407	.6099	.8216
C14	32.3723	28.8562	.5071	.8324

Reliability Coefficients, N of Cases = 599.0; N of Items = 10; Alpha = .8431

Do biến qui mô có thể được tính bằng 3 cách khác nhau (SIZE_1, SIZE_2, SIZE_3) và biến lợi nhuận có 2 cách đo lường khác nhau (ROA, Q), cho nên có tới 6 phương trình kết hợp để kiểm định mô hình nghiên cứu. Kết quả tính toán theo 6 phương trình hồi quy bội trên được tóm tắt trong Bảng 4.

Sau khi chạy kết quả hồi quy tuyến tính các phương trình có thể được viết lại nhằm phân tích rõ hơn các thông số được đưa vào và thể hiện mức độ minh bạch thông tin của các công ty niêm yết như sau:

$$\text{TRANSP} = -0.1632 - 0.0211 (\text{SIZE}_1) + 3.2085 (\text{ROA}) - 0.0182 (\text{TURNOVER}) + 0.0340 (\text{FIX}) + 0.0570 (\text{DEBT})$$

$$\text{TRANSP} = -0.5615 - 0.0247 (\text{SIZE}_2) + 3.1713 (\text{ROA}) - 0.0179 (\text{TURNOVER}) + 0.0351 (\text{FIX}) + 0.0495 (\text{DEBT})$$

$$\text{TRANSP} = -0.2867 + 0.0070 (\text{SIZE}_3) + 3.2155$$

Bảng 4: Kết quả phân tích các 7 hàm hồi qui của mô hình nghiên cứu

	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7
(Constant)	-0.1632	-0.5615	-0.2867	1.0442	0.6555	0.9573	-0.2830
SIZE_1	-0.0211			-0.1702			
SIZE_2		0.0247			-0.1300		
SIZE_3			-0.0070			-0.1596	
ROA	3.2085	3.1713	3.2155				
Q				0.1582*	0.1541*	0.1805*	0.1190*
TURNOVER	-0.0182	-0.0179	-0.0164	-0.0204	0.0149	-0.0176	
FIX	0.0340	0.0351	0.0332	-0.0735	-0.0935	-0.0888	
DEBT	0.0570	0.0495	0.0514	0.3337	0.3187	0.2941	
Adjusted R ²	-0.0474	-0.0471	-0.0478	-0.0303	-0.0405	-0.0289	0.0910
F-value	0.7378	0.7392	0.7355	0.8293	0.7744	0.8370	3.8870
Sig. F	0.6026	0.6016	0.6041	0.5415	0.5777	0.5365	0.0590

Ghi chú: dấu * thể hiện hệ số hồi qui có ý nghĩa thống kê với độ tin cậy 90%.

(ROA) - 0.0164 (TURNOVER) - 0.0332 (FIX) + 0.0514 (DEBT)

TRANSP = 1.0442 - 0.1702 (SIZE_1) + 0.1582 (Q) - 0.0204 (TURNOVER) - 0.0735 (FIX) + 0.3337 (DEBT)

TRANSP = 0.6555 - 0.1300 (SIZE_2) + 0.1541 (Q) + 0.0149 (TURNOVER) - 0.0935 (FIX) + 0.3187 (DEBT)

TRANSP = 0.9573 - 0.1596 (SIZE_3) + 0.1805 (Q) - 0.0176 (TURNOVER) - 0.0888 (FIX) + 0.2941 (DEBT)

Phương trình hồi qui thứ nhất, thứ 2 và thứ 3 đều không có ý nghĩa thống kê. Như vậy có thể thấy yếu tố quy mô (thể hiện qua 3 cách đo lường SIZE_1, SIZE_2 và SIZE_3) không có ý nghĩa thống kê. Còn yếu tố lợi nhuận đo lường bằng ROA cũng không có ý nghĩa gì trong việc tiên đoán mức độ minh bạch thông tin của các công ty niêm yết.

