



ẢNH HƯỞNG CỦA MINH BẠCH VÀ CÔNG BỐ THÔNG TIN ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Lê Xuân Thái^{1*} và Trương Đông Lộc²

¹Viện Nghiên cứu Phát triển Đồng bằng sông Cửu Long, Trường Đại học Cần Thơ

²Khoa Kinh tế, Trường Đại học Cần Thơ

*Người chịu trách nhiệm về bài viết: Lê Xuân Thái (email: lxthai@ctu.edu.vn)

Thông tin chung:

Ngày nhận bài: 17/04/2019

Ngày nhận bài sửa: 21/05/2019

Ngày duyệt đăng: 26/07/2019

Title:

The effect of transparency and disclosure on performance of listed companies on the Ho Chi Minh Stock Exchange

Từ khóa:

Công ty niêm yết, HOSE, hiệu quả tài chính, minh bạch và CBTT

Keywords:

Performance, HOSE, listed companies, transparency and disclosure

ABSTRACT

The objective of this study is to measure the effects of transparency and disclosure level on performance of companies listed on Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE). Data used in the study are panel data that were collected from financial statements, a corporate governance report and other reports of 289 companies listed on HOSE during the period from 2014 to 2016. Empirical findings from the study show that the level of transparency and disclosure has a positive effect on performance of the listed companies. In addition, this study find that financial leverage, size of directors board and CEO-Chairman duality and financial leverage have negative effects on companies' performance. However, management ownership has a positive effect to performance of companies.

TÓM TẮT

Mục tiêu của nghiên cứu này là đo lường ảnh hưởng của mức độ minh bạch và công bố thông tin (CBTT) đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Số liệu sử dụng trong nghiên cứu là số liệu dạng bảng được thu thập từ các báo cáo tài chính, báo cáo quản trị công ty và các tài liệu được công bố công khai có liên quan của 289 công ty niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2014 - 2016. Kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ minh bạch và CBTT có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả tài chính của công ty. Ngoài ra, nghiên cứu này còn chỉ ra rằng đòn bẩy tài chính, số thành viên HĐQT và việc kiêm nhiệm có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính của công ty. Ngược lại, sở hữu quản trị lại có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả tài chính của công ty.

Trích dẫn: Lê Xuân Thái và Trương Đông Lộc, 2019. Ảnh hưởng của minh bạch và công bố thông tin đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ. 55(Số chuyên đề: Kinh tế): 23-30.

1 ĐẶT VẤN ĐỀ

Thông tin có vai trò hết sức quan trọng đối với các chủ thể khi tham gia thị trường chứng khoán. Vì vậy, việc CBTT đầy đủ và kịp thời là một nghĩa vụ

bắt buộc của các công ty niêm yết nhằm đảm bảo lợi ích hợp pháp của các nhà đầu tư. Đối với các công ty niêm yết, minh bạch và CBTT không chỉ là trách nhiệm mà còn là quyền lợi của chính các công ty. Việc CBTT đầy đủ và kịp thời sẽ làm gia tăng tính

minh bạch, vì vậy làm giảm tình trạng thông tin bất đối xứng giữa các nhà đầu tư và công ty. Theo lý thuyết người đại diện, khi tình trạng thông tin bất đối xứng giảm sẽ dẫn đến các chi phí đại diện giảm. Vì vậy, mức độ minh bạch và CBTT càng tốt thì hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty sẽ càng cao.

Cho đến nay, đã có một số nghiên cứu đo lường ảnh hưởng của minh bạch và CBTT đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết được công bố. Tuy nhiên, kết quả của các nghiên cứu vẫn chưa thật sự thống nhất với nhau. Một số nghiên cứu đã tìm thấy mối tương quan thuận giữa minh bạch và CBTT với hiệu quả tài chính của các công ty (Patel and Dallas, 2002; Bushman and Smith, 2003; Stiglbauer, 2010), trong khi một vài nghiên cứu lại tìm thấy các bằng chứng thực nghiệm để đi đến kết luận ngược lại (Bassen *et al.*, 2009; Zaman *et al.*, 2015; Banerjee *et al.*, 2015). Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Lê Quang Cảnh và Nguyễn Vũ Hùng (2016) đã nghiên cứu ảnh hưởng của CBTT và minh bạch đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội. Trong nghiên cứu này, các tác giả đã áp dụng nguyên tắc quản trị của OECD (2004) để tính điểm CBTT và mức độ minh bạch được đo lường bằng các biến số độc lập. Mục tiêu của nghiên cứu này là làm phong phú thêm các bằng chứng thực nghiệm về chủ đề này thông qua việc nghiên cứu ảnh hưởng của mức độ minh bạch và CBTT đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Điểm mới của nghiên cứu này là nhóm tác giả đã vận dụng bộ tiêu chí của Standard and Poor (S&P) kết hợp với các quy định của pháp luật Việt Nam để đo lường mức độ minh bạch và CBTT của các công ty niêm yết trên HOSE. Đặc biệt là, theo sự hiểu biết tốt nhất của nhóm nghiên cứu, cho đến thời điểm hiện tại chưa có công trình nghiên cứu nào đo lường ảnh hưởng của mức độ minh bạch và CBTT đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên HOSE được công bố. Phần còn lại của bài viết được cấu trúc như sau: Mục 2 giới thiệu tổng quan về cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến vấn đề nghiên cứu; Mục 3 mô tả số liệu được sử dụng và phương pháp nghiên cứu; Mục 4 tóm tắt các kết quả nghiên cứu; và cuối cùng, kết luận của bài viết được trình bày ở Mục 5.

