



Tác động của minh bạch và công bố thông tin đến tỷ suất sinh lời yêu cầu của nhà đầu tư tại các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

TRƯƠNG HOÀNG DIỆP HƯƠNG ^{a,*}, LÊ THỊ HƯƠNG TRÀ ^a

^a Học viện Ngân hàng

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 11/02/2022 Ngày nhận lại: 04/05/2022 Duyệt đăng: 05/05/2022 Mã phân loại JEL: B26; C23; D24; D82; G11. Từ khóa: Minh bạch thông tin; Tỷ suất sinh lời yêu cầu; Nhà đầu tư. Keywords: Information quality; Required rate of return; Investors.	Nghiên cứu này phân tích tác động của tăng cường minh bạch và công bố thông tin báo cáo đến tỷ suất sinh lời yêu cầu của nhà đầu tư tại các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bằng cách sử dụng mô hình hồi quy trên mẫu nghiên cứu gồm 171 doanh nghiệp trong giai đoạn 2013–2019, kết quả nghiên cứu khẳng định việc gia tăng minh bạch và công bố thông tin báo cáo giúp các công ty giảm tỷ suất sinh lời yêu cầu của nhà đầu tư. Trong các cấu phần của minh bạch thông tin, minh bạch thông tin tài chính có tác động lớn nhất đến tỷ suất sinh lời yêu cầu của nhà đầu tư. Ngoài ra, chất lượng kiểm toán và số lượng nhà phân tích theo dõi có tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời yêu cầu của nhà đầu tư. Abstract This study analyzes the impact of reported information quality on investors' required rate of return in companies listed on the Vietnamese stock market by using a regression model on a sample of 171 enterprises over the 2013–2019 period. The results confirm that increasing transparency reduces the required return of investors. Among the components of information transparency, financial information had the greatest impact on investor's required rate of return. Additionally, the number of analysts following the business and

* Tác giả liên hệ.

Email: huongthd@hvn.edu.vn (Trương Hoàng Diệp Hương), tralth@hvn.edu.vn (Lê Thị Hương Trà).

Trích dẫn bài viết: Trương Hoàng Diệp Hương, & Lê Thị Hương Trà. (2022). Tác động của minh bạch và công bố thông tin đến tỷ suất sinh lời yêu cầu của nhà đầu tư tại các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 33(8), 35–51.

the audit quality had a negative relationship with the required return of the investor.

1. Giới thiệu

Trong 20 năm qua, thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam đã thể hiện vai trò huy động vốn với khoảng 2 triệu tỷ đồng, đóng góp khoảng 23% vào tổng vốn đầu tư và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Theo Quyết định số 242/2019/QĐ-TTg ngày 28/02/2019 của Thủ tướng Chính phủ về việc phê duyệt Đề án “Cơ cấu lại thị trường chứng khoán và thị trường bảo hiểm đến năm 2020 và định hướng đến năm 2025”, để nâng tỷ trọng vốn hóa lên mức mục tiêu 100% GDP, nên tập trung đẩy mạnh cổ phần hóa các doanh nghiệp lớn, nhất là doanh nghiệp nhà nước. Đối với các doanh nghiệp đang có kế hoạch niêm yết, việc giảm tỷ suất sinh lời yêu cầu của nhà đầu tư (TSSLYC) góp phần quan trọng đảm bảo lợi thế cạnh tranh cho doanh nghiệp.

Theo Botosan (2006), TSSLYC hay còn gọi là chi phí vốn chủ sở hữu (r) là tỷ suất sinh lời tối thiểu mà nhà đầu tư vốn cổ phần yêu cầu để cấp vốn cho công ty. Để giảm TSSLYC, tăng cường minh bạch thông tin (MBTT) là một trong những phương án hiệu quả. Đặc biệt, tại một TTCK còn đang phát triển như Việt Nam, sự bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư còn lớn. MBTT sẽ làm giảm sự bất cân xứng thông tin; qua đó làm giảm TSSLYC. Đồng thời, việc nâng cao MBTT làm tăng hiệu quả quản lý doanh nghiệp, từ đó làm giảm chi phí đại diện.

Mối quan hệ giữa minh bạch và công bố thông tin đến tỷ suất sinh lời yêu cầu của nhà đầu tư thường được kiểm chứng tại các quốc gia đã có thị trường tài chính tương đối hoàn thiện, tuy nhiên, ít có nghiên cứu có chất lượng được thực hiện tại các thị trường đang phát triển như Việt Nam. Việt Nam đang trong quá trình hội nhập sâu và rộng, bên cạnh đó là quá trình tái cơ cấu hệ thống ngân hàng và đầu tư công đang được triển khai mạnh. Do đó, yêu cầu về việc hạn chế sự bất cân xứng thông tin, tạo dựng môi trường đầu tư lành mạnh được đề cao.

Với số lượng hạn chế các nghiên cứu cùng chủ đề, nghiên cứu này có những đóng góp sau: (1) Nghiên cứu tác động của MBTT tới TSSLYC trên một TTCK mới phát triển như tại Việt Nam; (2) đánh giá tác động của các cấu phần khác nhau của thông tin (tài chính, quản trị, nhà đầu tư) đến TSSLYC; (3) sử dụng bộ dữ liệu lớn, đa ngành với 171 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong ba năm; và (4) kiểm tra độ vững của kết quả qua nhiều phương pháp nghiên cứu, cách đo lường biến số khác nhau.

Trong phần tiếp theo, nghiên cứu sẽ lần lượt trình bày tổng quan nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu, kết quả và kết luận nghiên cứu.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

Mối quan hệ giữa MBTT và TSSLYC được giải thích qua hai lý thuyết chính: (1) Lý thuyết chi phí đại diện, và (2) lý thuyết thông tin bất cân xứng. Lý thuyết chi phí đại diện dựa trên quan điểm sự

tách biệt giữa quyền sở hữu và quản trị doanh nghiệp khiến nhà đầu tư phải đối mặt với chi phí đại diện; theo đó, không phải lúc nào nhà quản lý cũng hành động nhằm đạt lợi ích tốt nhất cho nhà đầu tư (Jensen & Meckling, 1976). Để khắc phục tình trạng trên, nhà đầu tư sử dụng cơ chế quản trị doanh nghiệp như biện pháp bảo vệ bản thân. Tăng cường tính minh bạch và mức độ công bố thông tin giúp cải thiện hiệu quả quản trị, từ đó giảm chi phí đại diện, giảm TSSLYC. Bên cạnh đó, vấn đề thông tin bất cân xứng xảy ra khi doanh nghiệp nắm những thông tin mà nhà đầu tư không thể tiếp cận. Tăng MBTT làm giảm thông tin bất cân xứng, tăng tin tưởng của nhà đầu tư và giảm rủi ro về khoản đầu tư, do đó, mức lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư thấp hơn (Rikanovic, 2005).

