

Công bố và minh bạch thông tin với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam

LÊ QUANG CẢNH

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân - canh@neu.edu.vn

NGUYỄN VŨ HÙNG

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân - nguyen.vdh@gmail.com

(Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ Phát triển khoa học và công nghệ quốc gia (NAFOSTED) trong đề tài mã số II.5.2-2012.03).

Ngày nhận:

13/03/2016

Ngày nhận lại:

25/05/2016

Ngày duyệt đăng:

06/06/2016

Mã số:

0316-H62-V04

Tóm tắt

Nghiên cứu phân tích công bố thông tin (CBTT) có ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của DN niêm yết ở VN và vai trò của minh bạch/chất lượng thông tin công bố trong mối quan hệ này. Sử dụng số liệu từ 354 DN niêm yết trên HNX, kết quả cho thấy càng nhiều thông tin được công bố thì kết quả kinh doanh được đánh giá thông qua tỉ số lợi nhuận ròng trên tài sản (ROA) và tỉ số giữa giá trị thị trường và giá trị thay thế của một tài sản hữu hình (Tobin's Q) càng xấu đi. Nghiên cứu này đóng góp kết quả thực nghiệm và có những luận giải về mối quan hệ nghịch giữa CBTT với kết quả kinh doanh. Tác giả khẳng định tầm quan trọng của việc CBTT kịp thời và có thể tiếp cận khi nghiên cứu tác động của công bố và minh bạch thông tin (CB & MBTT) đến kết quả kinh doanh của DN niêm yết.

Abstract

This paper investigates whether information disclosure matters to the performance of listed firms in Vietnam with a focus on transparency/quality of information disclosed. From the regression techniques applied to a sample of 354 firms listed on the Hanoi Stock Exchange, our empirical results show that more information disclosure is related to lower firm performance as proxied by ROA and Tobin's Q (TOQ). This research contributes to the literature by adding new empirical evidence and unique explanation of the reversed relationship between information disclosure and firm performance. It thus confirms the importance of timeliness and accessibility aspects of information disclosure when studying its impact on the performance of those listed firms in Vietnam.

Từ khóa:

Công bố và minh bạch thông tin, quản trị công ty, kết quả kinh doanh.

Keywords:

Information disclosure and transparency, corporate governance, firm performance.

1. Giới thiệu

CB & MBTT là một trong các trụ cột của QTDN và được sử dụng rộng rãi để đánh giá tình hình QTDN. CBTT là việc các DN chính thức công khai những thông tin mà các bên quan tâm hoặc có thể ảnh hưởng tới lợi ích của họ. Trong khi đó, minh bạch thông tin được đo lường dựa trên các khía cạnh: Tính đầy đủ, trung thực, kịp thời và có thể tiếp cận của thông tin công bố. Đây là một trụ cột có trọng số cao nhất trong nhiều phương pháp tính toán chỉ số quản trị của DN. Chẳng hạn, OECD (2004) đã đề xuất các nguyên tắc QTDN, trong đó nhấn mạnh các DN cần CBTT kịp thời, tin cậy và có thể tiếp cận như: Tình hình tài chính, quá trình hoạt động, cấu trúc sở hữu, cơ cấu hội đồng quản trị và ban quản lí. Việc không CBTT hoặc công bố với chất lượng thấp có nguy cơ dẫn đến các rủi ro tài chính trong mỗi DN. Sự sụp đổ của các tập đoàn lớn như: Enron, Xerox, Tyco và WorldCom,... là dẫn chứng sinh động về hậu quả của việc không tuân thủ các chuẩn mực CB & MBTT trong quản trị tập đoàn. Vì vậy, cải thiện việc CB & MBTT trong QTDN là cần thiết nhằm đối phó một cách hiệu quả với những nguy cơ tương tự có thể xảy ra trong tương lai.

Tuy nhiên, CB & MBTT của các DN niêm yết ở VN đang ở mức thấp và không có nhiều cải thiện. Trên thực tế, các nội dung này đã được quy định rõ trong Thông tư 52/2012/TT-BTC và Thông tư 121/2012/TT-BTC của Bộ Tài chính. Dựa trên các quy định hiện hành của VN và xây dựng bộ chỉ số đánh giá QTDN, ADB (2014) đánh giá chỉ số QTDN, trong đó, có chỉ số CB & MBTT, cho thấy sự tiến bộ trong CB & MBTT của DN niêm yết được đánh giá giai đoạn 2012 – 2013. Tuy nhiên, nếu so sánh giữa các nước ASEAN thì VN có chỉ số quản trị thấp nhất trong ASEAN6 (ví dụ: Thái Lan cao hơn 2,2 lần; còn Indonesia cao gấp 1,6 lần). HNX (2015) đã phát triển bộ công cụ đo lường chỉ số CB & MBTT và áp dụng vào đánh giá việc CB & MBTT của DN niêm yết trên HNX. Kết quả đánh giá cho thấy chỉ số CB & MBTT trung bình của các DN niêm yết đều tăng lên từ năm 2012 đến 2014, tuy việc cải thiện là không lớn (năm 2014 tăng 1,1 điểm so với 2013).

Về mặt lí thuyết, CB & MBTT của DN có thể ảnh hưởng tới hành vi của cả nhà đầu tư và quản lí DN. Công khai thông tin sẽ giúp các nhà đầu tư, các tổ chức tín dụng phân bổ nguồn lực của họ hiệu quả hơn, giảm chi phí vốn, và đảm bảo các bên liên quan sử dụng quyền của họ hiệu quả hơn. Công khai thông tin còn giúp công chúng hiểu biết hoạt động của DN, chiến lược, chính sách phát triển, kết quả kinh doanh, đạo đức kinh doanh và mối quan hệ với các bên liên quan làm cho môi trường kinh doanh minh bạch

hơn và thúc đẩy DN theo hướng phát triển bền vững. Việc CBTT sẽ giúp các cổ đông có thể giám sát và kiểm soát việc ra quyết định quản lý của các nhà quản lý DN theo hướng có lợi hơn cho cổ đông. Theo nghĩa này, càng nhiều thông tin công bố càng góp phần nâng cao kết quả kinh doanh.