2 CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ CÁC BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM VỀ MỐI QUAN HỆ GIỮA MINH BẠCH VÀ CÔNG BỐ THÔNG TIN VỚI HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY

2.1 Cơ sở lý thuyết

Mối quan hệ giữa người đại diện và chủ sở hữu lần đầu tiên được đề cập bởi Jensen and Meckling (1976) và tiếp theo đó là Fama and Jensen (1983). Theo các tác giả, một số nhà quản lý vì có được những kỹ năng đặc biệt và những kiến thức về quản lý công ty tốt hơn các chủ sở hữu công ty nên các chủ sở hữu sẵn sàng thuê và giao phó quyền quản lý hoặc quyền ra quyết định kiểm soát của mình cho các nhà quản lý này (Fama and Jensen, 1983). Nhà quản lý đại diện cho chủ sở hữu thực hiện việc quản lý công ty nhưng họ chỉ nhận được lợi ích duy nhất từ lương. Tuy nhiên, cả hai chủ thể này đều muốn tối đa hóa lợi ích riêng của mình nên đã xảy ra xung đột về lợi ích. Sự xung đột về lợi ích giữa người đại diện và chủ sở hữu trong điều kiện bất cân xứng về thông tin làm phát sinh chi phí đại diện. Theo Jensen and Meckling (1976), chi phí đại diện bao gồm: (1) chi phí kiểm soát là chi phí được trả cho các kiểm soát viên nhằm thông tin cho các cổ đông khi các nhà quản lý có hành vi hoặc thực hiện những hành động trực lợi cho bản thân họ; (2) chi phí ràng buộc là chi phí nhằm ngăn ngừa những hậu quả xấu có thể xảy ra từ những hành động thiếu trung thực của các nhà quản lý; (3) mất mát phụ trội là các chi phí liên quan đến những thiệt hại do người đại diện lạm dụng quyền hành của mình để tư lợi. Chi phí đại diện càng cao thì hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty càng thấp và ngược lại. Minh bạch thông tin giúp các cổ đông giám sát các quyết định của người đại diện tốt hơn, qua đó làm giảm các chi phí đại diện. Vì vậy, mức độ minh bạch và CBTT của công ty có mối tương quan thuận với hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty.

2.2 Các bằng chứng thực nghiệm

Cho đến nay, đã có một số nghiên cứu thực nghiệm đo lường ảnh hưởng của mức độ minh bạch và CBTT đến hiệu quả tài chính của các công ty đã được công bố. Kết quả của các nghiên cứu vẫn chưa thống nhất với nhau. Một số nghiên cứu đã chỉ ra rằng mức độ minh bạch và công bố thông tin có mối tương quan thuận với hiệu quả hoạt động của các công ty, trong khi một vài nghiên cứu lại tìm thấy các bằng chứng để đi đến kết luận ngược lại. Patel and Dallas (2002) đã chỉ ra rằng các công ty có mức độ minh bạch và CBTT cao sẽ làm giảm chi phí vốn và làm tăng hiệu quả hoạt động. Ngoài ra, mối tương quan thuận giữa mức độ minh bạch và CBTT còn được tìm thấy trong các nghiên cứu của Bushman and Smith (2003), Aksu and Kosedag (2005), Collett and Hraskey (2005), Iatridis (2008), Stiglbauer (2010).