Các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của MBTT tới TSSLYC cho các kết quả không nhất quán. Một trong các nghiên cứu tiên phong trong lĩnh vực này là nghiên cứu của Botosan (1997). Botosan (1997) đã sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính để đánh giá tác động của MBTT lên TSSLYC, trong đó nhấn mạnh vai trò của nhà phân tích. Kết quả cho thấy với những doanh nghiệp có ít nhà phân tích theo dõi, tăng MBTT làm giảm TSSLYC. Trong khi đó, mối quan hệ này tại các doanh nghiệp có nhiều nhà phân tích theo dõi không có ý nghĩa thống kê. Nghiên cứu của Petrova và cộng sự (2012) ủng hộ cho kết luận của Botosan (1997). Dựa trên chuỗi số liệu của 121 công ty Thụy Điển và áp dụng phương pháp định giá thu nhập còn lại (RIV) để tính lợi nhuận yêu cầu (LNYC), Petrova và cộng sự (2012) cho thấy các công ty có thể giảm mức LNYC thông qua tăng công bố thông tin tự nguyện. Tiếp cận theo phương pháp khác, Rikanovic (2005) thực hiện cuộc khảo sát từ 200 doanh nghiệp lớn của Đức (theo giá trị thị trường) về lượng thời gian và những nỗ lực mà nhà quản lý dành ra cho hoạt động quan hệ với nhà đầu tư, với mục đích chính là tìm kiếm lý do thúc đẩy việc công bố thông tin tự nguyện của doanh nghiệp. Kết quả cho thấy việc tăng 1 độ lệch chuẩn mức độ công bố thông tin tài chính làm giảm 1,3% LNYC.

Elbannan và Elbannan (2015) nghiên cứu tác động của công bố thông tin quản trị tới TSSLYC trên 48 ngân hàng hoạt động tại Ấn độ trong giai đoạn 2000–2009 và sử dụng mô hình CAPM để đo lường TSSLYC. Nghiên cứu của Elbannan và Elbannan (2015) đã cho ra kết luận ngược lại, MBTT quản trị tăng TSSLYC. Tương tự, nghiên cứu của Bignin và Breton (2006) dựa trên các công ty huy động vốn thông qua hình thức IPO cho thấy tác động bất lợi của công bố thông tin tài chính, và chỉ ra rằng càng nhiều thông tin chính xác về chuẩn mực kế toán sẽ dẫn tới tăng TSSLYC.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu về tác động của MBTT đến TSSLYC còn khá hạn chế. Các nghiên cứu thường tập trung đo lường minh bạch và chất lượng thông tin với nhiều cách tiếp cận khác nhau, như: Beest và cộng sự (2009), Cuong và Ly (2017) đánh giá mức độ liên quan, tính trung thực, dễ hiểu, khả năng so sánh và tính kịp thời của thông tin; Tran và cộng sự (2021) đánh giá ngữ điệu báo cáo hàng năm; hay Trương Đông Lộc và Nguyễn Thị Kim Anh (2016), Lê Xuân Thái và Trương Đông Lộc (2019) sử dụng Bộ chỉ số S&P¹. Một hướng nghiên cứu khác thường gặp là đo lường tác động của MBTT tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, như Lê Xuân Thái và Trương Đông Lộc (2019) thực hiện trên 289 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong giai đoạn 2014–2016.

¹ Bộ chỉ số S&P: Năm 2001, tổ chức xếp hạng tín nhiệm hàng đầu thế giới Standard and Poor's (S&P) lần đầu tiên đưa ra một cách thức xếp hạng tính minh bạch và công bố thông tin cho hơn 300 công ty lớn ở các thị trường đang phát triển. S&P đánh giá tính minh bạch của công ty dựa trên các báo cáo tài chính thường niên theo ba tiêu chí: (1) Minh bạch và công bố thông tin liên quan đến cấu trúc sở hữu và quyền của nhà đầu tư; (2) minh bạch và công bố thông tin liên quan đến tình hình tài chính và kinh doanh; và (3) minh bạch và công bố thông tin liên quan đến cơ cấu và hoạt động của HĐQT và Ban giám đốc.

Số ít các nghiên cứu gần chủ đề như Nguyễn Việt Dũng (2014), Lê Xuân Thái và Trương Đông Lộc (2019). Trong đó, Nguyễn Việt Dũng (2014) kiểm chứng tác động của MBTT tới TSSLYC của các công ty niêm yết trên HOSE (đo lường qua mô hình lợi nhuận thặng dư (Residual Income Model), kết quả chỉ ra MBTT có tác động rõ rệt nhất đến việc làm giảm chi phí vốn cổ phần. Lê Xuân Thái và Trương Đông Lộc (2019) xây dựng bộ chỉ số MBTT dựa trên bộ chỉ số S&P và đánh giá tác động của MBTT với chi phí vốn tại một số công ty trên HOSE (đo lường theo CAPM²). Nhóm tác giả dựa trên ý tưởng của hai nghiên cứu này và mở rộng: (1) Phạm vi nghiên cứu ra các công ty niêm yết trên cả hai sàn HOSE và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), và thời gian nghiên cứu cập nhật tới 2019; (2) đánh giá tác động của các cấu phần khác nhau (tài chính, quản trị, nhà đầu tư) đến TSSLYC; (3) đo lường TSSLYC bằng cả phương pháp CAPM và Fama-French nhằm tăng tính vững cho nghiên cứu; (4) bổ sung thêm biến số “Audit” thể hiện chất lượng kiểm toán, và “Analyst” thể hiện số lượng nhà phân tích theo dõi làm đại diện cho chất lượng thông tin nghiên cứu.

3. Phương pháp và mẫu nghiên cứu

3.1. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu

Các nghiên cứu thực nghiệm và lý thuyết gợi ý về mối quan hệ ngược chiều giữa MBTT và TSSLYC. Theo đó, MBTT giúp giảm thông tin bất cân xứng, tăng tin tưởng của nhà đầu tư, và giảm mức độ rủi ro. Từ đó, cải thiện MBTT có tác động tích cực làm giảm mức TSSLYC. Với lập luận trên, giả thuyết nghiên cứu được đề xuất là:

- *Giả thuyết H1: MBTT tác động ngược chiều đến TSSLYC.*

Đề tài xây dựng mô hình hồi quy bổ sung thêm các biến kiểm soát sau: Hệ số Beta cổ phiếu, hệ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường, tỷ lệ đòn bẩy tài chính, và tổng tài sản (Reverte, 2012; Mazzotta & Veltri, 2014). TSSLYC nên có mối quan hệ ngược chiều với tổng tài sản, và có mối quan hệ cùng chiều với hệ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường, hệ số Beta và tỷ lệ đòn bẩy tài chính (Botosan & Plumlee, 2005; Botosan và cộng sự, 2011).

Theo Fama và French (1998), hệ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (MTB) có mối quan hệ cùng chiều với LNYC, do các nhà đầu tư có xu hướng định giá cao các cổ phiếu giá trị. Các công ty có MTB cao thường được nhận định bởi các nhà đầu tư là các cổ phiếu giá trị, có cơ hội tăng trưởng cao hơn, và có mức kỳ vọng sinh lời cao hơn.

