

Các nhân tố ảnh hưởng đến việc công bố thông tin tại Việt Nam: Tiếp cận từ mô hình dynamic GMM

Lê Vinh Quang

Trường Đại học Quốc tế Hồng Bàng

TÓM TẮT

Nghiên cứu này tìm hiểu các yếu tố tác động đến mức độ công bố thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam với các nhóm yếu tố đo lường gồm: Nhóm yếu tố đặc điểm công ty, nhóm yếu tố hiệu quả hoạt động, yếu tố loại công ty kiểm toán, nhóm yếu tố về quản trị công ty và chỉ số dự báo kiệt quệ tài chính. Nghiên cứu sử dụng mô hình GMM động để phân tích, đánh giá và đo lường ảnh hưởng của các yếu tố đến mức độ công bố thông tin của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy hầu hết các yếu tố đều có tác động đến mức độ công bố thông tin. Mức công bố thông tin cao nhất đạt được là 106/118 điểm, tương ứng 89.83%. Bên cạnh đó, nghiên cứu này cũng cho thấy mức độ công bố thông tin cũng có tương quan cùng chiều với mức độ công bố thông tin trong quá khứ.

Từ khóa: mức độ công bố thông tin, VN-100, các yếu tố ảnh hưởng

1. ĐẶT VẤN ĐỀ

Thế giới hiện đang trải qua thời đại cách mạng công nghiệp 4.0, ghi nhận những thay đổi mạnh mẽ về công nghệ nhằm tạo ra cuộc sống chất lượng hơn. Một trong những bước tiến nổi bật trong thời đại công nghệ này là sự phát triển của các kênh và công cụ tiếp cận, thu thập thông tin. Người dùng có nhu cầu tìm kiếm thông tin hiện có khả năng truy cập từ nhiều nguồn khác nhau, có thể là chính thống hay phi chính thống, đã được xác thực hoặc chưa được xác thực, Những vấn đề này tạo ra không ít thách thức, đặc biệt đối với các nhà đầu tư (NĐT) trên thị trường chứng khoán (TTCK). Các NĐT đưa ra quyết định đầu tư dựa trên những thông tin mà họ thu thập được. Do đó, bất kỳ sự sai lệch cố ý hoặc việc công bố có sự chọn lọc từ phía doanh nghiệp (DN) đều có thể dẫn đến quyết định sai lầm của các NĐT. Chính vì lý do này, để bảo vệ quyền lợi của NĐT và hạn chế tình trạng bất cân xứng thông tin, DN niêm yết cần công bố thông tin (CBTT) một cách rõ ràng, minh bạch và nhiều hơn so với yêu cầu của luật pháp hiện hành.

Hiện nay, tại Việt Nam, hệ thống CBTT của các DN niêm yết có thể được thu thập thông qua nhiều loại báo cáo bắt buộc, bao gồm báo cáo về tình hình quản trị công ty (BCQT), báo cáo thường niên (BCTN), báo cáo tài chính đã được kiểm toán

(BCTC), cùng với sự xuất hiện gần đây của báo cáo phát triển bền vững. Những báo cáo này cung cấp những thông tin cần thiết, hỗ trợ các NĐT trong việc ra quyết định.

CBTT là một yếu tố cần thiết cho các NĐT khi họ đưa ra những quyết định quan trọng trên TTCK [1]. Sự tương tác giữa lợi ích và chi phí liên quan đến việc CBTT có thể dẫn đến việc tiết lộ thông tin một phần hoặc không tiết lộ. Trong số các tài liệu công khai, BCTN được coi là nguồn thông tin phổ biến và tổng quát nhất về các công ty niêm yết [1]. Tuy nhiên, BCTN chưa đáp ứng được đầy đủ nhu cầu thông tin của các bên liên quan, bên cạnh BCTN, BCTC kết hợp với việc CBTT hiệu quả có thể giảm thiểu đáng kể tính bất cân xứng thông tin giữa các nhà quản trị DN và NĐT [2].

Ngoài các NĐT quan tâm đến CBTT của DN, có những bên liên quan khác cũng rất quan tâm đến vấn đề này như Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Sở Giao dịch Chứng khoán, công ty chứng khoán, các ngân hàng, công ty tài chính. Thông qua CBTT của DN mà các bên liên quan có thể đưa ra những nhận định, đánh giá của riêng mình về hoạt động của DN đó. Trên thế giới và tại Việt Nam, nhiều học giả đã tiến hành nghiên cứu, khám phá và đo lường các yếu tố ảnh hưởng đến mức độ CBTT của các công ty

Tác giả liên hệ: ThS. Lê Vinh Quang

Email: vincentle82@gmail.com

niêm yết trên TTCK. Lịch sử nghiên cứu về CBTT bắt đầu từ thập kỷ 60 và 70 của thế kỷ XX [3]. Sau đó, các nghiên cứu tiếp theo đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm về các yếu tố ảnh hưởng đến mức độ CBTT bao gồm các đặc điểm của DN như quy mô, thời gian niêm yết, đòn bẩy tài chính và quyền sở hữu quản lý. Những yếu tố này đã góp phần làm tăng sự CBTT mang tính tự nguyện.

2. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

2.1. Khái niệm và vai trò của CBTT

CBTT là việc trình bày các thông tin nội bộ của một DN cho các bên liên quan bên ngoài [3], các NĐT cần được truyền đạt thông tin về hiệu quả hoạt động, hiệu quả quản trị, cũng như các vấn đề phát sinh trong quá trình hoạt động để có thể phân tích hiệu quả và đánh giá tình hình hoạt động của DN đó. CBTT là một khái niệm trừu tượng [4], không thể tiến hành đo lường một cách trực tiếp về cả về mức độ lẫn chất lượng của thông tin [5]. Có nhiều hình thức khác nhau trong việc CBTT [4] bao gồm BCTC, BCTN, BCQT, website, và các loại báo cáo khác tùy theo quy định của từng quốc gia. Trong đó, BCTC thường được sử dụng trong hầu hết các nghiên cứu vì phải tuân thủ các quy chuẩn, quy tắc nhất định và thường theo định dạng cụ thể. Nhiều nghiên cứu gần đây cũng sử dụng BCTN như một công cụ đo lường mức độ CBTT. Với sự khác biệt giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách, những thông tin trên các báo cáo chưa thể giải quyết được nhu cầu của các bên liên quan trong việc sử dụng thông tin nhằm tiến hành các đánh giá hay phân tích, chính vì vậy, CBTT là rất quan trọng đối với thị trường vốn hoạt động hiệu quả [1].

CBTT là yếu tố quan trọng trong việc giảm tính bất cân xứng thông tin giữa công ty và các bên liên quan [1]. Các nghiên cứu đều cho thấy việc CBTT tạo ra giá trị cho các cổ đông, các công ty tuân thủ quy định liên quan đến việc CBTT đều có giá cổ phiếu cao hơn trong vòng một năm [1]. Ngoài ra, việc CBTT còn tạo ra giá trị [4]. Bên cạnh đó, CBTT nhiều hơn cũng làm giảm chi phí sử dụng vốn qua đó làm tăng giá trị cho cổ đông [5]. DN công bố nhiều hơn sẽ thu hút nhiều hơn sự chú ý của các NĐT dẫn đến biến động về giá cổ phiếu của công ty sẽ ít bị ảnh hưởng bởi thị trường, do đó rủi ro về mặt hệ thống giảm đi và do đó, chi phí sử dụng vốn cũng giảm tương ứng [4].