Trái ngược với các nghiên cứu ở trên, Bassen *et al.* (2009) đã tìm thấy các bằng chứng thực nghiệm

để kết luận rằng mức độ CBTT có mối tương quan nghịch với hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty ở Đức. Tương tự, Zaman et al. (2015) đã nghiên cứu ảnh hưởng của minh bạch và CBTT đến hiệu quả tài chính của các ngân hàng thương mại ở Pakistan. Kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ CBTT cấu trúc sở hữu có mối tương quan nghịch với hiệu quả tài chính được đo lường bằng ROA và ROE. Ngoài ra, Banerjee et al. (2015) phát hiện mối tương quan nghịch giữa mức độ minh bạch và CBTT với hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty ở Nga. Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, sử dụng mẫu nghiên cứu bao gồm 354 công ty niêm yết trên HNX, Lê Quang Cảnh và Nguyễn Vũ Hùng (2016) cũng tìm thấy mối tương quan nghịch giữa mức độ CBTT với hiệu quả hoạt động được đo lường bằng tỷ 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).

Trên cơ sở lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm được lược khảo ở trên, giả thuyết nghiên cứu sau được đề xuất: Mức độ minh bạch và CBTT có mối tương quan thuận với hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết.

3 SỐ LIỆU SỬ DỤNG VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1 Số liệu sử dụng

Số liệu sử dụng trong nghiên cứu này được thu thập chủ yếu từ các báo cáo tài chính, báo cáo quản trị công ty và các tài liệu được công bố công khai có liên quan của 289 công ty niêm yết trên HOSE. Để tăng số lượng quan sát cho mô hình nghiên cứu, số liệu liên quan đến các công ty trong mẫu nghiên cứu được thu thập trong 3 năm (2014-2016).

3.2 Phương pháp phân tích

3.2.1 Đo lường hiệu quả tài chính của công ty

Về mặt lý thuyết, hiệu quả tài chính của công ty có thể được đo lường bằng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS). Một số nghiên cứu đã chỉ ra rằng tỷ số ROE được xem là phù hợp nhất trong việc đo lường hiệu quả tài chính của công ty (Brealey et al., 2008). Vì vậy, nghiên cứu này sử dụng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu để đo lường hiệu quả tài chính của các công ty trong mẫu nghiên cứu.

3.2.2 Chỉ số minh bạch và CBTT của công ty niêm yết

Cho đến nay, ở Việt Nam chưa có bất kỳ bộ tiêu chí chính thức nào được công bố để đo lường mức độ minh bạch và CBTT của công ty niêm yết. Vì vậy, để phục vụ cho nghiên cứu này, nhóm tác giả đã tiến hành xây dựng bộ tiêu chí cho riêng mình để đo lường mức độ minh bạch và CBTT của các công ty niêm yết tại HOSE. Bộ tiêu chí này được xây dựng dựa trên bộ tiêu chí của Standard & Poor (S&P) kết hợp với các quy định của pháp luật Việt Nam về CBTT của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán. Bộ tiêu chí đo lường mức độ minh bạch và CBTT sau khi được xây dựng đã được gửi đến các chuyên gia để được tham vấn. Một cách cụ thể, nhóm tác giả đã liên hệ với 9 chuyên gia về lĩnh vực nghiên cứu chứng khoán, 22 người quản lý các công ty niêm yết và công ty chứng khoán và 34 nhà đầu tư để nhờ họ cho ý kiến về bộ tiêu chí này. Sau khi nhận được các ý kiến tham vấn của các chuyên gia, nhóm nghiên cứu đã tiến hành hiệu chỉnh bộ tiêu chí để sử dụng cho nghiên cứu này.

Chỉ số minh bạch và CBTT (transparency and disclosure Index - TDI) được tính dựa trên 3 thành phần chính: CBTT cấu trúc sở hữu và quyền của nhà đầu tư (18 điểm); CBTT tài chính (50 điểm) và CBTT cơ cấu hội đồng quản trị và điều hành công ty (30 điểm). Tổng số điểm công ty đạt tối đa trên bảng hỏi là 98 điểm (100%)¹.

Phương pháp cho điểm các câu hỏi trên bộ tiêu chí minh bạch và CBTT như sau: câu hỏi không có thông tin công bố được cho "0" điểm, khi có thông tin công bố được cho "1" điểm; số câu hỏi có tính chất quan trọng khi có thông tin công bố được cho "2" điểm với điều kiện thông tin công bố đầy đủ chi tiết và kịp thời (19 câu hỏi). Chẳng hạn như công ty có công bố kế hoạch đầu tư kinh doanh những năm kế tiếp và mô tả chi tiết; Báo cáo tài chính công ty có chênh lệch trước và sau kiểm toán không? Và công ty có giải trình sự thay đổi? Công ty kịp thời công bố báo cáo tài chính năm đã kiểm toán trong thời hạn 10 ngày; Công ty kịp thời CBTT về báo cáo thường niên 20 ngày sau ngày công bố báo cáo tài chính năm (TT155/BTC). Các công ty vi phạm CBTT trên thị trường theo thông báo của Ủy ban chứng khoán sẽ bị trừ 2 điểm cho mỗi lần vi phạm. Chỉ số minh bạch và CBTT của công ty được tính như sau:

¹Do hạn chế về số trang của bài viết đăng trên Tạp chí nên chi tiết về bộ tiêu chí không được trình bày trong bài

viết này. Bộ tiêu chí sẽ được cung cấp nếu người đọc có yêu cầu.