Tổng tài sản được kỳ vọng có dấu âm, cho thấy độ lớn của công ty và rủi ro thường ngược chiều (Botosan & Plumlee, 2005). Dựa theo giả thuyết thị trường hiệu quả, các nhà đầu tư có ít thông tin hơn khi họ tương tác với các công ty nhỏ, và thị trường tài chính chuyển mức rủi ro vượt trội này thành mức chênh TSSLYC (Mazzotta & Veltri, 2014).

² CAPM: Capital Asset Pricing Model – Mô hình định giá tài sản vốn, được sử dụng để xác định tỷ suất sinh lợi yêu cầu của một tài sản khi tài sản đó được thêm vào một danh mục đã được đa dạng hóa tốt, với rủi ro không thể đa dạng hóa của tài sản đó được cho trước. Mô hình này đo lường độ nhạy cảm của tài sản với rủi ro không thể đa dạng hóa (cũng được gọi là rủi ro hệ thống hay rủi ro thị trường) mà thường được đại diện bởi hệ số beta (β) trong ngành tài chính, cũng như với lợi tức kỳ vọng của thị trường và lợi tức kỳ vọng của một tài sản lý thuyết phi rủi ro.

Hệ số Beta cổ phiếu được cho là có dấu âm, theo Sharpe (1964), do độ nhạy cảm của LNYC với rủi ro doanh nghiệp. Hơn nữa, Malkiel và Xu (1997) nêu bật mối quan hệ tích cực giữa lợi nhuận trong tương lai của một công ty và độ lệch chuẩn của những lợi nhuận đó.

Với đòn bẩy tài chính, theo Modigliani và Miller (1958), có tương quan với rủi ro của doanh nghiệp. Do đó, đòn bẩy tài chính càng cao thì LNYC liên quan càng cao.

Mô hình nghiên cứu có dạng như sau:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 MBTT_{i,t} + \beta_2 BETA_{i,t} + \beta_3 LASSET_{i,t} + \beta_4 BTM_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó,

$R_{i,t}$: LNYC, hay TSSLYC công ty i tại thời điểm t ;

$MBTT_{i,t}$: Mức độ minh bạch thông tin của công ty i tại thời điểm t ;

$BETA_{i,t}$: Chỉ số Beta cổ phiếu i tại thời điểm t ;

$LASSET_{i,t}$: Vốn hóa thị trường của cổ phiếu i tại thời điểm t ;

$BTM_{i,t}$: Hệ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường của cổ phiếu i tại thời điểm t ;

$LEV_{i,t}$: Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của công ty i tại thời điểm t ;

$\varepsilon_{i,t}$: Sai số của mô hình.

3.2. Đo lường mức độ minh bạch thông tin

Nhóm tác giả xây dựng bộ chỉ số về MBTT dựa trên Patel và cộng sự (2002), Ali và cộng sự (2007) nhằm đánh giá mức độ MBTT của các doanh nghiệp Việt Nam, với ưu điểm là dựa trên thông tin có sẵn, có tính khái quát cao, dễ ứng dụng và có độ tin cậy lớn.

Do Việt Nam không có bộ chỉ số chính thức về đo lường MBTT của các doanh nghiệp niêm yết, nhóm tác giả xây dựng bộ chỉ số riêng, dựa trên việc tham khảo bộ chỉ số của các tổ chức quốc tế uy tín và các nghiên cứu cùng chủ đề. Một vài nghiên cứu tại Việt Nam đã tiếp cận chất lượng thông tin thông qua việc đánh giá mức độ liên quan, tính trung thực, dễ hiểu, khả năng so sánh và tính kịp thời của thông tin (Cuong & Ly, 2017). Tuy nhiên, với nghiên cứu này, nhóm tác giả lựa chọn tham khảo chủ yếu bộ chỉ số Minh bạch và Công bố thông tin của Standard & Poor (S&P) do: (1) Được xây dựng bởi tổ chức xếp hạng uy tín trên thế giới; (2) gồm cả ba cấu phần thông tin tài chính, thông tin quản trị, và thông tin liên quan đến nhà đầu tư; (3) bên cạnh số lượng công bố còn chú trọng vào chất lượng của thông tin và độ hữu ích của các thông tin, như: Thông tin dự báo về doanh thu năm tới, thông tin về chuẩn mực kế toán, thông tin về thị trường, thị phần, thông tin ngành, thông tin chi tiết về ban điều hành, nghề nghiệp, thời gian tham gia điều hành... Bộ chỉ số Minh bạch và Công bố thông tin của Standard & Poor đã được nhiều nhà nghiên cứu tin tưởng và sử dụng, như: Patel và Dallas (2002) nghiên cứu doanh nghiệp tại Mỹ, Othman và Zeghai (2010) tại vùng Trung Đông và Bắc Phi, Lê Xuân Thái và Trương Đông Lộc (2019) tại Việt Nam...

Bộ chỉ số Standard & Poor đo lường mức độ MBTT dựa trên việc tìm kiếm trong báo cáo hàng năm về sự xuất hiện của các chỉ tiêu công bố. Đứng từ phía các cổ đông thông thường khi tìm hiểu về cổ phiếu công ty, nhóm tác giả sử dụng các báo cáo có thể tiếp cận công khai và đảm bảo, được đăng tải trên Website chính thức của công ty, gồm: Báo cáo tài chính, báo cáo quản trị, các bản cáo bạch... Bộ chỉ số S&P này gồm 98 chỉ tiêu, tuy nhiên, nhóm tác giả lược bớt một số chỉ tiêu không phù hợp với thực trạng Việt Nam và xây dựng bộ chỉ số gồm 79 chỉ tiêu (trong đó có: 31 chỉ tiêu liên quan tới

thông tin tài chính và chuẩn mực kế toán, 30 chỉ tiêu liên quan tới thông tin quản trị, và 18 chỉ tiêu liên quan tới nhà đầu tư) (Bảng 1). Đối với mỗi chỉ tiêu, công ty có công bố thông tin liên quan sẽ nhận giá trị bằng 1, và bằng 0 nếu không công bố. Chỉ tiêu tổng thể (MBTT) được tính bằng bình quân các chỉ tiêu. Bên cạnh việc đánh giá MBTT chung, nhóm tác giả cũng xem xét tác động của các chỉ tiêu cấu phần, gồm: Tài chính (FIN), quản trị (MAN), và nhà đầu tư (INV) tới TSSLYC.

Bảng 1.