Tuy nhiên, việc CBTT cũng có thể gây ra tác động ngược. Theo Banerjee & cộng sự (2014), khi thông tin được công bố rộng rãi cho công chúng, đối thủ cạnh tranh có thể lợi dụng làm giảm lợi thế cạnh tranh, thị phần, lợi nhuận và giá thị trường của DN CBTT. Ngoài ra, do mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý, các chính sách bắt buộc CB & MBTT thường được ban hành. Tuy nhiên, các chính sách này sẽ thiên về bảo vệ quyền lợi của nhà quản lý mà không quan tâm nhiều đến lợi ích tối đa của cổ đông và cuối cùng làm cho CBTT gây tác động ngược tới kết quả kinh doanh cũng như giá trị của DN (Banerjee & Masulis, 2013).

Như vậy, CBTT có thể có hai tác động ngược nhau tới kết quả kinh doanh của DN. Do đó, tác động ròng có thể là tích cực, tiêu cực hay trung tính. Tác giả xem xét tác động của CBTT tới kết quả kinh doanh của các DN niêm yết tại VN. Tuy nhiên, để giải thích cho các tác động mâu thuẫn trên, tác giả sử dụng 2 yếu tố kịp thời và có thể tiếp cận các thông tin công bố như các khía cạnh về minh bạch thông tin. Kết quả cho thấy với quy định bắt buộc về CBTT đối với các DN niêm yết, DN càng có nhiều thông tin được công bố sẽ có kết quả kinh doanh kém hơn. Tuy nhiên, nếu các thông tin minh bạch (được công bố kịp thời và có thể tiếp cận), tác động của CBTT tới kết quả kinh doanh sẽ chuyển theo hướng tích cực. Kết quả này cung cấp những bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa CB & MBTT với kết quả kinh doanh, tầm quan trọng của việc CBTT kịp thời và có thể tiếp cận trong các DN niêm yết ở VN.

2. Tổng quan, khung nghiên cứu và mô hình ước lượng

2.1. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu tác động của quản trị tới kết quả kinh doanh đang thu hút sự quan tâm của cả giới học thuật và quản lý. Những nghiên cứu trước đây đã sử dụng các khía cạnh thuộc QTDN, từ các quy định bắt buộc đến các thông lệ quản trị tốt để nghiên cứu mối quan hệ này. Sử dụng lý thuyết người đại diện và lý thuyết thể chế, các nghiên cứu đã phát hiện QTDN có tác động hỗn hợp tới kết quả kinh doanh của DN (Bhagat & Black, 2002; Edward & Clough, 2005; Bhagat & Black, 2008; và Lê Quang Cảnh & cộng sự, 2015). CBTT là một trụ cột quan trọng trong QTDN, đặc biệt là đối với các nhà đầu tư

khi họ dễ dàng có được đầy đủ thông tin mong muốn về DN. Thông tin được công bố sẽ giúp phân bổ nguồn lực hiệu quả hơn, giảm chi phí vốn và cơ sở cho các quyết định quản lý minh bạch.

Theo OECD (2004), CBTT cần trung thực, kịp thời và có thể tiếp cận. Đối với DN, CBTT gồm hai cấp độ: (1) Tuân theo các quy định CBTT bắt buộc của luật pháp; và (2) CBTT theo các chuẩn mực/thông lệ quản trị tốt của thế giới. Các thông tin công khai bao gồm nhiều khía cạnh. Chẳng hạn, OECD (2004) nhấn mạnh việc cung cấp các báo cáo tài chính, cấu trúc sở hữu, quá trình hoạt động và QTDN; Patel & Dallas (2002) đề cập tới thông tin cấu trúc sở hữu, quyền của cổ đông, minh bạch tài chính và QTDN; hoặc Banerjee & cộng sự (2014) quan tâm tới việc công khai tình hình kế toán tài chính, hoạt động, cấu trúc sở hữu, cơ cấu và quyền cổ đông, cơ cấu hội đồng quản trị và ban giám đốc. Trong các nghiên cứu về tác động của CB & MBTT với kết quả kinh doanh của DN, CB & MBTT thường được đại diện bởi chỉ số hoặc điểm CBTT và minh bạch (Patel & Dallas, 2002; Banerjee & cộng sự, 2014; và Zaman & cộng sự, 2015) hoặc một vài khía cạnh của chỉ số CBTT và minh bạch, trong đó công khai về cấu trúc sở hữu và công khai tài chính là hai chỉ số phụ được sử dụng phổ biến.

CBTT có tác động tới kết quả kinh doanh của DN. Nhiều nghiên cứu phát hiện càng nhiều thông tin được công bố kết quả kinh doanh của DN càng tốt. Nghiên cứu của Patel & Dallas (2002) là nghiên cứu tiên phong về vấn đề này đã tìm thấy thông tin công bố nhiều sẽ giúp giảm chi phí vốn và tăng kết quả kinh doanh của DN. Kết quả thực nghiệm này còn được khẳng định bởi nhiều nghiên cứu khác (Gompers & cộng sự, 2003; Collett & Hrasky, 2005; Iatridis, 2008; và Stiglbauer, 2010). Tuy nhiên, các nghiên cứu khác cũng tìm thấy dẫn chứng CBTT có tác động ngược tới kết quả kinh doanh của DN công bố. Chẳng hạn, Bassen & cộng sự (2009) kết luận DN công bố nhiều thông tin có kết quả kinh doanh kém hơn đối với các DN ở Đức; Zaman & cộng sự (2015) bổ sung dẫn chứng thực nghiệm về mối quan hệ ngược này trong các DN của Pakistan; Banerjee & cộng sự (2014) phát hiện mối quan hệ ngược giữa việc CBTT với kết quả kinh doanh của các DN ở Nga. Bên cạnh đó còn có một số nghiên cứu không tìm ra mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa CBTT với kết quả kinh doanh của DN (Habib, 2008; Sharif & Lai, 2015).