Cả 3 phương trình hồi qui 4, 5, 6 cho thấy yếu tố lợi nhuận đo lường bằng đại lượng Q có ý nghĩa trong mô hình nghiên cứu (thông qua kiểm định t với độ tin cậy 90%). Vì vậy, phương trình hồi qui thứ 7 chỉ với biến độc lập Q được tính toán ra như sau :

$$\text{TRANSP} = -0.2830 + 0.1190 (Q)$$

Kết quả kiểm định mô hình này (cột cuối cùng trong Bảng 4) cho thấy yếu tố lợi nhuận đo lường bằng đại lượng Q có giá trị R² điều chỉnh lớn nhất (9,1%). Bên cạnh đó kiểm định về ý nghĩa toàn diện của mô hình hồi qui (kiểm định F cho giả thiết H₀ : R² = 0) cho phép ta bác bỏ giả thiết H₀ (giá trị tra bảng F_(1;28;0,1) = 2,893 < F-value = 3.8870). Do đó có

thể kết luận mô hình 7 chỉ có 1 biến nguyên nhân Q là phù hợp nhất trong việc giải thích mức độ minh bạch thông tin của các DN niêm yết theo cảm nhận của các nhà đầu tư cá nhân trong đó yếu tố ảnh hưởng là Q.

5. Thảo luận kết quả

Biến Quy mô của doanh nghiệp (SIZE_1, SIZE_2 và SIZE_3) không có ý nghĩa thống kê. Điều này có thể giải thích như sau:

Quy mô được đo lường bằng tổng tài sản của doanh nghiệp. Do các doanh nghiệp niêm yết được khảo sát ở nhiều ngành khác nhau, mỗi ngành lại có những yêu cầu về vốn đầu tư rất khác nhau nên biến quy mô biến thiên nhiều trong khi cảm nhận về mức độ minh bạch không khác nhau quá nhiều giữa các doanh nghiệp, cho nên quy mô không ảnh hưởng có ý nghĩa đến mức độ minh bạch. Có một lý do khác nữa đó là quy mô doanh nghiệp mang tính tương đối. Có những ngành đòi hỏi giá trị tài sản cao như những ngành khai khoáng (trong mẫu nghiên cứu là các mã chứng khoán PVD, PPC), hàng tiêu dùng đo đặc điểm của ngành hàng đòi hỏi đầu tư lớn cho hệ thống phân phối (trong mẫu nghiên cứu là VNM) mới là doanh nghiệp có quy mô lớn. Trong khi đó có những doanh nghiệp không cần vốn đầu tư và tài sản thật lớn cũng là doanh nghiệp lớn trong ngành kinh doanh của họ.

Quy mô được đo lường bằng doanh thu. Có thể giải thích lý do biến quy mô mang tính tương đối: Khi một công ty gia tăng lượng hàng bán như khi có nhiều khách hàng hơn, khách hàng tăng lượng mua, công ty giới thiệu sản phẩm mới hoặc thâm nhập vào thị trường mới, công ty cải thiện sản phẩm cũ, hay các đơn đặt hàng mà không được chuyển đi và chưa thu được tiền bán đã được hạch toán làm gia tăng lượng hàng bán, và quá phụ thuộc vào một số khách hàng hay quá phụ thuộc vào thị trường xuất khẩu cũng làm cho doanh thu tăng cao hay thấp đi. Có một lý do khác nữa, đó là doanh thu được ghi nhận trên bảng cân đối kế toán rất lớn, nhưng khoản phải thu

hay khoản phải trả cũng lớn tương ứng. Vì vậy biến quy mô được đo lường bằng đại lượng doanh thu chỉ mang tính chất tương đối trong việc giải thích mức độ ảnh hưởng đến cảm nhận tính minh bạch thông tin của doanh nghiệp.