2.2. Phân loại CBTT

CBTT bắt buộc được quy định bởi luật pháp của các nước cũng như từ các thị trường, bao gồm thị trường vốn và TTCK. Các DN cần công bố đầy đủ những thông tin này để đáp ứng nhu cầu cơ bản của người cần sử dụng thông tin [1]. Chưa có lý thuyết thống nhất về CBTT bắt buộc [2], tuy nhiên, các tác giả nhận định rằng khi công ty công bố những thông tin về tình hình tài chính của mình và của công ty khác, điều này sẽ tạo ra các yếu tố ngoại sinh, từ đó ảnh hưởng đến quyết định của các công ty khác. Một trong những lý do dẫn đến việc các quốc gia quy định về CBTT bắt buộc là nhằm bảo vệ an toàn và lợi ích của các NĐT ban đầu [1].

Thực tiễn cho thấy CBTT bắt buộc không thể đáp ứng đầy đủ nhu cầu của các NĐT, do đó, công ty cần cung cấp thêm thông tin về kết quả hoạt động của mình [4]. Tương tự như CBTT bắt buộc, lý thuyết về CBTT tự nguyện vẫn chưa có sự thống nhất [1]. CBTT tự nguyện được hiểu là việc CBTT vượt mức yêu cầu, tùy thuộc vào quyết định của ban điều hành công ty khi muốn cung cấp thêm thông tin [5]. Thông tin bổ sung không bị ràng buộc bởi luật pháp, nhưng phản ánh hành vi ra quyết định của các nhà quản trị DN [1], việc CBTT bổ sung nhằm mục tiêu thiết lập mối quan hệ với các NĐT tiềm năng và thúc đẩy sự lưu thông của thị trường vốn hay TTCK. Động cơ chính của việc CBTT tự nguyện được coi là làm giảm thiểu tính bất cân xứng thông tin trên thị trường vốn và TTCK, đồng thời làm giảm chi phí sử dụng các nguồn tài trợ [1].

2.3. Lý thuyết nền tảng

Hầu hết các lý thuyết nền tảng cho việc xây dựng mô hình nghiên cứu, đo lường các yếu tố ảnh hưởng đến mức độ CBTT thường sử dụng những lý thuyết sau: Lý thuyết đại diện (agency theory), lý thuyết tín hiệu (signalling theory) và lý thuyết thông tin bất cân xứng (asymmetric information theory) [3].

2.3.1. Lý thuyết đại diện

Lý thuyết này giải thích sự xung đột về mặt lợi ích giữa bên ủy nhiệm (the principal) và bên được ủy nhiệm (the agent) [6]. Bên được ủy nhiệm là bên sử dụng quyền điều hành, quản lý của mình để thực hiện những công việc phục vụ lợi ích của bản thân mà không làm tối đa hóa lợi nhuận của bên ủy nhiệm. Từ sự khác biệt giữa các bên trong lý thuyết đại diện, xuất hiện chi phí đại diện nhằm điều hòa

mối quan hệ một cách cân bằng và hiệu quả, chi phí này được phân thành ba loại là chi phí giám sát, chi phí ràng buộc và chi phí cơ hội [6].

2.3.2. Lý thuyết tín hiệu

Lý thuyết này lần đầu tiên được trình bày trong nghiên cứu về thị trường lao động [7]. Theo lý thuyết này, người lao động phải phát tín hiệu về năng lực và thông tin cá nhân của họ nhằm thu hút sự chú ý từ các nhà tuyển dụng. Trong bối cảnh CBTT, điều này hàm ý rằng bên nắm giữ thông tin cần chủ động CBTT mà họ sở hữu để phục vụ cho các bên có nhu cầu. Lý thuyết tín hiệu nhấn mạnh sự bất cân xứng thông tin giữa các NĐT và công ty, điều này có thể dẫn đến những quyết định bất lợi cho cả hai bên [8].

2.3.3. Lý thuyết thông tin bất cân xứng

Sự tồn tại của sự bất cân xứng thông tin có ảnh hưởng sâu sắc đến nhiều quyết định của DN [9]. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, khi đối mặt với bất cân xứng thông tin, DN sẽ ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ bằng nợ trước khi lựa chọn vốn chủ sở hữu. Các công ty không CBTT một cách minh bạch sẽ có chi phí sử dụng vốn cao hơn [4], hàm ý rằng sự thiếu sót trong thông tin làm giảm giá trị DN, bởi vì các NĐT có thể yêu cầu tỉ suất sinh lợi cao hơn do rủi ro gia tăng khi thông tin không đầy đủ hoặc không đáng tin cậy.

2.3.4. Lược khảo các nghiên cứu trước đây

Tại Libya, dựa trên dữ liệu của 211 BCTN của 45 công ty niêm yết trên TTCK Libya giai đoạn 2006 - 2010 [10], tác giả kết luận rằng quy mô công ty, ngành kinh doanh, lợi nhuận, độ tuổi, công ty kiểm toán có mối tương quan tích cực với mức độ CBTT, ngược lại quy mô Hội đồng quản trị (HĐQT) và cấu trúc HĐQT lại cho mối tương quan nghịch biến.

Thành viên nữ trong HĐQT có tương quan đồng biến với mức độ CBTT tự nguyện, sự kiêm nhiệm của CEO và Chủ tịch HĐQT tương quan ngược chiều, trong khi quy mô và độ tuổi của các thành viên HĐQT không có tương quan [5]. Các tác giả thực hiện nghiên cứu từ 258 công ty và 575 báo cáo giai đoạn 2011 - 2014 trên TTCK Brazil.

Nghiên cứu tại TTCK Ấn Độ giai đoạn 2015 - 2019 [11], các tác giả đo lường ảnh hưởng của nhóm nhân tố về hiệu quả tài chính và hiệu quả xã hội của các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính phi

ngân hàng và các tổ chức tài chính vi mô đến mức độ CBTT. Nghiên cứu này sử dụng bộ chỉ số không trọng số để đo lường mức độ CBTT mang tính tự nguyện. Kết quả từ nghiên cứu cho thấy nhóm nhân tố hiệu quả tài chính có tương quan cùng chiều với mức độ CBTT mang tính tự nguyện trong khi nhóm nhân tố hiệu quả xã hội thì không có tương quan. Hàm ý của nghiên cứu này cho rằng các doanh nghiệp có sự bền vững về tài chính sẽ cung cấp nhiều thông tin hơn, trong khi các doanh nghiệp hiệu quả về xã hội lại không.

Tại Việt Nam, Nguyễn Lê Văn Thanh [12] nghiên cứu trên TTCK Việt Nam với 140 công ty thuộc ngành hàng tiêu dùng có BCTN năm 2018, xây dựng mô hình hồi quy với 10 nhân tố độc lập gồm quy mô của công ty, khả năng thanh toán, số năm niêm yết, khả năng sinh lời, tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn, đòn bẩy, tỷ lệ sở hữu bởi nước ngoài, công ty kiểm toán, tài sản và thành viên HĐQT không điều hành. Danh mục đo lường gồm 100 điểm thông tin, kết quả nghiên cứu các yếu tố có mối tương quan đồng biến mang ý nghĩa thống kê gồm có số năm niêm yết, đòn bẩy, khả năng sinh lời, tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn và tài sản, các nhân tố còn lại không có tương quan. Điểm hạn chế của nghiên cứu này nằm ở chỗ chỉ tập trung vào các công ty ngành hàng tiêu dùng.

Huỳnh Thị Cẩm Thơ, Trần Kiều Nga và cộng sự [13] đã mở rộng nghiên cứu của Nguyễn Lê Văn Thanh [12] bằng cách tập trung vào các công ty niêm yết trong ngành bất động sản. Dữ liệu được thu thập từ BCTC của 56 công ty bất động sản trong giai đoạn 2014 - 2018. Áp dụng phương pháp hồi quy sử dụng mô hình OLS, nghiên cứu kết luận rằng các yếu tố như quy mô HĐQT, quy mô công ty, tỷ lệ thành viên HĐQT không điều hành, đòn bẩy tài chính, khả năng thanh toán và thời gian niêm yết đều có ảnh hưởng đến mức độ CBTT.