Như vậy, tác động của CBTT đến kết quả kinh doanh là không đồng nhất trong các nghiên cứu và có thể phụ thuộc vào biến đo lường CB & MBTT, biến đại diện cho kết quả kinh doanh cũng như các yếu tố về thể chế ở các nước nghiên cứu. Trong thời kỳ

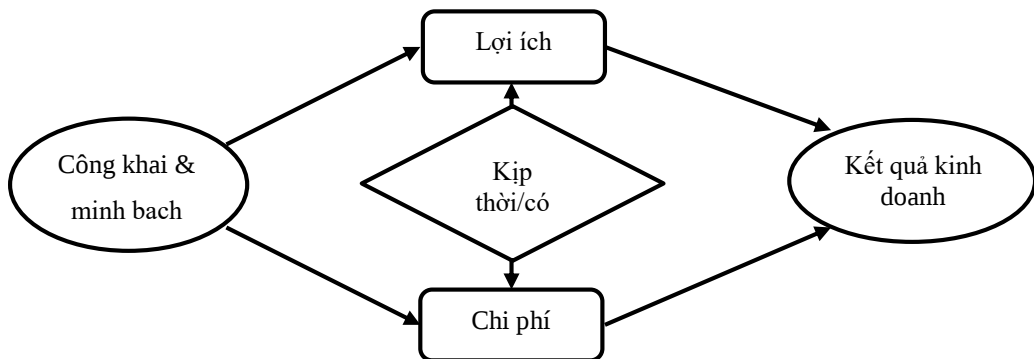
chuyển đổi nền kinh tế và giai đoạn đầu của việc áp dụng QTDN ở VN, vấn đề CB & MBTT có mối quan hệ như thế nào tới kết quả kinh doanh của DN là một chủ đề nghiên cứu nhận được nhiều quan tâm. Đi xa hơn, tác giả xem xét vai trò của minh bạch thông tin ở hai khía cạnh kịp thời và có thể tiếp cận nhằm hiểu sâu hơn tác động của CBTT tới kết quả kinh doanh trong các DN niêm yết ở VN. Đây cũng là đóng góp chính của nghiên cứu khi xem xét tác động của CB & MBTT tới kết quả kinh doanh của DN.

2.2. *Khung nghiên cứu*

Lí thuyết người đại diện, nghiên cứu tiên phong của Jensen & Meckling (1976), cho rằng thông tin không cân xứng giữa cổ đông/người sở hữu và người quản lí có thể dẫn tới các hành vi rủi ro đạo đức hoặc xung đột về lợi ích. Thông tin không cân xứng sẽ làm cho chi phí đại diện tăng lên, giảm lợi nhuận và giảm giá thị trường của DN. CB & MBTT sẽ làm giảm chi phí này và giúp tăng lợi nhuận thông qua việc cung cấp các thông tin đầy đủ cho việc ra quyết định đầu tư, giám sát các hoạt động quản lí và làm giảm chi phí do thông tin không cân xứng gây ra (Bushman & Smith, 2003). Tuy nhiên, việc có quá nhiều thông tin được công bố có thể làm giảm lợi thế cạnh tranh tương đối của các DN CBTT, làm tăng đáng kể chi phí CBTT và giảm sự hấp dẫn của DN trong ngắn hạn khi các thông tin yếu kém về QTDN và quá trình hoạt động được công khai (Stiglbauer, 2010).

Theo lí thuyết thể chế và kinh tế học về chi phí giao dịch, khi thị trường cạnh tranh hoàn hảo thì sẽ không có chi phí giao dịch (Coase, 1937; Williamsons, 1985). Tuy nhiên, việc thực hiện các quy định về CB & MBTT sẽ áp một chi phí đối với DN và làm tăng chi phí giao dịch của các DN liên quan tới việc CBTT bởi chi phí chuẩn bị báo cáo, công bố và các chi phí do bản thân thông tin được công khai gây ra (ví dụ các thông tin tiêu cực). Do đó, DN thường né tránh áp dụng các thông lệ quản trị tốt đòi hỏi phải công khai hóa thông tin quản trị. Điều này dẫn đến kết quả kinh doanh kém đi trong trung và dài hạn.

Tuy nhiên, CBTT không chỉ là việc cung cấp thông tin đã chuẩn bị cho công chúng. Tính minh bạch của thông tin ở các khía cạnh trung thực, kịp thời và có thể tiếp cận (OECD, 2004) có thể ảnh hưởng tới các yếu tố về lợi ích và chi phí nói trên. Do đó, khi nghiên cứu tác động của CBTT tới kết quả kinh doanh cần phải xem xét vai trò của việc công bố kịp thời, có thể tiếp cận các thông tin được công bố. Như vậy, khung nghiên cứu của bài viết được mô tả theo Hình 1 dưới đây.



Hình 1. Khung nghiên cứu

Tác động ròng của việc CBTT tới kết quả kinh doanh có thể là tích cực, tiêu cực hoặc trung tính phụ thuộc vào lợi ích và chi phí của hoạt động công khai thông tin. Đồng thời, tác động đó lại chịu ảnh hưởng bởi việc công khai thông tin đó có kịp thời, có thể tiếp cận hay không. Nói cách khác, việc CBTT kịp thời và có thể tiếp cận sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc xem xét tác động của CBTT tới kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của DN.