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

TDI_j : Chỉ số minh bạch và CBTT của công ty j;

S_i : Điểm của tiêu chí thứ i đạt được khi khảo sát;

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

3.2.3 Mô hình nghiên cứu

Do dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này là dữ liệu dạng bảng (panel data) nên để đo lường ảnh hưởng của mức độ minh bạch và CBTT đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết, trước tiên nhóm nghiên cứu sử dụng cả mô hình hiệu ứng cố định (Fixed Effects Model - FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (Random Effects Model - REM). Sau đó, kiểm định Hausman (Hausman test) sẽ được thực hiện để lựa chọn mô hình phù hợp nhất. Một cách cụ thể, mô hình nghiên cứu có dạng như sau:

$$FP_{it} = \alpha + \beta_1 TDI_{it} + \beta_2 QMCT_{it} + \beta_3 DBTC_{it} + \beta_4 SNNY_{it} + \beta_5 HDQT_{it} + \beta_6 KTGD_{it} + \beta_7 TVDL + \beta_8 BGD + \beta_9 SHQT_{it} + \beta_{10} SHNN_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

FP_{it} (biến phụ thuộc) là tỷ số ROE của công ty i ở năm t

Các biến độc lập trong mô hình được diễn giải chi tiết ở Bảng 1.

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

Ký hiệu	Mô tả biến	Phương pháp đo lường	Dấu kỳ vọng
TDI	Chỉ số minh bạch và CBTT	Cách tính được trình bày ở trên.	-
<i>Các biến kiểm soát</i>			
QMCT	Quy mô công ty	Logarit của tổng tài sản	+
DBTC	Đòn bẩy tài chính	Tỷ số nợ/tổng tài sản của công ty	+
SNNY	Số năm niêm yết	Số năm đã niêm yết trên HOSE tính đến năm 2016	+
HDQT	Quy mô hội đồng quản trị (HDQT)	Số thành viên HDQT	-
KTGD	Chủ tịch HDQT kiêm tổng giám đốc (TGD)	Biến giả, bằng 1 nếu công ty có chủ tịch HDQT kiêm TGD, bằng 0 nếu ngược lại	-
TVDL	Thành viên độc lập	Số thành viên độc lập trong HDQT	+
BGD	Thành viên ban giám đốc	Số thành viên ban giám đốc	-
SHQT	Sở hữu quản trị	Tỷ lệ sở hữu của tổng giám đốc và HDQT	+
SHNN	Sở hữu nước ngoài	Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài	+

Ngoài biến chính là minh bạch và CBTT được trình bày chi tiết ở trên, nghiên cứu này còn sử dụng 10 biến kiểm soát liên quan đến đặc điểm và quản trị kiểm soát công ty. Mối quan hệ giữa các biến kiểm soát này với hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty được diễn giải chi tiết ở phần dưới đây.

Quy mô công ty (QMCT). Trong nghiên cứu này quy mô công ty được đo lường bằng logarit của tổng tài sản. Theo kinh tế học vi mô, các công ty có quy mô càng lớn thì càng có lợi trong hoạt động kinh doanh do tận dụng được hiệu quả quy mô trong sản xuất. Vì vậy, quy mô công ty được kỳ vọng có mối tương quan thuận với hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết.

Đòn bẩy tài chính (DBTC). Theo lý thuyết đại diện (Jensen and Meckling, 1976) đòn bẩy tài chính có thể giảm chi phí đại diện vì khi tăng nợ sẽ làm giảm sự lệ thuộc vốn huy động, dẫn đến giảm mâu

thuẫn giữa người điều hành và cổ đông. Bên cạnh đó, đòn bẩy tài chính các cao sẽ làm tăng sự kiểm soát từ chủ nợ. Ngoài ra, việc sử dụng nợ trong ngắn hạn sẽ có lợi hơn vốn chủ sở hữu do lợi ích từ lá chắn thuế của nợ. Vì vậy, đòn bẩy tài chính được kỳ vọng có mối tương quan thuận với hiệu quả hoạt động của các công ty.

Số năm niêm yết (SNNY). Các công ty có thời gian hoạt động và niêm yết các lâu trên thị trường càng có nhiều lợi thế trong kinh doanh do việc niêm yết cổ phiếu trên thị trường được xem như là một kênh quảng bá hình ảnh của công ty. Vì vậy, nhóm nghiên cứu kỳ vọng rằng thời gian niêm yết có mối tương quan thuận với hiệu quả hoạt động của các công ty.