Bộ chỉ số minh bạch và công bố thông tin

STT	Chỉ số	STT	Chỉ số
<i>I</i>	<i>Thông tin tài chính và chính sách kế toán</i>	m10	Danh sách các vấn đề thuộc thẩm quyền HĐQT
f1	Chính sách kế toán	m11	Danh sách các ủy ban thuộc HĐQT
f2	Chuẩn mực kế toán	m12	Ủy ban kiểm toán nội bộ
f3	Phù hợp với chuẩn mực tại Việt Nam	m13	Danh sách thành viên UB KTNB
f4	Phù hợp với chuẩn mực quốc tế	m14	Ủy ban thi đua khen thưởng
f5	Bảng cân đối kế toán/báo cáo lưu chuyển tiền tệ/báo cáo kết quả kinh doanh theo IAS/IFRS	m15	Danh sách thành viên UB TĐKT
f6	Dự báo cơ bản về thu nhập	m16	Ủy ban đề cử
f7	Dự báo chi tiết về thu nhập/lợi nhuận	m17	Danh sách thành viên thuộc UBĐC
f8	Thông tin kế toán theo quý	m18	Các bộ phận có chức năng kiểm toán khác ngoài UB KTNB
f9	Phân tích thị trường/ sản phẩm	m19	Ủy ban chiến lược/đầu tư/tài chính
f10	Công ty kiểm toán	m20	Số lượng cổ phần nắm giữ bởi các TV HĐQT
f11	Bản sao báo cáo kiểm toán viên	m21	Báo cáo về cuộc họp HĐQT gần nhất
f12	Chi phí trả cho kiểm toán viên	m22	Mức lương TV HĐQT
f13	Các khoản chi khác cho kiểm toán viên	m23	Các dạng thù lao cho TV HĐQT
f14	Báo cáo tài chính hợp nhất	m24	Mức lương quản lý cấp cao _QLCC (ngoài HĐQT)
f15	Phương pháp định giá tài sản	m25	Các dạng thù lao cho QLCC (ngoài HĐQT)
f16	Phương pháp chiết khấu TSCĐ	m26	Thông tin về mức lương theo trả theo hiệu quả
f17	Danh sách chi nhánh, công ty con, công ty liên kết	m27	Danh sách cán bộ QLCC (ngoài HĐQT)
f18	Đối chiếu chuẩn mực kế toán Việt Nam với IAS	m28	Thông tin cơ bản về QLCC
f19	Cấu trúc sở hữu tại các công ty liên kết	m29	Chi tiết về hợp đồng với giám đốc điều hành

STT	Chỉ số	STT	Chỉ số
f20	Chi tiết các lĩnh vực kinh doanh của công ty	m30	Số cổ phần nắm giữ bởi cán bộ QLCC
f21	Chi tiết các sản phẩm dịch vụ mà công ty cung cấp	m31	Số cổ phần của cán bộ QLCC tại các chi nhánh, công ty liên kết
f22	Các chỉ tiêu tài chính	<i>III Thông tin liên quan tới nhà đầu tư</i>	
f23	Các chỉ tiêu trung bình ngành	i1	Số lượng các cổ phiếu phổ thông được phát hành và đang lưu hành
f24	Thảo luận về chiến lược của công ty	i2	Số lượng các cổ phiếu khác được phát hành
f25	Kế hoạch đầu tư vào năm tới	i3	Số lượng cổ phiếu phổ thông được phép lưu hành/phát hành
f26	Chi tiết kế hoạch đầu tư vào năm tới	i4	Số lượng cổ phiếu khác được phép phát hành
f27	Dự báo sản lượng	i5	Cổ đông top 1
f28	Xu hướng của ngành	i6	Cổ đông top 3
f29	Thị phần của công ty	i7	cổ đông top 5
f30	Giao dịch nội bộ	i8	cổ đông top 10
<i>II Thông tin quản trị</i>		i9	Khái quát về cổ đông theo hình thức
m1	Danh sách TV HĐQT	i10	SL và danh sách cổ đông nắm giữ hơn 3% cổ phần
m2	Chi tiết về TV HĐQT	i11	SL và danh sách cổ đông nắm giữ hơn 5% cổ phần
m3	Chi tiết về công việc/vị trí hiện tại của TV HĐQT	i12	SL và danh sách cổ đông nắm giữ hơn 10% cổ phần
m4	Chi tiết về công việc/ vị trí trước đây của TV HĐQT	i13	Sở hữu chéo
m5	Thời điểm tham gia HĐQT	i14	Điều lệ QT công ty hoặc quy tắc thực hành tốt nhất
m6	Vai trò thành viên HĐQT	i15	Công bố ĐLQT hoặc quy tắc thực hành tốt nhất
m7	Tên chủ tịch HĐQT	i16	Phương pháp các cổ đông bầu thành viên HĐQT
m8	Chi tiết về chủ tịch HĐQT	i17	Báo cáo cuộc họp cổ đông gần nhất
m9	Vai trò của HĐQT	i18	Lịch họp quan trọng

Ngoài ra, để tăng tính vững cho nghiên cứu, nhóm tác giả bổ sung thêm hai biến số thường được sử dụng để đại diện cho minh bạch và chất lượng thông tin, đó là “Audit”, có giá trị bằng 1 với các doanh nghiệp sử dụng kiểm toán của bốn công ty kiểm toán hàng đầu hiện nay, và bằng 0 với các doanh nghiệp khác; và biến “Analyst” thể hiện số lượng các nhà phân tích theo dõi và báo cáo phân tích về công ty, được lấy từ cơ sở dữ liệu S&P Capital IQ. Công ty kiểm toán là biến đại diện thường được sử dụng trong các nghiên cứu thực nghiệm thể hiện chất lượng kiểm toán. Một công ty được kiểm toán bởi tập đoàn kiểm toán lớn (Big 4) là dấu hiệu cho thấy mức độ MBTT cao và đáng tin cậy. Trong khi đó, số lượng nhà phân tích theo dõi và viết báo cáo về công ty giúp làm giảm bất cân xứng thông tin giữa nhà đầu tư và doanh nghiệp, góp phần tăng MBTT của công ty (Kim & Shi, 2012).

3.3. Ước tính tỷ suất sinh lời yêu cầu của nhà đầu tư

Nghiên cứu ước tính TSSLYC từ dữ liệu cổ phiếu niêm yết, dựa trên mô hình CAPM và mô hình Fama-French (1992).

3.3.1. Mô hình CAPM

Chi phí vốn chủ sở hữu được tính theo mô hình CAPM như sau:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_{o,t} + \beta_{i,t}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó,

$R_{i,t}$: Tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu i tại năm t tính theo phương pháp CAPM, ký hiệu là CAPM;

$R_{f,t}$: Lãi suất phi rủi ro tại năm t ;

$R_{m,t}$: Lợi nhuận cho toàn bộ thị trường tại năm t ;

$\alpha_{o,t}$: Hệ số chặn;

$\beta_{i,t}$: Hệ số đo lường mức độ rủi ro của cổ phiếu i với mức độ rủi ro chung của thị trường chứng khoán;

$\varepsilon_{i,t}$: Sai số ngẫu nhiên.

Giống như Fu và cộng sự (2012), nhóm tác giả sử dụng dữ liệu hàng ngày trong năm trước đó để ước tính β và α , dữ liệu VN-Index đại diện cho lợi nhuận thị trường và lãi suất trái phiếu chính phủ năm năm đại diện cho lãi suất phi rủi ro. Sau khi ước tính tham số, lợi nhuận thị trường và lãi suất phi rủi ro cho năm t được lắp vào công thức (1) để tính lợi nhuận kỳ vọng, có loại bỏ những giá trị chi phí vốn chủ sở hữu nhỏ hơn 0.