Lê Thị Hồng Duyên [14] đã nghiên cứu mức độ ảnh hưởng của các yếu tố đến mức độ CBTT các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam. Dữ liệu được chọn ngẫu nhiên từ 754 công ty có BCTN trong giai đoạn 2019 - 2021. Mô hình nghiên cứu bao gồm 12 yếu tố và một danh mục đo lường với 63 điểm thông tin. Kết quả cho thấy rằng quy mô công ty (đo lường bằng tổng tài sản) và tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập có mối tương quan tích cực với mức độ CBTT. Trong khi đó, các biến khác như quy mô công ty (đo lường bằng doanh thu thuần), mức

độ phức tạp của công ty, tuổi của công ty, ngành nghề, quy mô HĐQT, số lượng thành viên nữ trong HĐQT, công ty kiểm toán, ROA, ROE và khả năng thanh toán không cho thấy mối liên hệ đáng kể.

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Nghiên cứu sử dụng phương pháp hỗn hợp định tính và định lượng. Nghiên cứu định tính thông qua việc xây dựng danh mục đo lường mức độ CBTT. Nghiên cứu định lượng sử dụng phương pháp thu thập dữ liệu thứ cấp từ các nguồn có uy tín, đáng tin cậy và thực hiện phân tích hồi quy để tìm ra mức độ tương quan giữa các biến trong mô hình.

Phần chính của mô hình là danh mục đo lường mức độ CBTT, các nghiên cứu về việc lượng hóa mức độ CBTT đã có từ lâu [5], tuy vậy, thực tế chưa có sự đồng nhất trong danh mục đo lường mức độ CBTT về tiêu chuẩn hay số lượng chỉ mục cần công bố [1]. Kế thừa từ những nghiên cứu trước đây, kết hợp cùng Bộ tiêu chí chấm điểm BCTN và BCQT hàng năm do HoSE công bố và Bộ tiêu chí giải thưởng IR Awards 2024, nghiên cứu xây dựng danh mục đo lường cuối cùng với 118 điểm thông tin bao gồm cả bắt buộc và tự nguyện cần công bố.

Phương pháp đo lường là phương pháp chấm điểm không trọng số trên cơ sở đối chiếu với các mục thông tin được công bố từ bốn loại báo cáo chính gồm BCTN, BCTC, BCQT và báo cáo thay đổi vốn chủ sở hữu của 74 DN niêm yết trên TTCK Việt Nam trong danh mục VN100 sau khi loại trừ nhóm các công ty tài chính, ngân hàng, bảo hiểm. Mỗi dòng thông tin được công bố sẽ được tính 1 điểm, dòng không được công bố sẽ là 0 điểm. Trong nghiên cứu thực nghiệm kết quả giữa hai phương pháp đo lường có trọng số và không có trọng số không có sự khác biệt [15], do đó, tác giả sử dụng phương pháp không trọng số nhằm tăng tính khách quan cho nghiên cứu.

Công thức xác định mức độ CBTT như sau:

$$IDL_{i,j} = \frac{\sum_{k=1}^{n_{i,j}} d_{k,i,j}}{n_{i,j}}$$

Trong đó: (i) k là thứ tự của mục thông tin trong bảng đo lường mức độ CBTT; (ii) $IDL_{i,j}$ là mức độ CBTT (information disclosure level) của công ty i tại năm j, với i thuộc danh mục VN100 (74 công ty) và j trong khoảng [2019; 2023]; (iii) $n_{i,j}$ là số lượng thông tin mà công ty i có thể công bố tại năm j, với n 118; và (iv) $d_{i,j} = 1$ nếu mục thông tin thứ k của công

ty i được công bố tại năm j và $d_{i,j} = 0$ nếu không được công bố.

3.1. Nhóm yếu tố đặc điểm công ty

Lý thuyết đại diện [6] xác định rằng việc CBTT sẽ làm giảm chi phí ủy nhiệm. Trên thế giới cũng như tại Việt Nam đã có nhiều nghiên cứu chứng minh rằng quy mô của công ty có ảnh hưởng đến mức độ CBTT [2, 5]. Mức độ CBTT bị ảnh hưởng bởi nhân tố quy mô vì các công ty nhỏ thường che giấu thông tin quan trọng do áp lực cạnh tranh và chi phí tiết lộ thông tin cao hơn những công ty lớn [2]. Bên cạnh đó, các công ty lớn thường là những công ty niêm yết lâu năm, nên sẽ CBTT nhiều hơn vì công ty mới niêm yết sẽ chịu áp lực cạnh tranh nhiều hơn, chi phí cho việc tiết lộ thông tin này cũng cao hơn và quan trọng hơn hết là thiếu những thông tin quan trọng mang tính thu hút làm điểm nhấn để công bố [4]. Trên cơ sở kế thừa các nghiên cứu trước đây, nghiên cứu này cũng đưa đặc điểm doanh nghiệp là biến kiểm soát chính của mô hình nghiên cứu giả thuyết 1: Công ty niêm yết càng lâu năm và có quy mô càng lớn càng công bố nhiều thông tin hơn (H1).

3.2. Nhóm yếu tố hiệu quả hoạt động

Theo lý thuyết tín hiệu [7], mọi sự biến động trong hoạt động của công ty được xem là sự phát tín hiệu về kết quả hoạt động trong năm của công ty. Trong đó, những yếu tố quan trọng để đánh giá hiệu quả hoạt động của một DN là việc hoàn thành kế hoạch doanh thu, tốc độ tăng trưởng và kết quả hoạt động [1, 16]. Các yếu tố này là điểm nhấn thu hút các NGĐT tiềm năng, thể hiện việc DN đang hoạt động tốt và tận dụng được tối đa nguồn lực và tạo ra sự tăng trưởng. Trên cơ sở đó, nghiên cứu này đưa các yếu tố hiệu quả hoạt động là biến độc lập chính để xem xét ảnh hưởng đến mức độ CBTT. Giả thuyết 2 mức độ CBTT sẽ nhiều hơn khi DN hoạt động hiệu quả hơn (H2).

3.3. Yếu tố công ty kiểm toán

Nhiều nghiên cứu cả trên thế giới và tại Việt Nam đã đưa ra các kết quả trái ngược nhau về ảnh hưởng của công ty kiểm toán lớn và uy tín đến mức độ CBTT của công ty. Trong khi, một số nghiên cứu cho thấy sự ảnh hưởng này là rõ ràng ở một số thời điểm, thì ở những thời điểm khác lại không. Đây là một trong những biến kiểm soát chính trong mô hình đo lường mức độ CBTT của nhiều nghiên cứu trước đây [1, 2, 5, 8]. Biến này là biến giả, có giá trị

là 1 khi công ty niêm yết được kiểm toán bởi một trong bốn công ty kiểm toán hàng đầu thế giới: PwC, E&Y, Deloitte và KPMG. Giả thuyết 3 công ty kiểm toán có tương quan cùng chiều đến mức độ CBTT (H3).