Quy mô HDQT (HDQT). Quy mô HDQT được đo lường bằng số thành viên trong HDQT. Số lượng thành viên của HDQT có vai trò khá quan trọng vì nếu số lượng thành viên nhiều hay ít đều có thể ảnh hưởng đến quyết định, cách thức giải quyết công

việc và ảnh hưởng gián tiếp đến hiệu quả hoạt động của công ty. HĐQT của công ty có nhiều thành viên sẽ có lợi trong việc giám sát hoạt động của công ty. Tuy nhiên, việc có nhiều thành viên trong HĐQT sẽ là rào cản dẫn đến các quyết định quan trọng có thể được đưa ra không kịp thời, làm mất cơ hội kinh doanh của công ty. Vì vậy, số lượng thành viên của HĐQT được kỳ vọng có mối tương quan nghịch với hiệu quả hoạt động của các công ty.

Chủ tịch HĐQT kiêm TGD (KTGD). Theo lý thuyết người đại diện, nếu cả hai chức vụ chủ tịch HĐQT và TGD công ty là cùng một người thì khi đó khó tách bạch được quyền kiểm soát và điều hành. Người đại diện sẽ có cơ hội để tối đa lợi ích cá nhân hơn là lợi ích của các cổ đông. Điều này hàm ý rằng chi phí đại diện sẽ tăng lên. Thêm vào đó, giám đốc điều hành không độc lập có thể có động cơ thể hiện ý kiến không trung thực và không độc lập để thực thi những nhiệm vụ từ HĐQT. Kết quả là các công ty có chủ tịch HĐQT kiêm TGD có hiệu quả hoạt động kém hơn các công ty có chủ tịch HĐQT không kiêm TGD.

Thành viên độc lập (TVDL). Số lượng thành viên độc lập trong HĐQT càng nhiều thì vai trò giám sát của HĐQT đối với người đại diện (TGD) sẽ càng tốt, vì vậy sẽ làm giảm chi phí đại diện. Nói một cách khác, các công ty có số thành viên HĐQT độc lập càng nhiều thì hiệu quả hoạt động của công ty càng cao.

Thành viên ban giám đốc (BGD). Số lượng thành viên trong ban điều hành công ty càng nhiều có thể sẽ làm gia tăng chi phí đại diện cho công ty do việc kiểm soát các thành viên này sẽ khó khăn hơn. Vì vậy, số lượng thành viên trong ban điều hành được kỳ vọng có mối tương quan nghịch với hiệu quả hoạt động của các công ty.

Sở hữu quản trị (SHQT). Để làm giảm đi xung đột giữa người đại diện và chủ sở hữu, một phương thức quan trọng là tăng tỷ lệ sở hữu của các thành viên HĐQT (Jensen and Meckling, 1976; Abidin, 2009). Tỷ lệ sở hữu của các thành viên HĐQT càng cao thì họ sẽ càng tăng cường giám sát và thực hiện các hành động có lợi cho công ty, vì khi đó lợi ích của họ sẽ gắn chặt với lợi ích của công ty. Vì vậy, chi phí đại diện sẽ giảm, đồng nghĩa với hiệu quả hoạt động sẽ tăng.

Sở hữu nước ngoài (SHNN). Khi đầu tư vào một quốc gia nào đó các nhà đầu tư nước ngoài có thể áp dụng những nguyên tắc quản trị công ty phù hợp trên cơ sở những kinh nghiệm mà họ có được ở quốc gia của họ nhằm hạn chế sự tước đoạt các lợi ích từ các nhà quản lý trong công ty. Với cơ chế

kiểm soát như vậy chi phí đại diện sẽ giảm và kết quả là hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty sẽ tốt hơn (Tornyeva and Werekó, 2012; Mangunyi, 2011).

Ngoài ra, mức độ minh bạch và CBTT của các công ty niêm yết có thể bị ảnh hưởng nội sinh bởi một số yếu tố quản trị công ty như Ban giám đốc (Stiglbauer, 2010; Andrade *et al.*, 2014), thành viên độc lập HĐQT (Phạm Ngọc Toàn và Lê Thị Thu Hồng, 2018), tỷ lệ sở hữu nước ngoài (Nguyễn Công Phương và Nguyễn Thị Thanh Phương, 2014). Vì vậy, để đo lường ảnh hưởng của mức độ minh bạch và CBTT đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty, phương pháp hồi quy 2 bước (2SLS) được áp dụng để khắc phục hiện tượng nội sinh như trình bày ở trên. Một cách cụ thể, mô hình hồi quy 2 bước có dạng như sau:

$$FP_{it} = \alpha + \beta_1 TDI_{it} + \beta_2 DBTC_{it} + \beta_3 SNNY + \beta_4 HDQT + \beta_5 KTGD_{it} + \beta_6 SHQT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó, các biến công cụ được sử dụng là TVDL, BGD, SHNN. Cơ sở để chọn biến công cụ sử dụng trong mô hình hồi quy 2SLS là các biến số này có ảnh hưởng đến mức độ minh bạch và CBTT của các công ty.