3.3.2. Mô hình Fama và French

Trong mô hình ba yếu tố của Fama và French (1992), bên cạnh hệ số Beta thị trường, mô hình bổ sung hai yếu tố giải thích là vốn hóa thị trường của một công ty và hệ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường như sau:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_2SMB_t + \beta_3HML_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó,

SMB: “Lợi nhuận của danh mục cổ phiếu vốn hóa nhỏ” – “Lợi nhuận của danh mục cổ phiếu vốn hóa lớn”;

HML: “Lợi nhuận của danh mục cổ phiếu có giá trị sổ sách/giá thị trường cao” – “Lợi nhuận của danh mục cổ phiếu có giá trị sổ sách/giá thị trường thấp”;

$\alpha_{i,t}$: Hệ số chặn;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: Hệ số yếu tố;

$\varepsilon_{i,t}$: Sai số ngẫu nhiên.

Dữ liệu SMB và HML thường được thu thập từ Website: Kenneth R. French (https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html). Tuy nhiên, bộ dữ liệu này không có sẵn cho thị trường chứng khoán Việt Nam, do đó, nhóm tác giả tính toán lại những dữ liệu này dựa trên nghiên cứu gốc của Fama và French (1992). Các hệ số còn lại được thu thập và ước tính tương tự như CAPM. TSSLYC được tính dựa vào công thức (3), đặt là biến FAMA, và loại các giá trị nhỏ hơn 0.

3.4. Đo lường các biến kiểm soát

Hệ số Beta được ước tính thông qua việc hồi quy lợi nhuận của cổ phiếu với lợi nhuận thị trường theo ngày trong ba năm liền kề. Việc sử dụng trực tiếp hệ số Beta này, hay còn gọi là Beta có vay nợ (Levered Beta), có thể khiến mô hình chịu ảnh hưởng đồng thời của tỷ lệ đòn bẩy tài chính và rủi ro thị trường (Botosan và cộng sự, 2011). Thay vào đó, hệ số Beta tài sản, hay Beta không vay nợ có thể giúp loại trừ vấn đề này và được tính theo phương trình Botosan và Plumlee (2005) như sau:

$$\text{Hệ số Beta tài sản} = \frac{\text{hệ số beta có vay}}{(1 + \frac{Nợ}{vốn chủ sở hữu})} \quad (4)$$

Trong đó,

Tổng tài sản được đo lường bằng giá trị logarithm của tổng tài sản của cổ phiếu i tại thời điểm cuối niên độ kế toán;

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính được đo lường bằng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu;

Hệ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường được đo lường bằng giá trị vốn cổ phiếu thường có quyền biểu quyết chia cho vốn hóa thị trường tại thời điểm cuối niên độ kế toán;

Các biến kiểm soát trên được thu thập từ nguồn báo cáo tài chính của các công ty trong mẫu nghiên cứu.

3.5. Lựa chọn mẫu nghiên cứu

Mục tiêu của nghiên cứu là đánh giá tác động của MBTT báo cáo và TSSLYC tại các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam. Về thời gian nghiên cứu, nhóm chọn ba thời điểm để thu thập dữ liệu, đó là năm 2013, năm 2016, và năm 2019 do: (1) Việc cải thiện MBTT là khá chậm, do đó việc thu thập dữ liệu theo năm là không cần thiết, thay vào đó, việc lựa chọn thu thập dữ liệu cách năm sẽ giúp tiết kiệm thời gian mà vẫn đảm bảo đủ thông tin cần thiết; (2) lựa chọn thời điểm năm 2013, năm 2016 và năm 2019 là do trong năm 2012 và năm 2015, Bộ Tài chính lần lượt ban hành hai thông tư mới quy định về công bố thông tin trên TTCK Việt Nam, đó là Thông tư số 52/2012/TT-BTC ngày 05/4/2012 và Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015 hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán. Do đó, nhóm tác giả muốn xem xét tác động của các thông tư này tới chất lượng công bố thông tin của các doanh nghiệp niêm yết sau một năm được ban hành. Dựa vào độ sẵn có của số liệu, số lượng doanh nghiệp đủ điều kiện nghiên cứu là 171 doanh nghiệp (Bảng 1).

Bảng 2.**Mẫu nghiên cứu**

STT	Các mức đáp ứng tiêu chí mẫu nghiên cứu	Số doanh nghiệp
1	Doanh nghiệp hoạt động tại Việt Nam	3.587
2	Doanh nghiệp đang tồn tại, loại trừ các chi nhánh	2.541
3	Doanh nghiệp niêm yết trước ngày 01/01/2011	529
4	Cổ phiếu doanh nghiệp vẫn đang niêm yết trên thị trường	357
5	Doanh nghiệp đáp ứng đầy đủ yêu cầu số liệu phân tích	171

Nguồn: Kết quả tìm kiếm dựa trên cơ sở dữ liệu S&P Capital IQ.

4. Kết quả hồi quy*4.1. Thống kê mô tả*

Thống kê mô tả cho thấy LNYC dao động trong khoảng 10,9–13,9%/năm. Doanh nghiệp có số lượng nhà phân tích theo dõi nhiều nhất là 14 nhà phân tích. Tuy nhiên, số doanh nghiệp có số lượng nhà phân tích trên ba người là khá hiếm, phần lớn doanh nghiệp Việt Nam chỉ có 1–2 nhà phân tích theo dõi, hoặc không có nhà phân tích nào. Về chất lượng kiểm toán, trong năm 2019, có 73/171 doanh nghiệp trong mẫu được kiểm toán bởi Big4 kiểm toán Việt Nam, con số này trong năm 2016 là 64/171 doanh nghiệp, và năm 2013 là 55/171.

Bảng 3.**Thống kê mô tả các biến trong mô hình**

Ký hiệu	Tên biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CAPM	TSSLYC theo CAPM	0,109	0,074	0,001	0,330
FAMA	TSSLYC theo Fama-French	0,139	0,140	0,005	1,391
MBTT	MBTT chung	0,455	0,088	0,247	0,707
FIN	MBTT tài chính	0,609	0,102	0,333	0,866
MAN	MBTT quản trị	0,451	0,1353	0,097	0,806
INV	MBTT nhà đầu tư	0,455	0,165	0,000	1,000
BETAu	Hệ số Beta tài sản	0,266	0,244	−0,225	1,477
LASSET	logarit tổng tài sản	14,913	2,444	5,411	21,571
BTM	Hệ số giá trị sổ sách/giá trị thị trường	1,377	1,119	0,033	12,182
LEV	Đòn bẩy tài chính	2,332	6,557	0,008	98,18

Ký hiệu	Tên biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ANALYST	Số lượng nhà phân tích theo dõi	0,719	1,651	0,000	14,000
AUDIT	Công ty kiểm toán	0,436	0,497	0,000	1,000

Ma trận tương quan cho thấy các biến được sử dụng trong cùng một mô hình đều có mức độ tương quan thấp, dưới 0,7. Các biến có độ tương quan cao hơn như giữa CAPM và FAMA, hoặc giữa biến chỉ số chất lượng và các chỉ tiêu cấu phần của nó, được sử dụng thay thế nhau trong các mô hình ước lượng.