2.3. Mô hình ước lượng

Để ước lượng tác động của CB & MBTT tới kết quả kinh doanh của DN, tác giả sử dụng mô hình ước lượng được sử dụng phổ biến khi nghiên cứu mối quan hệ này và bổ sung biến tương tác giữa điểm CBTT với minh bạch thông qua hai biến “kịp thời” và “có thể tiếp cận” của thông tin. Mô hình ước lượng được mô tả như sau:

$$Y = \alpha + X\beta + Z\gamma + \theta D + \epsilon$$

Trong đó, Y: Biến phụ thuộc được đại diện bởi hệ số ROA và TOQ;

X: Véc tơ biến nghiên cứu đo lường điểm CBTT;

Z: Bao gồm các biến kiểm soát cho DN;

D: Bao gồm các biến tương tác giữa điểm CBTT với minh bạch thông tin ở hai khía cạnh “kịp thời” và “có thể tiếp cận”; và

ϵ : Sai số ngẫu nhiên.

Định nghĩa và đo lường các biến sử dụng được đề cập cụ thể trong Bảng 1.

3. Số liệu, phương pháp và kết quả thực nghiệm

3.1. Số liệu và các biến trong mô hình

Mẫu nghiên cứu bao gồm 354 DN niêm yết trên HNX vào ngày 31/3/2014 (các doanh nghiệp niêm yết sau ngày này không tham gia vào mẫu nghiên cứu). Các DN này được CBTT rộng rãi trên các phương tiện thông tin đại chúng theo quy định hiện hành. Điểm CB & MBTT được tính toán và công bố bởi HNX. Trong phạm vi của nghiên cứu này, điểm CBTT được trích từ nguyên tắc D trong các nguyên tắc quản trị của OECD (2004). Điểm CBTT được tính toán dựa trên phương pháp của IFC-SSC và GCGF (2012) và được chia làm ba bộ phận: Điểm CBTT, điểm công bố kịp thời, và điểm thông tin công bố có thể tiếp cận.

Các biến khác trong mô hình ước lượng được thu thập từ Báo cáo thường niên năm 2014 của các DN niêm yết trong khuôn khổ đề tài nghiên cứu mã số II.5.2-2012-03. Định nghĩa về các biến được đề cập trong Bảng 1.

Bảng 1

Định nghĩa các biến sử dụng trong mô hình

Biến		Định nghĩa
<i>Biến đo lường kết quả kinh doanh</i>		
ROA	Tỉ suất lợi nhuận theo tài	Lợi nhuận sau thuế chia cho tổng tài sản.
TOQ	Hệ số Tobin's Q	Giá thị trường của DN chia cho tổng tài sản.
<i>Biến đo lường CBTT và minh bạch</i>		
CBTT	Điểm CBTT	Được tính toán bởi HNX dựa trên phương pháp của IFC-SSC và GCGF (2012).
KTHOI	Công bố kịp thời	Được tính toán bởi HNX dựa trên phương pháp của IFC-SSC và GCGF (2012) và yêu cầu của Thông tư 52/2012/TT-BTC. Biến có giá trị bằng 1 nếu cả 10 vấn đề đều được công bố kịp thời và bằng 0 nếu có ít nhất 1 vấn đề không được công bố kịp thời theo quy định.
TCAN	Công bố có thể tiếp cận	Được tính toán bởi HNX dựa trên phương pháp của IFC-SSC và GCGF (2012) và yêu cầu của Thông tư 52/2012/TT-BTC. Biến có giá trị bằng 1 nếu DN có điểm số “có thể tiếp cận” lớn hơn điểm trung bình và bằng 0 nếu điểm “có thể tiếp cận” nhỏ hơn điểm trung bình.

Biến		Định nghĩa
<i>Các biến khác</i>		
SIZE	Quy mô DN	Phân theo lao động được quy định theo Nghị định 56/2009/NĐ-CP.
SHNNg	Có sở hữu nước ngoài	Biến này có giá trị bằng 1 nếu DN có vốn sở hữu nước ngoài, bằng 0 nếu không có.
LEV	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ chia cho tổng tài sản của DN.
SNNY	Số năm niêm yết	Số năm đã niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán tính đến năm 2014.
NNCC	Ngành có nguy cơ tham nhũng cao	Sử dụng theo kết quả nghiên cứu của World Bank (2012) và CECODES, VFF-CRT & UNDP (2015). Biến này có giá trị bằng 1 nếu thuộc các ngành có nguy cơ tham nhũng cao và bằng 0 đối với các ngành khác.

3.2. Phương pháp ước lượng

Nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất để ước lượng tác động của CB & MBTT tới kết quả kinh doanh đối với các DN niêm yết. Trong mô hình ước lượng, vai trò của tính kịp thời và có thể tiếp cận thông tin công bố đến tác động của CBTT với kết quả kinh doanh được xem xét. Cụ thể, có hai mô hình được sử dụng nhằm ước lượng tác động tới hai biến đại diện cho kết quả kinh doanh khác nhau. Mô hình (1) bao gồm biến phụ thuộc lần lượt là ROA và TOQ và các biến độc lập gồm điểm CBTT, biến tương tác giữa điểm CBTT với CBTT kịp thời và các biến kiểm soát khác. Mô hình (2) bao gồm biến phụ thuộc là ROA và TOQ; các biến độc lập gồm điểm CBTT, biến tương tác giữa điểm CBTT với CBTT có thể tiếp cận và các biến kiểm soát khác.

Lưu ý rằng điểm CBTT trong hai mô hình là khác nhau. Trong mô hình (1), điểm công bố minh bạch thông tin là bộ phận điểm còn lại của điểm nguyên tắc D trong HNX (2015) sau khi đã trừ đi phần điểm công bố kịp thời, được đo bằng điểm của 10 câu hỏi trong bộ câu hỏi đo lường CBTT; còn trong mô hình (2) thì đó là phần còn lại của điểm nguyên tắc D trong HNX (2015) sau khi đã trừ đi phần điểm CBTT có thể tiếp cận, được đo bằng điểm của 8 câu hỏi (HNX, 2015).