Quy mô được đo lường bằng giá trị thị trường. Tại VN, do tâm lý nhà đầu tư theo “xu hướng đám đông” hay nghe “tin đồn” và kiến thức bị “hạn chế” cho nên họ mua cổ phiếu ào ạt làm cho giá của mỗi cổ phiếu ngày càng tăng vô tình đẩy giá trị thị trường lên cao hơn so với giá trị thực. Có một lý do khác là ở VN, một khác biệt khá lớn so với các nước trên thế giới là nhà đầu tư mong muốn đạt được mức lãi vốn cao hơn là mong muốn mức tỷ suất sinh lợi cao, điều này cũng phản ánh một suy nghĩ của đa số các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán VN khi họ cho rằng việc minh bạch thông tin cao nên hướng đến doanh nghiệp có giá cổ phần cao (giá trị mỗi cổ phần chứ không phải tổng giá trị công ty) vì vậy biến quy mô được đo lường bằng đại lượng giá trị thị trường gần như không có ý nghĩa trong việc giải thích mức độ ảnh hưởng của nó đến tính minh bạch thông tin tại thị trường VN.

Biến vòng quay tổng tài sản TURNOVER, chỉ số này đo lường khả năng doanh nghiệp tạo ra doanh thu từ việc đầu tư vào tổng tài sản. Các doanh nghiệp trong ngành thâm dụng vốn thường có chỉ số vòng quay tổng tài sản thấp hơn so với các doanh nghiệp khác (trong mẫu nghiên cứu là: PVD, VNM, SAM, PPC,...) nhưng theo cảm nhận của các nhà đầu tư lại có mức độ minh bạch thông tin thấp, điều này không có nghĩa là doanh nghiệp hoạt động không hiệu quả, mà có thể là do DN đang trong giai đoạn phát triển các lĩnh vực mới, các sản phẩm mới đòi hỏi đầu tư nhiều tài sản (vốn) cho nên chỉ số này cao hoặc thấp tùy thuộc vào từng giai đoạn. Vì vậy có thể giải thích tại sao biến vòng quay tổng tài sản được đo lường bằng đại lượng TURNOVER không phản ánh hết sự ảnh hưởng rõ ràng của nó đến mức độ minh bạch thông tin doanh nghiệp theo cảm nhận của nhà đầu tư.

Biến nợ và tài sản cố định DEBT, đây là chỉ số đòn bẩy tài chính. Chỉ số này cho thấy bao nhiêu % tài sản của công ty được tài trợ bằng vốn vay, chỉ số này sử dụng giá trị sổ sách chứ không phải giá trị thị trường. Chỉ số nợ cao thường có xu hướng phóng đại thu nhập của doanh nghiệp và chỉ số nợ thấp có thể cho thấy việc sử dụng nợ không hiệu quả. Có thể giải thích như sau: Các công ty có quy mô càng lớn thì càng dễ dàng tiếp cận với các nguồn vốn vay mượn hơn các công ty có quy mô nhỏ, các công ty có tỷ lệ vốn

góp của Nhà nước càng cao thì càng dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn nhất là nguồn vốn dài hạn hơn do có mối quan hệ với các chủ nợ từ trước khi công ty được cổ phần hoá và việc sử dụng nợ có hiệu quả. Các công ty hoạt động có lời nhiều sẽ có nhiều nguồn vốn giữ lại để tài trợ cho các hoạt động của mình do vậy sẽ ít sử dụng nợ vay hơn. Lý do khác là cảm nhận của nhà đầu tư về các doanh nghiệp có sử dụng nợ nhiều thì có nguy cơ phá sản cao hơn những doanh nghiệp ít sử dụng nợ, hay do thị trường trái phiếu công ty tại VN chưa phát triển và các khó khăn trong việc phát hành trái phiếu của doanh nghiệp, nên nguồn tài trợ của các doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào vốn chủ sở hữu, các khoản vay ngắn hạn từ ngân hàng và các khoản tín dụng thương mại. Vì vậy biến nợ đo bằng đại lượng DEBT không có ý nghĩa trong việc giải thích mức độ ảnh hưởng đến mức độ minh bạch thông tin doanh nghiệp theo cảm nhận của nhà đầu tư.