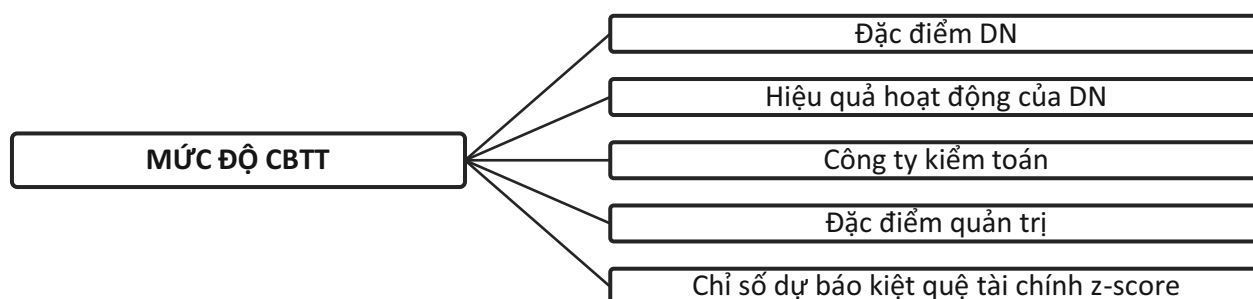
3.4. Nhóm yếu tố đặc điểm quản trị

Theo lý thuyết đại diện [6], sự hiện diện của các thành viên độc lập trong HĐQT có thể nâng cao hiệu quả của công tác giám sát và quản lý. Các thành viên độc lập, với vai trò ít can thiệp vào hoạt động kinh doanh, thường có cái nhìn khách quan hơn về hiệu quả hoạt động của công ty [5]. Hơn nữa, các thành viên nữ trong HĐQT thường có xu hướng CBTT nhiều hơn, do phụ nữ thường cẩn trọng hơn trong việc đưa ra quyết định và có xu hướng ít che giấu thông tin so với nam giới [1, 17]. Ngoài ra, nhiều nghiên cứu cũng chỉ ra rằng phụ nữ thường thiếu tự tin hơn nam giới trong việc lập kế hoạch, nghĩa là họ sẽ lập kế hoạch một cách cẩn trọng hơn so với nam giới [5, 17]. Tài chính hành vi nghiên cứu về đặc điểm của CEO đã có phát hiện rằng các CEO quá tự tin thường có xu hướng lập kế hoạch vượt mức tiềm lực nội tại mà DN đang có [16], hay nói cách khác các CEO thường sẽ kỳ vọng vào một mức tăng trưởng cao

hơn vì lý do áp lực từ sự ủy nhiệm theo lý thuyết đại diện [6]. Và khi gắn kết việc lập kế hoạch với sự quá tự tin đến vấn đề CBTT, có thể dẫn đến việc CBTT ít hơn nhằm che dấu đi điểm yếu là không hoàn thành kế hoạch [16, 17]. Giả thuyết 4 mức độ CBTT sẽ nhiều hơn khi tỷ lệ thành viên độc lập trong HĐQT và số lượng thành viên nữ trong HĐQT cao hơn và công bố ít đi khi có bằng chứng về mức độ tự tin của HĐQT (H4). Giả thuyết nghiên cứu này trong các nghiên cứu trước đây thường được xem xét độc lập, tác giả cho rằng cần thiết phải gộp chung vào để xem xét trong tương quan chung giữa các biến.

3.5. Yếu tố dự báo kiệt quệ tài chính

Chỉ số kiệt quệ tài chính z-score [18], nhằm mục đích dự đoán khả năng phá sản hoặc vỡ nợ của một công ty trong vòng hai năm. Một số nghiên cứu cũng chỉ ra rằng chỉ số z-score có thể giúp phát hiện gian lận trong BCTC [18]. Dựa trên lý thuyết về sự bất cân xứng thông tin, có khả năng công ty sẽ không công khai các thông tin quan trọng đến công chúng và các bên liên quan. Giả thuyết 5 công ty có nguy cơ phá sản theo chỉ số z-score sẽ có xu hướng CBTT ít hơn (H5). Giả thuyết này thường ít được chú ý trong các nghiên cứu trước đây.



Hình 1. Khung nghiên cứu tổng quát

Mô hình nghiên cứu tổng quát:

$$IDL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FS_{i,t} + \beta_2 LY_{i,t} + \beta_3 SPC_{i,t} + \beta_4 SGR_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 ROS_{i,t} + \beta_8 AF_{i,t} + \beta_9 IB_{i,t} + \beta_{10} FB_{i,t} + \beta_{11} BO_{i,t} + \beta_{12} AZ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Bảng 1. Bảng giải thích ý nghĩa các ký hiệu trong mô hình nghiên cứu

Ký hiệu	Giải thích ý nghĩa
i	Đại diện cho yếu tố đơn vị quan sát - công ty với đại diện là mã chứng khoán.
t	Đại diện cho yếu tố thời gian quan sát từ năm 2019 đến năm 2023.
β_0	Hệ số chặn của mô hình.
$\beta_1 \rightarrow \beta_{14}$	Hệ số hồi quy của các biến độc lập trong mô hình.
ε	Sai số ngẫu nhiên của mô hình.
IDL	Mức độ công bố thông tin (information disclosure level).

Ký hiệu	Giải thích ý nghĩa
FS	Quy mô công ty (firm size).
LY	Số năm niêm yết.
SPC	Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch doanh thu.
SGR	Tốc độ tăng trưởng doanh thu.
ROE	Tỷ suất sinh lợi trên vốn (return on equity).
ROA	Tỷ suất sinh lợi trên tài sản (return on total asset).
ROS	Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu (return on sales).
AF	Công ty kiểm toán, đại diện cho hai nhóm kiểm toán Big4 và ngoài Big4 (audit firm).
IB	Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập.
FB	Số lượng thành viên HĐQT là nữ giới.
BO	Mức độ tự tin của HĐQT.
AZ	Chỉ số dự báo kiệt quệ tài chính z-score [18].

Trong đó, phương pháp đo lường của các biến được mô tả như sau:

Bảng 2. Bảng tổng hợp phương pháp đo lường và cơ sở nghiên cứu

Biến độc lập	Ký hiệu	Phương pháp đo lường	Cơ sở nghiên cứu
Quy mô công ty	FS	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	[2, 5]
Số năm niêm yết	LY	= Năm quan sát - Năm niêm yết	[1, 2]
Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch doanh thu	SPC	= Doanh thu thuần thực hiện tại năm quan sát/Doanh thu thuần kế hoạch cùng năm	[16, 17]
Tốc độ tăng trưởng doanh thu	SGR	= (Doanh thu thuần thực hiện năm quan sát - Doanh thu thuần thực hiện năm trước liền kề)/Doanh thu thuần thực hiện năm trước liền kề	[16, 17]
Hiệu quả hoạt động	ROA	= Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	[1, 2]
	ROE	= Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu	
	ROS	= Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần	
Công ty kiểm toán	AF	Biến giả, = 1 nếu được kiểm toán bởi Big4 và = 0 nếu không	[3]
Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập	IB	= Số lượng thành viên HĐQT độc lập/Quy mô HĐQT	[17]
Số lượng thành viên nữ trong HĐQT	FB	Tổng số lượng thành viên nữ giới trong HĐQT	[5]
Mức độ tự tin của HĐQT	BO	Biến giả, = 1 nếu tỷ lệ hoàn thành kế hoạch doanh thu < 80% và = 0 nếu ngược lại	[16, 17]
Chỉ số kiệt quệ tài chính z-score	AZ	Đo lường bằng mô hình [18] của công ty đại chúng. Biến giả, = 1 khi công ty nằm trong vùng nguy hiểm, = 0 khi công ty nằm trong vùng cảnh báo và = -1 khi công ty nằm trong vùng an toàn	[18]
Mức độ CBTT	IDL	Đo lường bằng danh mục 118 điểm thông tin cần công bố	[2, 5]

Mô hình z-score sử dụng trong đề tài này là mô hình đo lường mức độ kiệt quệ tài chính phát triển dựa trên nghiên cứu trước đây nhằm dự báo đúng cho hầu hết các ngành, các công ty đại chúng [18].