Bảng 4.

Hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

	CAPM	FAMA	ANALYST	QUA	FIN	MAN	INV	AUDIT	BETAu	LASSET	BTM	LEV
CAPM	1,00											
FAMA	0,72	1,00										
ANALYST	0,06	-0,05	1,00									
QUA	-0,08	-0,03	-0,10	1,00								
FIN	-0,04	-0,07	-0,11	0,70	1,00							
MAN	-0,06	0,03	-0,12	0,81	0,29	1,00						
INV	-0,09	-0,07	0,01	0,78	0,42	0,45	1,00					
AUDIT	0,12	-0,09	0,34	-0,11	-0,07	-0,15	-0,01	1,00				
BETAu	0,69	0,45	0,12	-0,04	-0,04	-0,02	-0,04	0,12	1,00			
LASSET	0,13	-0,19	0,56	-0,14	-0,07	-0,23	0,02	0,53	0,19	1,00		
BTM	0,02	0,09	-0,17	-0,01	0,05	0,00	-0,07	-0,15	0,10	-0,37	1,00	
LEV	0,03	-0,05	0,07	-0,05	-0,02	-0,05	-0,05	0,15	-0,18	0,09	-0,06	1,00

Ghi chú: CAPM: TSSLYC theo CAPM; FAMA: TSSLYC theo Fama-French; ANALYST: Số lượng nhà phân tích theo dõi; QUA: Chỉ số MBTT nhà đầu tư; FIN: MBTT tài chính; MAN: MBTT quản trị; INV: MBTT nhà đầu tư; AUDIT: Công ty kiểm toán; BETAu: Hệ số Beta tài sản; LASSET: logarit tổng tài sản; BTM: Hệ số giá trị sổ sách/giá trị thị trường; LEV: Đòn bẩy tài chính.

4.2. Kết quả hồi quy

Để kiểm nghiệm mô hình (1), nhóm tác giả đánh giá hệ số F test để lựa chọn giữa mô hình dữ liệu bảng tác động cố định (FEM) - tác động ngẫu nhiên (REM) và GLS. Kết quả cho thấy F test có $p\text{-value} = 0,00 < 1\%$, cho thấy FEM và REM có ước lượng vượt trội hơn mô hình GLS. Bước tiếp theo, nhóm tác giả sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn giữa mô hình FEM và REM, trong đó, giả thuyết H_0 là REM được lựa chọn. Đối với các mô hình, giá trị $P < 0,05$ cho thấy rằng FEM là phù hợp hơn. Kiểm định phương sai sai số thay đổi (PSSSTD) bằng lệnh `xttest3` được sử dụng cho mô hình hồi quy. Giá trị $P < 0,05$ cho thấy sự hiện diện của PSSSTD. Do đó, nhóm tác giả sử dụng tùy chọn “chuẩn mạnh” để thu được sai số chuẩn mạnh, từ đó giúp giải quyết vấn đề PSSSTD.

Bảng 5.

Kết quả ước lượng tác động minh bạch thông tin đến tỷ suất sinh lợi yêu cầu

Biến	CAPM			Fama-French		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
MBTT	−0,334*** (0,113)			−0,872*** (0,296)		
AUDIT		−0,043*** (0,012)			−0,084*** (0,028)	
ANALYST			−0,012*** (0,004)			−0,013** (0,005)
BETAu	0,264*** (0,017)	0,264*** (0,017)	0,297*** (0,021)	0,356*** (0,036)	0,357*** (0,037)	0,398*** (0,045)
LASSET	−0,027*** (0,007)	−0,026*** (0,007)	−0,026*** (0,008)	−0,045*** (0,015)	−0,043*** (0,015)	−0,046*** (0,015)
BTM	−0,009** (0,004)	−0,008** (0,003)	−0,011*** (0,004)	−0,029** (0,011)	−0,025** (0,012)	−0,027** (0,013)
LEV	0,003** (0,001)	0,003** (0,001)	0,011*** (0,004)	0,003 (0,002)	0,003 (0,002)	0,018*** (0,005)
Hằng số	0,599*** (0,104)	0,447*** (0,109)	0,430*** (0,120)	1,149*** (0,229)	0,751*** (0,231)	0,732*** (0,226)
Số quan sát	507	509	414	427	429	362

Ghi chú: AUDIT: Công ty kiểm toán; ANALYST: Số lượng nhà phân tích theo dõi; BETAu: Hệ số Beta tài sản; LASSET: logarit tổng tài sản; BTM: Hệ số giá trị sổ sách/giá trị thị trường; LEV: Đòn bẩy tài chính;

Độ lệch chuẩn mạnh trong dấu ngoặc đơn ();

*, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Kết quả ước lượng cho thấy chỉ số MBTT tổng thể có mối quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa thống kê với các biến đo lường khác nhau của LNYC. Hệ số tương quan của MBTT giao động từ −0,872 đến −0,334 với mức ý nghĩa 1% khẳng định giả thuyết H₁. Kết quả này là nhất quán với các nghiên cứu của: Richardson và Welker (2001), Francis và cộng sự (2005), Bignon và Breton (2006). Kết quả này được khẳng định hơn khi thử nghiệm ước lượng với biến AUDIT và ANALYST, theo đó, công ty được kiểm toán bởi Big4 có mức LNYC thấp hơn, đồng thời, số lượng nhà phân tích tăng lên giúp giảm TSSLYC.

Các biến số kiểm soát trong mô hình có tác động như kỳ vọng. Trong đó, BETAu có mối quan hệ cùng chiều với tất cả các TSSLYC, hàm ý rằng nhà đầu tư yêu cầu mức lợi nhuận cao hơn với cổ phiếu có độ rủi ro lớn. Mối tương quan chặt giữa hệ số Beta và TSSLYC cũng khẳng định phương pháp đo lường là phù hợp và đáng tin cậy. Tiếp theo, LEV có quan hệ cùng chiều với TSSLYC. Nhà đầu tư nhận định công ty có hệ số nợ lớn so với vốn chủ sở hữu có mức rủi ro tài chính cao hơn, và chuyển phần rủi ro cao hơn này vào mức lợi nhuận yêu cầu (Khurana & Raman, 2004; Botasan &

Plumlee, 2005). Với tổng tài sản, các công ty có quy mô lớn có mức LNYC thấp hơn các công ty có quy mô nhỏ. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu trước đó của Banz (1981) và Berk (1995): Có một nghịch đảo giữa quy mô doanh nghiệp và lợi nhuận kỳ vọng. Như được giải thích bởi Cavaliere và Costa (1999), các nhà đầu tư phải đối mặt với sự bất cân xứng thông tin thấp hơn ở các công ty lớn, do thông tin nhất quán, dễ theo dõi, và chính xác, hệ quả là TSSLYC thấp hơn.