4 KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1 Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Để có cái nhìn tổng quát về mẫu nghiên cứu, các giá trị thống kê liên quan đến các biến số được sử dụng đã được tính toán. Các giá trị thống kê này được trình bày chi tiết ở bảng 2.

Kết quả thống kê được trình bày ở Bảng 2 cho thấy lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu trung bình của các công ty là 10,82%, thay đổi từ 0 đến 98,1%. Đòn bẩy tài chính trung bình của các công ty là 0,48 lần, thay đổi từ 0 đến 0,97 lần. Chỉ số minh bạch và CBTT của các công ty thay đổi từ 41,8 đến 79,6 điểm với giá trị trung bình là 63,4 điểm. Các công ty trong mẫu nghiên cứu có quy mô HĐQT thay đổi từ 3 đến 15 người, trung bình là 6 người. Bên cạnh đó, một số công ty có số thành viên độc lập trong HĐQT lên đến 5 người, nhưng một số công ty lại không có bất kỳ thành viên độc lập nào trong HĐQT. Số thành viên Ban giám đốc của các công ty trung bình là 5 người. Tỷ lệ sở hữu quản trị ở một số công ty rất cao (78%), trung bình là 13,97%. Các công ty khảo sát có tỷ lệ sở hữu nước ngoài trung bình là 13,78%, sở hữu nước ngoài chiếm tỷ lệ cao nhất là 88,36%. Các công ty có thời gian niêm yết trung bình trên HOSE là 7 năm.

Bảng 2: Thống kê mô tả biến sử dụng trong mô hình phân tích

Tên biến	Số quan sát	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn
ROE	847	-2,401	0,981	0,1082	0,1886
Chỉ số CBTT	847	41,8	79,6	63,4	6,0
Quy mô công ty	847	24,537	34,545	28,091	1,494
Đòn bẩy tài chính	847	0,001	0,971	0,482	0,226
Số năm niêm yết	847	0	16	6,3	3,0
Quy mô HĐQT	847	3	15	6,0	1,5
Thành viên độc lập	847	0	5	0,8	1,1
Thành viên ban giám đốc	847	1	22	4,2	2,3
Sở hữu quản trị	847	0,00	78,00	13,97	18,40
Sở hữu nước ngoài	847	0,00	88,36	13,78	16,63

4.2 Ảnh hưởng của minh bạch và CBTT đến hiệu quả tài chính của các công ty: Kết quả phân tích hồi quy

Như đã trình bày ở trên, nghiên cứu này đầu tiên sử dụng cả mô hình hiệu ứng cố định và hiệu ứng ngẫu nhiên. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy mô hình hiệu ứng cố định được xem là phù hợp hơn

mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên trong việc giải thích kết quả phân tích hồi quy. Sau đó, để giải quyết vấn đề về nội sinh mô hình hồi quy hai bước được sử dụng với ba biến công cụ là thành viên độc lập, thành viên Ban giám đốc và sở hữu nước ngoài. Kết quả ước lượng từ các mô hình được trình bày chi tiết ở Bảng 3.

Bảng 3: Kết quả phân tích hồi quy

Biến độc lập	Mô hình ước lượng		
	FEM	REM	2SLS
Hệ số chặn	-7,46702 (-2,28)**	-0,34427 (-0,77)	-0,83341 (-1,21)
Chỉ số minh bạch và CBTT (TDI)	-0,00577 (-0,96)	0,00135 (0,43)	0,02056 (1,85)*
Quy mô công ty (QMCT)	0,34704 (2,84)***	0,02779 (1,69)*	
Đòn bẩy tài chính (DBTC)	-1,58914 (-4,37)***	-0,25788 (-2,77)**	-0,17185 (-2,06)**
Số năm niêm yết (SNNY)	-0,04911 (-1,76)*	-0,00577 (-0,95)	-0,00349 (-0,57)
Quy mô HĐQT (HDQT)	-0,09964 (-2,93)***	-0,05032 (-3,75)***	-0,04551 (-3,35)***
Chủ tịch HĐQT kiêm TGĐ (KTGD)	-0,24743 (-2,78)***	-0,09886 (-2,62)***	-0,09246 (-2,41)**
Thành viên độc lập (TVDL)	0,03051 (0,69)	0,01071 (0,66)	
Thành viên BGD (BGD)	-0,04625 (-1,41)	-0,00059 (-0,06)	
Sở hữu quản trị (SHQT)	0,01050 (2,78)***	0,00213 (2,14)**	0,00226 (2,14)**
Sở hữu nước ngoài (SHNN)	0,00407 (-0,97)	0,00218* (1,84)*	
Số quan sát	847	847	847
Hausman- test	29,09***		
F-test/Wald – test	4,41***	33,33***	25,73***
Wu-Hausman test			2,70
Sagan test			3,36