3.3. Kết quả ước lượng

Trước khi ước lượng tác động của CB & MBTT tới kết quả kinh doanh, nghiên cứu tiến hành kiểm định đa cộng tuyến. Kết quả kiểm định cho hệ số tương quan Pearson và chỉ số phóng đại phương sai tương đối nhỏ khẳng định không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập sử dụng trong mô hình ước lượng.

Sử dụng hai mô hình ước lượng và phương pháp ước lượng OLS, kết quả ước lượng tác động của CB & MBTT tới kết quả kinh doanh được trình bày trong Bảng 2.

Bảng 2

Kết quả ước lượng về tác động của CB & MBTT tới kết quả kinh doanh của DN niêm yết

	Mô hình (1)		Mô hình (2)	
	ROA	TOQ	ROA	TOQ
Điểm CBTT 1	-0,0044*	-0,0515**		
Điểm CBTT 2			-0,0039*	-0,0337*
Kịp thời	-0,1163*	-1,7311***		
CBTT 1* Kịp thời	0,0039**	0,0518***		
Tiếp cận			-0,0986	-1,1255*
CBTT 2* Tiếp cận			0,0018	0,0265*
Có vốn nước ngoài	0,0222	-0,0241	0,0288	-0,0332
Số năm niêm yết	-0,0044	-0,0374	-0,0023	-0,0350
Ngành nguy cơ tham nhũng	0,0157	-0,2669*	0,0031	-0,2843*
Đòn bẩy tài chính	-0,1044***	-0,5747**	-0,0610**	-0,4658*
Điểm CBTT bắt buộc	0,0032*	0,0005	0,0048***	0,0033
Quy mô vừa	0,0447**	-0,0220	0,0472**	0,0025
Quy mô lớn	0,0767***	0,1109	0,0817***	0,1237
Hệ số cắt	-0,0386	2,7655***	-0,0845	0,2379***
Số quan sát	354	354	354	354
R ²	0,2440	0,2428	0,2569	0,2300

Ghi chú: *, **, và *** thể hiện mức độ ý nghĩa lần lượt ở 10%, 5% và 1%.

Kết quả ước lượng cho thấy mối quan hệ tỉ lệ nghịch giữa điểm CBTT với ROA và TOQ trong các DN niêm yết. Càng nhiều thông tin được công bố thì ROA và TOQ càng

nhỏ với mức ý nghĩa 5% và 10%. Kết quả thực nghiệm này tương tự như các kết quả ước lượng thực nghiệm của một số nghiên cứu trước (Goetzmann & cộng sự, 2003; Black & cộng sự, 2006; Bassen & cộng sự, 2009; Banerjee & cộng sự, 2014; và Zaman & cộng sự, 2015). Như vậy, việc công bố nhiều thông tin hơn không giúp DN nâng cao mà ngược lại làm giảm kết quả kinh doanh đối với các DN niêm yết ở VN. Kết quả này có thể được giải thích bằng ba lí do trong bối cảnh của DN niêm yết ở VN.

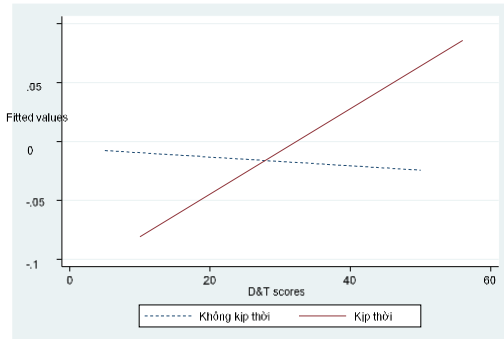
Thứ nhất, các yêu cầu bắt buộc về CBTT là một gánh nặng về tài chính đối với DN, đặc biệt là các DN nhỏ và vừa, và không có các hoạt động xuất nhập khẩu trực tiếp. Công khai thông tin sẽ làm tăng chi phí báo cáo và chi phí CBTT này, trong khi các DN niêm yết đều cho rằng họ đang hoạt động tốt với cơ cấu cổ đông và sở hữu hiện tại.

Thứ hai, CBTT có thể làm giảm lợi thế cạnh tranh của DN công bố so với đối thủ bởi vì nhiều thông tin công bố liên quan tới chiến lược và kế hoạch kinh doanh có thể công khai cho đối thủ cạnh tranh. Theo lí thuyết trò chơi, các đối thủ cạnh tranh sẽ tận dụng các thông tin được công bố để hành động nhằm nâng cao hơn lợi thế cạnh tranh so với DN CBTT. Điều này dường như phù hợp trong bối cảnh thể chế và QTDN ở VN (Lê Quang Cảnh & cộng sự, 2015).

Thứ ba, những kết quả tài chính được công bố thường bị coi là các kết quả tài chính đã thổi phồng theo các mục tiêu công bố, nhất là trong bối cảnh một quốc gia có nền kinh tế chuyển đổi (Banerjee & cộng sự, 2014). Tuy nhiên, thị trường có cơ chế tốt để nhận biết điều này và kết quả là giá trị thị trường của các DN không phải tăng lên tương ứng như kết quả tài chính công bố.