Công thức này như sau:

$$z\text{-score} = 3.25 + 6.56X_1 - 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4$$

Chỉ số z-score có thể sử dụng để đánh giá mức độ

an toàn tài chính của một DN với ba ngưỡng chính: (i) Khi z-score vượt quá 5.85, DN được coi là đang trong tình trạng an toàn, không có nguy cơ phá sản; (ii) Nếu z-score nằm trong khoảng từ 4.35 đến 5.85, DN đang ở vùng cảnh báo và có thể đối mặt với rủi ro phá sản và (iii) Trong trường hợp z-score 4.35, DN được xem là đang trong vùng nguy hiểm, với nguy cơ phá sản rất cao.

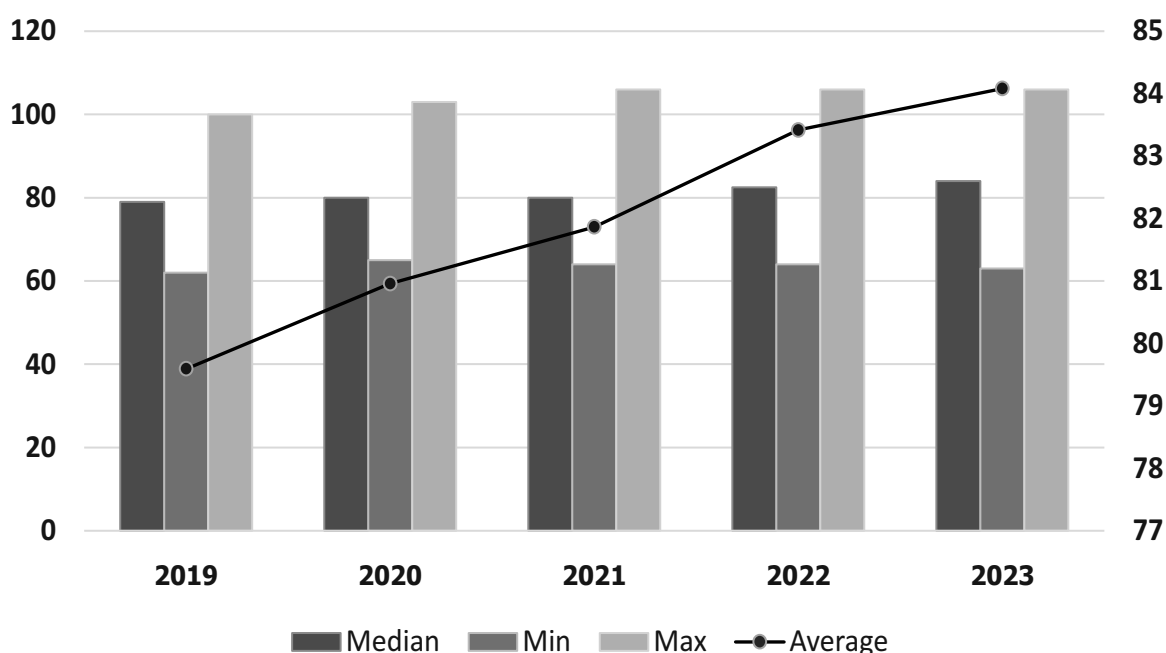
4. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

4.1. Kết quả đo lường mức độ CBTT

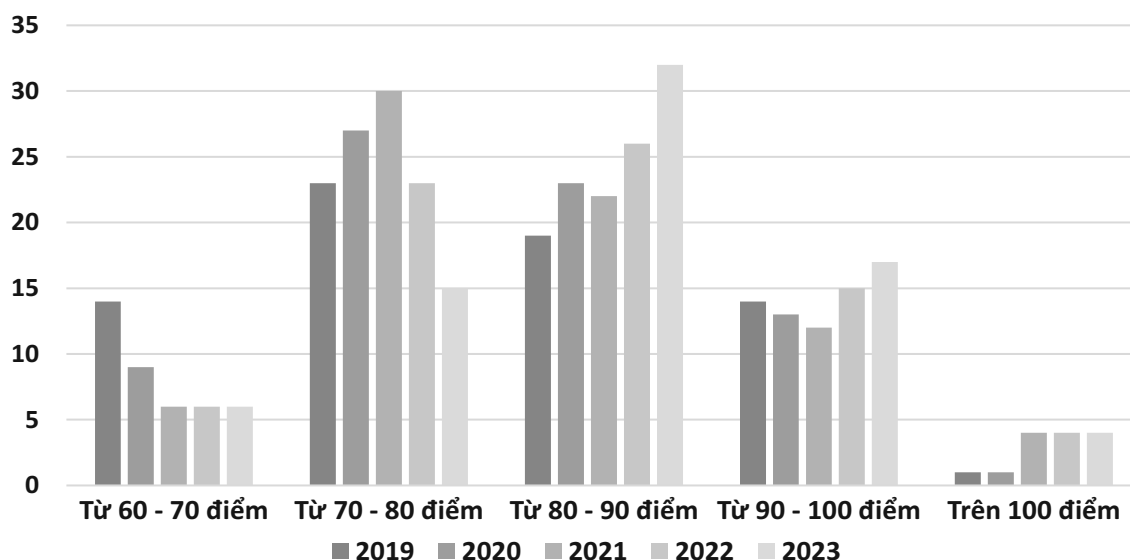
Tính đến hết ngày 31/12/2023, Việt Nam có 698 công ty niêm yết trên hai sàn HNX và HoSE. Các công ty này, cùng với các công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ, hợp lại để tạo thành chỉ số VN-Index hay VN Allshare. Theo đó, HoSE đã xây dựng chỉ số VN100, dựa trên thông lệ quốc tế và tiêu chí FTSE 100. Chỉ số VN100 bao gồm hai nhóm cổ phiếu là VN30 và VN Midcap, tổng hợp từ 100 mã cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn nhất, có tính thanh khoản và tỷ lệ tự do chuyển nhượng cao, giúp phản ánh chính xác hơn về diễn biến của thị trường và đại diện cho 100 DN lớn nhất Việt Nam. Danh mục chỉ số VN100 được chọn làm mẫu nghiên cứu, vì nhóm này đại diện cho các cổ phiếu có mức vốn hóa chiếm đến 90% thị trường và giá trị giao dịch tại một số thời điểm đạt tới 80%. Tuy nhiên, do sự khác biệt trong cấu trúc vốn và cách vận hành, các

công ty thuộc nhóm tài chính như ngân hàng, công ty tài chính, và công ty bảo hiểm đã bị loại khỏi mẫu dữ liệu. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập trong giai đoạn 5 năm (2019 - 2023), tạo ra tổng cộng 370 mẫu quan sát. Công thức xác định kích thước mẫu cho hồi quy đa biến là $n \geq 8m + 50$ [15], trong đó, n là số lượng quan sát và m là số lượng biến. Như vậy, với kích thước mẫu dự kiến, nghiên cứu đảm bảo đủ điều kiện để thực hiện ước lượng hồi quy.

Từ Hình 2, mức độ CBTT qua các năm có xu hướng tăng dần, điều này chứng minh rằng các DN đã nhận ra tầm quan trọng của việc CBTT đến các bên liên quan nhằm phục vụ cho nhiều mục đích khác nhau của các nhà quản trị. Giá trị trung bình tăng từ 79.59 vào năm 2019 và đạt mức cao nhất vào năm 2023 với 84.08. Mức độ CBTT thấp nhất và cao nhất cũng biến động theo thời gian, nhưng không có tính liên tục qua các năm. Cụ thể, mức thấp nhất tăng dần rồi giảm, đạt 63 điểm vào năm 2023 (năm 2019 là 62 điểm, năm 2020 là 65 điểm, năm 2021 và 2022 là 64 điểm). Trong khi đó, mức CBTT cao nhất tăng từ 100 điểm vào năm 2019 đạt đỉnh 106 điểm vào năm 2021 và duy trì trong hai năm tiếp theo (2022, 2023). Từ Hình 3, có thể thấy rằng đa số DN CBTT nằm trong phổ điểm từ 70 - 80 điểm và 80 - 90 điểm. Phổ điểm 60 - 70 điểm giảm dần khi các DN có xu hướng CBTT nhiều hơn. Trong khi phổ điểm trên 100 điểm vẫn còn hạn chế với 4 DN.