Trái ngược với kỳ vọng, hệ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (BTM) có mối quan hệ tiêu cực (với hệ số $-0,025$ đến $-0,073$ và ý nghĩa thống kê mức 1%) với LNYC. Theo Fama và French (1998), những cổ phiếu có BTM lớn (Value Stock, được coi là cổ phiếu giá trị) thường có lợi nhuận cao hơn những cổ phiếu có BTM nhỏ (Growth Stock, được coi là cổ phiếu tăng trưởng). Do đó, những cổ phiếu giá trị có kỳ vọng yêu cầu cao hơn. Tuy nhiên, tại thị trường Việt Nam, xu hướng này bị đảo ngược, nhà đầu tư thích lựa chọn các cổ phiếu tăng trưởng hơn các cổ phiếu giá trị, dẫn tới TSSLYC cao hơn đối với các cổ phiếu tăng trưởng.

Bảng 6.

Kết quả ước lượng tác động của các chỉ tiêu chất lượng thông tin báo cáo đến lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư

Biến	CAPM			Fama-French		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
FIN	$-0,183^{**}$ (0,084)			$-0,580^{***}$ (0,217)		
MAN		$-0,117$ (0,078)			$-0,158$ (0,210)	
INV			$-0,085^{**}$ (0,036)			$-0,282^{***}$ (0,102)
BETAu	$0,261^{***}$ (0,017)	$0,265^{***}$ (0,017)	$0,263^{***}$ (0,017)	$0,346^{***}$ (0,037)	$0,356^{***}$ (0,037)	$0,354^{***}$ (0,036)
LASSET	$-0,028^{***}$ (0,007)	$-0,028^{***}$ (0,007)	$-0,027^{***}$ (0,007)	$-0,047^{***}$ (0,015)	$-0,049^{***}$ (0,015)	$-0,046^{***}$ (0,015)
BTM	$-0,009^{**}$ (0,003)	$-0,008^{**}$ (0,003)	$-0,009^{**}$ (0,003)	$-0,027^{**}$ (0,011)	$-0,025^{**}$ (0,011)	$-0,029^{**}$ (0,011)
LEV	$0,003^{**}$ (0,001)	$0,003^{**}$ (0,001)	$0,003^{**}$ (0,001)	$0,003$ (0,002)	$0,003$ (0,002)	$0,003$ (0,002)
Hằng số	$0,572^{***}$ (0,110)	$0,516^{***}$ (0,111)	$0,494^{***}$ (0,104)	$1,143^{***}$ (0,243)	$0,877^{***}$ (0,242)	$0,901^{***}$ (0,219)
Số quan sát	507	507	507	427	427	427

Ghi chú: FIN: MBTT tài chính; MAN: MBTT quản trị; INV: MBTT nhà đầu tư; BETAu: Hệ số Beta tài sản; LASSET: logarit tổng tài sản; BTM: Hệ số giá trị sổ sách/giá trị thị trường; LEV: Đòn bẩy tài chính;

Độ lệch chuẩn mạnh trong dấu ngoặc đơn ();

*, **, ***, lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Khi xem xét riêng từng yếu tố cấu phần MBTT, có thể thấy chỉ số MBTT tài chính (FIN) có tác động giảm mạnh LNYC của các doanh nghiệp tại Việt Nam, với hệ số hồi quy trong ngưỡng $-0,183$ đến $-0,580$. Các chỉ tiêu tài chính cơ bản như: Báo cáo tài chính theo quý, chế độ kế toán... và các chỉ tiêu tài chính bổ sung như: Thực hiện báo cáo tài chính theo chuẩn mực kế toán quốc tế, chi phí trả cho kiểm toán viên, các xu hướng kinh doanh trong năm tới giúp nhà đầu tư có góc nhìn rõ ràng, minh bạch hơn về hiệu quả hoạt động và tiềm năng của công ty, góp phần làm giảm rủi ro trong quyết định đầu tư, qua đó giảm TSSLYC.

Bên cạnh thông tin tài chính, chỉ số MBTT nhà đầu tư (INV) có tương quan ở mức ý nghĩa từ 5% với LNYC tính theo cả hai phương pháp. Việc công bố các thông tin nhà đầu tư liên quan tới các cổ đông lớn, thông tin về số lượng cổ phiếu được phép phát hành, thông tin về sở hữu chéo, về điều lệ công ty, và các báo cáo tại cuộc họp cổ đông... cho phép nhà đầu tư nắm rõ về cơ cấu sở hữu của doanh nghiệp, nâng cao sự tin tưởng của nhà đầu tư và hạ TSSLYC.

Chỉ tiêu MBTT quản trị (MAN) không có tác động trực tiếp đến LNYC của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Các chỉ tiêu quản trị cơ bản như: Danh sách thành viên hội đồng quản trị, cơ chế vận hành của hội đồng quản trị, quyền biểu quyết, thù lao của thành viên hội đồng... chưa thực sự nhận được sự quan tâm của nhà đầu tư Việt Nam. Tuy nhiên, cũng cần nói rõ rằng, dù chỉ tiêu MBTT quản trị đứng riêng không có tác động tới LNYC, nhưng khi gộp thành chỉ tiêu tổng thể thì chỉ tiêu này có tác động mạnh tới LNYC. Điều này cho thấy các nhà đầu tư quan tâm vào bức tranh chung của việc MBTT của doanh nghiệp.

Để tăng tính vững, nhóm tác giả chia mẫu quan sát thành hai nhóm có MBTT cao và thấp và kiểm định Two Sample T-Test nhằm so sánh TSSLYC của hai nhóm này. Kết quả cho thấy nhóm có chỉ số minh bạch cao hơn sẽ có TSSLYC thấp hơn nhóm còn lại. Vấn đề nội sinh cũng là một trong những nguyên nhân có thể làm sai lệch kết quả nghiên cứu. Nhóm tác giả đã bổ sung kiểm định tính vững bằng cách sử dụng hồi quy hai giai đoạn 2SLS với biến công cụ là “TIME” thể hiện cho thời gian lên sàn của cổ phiếu doanh nghiệp. Kết quả kiểm định nhất quán với kết quả chính của nhóm tác giả. Bên cạnh đó, hồi quy phân vị cho các nhóm có MBTT khác nhau cho thấy các doanh nghiệp ở mức phân vị MBTT cao hơn, với chỉ số MBTT và FIN, có mức SLYC thấp hơn. Đồng thời, nhóm tác giả bổ sung mô hình hồi quy với việc lần lượt loại bớt các biến trong mô hình và xem xét tác động của biến còn lại có được đảm bảo không? Các phát hiện từ mô hình trên về cơ bản ủng hộ kết quả thực nghiệm của nhóm tác giả về mối quan hệ ngược chiều giữa MBTT và TSSLYC. Do giới hạn về mặt dung lượng, kết quả các kiểm định độ vững sẽ được cung cấp theo yêu cầu.