Biến tài sản cố định FIX. Đa phần các doanh nghiệp có chỉ số này cao sẽ có xu hướng sử dụng ít nợ ngắn hạn do mức độ thích hợp thời hạn thanh toán giữa các khoản vay và tài sản cố định hữu hình đóng vai trò là vật thế chấp trong các khoản vay dài hạn (trong mẫu nghiên cứu PPC, PVD). Tuy nhiên cũng có những doanh nghiệp với khoản nợ dài hạn thấp nhưng chỉ số tài sản cố định vẫn cao, có thể là do tài sản cố định được định giá cao khi cổ phần hoặc do đầu tư bằng lợi nhuận giữ lại. Biến tài sản cố định rất khó xác định rõ nguồn gốc được tạo ra, vì vậy không thể giải thích được mức độ ảnh hưởng của nó đến minh bạch thông tin doanh nghiệp theo cảm nhận của nhà đầu tư.

Biến ROA. Hệ số ROA thường có sự chênh lệch giữa các ngành. Những ngành đòi hỏi phải có đầu tư tài sản lớn vào dây chuyền sản xuất, máy móc thiết bị, công nghệ như các ngành vận tải, xây dựng, sản xuất kim loại... thường có hệ số ROA (ví dụ : SAM, GMD, PPC, REE) nhỏ hơn so với hệ số ROA của các ngành mà không cần phải đầu tư nhiều vào tài sản như ngành dịch vụ - thương mại (ví dụ : SAF, DHA). Tuy nhiên cũng có các doanh nghiệp với giá trị tài sản lớn cũng có hệ số ROA lớn (ví dụ: VNM, FPT, SJS), nhưng điều đó cũng không giải thích rõ ràng trong việc xem xét hệ số ROA ảnh hưởng đến tính minh bạch, vì theo cảm nhận của nhà đầu tư các doanh nghiệp có hệ số ROA lớn vẫn bị đánh giá không tốt trong việc minh bạch (trong mẫu nghiên cứu: VNM, FPT, PVD).

Biến Q: Trong nghiên cứu của tác giả chỉ còn biến

Q là có ý nghĩa thống kê cao nhất. Có thể giải thích như sau: Các doanh nghiệp có chỉ số Q cao thể hiện khả năng sinh lợi dài hạn và sự kỳ vọng cao của nhà đầu tư mong muốn trong tương lai sẽ gắn bó lâu dài, do đó tạo áp lực đòi hỏi doanh nghiệp phải cung cấp thông tin đầy đủ và minh bạch cao. Khác biệt giữa chỉ số Q và chỉ số M/B [5] nằm ở chỗ chỉ số Q sử dụng giá trị thị trường của các khoản nợ và vốn cổ phần. Doanh nghiệp có chỉ số Q lớn hơn 1 (trong mẫu nghiên cứu là các doanh nghiệp có mã CK: VNM, TMS, PVD, PPC, FPT...) sẽ có động lực đầu tư cao hơn doanh nghiệp có chỉ số Q nhỏ hơn 1 (trong mẫu nghiên cứu: SFI, SFC) mặc dù các DN này được đánh giá có mức độ minh bạch thông tin không cao, ngoại trừ các doanh nghiệp (trong mẫu nghiên cứu là: CAN, HRC, REE, TCM, BHS, SJS, TAC, SAF) có chỉ số Q lớn hơn 1 và được đánh giá có mức độ minh bạch thông tin khá tốt. Doanh nghiệp có chỉ số Q cao thường là doanh nghiệp hấp dẫn nhà đầu tư và có năng lực cạnh tranh tốt, trong khi ROA phản ánh kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh chứ không phản ánh quyết định tài chính và chỉ số này cũng cho thấy mức độ vốn hóa của tổng tài sản so với giá trị sổ sách ban đầu, trong khi chỉ số M/B chỉ phản ánh mức độ vốn hóa của vốn cổ phần mà thôi. Tóm lại chỉ số Q có ý nghĩa thống kê cao nhất, phản ánh mức độ minh bạch thông tin của doanh nghiệp theo cảm nhận của các nhà đầu tư tại VN.