Hình 2. Đồ thị biểu diễn sự thay đổi của mức độ CBTT giai đoạn 2019 - 2023



Hình 3. Đồ thị biểu diễn số lượng công ty theo phổ điểm CBTT giai đoạn 2019 - 2023

4.2. Mô tả thống kê

Theo Bảng 3, mức độ CBTT trung bình của các DN trong mẫu dữ liệu nghiên cứu đạt 82 điểm trên tổng số 118 điểm, tương đương với 69.5%. Điểm thấp nhất đo lường được là 62 điểm, chiếm 52.54% trên tổng điểm CBTT có thể đạt được, trong khi điểm cao nhất là 106 điểm, tương đương với 89.83%. Kết quả này cho thấy mức độ CBTT của các DN khá tương đồng với các nghiên cứu trước đó [1, 2, 5]. Trong đó, DN CBTT thấp nhất là GVR trong năm 2019, và cao nhất là PAN trong các năm 2021, 2022, 2023.

Quy mô công ty trung bình trong mẫu nghiên cứu đạt 30.38, độ lệch chuẩn của quy mô công ty là 1.1319, cho thấy sự chênh lệch về quy mô giữa các công ty trong danh mục VN100 không lớn, thể hiện mức độ tương đồng tương đối về quy mô tài sản và hoạt động của các. Số năm niêm yết trung bình của các công ty trong mẫu nghiên cứu là 9.17 năm, với giá trị cao nhất thuộc về REE, đạt 23 năm vào năm 2023. Trong khi đó, DN non trẻ nhất trong danh mục VN100 là DXS, mới gia nhập danh mục vào năm 2021.

Trong mẫu nghiên cứu, 73.5% các công ty thuộc danh mục VN100 được kiểm toán bởi các công ty thuộc nhóm Big4. Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch doanh thu trung bình trong mẫu đạt 92.19%. Mức hoàn thành thấp nhất thuộc về KBC vào năm 2022 với chỉ 9.7%. Trong khi đó, TCH vượt kế hoạch đề ra với tỷ lệ 179.69% vào năm 2019. Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình đạt 20.04%, với mức suy giảm lớn nhất là 77.62% thuộc về KBC vào năm 2022, trong khi VPI đạt mức tăng trưởng doanh thu

cao nhất với 1,083.77% vào năm 2019. Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập trung bình trong mẫu nghiên cứu đạt 27.31%, với số lượng thành viên độc lập cao nhất ghi nhận được là 6/9 thành viên, thuộc về CMC vào năm 2020. Về số lượng thành viên HĐQT là nữ giới, trung bình mỗi công ty có 1.25 thành viên nữ, trong đó số lượng thành viên nữ cao nhất là 5/9 thành viên, ghi nhận tại PNJ. Những con số này cho thấy mức độ tham gia của thành viên độc lập và nữ giới trong HĐQT có sự khác biệt đáng kể giữa các DN. Đặc biệt, một số công ty như CMC và PNJ đã thể hiện sự đa dạng trong cơ cấu thành viên HĐQT, điều này có thể góp phần cải thiện quản trị công ty và tăng cường tính minh bạch. Tỷ lệ bình quân các công ty trong mẫu có HĐQT thể hiện sự tự tin quá mức đạt 24.86%. Điều này cho thấy gần một phần tư các công ty trong mẫu có HĐQT có xu hướng đưa ra các quyết định đầu tư và điều hành với mức độ tự tin cao, có thể dẫn đến việc chấp nhận rủi ro lớn hơn trong hoạt động quản lý. Bộ ba chỉ số ROE, ROA, ROS có giá trị trung bình lần lượt là 13.51%, 7.24%, và 15.46%. Trong đó, các giá trị thấp nhất đều thuộc về HAG với ROE -23.77% và ROA -6.4% vào năm 2020, cùng với ROS thấp nhất là -91.96% vào năm 2019. Ngược lại, các chỉ số cao nhất phản ánh sự thành công vượt trội của một số DN trong giai đoạn nghiên cứu. ROE cao nhất ghi nhận được là 55.72%, thuộc về DGC vào năm 2022. ROA cao nhất đạt 46.79% của SCS vào năm 2019, và ROS cao nhất là 165.9% thuộc về KBC vào năm 2022. Trong mẫu nghiên cứu, điểm z-score thấp nhất được ghi nhận là 2.09 vào năm 2020, điểm thuộc về HAG. Ngược lại, điểm z-score cao nhất là 26.59 điểm năm 2020 của BMP.

Bảng 3. Bảng mô tả thống kê các biến

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Mức độ CBTT	366	82.0055	9.6605	62	106
Quy mô công ty	366	30.3784	1.1319	27.7017	34.1348
Số năm niêm yết	366	9.1731	5.0158	0	23
Công ty kiểm toán	366	0.7350	0.4420	0	1
Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch doanh thu	366	0.9219	0.2503	0.0970	1.7969
Tốc độ tăng trưởng doanh thu	366	0.2004	0.8518	-0.7762	10.8377
Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập	366	0.2731	0.2812	0	0.6667
Số lượng thành viên nữ trong HĐQT	366	1.2541	1.2777	0	5
Sự quá tự tin của HĐQT	366	0.2486	0.4328	0	1
ROE	366	0.1351	0.1066	-0.2377	0.5572
ROA	366	0.0724	0.0724	-0.0640	0.4679
ROS	366	0.1546	0.1906	-0.9196	1.6590
Chỉ số z-score	366	-0.4426	0.7028	-1	1

Bảng 4. Bảng ma trận hệ số tương quan Pearson giữa các biến

	FS	LY	SPV	DTA	AF	SPC	SGR
FS	1.0000						
LY	-0.0096	1.0000					
SPV	-0.0977*	-0.0029	1.0000				
DTA	-0.2787***	0.0231	-0.1146**	1.0000			
AF	0.2401***	0.2511***	-0.0618	-0.0242	1.0000		
SPC	-0.0851	-0.0550	0.1799***	0.1003*	0.0469	1.0000	
SGR	0.0235	-0.1329**	0.0777	-0.0748	-0.0087	0.2750***	1.0000
IB	-0.0781	0.0241	-0.0204	0.0139	0.0593	0.0148	0.0073
FB	0.0246	0.1064**	-0.1221**	0.0942*	0.0711	0.0393	-0.0211
BO	0.1024*	0.0405	-0.1016*	-0.1212**	-0.0413	-0.7073***	-0.1332**
ROE	-0.1868***	-0.0857	0.1363***	0.4567***	-0.0285	0.3178***	0.1069**
ROA	-0.2565***	-0.0153	0.0321	0.6828***	-0.0073	0.2870***	0.0294
ROS	-0.0590	-0.0153	0.0210	0.2196***	-0.1553***	-0.1114**	0.0165
AZ	0.2523***	0.0121	-0.0305	-0.2771***	-0.1141**	-0.0597	0.0197
IB		FB	BO	ROE	ROA	ROS	AZ
IB	1.0000						
FB	0.1482***	1.0000					
BO	-0.0593	-0.0006	1.0000				
ROE	0.0291	-0.0043	-0.2545***	1.0000			
ROA	0.0182	0.1051**	-0.2388***	0.8675***	1.0000		
ROS	0.0995*	-0.0201	0.0922*	0.4297***	0.4176***	1.0000	
AZ	-0.1876***	-0.0636	0.0205	-0.3401***	-0.4285***	-0.2244***	1.0000

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

4.3. Kết quả hồi quy

Phương pháp ước lượng GMM được phân chia thành hai loại là static GMM (hay GMM tĩnh) và dynamic GMM (hay GMM động), để xác định phương pháp GMM động hay tĩnh là phù hợp thì cần xem xét biến trễ bậc một của biến phụ thuộc

(mức độ CBTT) và xem xét sự tương quan giữa chúng [19]. Theo kết quả phân tích hồi quy, độ trễ bậc một của mức độ CBTT có tương quan mang ý nghĩa thống kê, nghĩa là phương pháp dynamic GMM sẽ được sử dụng làm phương pháp hồi quy cuối cùng.