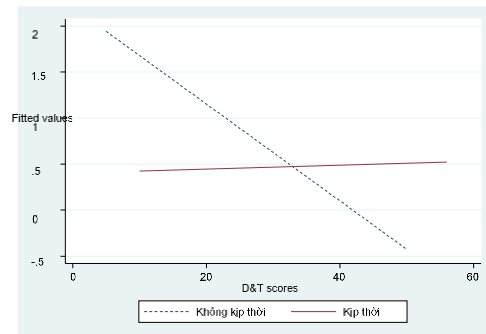
Tiếp theo, tác giả xem xét vai trò của việc CBTT kịp thời đối với tác động của CBTT tới kết quả kinh doanh thông qua xem xét tác động của biến tương tác giữa điểm CBTT và minh bạch với biến công bố kịp thời. Kết quả thực nghiệm cho thấy biến tương tác có ý nghĩa ở mức 90% đối với ROA và 99% đối với TOQ. Kết quả này khẳng định tầm quan trọng của việc CBTT kịp thời khi ước lượng tác động của CB & MBTT tới kết quả kinh doanh. Hình 2a cho thấy sự chuyển từ tác động tiêu cực sang tác động tích cực tới ROA khi thông tin được công bố kịp thời. Kết quả tương tự đối với TOQ, tuy mức độ tác động tích cực là tương đối nhỏ, được thể hiện trong Hình 2b.

Vai trò của kịp thời trong tác động
của CBTT tới ROA



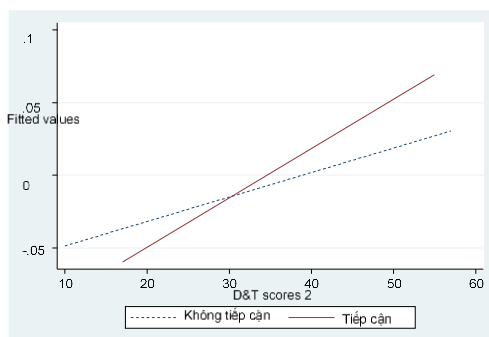
Hình 2a

Vai trò của kịp thời trong tác động
của CBTT tới Tobin Q



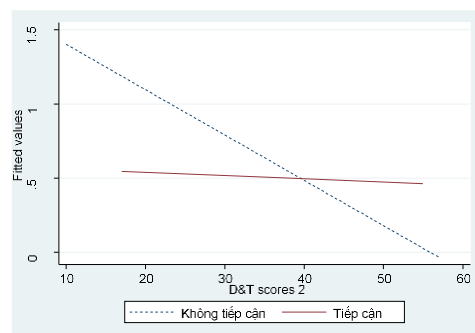
Hình 2b

Vai trò của tiếp cận trong tác động
của CBTT tới ROA



Hình 2c

Vai trò của tiếp cận trong tác động
của CBTT tới Tobin's Q



Hình 2d

Hình 2. Vai trò của công bố kịp thời và có thể tiếp cận trong mối quan hệ của CBTT với kết quả kinh doanh của DN niêm yết

Đánh giá tác động của việc CBTT có thể tiếp cận, bài viết đã sử dụng mô hình ước lượng (2), trong đó mô hình có khác biệt với mô hình ước lượng (1) ở biến CBTT và biến tương tác giữa điểm CBTT với biến “có thể tiếp cận”. Kết quả ước lượng thực nghiệm cho thấy khi sử dụng ROA (đại diện cho kết quả kinh doanh), biến tương tác có hệ số ước lượng dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này có nghĩa việc CBTT có thể tiếp cận không đóng vai trò gì trong mối quan hệ của CBTT với ROA. Còn đối với TOQ, hệ số ước lượng của biến tương tác có ý nghĩa thống kê ở mức 90%, kết

quả này khẳng định vai trò nhất định của CBTT có thể tiếp cận trong tác động của CBTT tới TOQ. Tuy nhiên, tầm quan trọng của CBTT có thể tiếp cận đối với đo lường tác động của CBTT tới TOQ là khá nhỏ, được thể hiện rõ trong Hình 2d. Kết quả ước lượng khẳng định tính có thể tiếp cận của thông tin công bố có tác động tới quyết định đầu tư của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán hơn là tác động tới kết quả kinh doanh của DN.

Ngoài ra, một kết quả ước lượng khác đáng quan tâm đó là tác động của thể chế ngành DN đang hoạt động. Theo đó, DN hoạt động trong các ngành có nguy cơ tham nhũng cao có chỉ số TOQ thấp hơn, nhưng lại không có sự khác biệt về ROA so với các DN ở các ngành khác. Kết quả nghiên cứu này được đề cập rõ hơn trong nghiên cứu của Nguyễn Văn Thắng & cộng sự (2016). Một kết quả đáng lưu ý khác đó là việc tuân thủ các quy định CB & MBTT có tác động tích cực tới ROA, nhưng lại không có tác động tới TOQ, trong khi chưa có bằng chứng thực nghiệm về tác động của điểm CBTT theo thông lệ tới kết quả kinh doanh. Kết quả ước lượng này cho thấy việc tuân thủ quy định về CB & MBTT là rất quan trọng để thúc đẩy kết quả kinh doanh của DN trong bối cảnh VN hiện nay.

4. Kết luận và khuyến nghị

4.1. Kết quả nghiên cứu chính

CBTT là một trụ cột của QTDN. CB & MBTT gắn chặt với kết quả kinh doanh của DN. Trong các nghiên cứu thực nghiệm, tác động của CBTT tới kết quả kinh doanh có thể dương, âm hoặc trung tính phụ thuộc vào nhiều lí do như: Thể chế, QTDN và các vấn đề liên quan khác (Banerjee & Masulis, 2013; Banerjee & cộng sự, 2014). Bài viết sử dụng số liệu từ mẫu nghiên cứu gồm 354 DN niêm yết trên HNX và các số liệu thu thập từ đề tài Nafosted II 5.2-2012-03 nhằm nghiên cứu ảnh hưởng của CBTT tới ROA và TOQ. Đồng thời, bài viết nghiên cứu vai trò của việc CBTT kịp thời và có thể tiếp cận trong đo lường tác động của CBTT tới kết quả kinh doanh của DN.