Ghi chú: ***, **, *: Có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%. Giá trị thống kê z mô hình REM, 2SLS, và t ở mô hình FEM trong dấu ngoặc đơn. Giá trị kiểm định Wald thay thế cho giá trị F trong hồi quy REM và 2SLS. Các biến TVDL, BGD và SHNN được dùng làm biến công cụ trong mô hình 2SLS.

Kết quả phân tích hồi quy hai bước cho thấy minh bạch và CBTT có ảnh hưởng tích cực đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của các công ty ở mức ý nghĩa thống kê 10%. Một cách cụ thể, khi chỉ số minh bạch và CBTT của công ty tăng thêm 1 điểm thì tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của công ty 2,06%. Kết quả nghiên cứu này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết đại diện khi cho rằng mức độ minh bạch và CBTT của các công ty tốt sẽ làm giảm chi phí đại diện, qua đó nâng cao hiệu quả tài chính của công ty. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu này lại trái ngược với các phát hiện của Lê Quang Cảnh và Nguyễn Vũ Hùng (2016) khi nghiên cứu ảnh hưởng của CBTT đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên HNX. Sự khác biệt này có thể là do Lê Quang Cảnh và Nguyễn Vũ Hùng (2016) đã tách mức độ minh bạch và CBTT riêng ra trong khi nghiên cứu này lại tích hợp lại thành chỉ số minh bạch và CBTT. Ngoài ra, Lê Quang Cảnh và Nguyễn Vũ Hùng (2016) đã sử dụng mô hình OLS để ước lượng nên kết quả có thể có sai lệch do chưa giải quyết được vấn đề nội sinh có thể tồn tại trong mô hình. Đặc biệt, sự khác biệt về kết quả còn có thể là do sự khác biệt về quy mô của các công ty niêm yết trên HOSE và HNX.

Ngoài ra, kết quả phân tích hồi quy ở cả 2 mô hình FEM và 2SLS đều cho thấy đòn bẩy tài chính có mối tương quan nghịch với tỷ số ROE của các công ty. Liên quan đến đặc điểm HĐQT, nghiên cứu này tìm thấy mối tương quan nghịch giữa quy mô HĐQT và hiệu quả hoạt động của các công ty. Một cách định lượng, khi số thành viên của HĐQT tăng thêm một người thì tỷ số ROE của công ty sẽ giảm 4,6%. Bên cạnh đó, kết quả ước lượng từ các mô hình hồi quy đều chỉ ra rằng việc kiêm nhiệm chức danh chủ tịch HĐQT và tổng giám đốc có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty. Cụ thể là, tỷ số ROE của các công ty có chủ tịch HĐQT kiêm tổng giám đốc thấp hơn 9,2% so với các công ty không kiêm nhiệm 2 chức danh này. Cuối cùng, nghiên cứu này phát hiện ra rằng tỷ lệ sở hữu của các thành viên HĐQT có tương quan thuận với hiệu quả hoạt động của công ty ở cả 2 mô hình. Điều này có nghĩa là khi tỷ lệ sở hữu của các thành viên HĐQT càng cao thì hiệu quả hoạt động của công ty càng tốt và ngược lại. Cụ thể là, khi tỷ lệ sở hữu của các thành viên HĐQT tăng 1% thì tỷ số ROE của công ty sẽ tăng 1,1% ở mô hình FEM hoặc tăng 0,2% ở mô hình 2SLS.

5 KẾT LUẬN VÀ ĐỀ XUẤT

Nghiên cứu này đã góp phần làm phong phú thêm các bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của minh bạch và CBTT đến hiệu quả tài chính của công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán. Điểm nổi

bật của nghiên cứu này là đã xây dựng được bộ tiêu chí để đo lường mức độ minh bạch và CBTT của các công ty niêm yết trên cơ sở bộ tiêu chí của Standard and Poor (S&P) và có sự tham vấn của các chuyên gia về chứng khoán ở Việt Nam. Bên cạnh đó, nghiên cứu này cũng đã khắc phục được vấn đề nội sinh trong mô hình hồi quy bằng cách sử dụng mô hình hồi quy 2 bước (2SLS). Phát hiện lớn nhất của nghiên cứu này là tìm thấy mối tương quan thuận giữa mức độ minh bạch và CBTT với hiệu quả tài chính chính được đo lường bằng tỷ số ROE của các công ty. Ngoài ra, kết quả của nghiên cứu này còn cho thấy ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính, cấu trúc quản trị và cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động của các công ty. Cụ thể là, đòn bẩy tài chính, số thành viên HĐQT và việc kiêm nhiệm hai chức danh chủ tịch HĐQT và tổng giám đốc có ảnh hưởng tiêu cực, trong khi đó sở hữu quản trị lại có ảnh hưởng tích cực đến tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của công ty.