Bảng 5. Kết quả hồi quy theo mô hình dynamic GMM

Biến	Hệ số tương quan	Sai số chuẩn	p-value
Độ trễ bậc một của mức độ CBTT	0.9391	0.0110	0.000
Quy mô công ty	0.0660	0.0885	0.456
Số năm niêm yết	-0.1178	0.0130	0.000
Công ty kiểm toán	-0.1730	0.2207	0.433
Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch doanh thu	0.6255	0.3404	0.066
Tốc độ tăng trưởng doanh thu	0.1579	0.0986	0.109
Tỷ lệ thành viên độc lập trong HĐQT	-1.0893	0.6263	0.082
Số lượng thành viên nữ trong HĐQT	0.2831	0.0569	0.000
Sự quá tự tin của HĐQT	-0.3262	0.1873	0.082
ROE	4.9196	2.0740	0.018
ROA	-11.0722	3.4992	0.002
ROS	1.3871	0.3871	0.000
Chỉ số z-score	-0.3181	0.1569	0.043
Hệ số chặn	4.6411	2.4177	0.055

Như vậy, phương trình hồi quy cuối cùng là:

$$IDL_t = 4.6411 + 0.9391IDL_{t-1} - 0.1178LY_t + 0.6255SPC_t - 1.0893IB_t + 0.2831FB_t - 0.3262BO_t + 4.9196ROE_t - 11.0722ROA_t + 1.3871ROS_t - 0.3181AZ_t$$

4.4. Bàn luận

Đặc điểm DN cho thấy có sự tương quan đến mức độ CBTT khi đo lường bằng số năm niêm yết, nghĩa là các công ty niêm yết càng lâu năm càng ít cung cấp thông tin. Nói cách khác, áp lực cạnh tranh từ việc CBTT thông tin ra bên ngoài có thể dẫn đến những công ty niêm yết lâu năm cân nhắc kỹ lưỡng hơn về việc tiết lộ thông tin.

Nhóm yếu tố hiệu quả hoạt động cũng cho thấy có sự tương quan đến mức độ CBTT khi đo lường thông qua việc công ty hoàn thành kế hoạch doanh thu, theo lý thuyết tín hiệu [16, 17], kết quả nghiên cứu này cho thấy có tác động tích cực của việc hoàn thành kế hoạch doanh thu đến việc CBTT của công ty. Những nghiên cứu trước đây về nhân tố hiệu quả hoạt động khi đo lường bằng ROE, ROA và ROS đều có tương quan đến CBTT, nghiên cứu này có các kết quả tương đối trái ngược. Khi khả năng sinh lời đại diện cho hiệu quả hoạt động được đo lường bởi ROE và ROS, trong nghiên cứu này cho thấy sự tương quan đồng biến, nghĩa là những công ty hoạt động hiệu quả CBTT nhiều hơn đến các bên liên quan [2]. Trong khi đó, khi đo lường bằng ROA lại có tương quan nghịch biến, nghĩa là các công ty sử dụng tài sản chưa hiệu quả sẽ CBTT nhiều hơn nhằm trấn an các nhà đầu tư và giảm thiểu sự bất ổn định.

Nghiên cứu tiếp tục cung cấp bằng chứng cho thấy không có sự tương quan mang ý nghĩa thống kê giữa công ty kiểm toán và mức độ CBTT.

Mặc dù lý thuyết đại diện [6] đưa ra cho rằng sự

hiện diện của thành viên độc lập làm giảm chi phí giám sát và giảm thiểu xung đột đại diện trong DN, từ đó khuyến khích công ty công bố nhiều thông tin hơn [5], tuy vậy, nghiên cứu này lại cho ra kết quả nghịch biến, nghĩa là số lượng thành viên độc lập càng nhiều thì công ty càng ít CBTT. Nguyên nhân chính dẫn đến kết quả trái ngược này đến từ việc các thành viên độc lập thường đảm nhiệm vai trò kiểm soát rủi ro của công ty do đó, họ cho rằng CBTT chú trọng đến chất lượng thông tin nhiều hơn là số lượng. Nghiên cứu này cũng cho ra kết quả tương đồng với hầu hết các nghiên cứu trước đây khi chỉ ra rằng HĐQT có số lượng thành viên nữ nhiều hơn có xu hướng gia tăng tiết lộ thông tin [2]. Những nghiên cứu về đặc điểm của CEO ảnh hưởng đến mức độ CBTT cho rằng các CEO quá tự tin thường có xu hướng lập kế hoạch vượt mức tiềm lực nội tại mà DN đang có [16], và khi gắn kết việc lập kế hoạch với sự quá tự tin đến vấn đề CBTT kết quả nghiên cứu này đã ủng hộ cho những nhận định trên.

Chỉ số z-score có thể phát hiện ra những gian lận trong BCTC [18], điều này buộc các công ty phải CBTT một cách trung thực và nhiều hơn nhằm giải thích cho hoạt động kinh doanh trong năm của công ty, hay nói cách khác, chỉ số z-score có ảnh hưởng đến sự CBTT của công ty. Nghiên cứu này cũng phát hiện rằng chỉ số z-score có ảnh hưởng nghịch biến đến mức độ CBTT khi các công ty được dự báo sẽ rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính sẽ CBTT ít đi nhằm che dấu khuyết điểm.

Bên cạnh đó, nghiên cứu này cũng phát hiện ra rằng, mức độ CBTT bị ảnh hưởng bởi việc CBTT năm trước liền kề, kết quả cho thấy độ trễ bậc một của mức CBTT có tương quan cùng chiều với mức độ CBTT hiện tại. Phát hiện này trong các nghiên cứu trước đây tại Việt Nam chưa được đề cập đến và kết quả này cũng tương đồng với các nghiên cứu trên thế giới [8].

5. KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

5.1. Kết luận

Sự quan trọng của việc CBTT đã dần hình thành từ chính nội bộ DN và cả các bên liên quan, lợi ích rõ ràng từ việc giảm tính bất cân xứng thông tin và tạo sự minh bạch trong đầu tư đã chứng minh tầm quan trọng của thông tin được công bố. Mức độ CBTT mà đề tài đo lường được trong giai đoạn 2019 - 2023 đạt cao nhất là 84.08 trên tổng số 118 điểm thông tin cần công bố mà tác giả đưa ra tương ứng với tỷ lệ là 71.26% vào năm 2023. Mức trung bình qua 5 năm nghiên cứu đạt 82.01 điểm, tương ứng tỷ lệ công bố là 69.5%, nghĩa là vẫn còn tương đối thấp. Mặc dù qua các năm tỷ lệ CBTT đã tăng dần nhưng vẫn chưa có sự chênh lệch đáng kể. Mức CBTT cao nhất đạt được là 106/118 điểm, tương ứng 89.83% cho thấy vẫn còn nhiều điều các công ty cần phải xem xét trong quá trình CBTT của mình.