5. Kết luận

Với mục tiêu phát triển TTCK trong dài hạn, độ MBTT và chi phí giao dịch, trong đó có TSSLYC cần được cải thiện tại Việt Nam. Nghiên cứu xem xét về tác động của MBTT tới TSSLYC của 171 công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam trong vòng ba năm: 2013, 2016 và 2019. Kết quả nghiên cứu cho thấy việc trình bày đầy đủ các thông tin trong báo cáo tài chính cho phép các công ty giảm LNYC. Kết quả này là phù hợp với các nghiên cứu của Orens và cộng sự (2009), Mangena và cộng sự (2010), Boujelbenne và Affes (2013). Các tác động của MBTT lên LNYC có thể là gián tiếp thông qua giảm thiểu thông tin bất cân xứng, và tăng số lượng nhà đầu tư dài hạn. Các nhà đầu tư dài hạn dường như ít quan tâm đến việc phân chia cổ tức trong ngắn hạn mà quan tâm hơn đến mức tăng trưởng giá trị

cổ phiếu trong trung và dài hạn. Hoàn cảnh này cho phép các công ty đạt được mức LNYC thấp hơn. Trong các cấu phần của MBTT, MBTT tài chính có mối quan hệ mạnh mẽ nhất với TSSLYC; ngược lại, thông tin quản trị đứng riêng không có tác động tới LNYC.

Hạn chế của nghiên cứu này là: (1) Phân tích bằng dữ liệu bảng được thực hiện trong khoảng thời gian chỉ ba năm, do dữ liệu có sẵn hạn chế, dẫn tới việc nhóm tác giả không thực hiện được những mô hình ước lượng cao cấp hơn, như GMM hệ thống; (2) việc phân tích MBTT báo cáo phần lớn tập trung vào việc công bố thông tin, chứ không trực tiếp đo lường độ chính xác của thông tin đó.

Các nghiên cứu tương lai có thể mở rộng phạm vi nghiên cứu; phát triển đo lường MBTT báo cáo, không chỉ tập trung vào việc phân tích mức độ mà còn phân tích độ chính xác của thông tin được tiết lộ. Cuối cùng, các nghiên cứu trong tương lai có thể khám phá tác động bổ sung của MBTT công bố, chẳng hạn như tới chi phí bình quân (Weighted Average Cost of Capital – WACC) và giá trị công ty.

Chú thích

Bài viết được trích một phần từ nội dung Đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở “Tác động của chất lượng thông tin báo cáo đến tỷ suất sinh lời yêu cầu của nhà đầu tư tại các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam” của Học viện Ngân hàng năm 2021 do tác giả ThS. Trương Hoàng Diệp Hương làm chủ nhiệm.

Tài liệu tham khảo

- Ali, A., Chen, T., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1–2), 238–286.
- Beest, F., Braam, G., & Boelens, S. (2009). Quality of financial reporting: Measuring qualitative characteristics. *NiCE Working Paper 09–108*. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/254877109_Quality_of_financial_reporting_measuring_qualitative_characteristics
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, 72(3), 323–349.
- Botosan, C. A. (2006). Disclosure and the cost of capital: What do we know?. *Accounting and Business Research*, 36, 31–40.
- Botosan, C. A., & Plumlee, M. A. (2005). A reexamination of disclosure level and expected cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, 40, 21–40.
- Botosan, C. A., Plumlee, M. A., & Wen, H. (2011). The relation between expected returns, realized returns, and firm risk characteristics. *Contemporary Accounting Research*, 28(4), 1085–1122.
- Cavaliere, G., & Costa, M. (1999). Firm size and the Italian stock exchange. *Applied Economics Letters*, 6(11), 729–734.
- Cuong, N. T., & Ly, D. T. (2017). Measuring and assessing the quality of information on the annual reports: The case of seafood’s companies listed on the Vietnam stock market. *International Research Journal of Finance and Economics*, 16(3), 26–40.

- Elbannan, M. A., & Elbannan, M. A. (2015). Economic consequences of bank disclosure in the financial statements before and during the financial crisis: Evidence from Egypt. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 30(2), 181–217.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Value versus growth: The international evidence. *The Journal of Finance*, 53(6), 1975–1999.
- Fama, E., & French, K. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47, 427–467.
- Francis, J. R., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2005). Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. *The Accounting Review*, 80(4), 1125–1162.
- Fu, R., Kraft, A., & Zhang, H. (2012). Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity. *Journal of Accounting and Economics*, 54(2–3), 132–149.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Khurana, I. K., & Raman, K. K. (2004). Litigation risk and the financial reporting credibility of Big 4 versus non-Big 4 audits: Evidence from Anglo-American countries. *The Accounting Review*, 79(2), 473–495.
- Lê Xuân Thái, & Trương Đông Lộc (2019). Ảnh hưởng của mức độ minh bạch và công bố thông tin đến chi phí vốn chủ sở hữu của các công ty niêm yết: Bằng chứng thực nghiệm từ Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 265, 64–72.
- Malkiel, B. G., & Xu, Y. (1997). Risk and return revisited. *Journal of Portfolio Management*, 23(3), 9–14.
- Mangena, M., Pike, R. H., & Li, J. (2010). *Intellectual Capital Disclosure Practices and Effects on the Cost of Equity Capital: UK Evidence*. Edinburgh: The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Mazzotta, R., & Veltri, S. (2014). The relationship between corporate governance and the cost of equity capital. Evidence from the Italian stock exchange. *Journal of Management & Governance*, 18(2), 419–448.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Nguyễn Việt Dũng. (2014). Kiểm định tác động của công bố thông tin tới chi phí vốn cổ phần tại Việt Nam với các nhân tố của mô hình Fama-French. *Tạp chí Quản lý Kinh tế Quốc tế*, 68, 21–31.
- Orens, R., Aerts, W., & Lybaert, N. (2009). Intellectual capital disclosure, cost of finance and firm value. *Management Decision*, 47(10), 1536–1554.
- Patel, S. A., & Dallas, G. S. (2002). *Transparency and disclosure: Overview of methodology and study results - United States*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=422800>. doi: 10.2139/ssrn.422800
- Patel, S. A., Balic, A., & Bwakira, L. (2002). Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 3(4), 325–337.

- Petrova, E., Georgakopoulos, G., Sotiropoulos, I., & Vasileiou, K. Z. (2012). Relationship between cost of equity capital and voluntary corporate disclosures. *International Journal of Economics and Finance*, 4(3), 83–96.
- Reverte, C. (2012). The impact of better corporate social responsibility disclosure on the cost of equity capital. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(5), 253–272.
- Richardson, A. J., & Welker, M. (2001). Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organisations and Society*, 26(7–8), 597–616.
- Rikanovic, M. (2005). *Corporate Disclosure Strategy and The Cost of Capital – An Empirical Study of Large Listed German Corporations*. Dissertation of the University of St. Gallen. Retrieved from <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.111.927&rep=rep1&type=pdf>
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Tran, L. T. H., Tu, T. T. K., Nguyen, T. T. H., Nguyen, H. T. L., & Vo, X. V. (2021). Annual report narrative disclosures, information asymmetry and future firm performance: Evidence from Vietnam. *International Journal of Emerging Markets*. doi: 10.1108/IJOEM-08-2020-0925
- Trương Đông Lộc, & Nguyễn Thị Kim Anh (2016). Các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ minh bạch và công bố thông tin của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 135, 28–41.