Trên cơ sở các kết quả nghiên cứu trên, nhóm tác giả xin đề xuất một số khuyến nghị nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh. Trước tiên, các công ty niêm yết nên ý thức được rằng minh bạch và CBTT không chỉ là trách nhiệm mà còn là lợi ích của mình. Việc minh bạch trong CBTT sẽ giúp cho các công ty giảm được chi phí đại diện, qua đó cải thiện hiệu quả hoạt động kinh doanh. Vì vậy, các công ty cần nâng cao tính minh bạch, CBTT đầy đủ và kịp thời để tạo niềm tin cho các bên có liên quan. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu ở trên cho thấy quy mô HĐQT và việc kiêm nhiệm có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty. Kết quả này hàm ý rằng các công ty nên lựa chọn số lượng thành viên hội đồng hợp lý để nâng cao tính hiệu quả của HĐQT và giảm chi phí đại diện cho công ty. Bên cạnh đó, các công ty không nên bố trí chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm tổng giám đốc vì việc kiêm nhiệm này có thể tạo điều kiện cho người đại diện có cơ hội để tối đa lợi ích cá nhân hơn là lợi ích của các cổ đông nên làm gia tăng chi phí đại diện cho công ty.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Abidin, Z. Z., Nurmala Mustaffa Kamal, N. M., and Jusoff, K., 2009. Board structure and corporate performance in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*. 1: 150-164.
- Aksu, M., and Kosedag, A., 2005. The Relationship Between Transparency and Disclosure and Firm Performance: Evidence from the Istanbul Stock Exchange. Working paper, Sabanci University.
- Andrade, S. C., Bernile, G., and Hood, F. M., 2014. SOX, corporate transparency, and the cost of debt. *Journal of Banking & Finance*. 38: 145-165.

- Banerjee, S., Masulis, R.W., and Pal, S., 2015. Do More Transparency and Disclosure Necessarily Enhance Firm Performance? Working paper, The Institute for the Study of Labor in Born.
- Bassen, A., Prigge, S. and Zöllner, C., 2009. Behind broad corporate governance aggregates: a first look at single provisions of the German corporate governance code. *Corporate Ownership and Control*. 6(3): 388-406.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. and Marcus, A. J., 2008. *Fundamentals of Corporate Finance*, 6th edition, McGraw-Hill Primis Custom Publishing, New York, 635 pages.
- Bushman, R.M., and Smith, A.J., 2003. Transparency, financial accounting information and corporate governance. *FRBNY Economic Policy Review*. 9(1): 86-97.
- Collett, T., and Hraskey, S., 2005. Voluntary disclosure of corporate governance practices by listed Australian companies. *Corporate Governance: An International Review*. 13(2): 188-196.
- Fama, E. and Jensen, M., 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
- 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. and 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 và Nguyễn Vũ Hùng, 2016. Công bố và minh bạch thông tin với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*. 27(6): 64-79.
- Nguyễn Công Phương và Nguyễn Thị Thanh Phương, 2014. Các yếu tố ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin tài chính của công ty niêm yết. *Tạp chí Phát triển kinh tế*. 287: 15-33.
- Patel, S. A. and Dallas, G., 2002. *Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results - United States*. Newyork: Standard & Poor's.
- Phạm Ngọc Toàn và Lê Thị Thu Hồng, 2017. Các nhân tố quản trị công ty ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin trên báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Công Thương*. 6: 432-437.
- Stiglbauer, M., 2010. Transparency & disclosure on corporate governance as a key factor of companies' success: a simultaneous equations analysis for Germany. *Problems and Perspectives in Management*. 8(1): 161-173.
- Tornyeva, K. and Wereko, T., 2012. Corporate governance and firm performance: evidence from the insurance sector of Ghana. *European Journal of Business and Management*. 4: 95-112.
- Zaman, R., Arslan, M. and Siddiqui, M. A., 2015. Corporate Governance and Firm Performance: The Role of Transparency and Disclosure in Banking Sector of Pakistan. *International Letters of Social and Humanistic Sciences*. 2(2): 152-166.