Kết quả nghiên cứu cho thấy càng nhiều thông tin được công bố thì ROA và Tobin's Q của DN càng nhỏ, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Điều này ủng hộ lí thuyết thể chế và lí thuyết kinh tế học về chi phí giao dịch (Noth, 1990; Coase, 1937; và Williamsons, 1985) trong bối cảnh ở VN khi các yêu cầu về QTDN mới phát triển ở giai đoạn đầu. Chi phí cho báo cáo và CBTT theo quy định áp chi phí đối với DN niêm yết, trong đó gánh nặng chi phí này bao gồm cả chi phí do việc CBTT gây ra.

Tuy nhiên, CBTT kịp thời sẽ giúp tăng tác động của CBTT tới ROA và TOQ và CBTT có thể tiếp cận được có tác động tới giá trị thị trường của DN. Kết quả ước lượng thực nghiệm này là dẫn chứng ủng hộ luận điểm và dự báo lí thuyết người đại diện của Jensen & Meckling (1976). Nói cách khác, việc CBTT kịp thời và có thể tiếp cận sẽ giúp giảm tác động tiêu cực của CB & MBTT tới kết quả kinh doanh trong các DN niêm yết ở VN thông qua tăng cường lợi ích của thông tin tới các đối tượng tiếp nhận. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm này cung cấp thêm dẫn chứng về tác động của CBTT tới kết quả kinh doanh và vai trò của việc CBTT minh bạch ở các khía cạnh kịp thời và có thể tiếp cận trong nghiên cứu tác động của CBTT tới kết quả kinh doanh của các DN niêm yết ở VN.

4.2. Khuyến nghị

Dựa trên kết quả nghiên cứu thực nghiệm, tác giả đề xuất một số chính sách nhằm giúp CB & MBTT đóng góp tích cực hơn cho kết quả kinh doanh của DN, bao gồm:

Thứ nhất, việc CBTT cần hướng tới chất lượng thông tin công bố. Cụ thể, thông tin phải được DN công bố một cách kịp thời và có thể tiếp cận. Do đó, cần quy định và có cơ chế giám sát chặt chẽ cùng với việc CBTT nói chung. Kết quả thực nghiệm khẳng định rằng DN cần tuân thủ yêu cầu CBTT và minh bạch, tăng chất lượng thông tin công khai một cách kịp thời và có thể tiếp cận. Điều này sẽ mang lại giá trị tích cực khi xem xét tác động của CB & MBTT tới kết quả kinh doanh của DN niêm yết.

Thứ hai, cần nâng cao vai trò giám sát và kiểm soát quản trị của Hội đồng quản trị trong DN niêm yết. Các yêu cầu bắt buộc về CBTT có thể dẫn tới các hành vi/quyết định bảo vệ lợi ích của nhà quản lí. Thêm vào đó, yêu cầu CBTT có thể dẫn tới xung đột lợi ích của cổ đông và nhà quản lí. Điều đó sẽ thúc đẩy nhà quản lí hành động vì lợi ích của họ hơn là lợi ích của cổ đông. Chính vì vậy, tăng cường giám sát và kiểm soát quản trị là một yêu cầu cần được thực thi nhằm đảm bảo việc CBTT kịp thời và có thể tiếp cận, và cuối cùng làm tăng kết quả kinh doanh của DN.

Thứ ba, niêm yết trên thị trường chứng khoán là giải pháp tốt cho nâng cao QTDN và giá trị thị trường của DN. Mối quan hệ ngược giữa CBTT và kết quả kinh doanh ngụ ý rằng các kết quả tài chính bị thổi phồng có thể được thị trường phát hiện và phản ứng phù hợp. Kết quả là giá trị thị trường của DN không bị ảnh hưởng lớn khi thông tin tài chính được công bố. Thị trường chứng khoán có thể là một cơ chế sàng lọc tốt đóng góp cho việc nâng cao kết quả kinh doanh của DN trong dài hạn.

Thứ tư, cần thúc đẩy DN thực hiện việc CB & MBTT theo hướng chuẩn mực và thông lệ quản trị tốt. Đây là công việc hàng ngày của QTDN hiện đại, DN nên chủ động đưa vào nề nếp. Điều này sẽ giúp giải quyết mâu thuẫn lợi ích giữa người sở hữu và người đại diện. Khi CB & MBTT được chủ động thúc đẩy thì tác động đến kết quả kinh doanh sẽ như dự báo của lý thuyết người đại diện.

Mặc dù nghiên cứu này được tiến hành cho các DN niêm yết nhưng kết quả thực nghiệm cung cấp dẫn chứng quan trọng về tác động của CB & MBTT đến kết quả kinh doanh của các công ty đại chúng, cũng như các DN có quy mô vừa và lớn ở VN. Kết quả này đã cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ của CB & MBTT với kết quả kinh doanh, trong đó sử dụng khía cạnh kịp thời và có thể tiếp cận để giải thích mối quan hệ này. Đây cũng là kết quả nghiên cứu thực nghiệm có giá trị tham khảo, đặc biệt là đối với các nền kinh tế chuyển đổi và QTDN đang được triển khai ứng dụng■

Tài liệu tham khảo

- ADB. (2014). *ASEAN corporate governance scorecard: Country reports and assessment 2013–2014*. Truy cập từ <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:3qgx6nD5ax0J:www.adb.org/publications/asean-corporate-governance-scorecard-country-reports-and-assessments-2013-2014+&cd=1&hl=vi&ct=clnk>
- Banerjee, S., & Masulis, R. W. (2013). Ownership, investment and governance: The costs and benefits of dual class shares. *ECGI - Finance Working Paper, No. 352/2013, FIRN Research Paper*. doi: 10.2139/ssrn.2182849
- Banerjee, S., Masulis, R.W. & Pal, S. (2015). Do More Transparency & Disclosure Necessarily Enhance Firm Performance? *Social Science Research Network*. doi: org/10.2139/ssrn.2437021
- Bassen, A., Prigge, S., & Zöllner, C. (2009). Behind broad corporate governance aggregates: a first look at single provisions of the German corporate governance code. *Corporate Ownership & Control*, 6(3), 388-406.
- Bhagat, S., & Black, B. (2002). The non-correlation between board independence and long term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27(2), 231-273.
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257–273.
- Black, B. S., Love, I., & Rachinsky, A. (2006). Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7(4), 361-379.