5.2. Kiến nghị

Các HĐQT, các bên liên quan và cả nội bộ DN đều rất cần thông tin được công bố từ công ty, vì đây là thước đo cho hoạt động kinh doanh trong suốt một năm tài chính và giúp họ đánh giá chính xác tình trạng của DN. Do đó, thông qua kết quả nghiên cứu, tác giả nhấn mạnh một số điểm mà công ty và các bên liên quan cần chú trọng hơn:

- Việc công bố nhiều thông tin sẽ tạo điểm nhấn và thu hút sự chú ý của nhiều nhà đầu tư nhân rồi.

- Cần bổ sung thêm những thông tin bắt buộc công bố đối với những công ty có tầm ảnh hưởng lớn đến thị trường, nền kinh tế và trong số đó các chỉ số như đòn bẩy tài chính, chỉ số chất lượng thu nhập và chỉ số z-score là quan trọng [18].

- Nữ giới ngày càng đóng vai trò quan trọng trong nhiều khía cạnh khác nhau, đặc biệt trong quản trị DN. Sự gia tăng số lượng phụ nữ trong các vị trí lãnh đạo đã được chứng minh mang lại nhiều lợi ích đáng kể. Một trong những lợi ích này là sự góp mặt của các thành viên nữ trong HĐQT giúp công ty công bố nhiều thông tin hơn.

Hướng nghiên cứu trong tương lai:

- Để phản ánh sự biến động chung, các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng số lượng mẫu bằng cách xem xét các công ty thuộc nhóm Mid Cap, Large Cap hoặc thậm chí toàn bộ TTCK Việt Nam. Cần mở rộng nghiên cứu những yếu tố chưa được xem xét, bao gồm: Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập là nữ giới hoặc người nước ngoài; yếu tố kiêm nhiệm; các yếu tố liên quan đến tài sản của công ty; những yếu tố liên quan đến đặc điểm ngành nghề; các yếu tố về kinh tế vĩ mô; đặc điểm cấu trúc cổ đông; sự biến động trong khối lượng giao dịch cổ phiếu; các phương pháp dự báo kiệt quệ tài chính khác.
- Tài chính hành vi đã và đang cung cấp các giải thích cho nhiều hiện tượng và vấn đề mà tài chính chuẩn tắc chưa thể lý giải. Vì vậy, tác giả cho rằng việc mở rộng nghiên cứu về các yếu tố sai lệch của nhà đầu tư và HĐQT ảnh hưởng đến mức độ CBTT và chi phí sử dụng vốn cũng là một khía cạnh mà các nghiên cứu trong tương lai nên xem xét.
- Cần có thêm thước đo đo lường chất lượng của thông tin được công bố, có những thông tin doanh nghiệp công bố theo hướng chiều lệ nên chưa chắc có chất lượng, hàm ý trong thông tin cần truyền tải.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] P. Adina and P. Ion, "Aspects regarding corporate mandatory and voluntary disclosure," *Ann. Univ. Oradea Econ. Sci.*, vol. 3, no. 1, pp. 1407-1411, 2008.
- [2] S. Nandi and S. Ghosh, "Corporate governance attributes, firm characteristics and the level of corporate disclosure: Evidence from the Indian listed firms," *Decis. Sci. Lett.*, vol. 2, no. 1, pp. 45-58, 2012. Doi: 10.5267/j.dsl.2012.10.004.
- [3] A. R. Cerf, "Corporate reporting and investment decisions," *Public Account. Res. Program*, 1961.

- [4] C. A. Botosan, "Disclosure level and the cost of equity capital," *Account. Rev.*, vol. 72, no. 3, pp. 323-349, 1997.
- [5] G. Bueno, R. Marcon, A. L. Pruner-da-Silva, and F. Ribeiro, "The role of the board in voluntary disclosure," *Corp. Gov. Int. J. Bus. Soc.*, vol. 18, no. 5, pp. 809-838, 2018. Doi: 10.1108/CG-09-2017-0205.
- [6] M. C. Jensen and W. H. Meckling, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure," *J. Financ. Econ.*, vol. 3, pp.

305-360, 1976.

[7] M. Spence, "Job market signaling," in *Uncertainty in Economics*, Elsevier, 1978, pp. 281-306.

[8] P. M. Healy and K. G. Palepu, "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature," *J. Account. Econ.*, vol. 31, no. 1-3, pp. 405-440, 2001. Doi: 10.1016/S0165-4101(01)00018-0.

[9] S. C. Myers, "Determinants of corporate borrowing," *J. Financ. Econ.*, vol. 5, no. 2, pp. 147-175, 1977. Doi: 10.1016/0304-405X(77)90015-0.

[10] A. Alnabsha, H. A. Abdou, C. G. Ntim, and A. A. Elamer, "Corporate boards, ownership structures and corporate disclosures: Evidence from a developing country," *J. Appl. Account. Res.*, vol. 19, no. 1, pp. 20-41, 2018. Doi: 10.1108/JAAR-01-2016-0001.

[11] A. Sharma and S. Rastogi, "Impact of efficiency on voluntary disclosure of non-banking financial company microfinance institutions in India," *J. Risk Financ. Manag.*, vol. 14, no. 7, p. 289, 2021. Doi: 10.3390/jrfm14070289.

[12] N. L. V. Thanh, *Các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin trên báo cáo thường niên của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Việt Nam - ngành hàng tiêu dùng*, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh, 2019.

[13] H. T. C. Thơ, T. K. Nga,... và N. H. Thanh, "Yếu tố

ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin trong báo cáo tài chính của các công ty ngành bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam," *Tạp chí Nghiên cứu Khoa học và Phát triển Kinh tế Trường Đại học Tây Đô*, vol. 10, pp. 134-157, 2020.

[14] L. T. H. Duyên, *Các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin của các công ty niêm yết tại Việt Nam*, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, 2022.

[15] B. G. Tabachnick and L. S. Fidell, *Experimental designs using ANOVA*, vol. 724. Thomson/Brooks/Cole Belmont, CA, 2007.

[16] C. A. Otto, "CEO optimism and incentive compensation," *J. Financ. Econ.*, vol. 114, no. 2, pp. 366-404, 2014. Doi: 10.1016/j.jfineco.2014.06.006.

[17] P. Hribar and H. Yang, "CEO overconfidence and management forecasting," *Contemp. Account. Res.*, vol. 33, no. 1, pp. 204-227, 2015. Doi: 10.1111/1911-3846.12144.

[18] E. I. Altman and E. Hotchkiss, *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt*, vol. 289. John Wiley & Sons, 2010.

[19] D. Roodman, "How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata," *Stata J.*, vol. 9, no. 1, pp. 86-136, 2009. Doi: 10.1177/1536867X0900900106.

Study on factors influencing the information disclosure level in the Vietnamese stock market: An approach using the dynamic GMM model

Le Vinh Quang

ABSTRACT

This study examines the factors influencing the level of information disclosure by listed companies on the Vietnamese stock market, categorized into groups of measurement factors, including company characteristics, operational performance, audit firm type, corporate governance, and financial distress prediction indices. This study employs a dynamic Generalized Method of Moments (GMM) model to analyze, evaluate, and measure the impact of these factors on the level of information disclosure. The findings reveal that most factors significantly influence information disclosure levels. The highest information disclosure level achieved was 106/118 points, equivalent to 89.83%. Furthermore, the study indicates that the level of information disclosure is positively correlated with the disclosure levels of prior periods.

Keywords: information disclosure level, VN100, the determinants

Received: 28/11/2024

Revised: 15/12/2024

Accepted for publication: 20/12/2024