6. Đề xuất

Doanh nghiệp nên đưa thêm chỉ số Q vào báo cáo tài chính. Chỉ số Q khác biệt với các chỉ số thể hiện khả năng sinh lợi ở chỗ nó thể hiện mức độ đầu tư cao và khả năng sinh lợi cao ở tương lai trong việc sử dụng các nguồn tài chính. Khác biệt giữa chỉ số Q và chỉ số M/B nằm ở chỗ chỉ số Q sử dụng giá trị thị trường của các khoản nợ và vốn cổ phần. Doanh nghiệp có chỉ số Q lớn hơn 1 sẽ có động lực đầu tư cao hơn doanh nghiệp có chỉ số Q nhỏ hơn 1. Doanh nghiệp có chỉ số Q cao thường là doanh nghiệp hấp dẫn nhà đầu tư và có năng lực cạnh tranh tốt. Doanh nghiệp phải có nhiệm vụ giải thích rõ trong việc đưa chỉ số Q vào báo cáo tài chính, nhằm cho nhà đầu tư biết tiềm lực và khả năng đầu tư trong tương lai của doanh nghiệp.

7. Hạn chế và các nghiên cứu tiếp theo

Nghiên cứu này chưa có điều kiện xem xét ảnh hưởng của các đặc điểm về quản trị doanh nghiệp. Nghiên cứu tiếp theo nên đưa thêm vào mô hình để xem xét ảnh hưởng của các yếu tố này đến cảm nhận

về mức độ minh bạch thông tin doanh nghiệp.

Về cỡ mẫu, mặc dù hiện có hơn 150 công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán TP.HCM, nhưng chỉ có 30 công ty được quan sát đo lường cho thị trường ở các ngành như khai khoáng, bất động sản, buôn bán và bán lẻ, sản xuất, dịch vụ. Số lượng nhà đầu tư cá nhân được hỏi ý kiến cho từng công ty niêm yết chỉ mới dừng lại ở con số 20, cũng khá ít. Các nghiên cứu tiếp theo có thể tăng số lượng doanh nghiệp niêm yết trong mẫu nghiên cứu lớn hơn, đồng thời tăng số lượng mẫu đánh giá trên mỗi doanh nghiệp.

Ngoài ra khi số lượng doanh nghiệp niêm yết gia tăng, có thể nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến minh bạch thông tin trong từng nhóm ngành kinh doanh để phát hiện các yếu tố ảnh hưởng đặc thù ■

Ghi chú

- [1] Catherine Martens Malik- Hội thảo quản trị công ty tại Pakistan ngày 30/05/2004
- [2] Anton Toutaev- Hội thảo đổi mới và phát triển kinh doanh tại Nga ngày 13/04/2004
- [3] Giá trị thị trường = Số lượng cổ phiếu đang lưu hành x giá thị trường của một cổ phiếu tại thời điểm cuối năm tài chính
- [4] Q là đại lượng thay thế gần đúng tỷ số Tobin's Q của James Tobin thuộc Đại học Yale (Mỹ) "Tobin's Q", được định nghĩa như giá thị trường của một doanh nghiệp chia cho chi phí thay thế tài sản hữu hình. Giá thị trường của doanh nghiệp được quyết định trên thị trường chứng khoán. Bởi vì thị trường chứng khoán sẽ phản ánh khả năng sinh lợi dài hạn của doanh nghiệp nên chỉ số "q" cao hơn sẽ phản ánh khả năng sinh lợi lớn hơn
- [5] Chỉ số M/B là chỉ số giữa Giá trị thị trường và Giá trị sổ sách của cổ phiếu

Tài liệu tham khảo

- Ana Bellver and Daniel Kaufmann (2005), "Transparency Initial Empirics and Policy Applications"
- Bradon Becker (1992), "Market Transparency"
- Cheung, Connelly, Limpaphayom, Zhou (2003) "Determinants of Corporate Disclosure and Transparency: Evidence from Hong Kong and Thailand"
- Hoàng Trọng, Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2005), Phân tích dữ liệu nghiên cứu với SPSS, NXB Thống Kê.
- International finance corporation (2006), "Public disclosure and transparency"
- Tara Vishwanath And Daniel Kaufmann (1999), "Towards Transparency in Finance and Governance".
- Catherine Martens Malik (30/05/2004) "Hội thảo quản trị công ty tại Pakistan"
- Anton Toutaev (13/04/2004), "Hội thảo đổi mới và phát triển kinh doanh tại Nga"
- Trần Ngọc Thơ (2006), Tài chính doanh nghiệp hiện đại, NXB Thống Kê