- Bộ Tài chính. (2012). *Thông tư số 52/2012/TT-BTC hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán*, ban hành ngày 05/4/2012. Truy cập từ <http://thuvienphapluat.vn/van-ban/Chung-khoan/Thong-tu-52-2012-TT-BTC-huong-dan-cong-bo-thong-tin-tren-thi-truong-chung-khoan-137771.aspx>
- Bộ Tài chính. (2012). *Thông tư số 121/2012/TT-BTC của Bộ Tài chính quy định về quản trị công ty áp dụng cho các công ty đại chúng*, ban hành ngày 26/7/2012. Truy cập từ <http://thuvienphapluat.vn/van-ban/Doanh-nghiep/Thong-tu-121-2012-TT-BTC-quy-dinh-quan-tri-cong-ty-ap-dung-cho-cong-ty-dai-chung-145477.aspx>
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2003). Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *Economic Policy Review*, 9(1). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=795547>
- Chính phủ. (2009). Nghị định số 56/2009/NĐ-CP về trợ giúp phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa, ban hành ngày 30/6/2009. Truy cập từ <http://thuvienphapluat.vn/van-ban/Doanh-nghiep/Nghi-dinh-56-2009-ND-CP-tro-giup-phat-trien-doanh-nghiep-nho-vua-90635.aspx>
- Coase, R. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
- Collett, T., & Hraskey, S. (2005). Voluntary disclosure of corporate governance practices by listed Australian companies. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 188-196.
- Edwards, M., & Clough R. (2005). *Corporate governance and performance: An exploration of the connection in a public sector context*. Truy cập từ http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:0-ew1x8euGgJ:www.governanceinstitute.edu.au/magma/media/upload/publication/158_IssuesPaperNo-1_Governance-PerformanceIssues.docx+&cd=1&hl=vi&ct=clnk
- Goetzmann, W. N., Spiegel, M. I., Ukhov, A. (2003). Modeling and measuring Russian corporate governance: The case of Russian preferred common shares (English Version). *Yale ICF Working Paper*, No. 02-06. doi: 10.2139/ssrn.305494
- Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Habib, A. (2008). Corporate transparency, financial development and the allocation of capital. *Abacus*, 44(1), 1-21.
- HNX. (2015). *Báo cáo CBTT và minh bạch cho các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội năm 2015* (Tài liệu lưu hành nội bộ).
- Iatridis, G. (2008). Accounting disclosure and firms' financial attributes: Evidence from the UK stock market. *International Review of Financial Analysis*, 17(2), 219-241.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Lê Quang Cảnh, Lương Thái Bảo & Nguyễn Vũ Hùng. (2015). QTDN với kết quả hoạt động của các DN tư nhân lớn ở VN. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 215, 10-19.
- Nguyen, V. T., Ho, D. B., Le, Q. C., & Nguyen, V. H. (2016). Strategic and transactional costs of corruption: Perspectives from Vietnamese firms. *Crime Laws and Social Change*, doi: 10.1007/s10611-016-9609-7, 1-24
- North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- OECD. (2004). *OECD principles of corporate governance*. Retrieved from <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>
- Patel, S. A. & Dallas, G. S. (2002). *Transparency and disclosure: Overview of methodology and study results-United States*. New York: Standard & Poor's.
- Sharif, S. P. & Lai, M. M. (2015). The effects of corporate disclosure practices on firm performance, risk and dividend policy. *International Journal of Disclosure and Governance*, 12(4), 311-326.
- Stiglbauer, M. (2010). Transparency and disclosure on corporate governance as a key factor of companies' success: a simultaneous equations analysis for Germany. *Problems and Perspectives in Management*, 8(1), 161-173.
- The World Bank (2012). *Tham nhũng từ góc nhìn của người dân, DN và cán bộ, công chức, viên chức*. Hà Nội: NXB Chính trị Quốc gia.
- Tổ chức Tài chính Quốc tế (IFC), Diễn đàn quản trị công ty toàn cầu (GCGF), & Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, VN (SSC). (2012). *Báo cáo thể điểm quản trị công ty 2012*. Truy cập từ http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/171a85004dddad1589ffa97a9d_d66321/Scorecard+2012+-+VN.pdf?MOD=AJPERES
- Trung tâm nghiên cứu phát triển và hỗ trợ cộng đồng (CECODES), Trung tâm bồi dưỡng cán bộ và nghiên cứu khoa học Mặt trận Tổ quốc Việt Nam (VFF-CRT) Chương trình Phát triển Liên Hiệp Quốc tại Việt Nam (UNDP. (2015). Chỉ số hiệu quả quản trị và hành chính công cấp tỉnh ở Việt Nam (PAPI) 2014: Đo lường từ kinh nghiệm thực tiễn của người dân. Truy cập từ http://papi.org.vn/wp-content/uploads/2016/03/PAPI2014_FinalReport_SmallSize_VIE.pdf
- Williamson, O. E. (1985). *The economic institutions of capitalism*. New York: Free Press.
- Zaman, R., Arslan, M. & Siddiqui, M. A. (2015). Corporate governance and firm performance: The role of transparency & disclosure in banking sector of Pakistan. *International Letters of Social and Humanistic Sciences*, 43, 152-166.