

# MINH BẠCH THÔNG TIN VÀ CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG – BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

## INFORMATION TRANSPARENCY AND ITS DETERMINANTS – EMPIRICAL EVIDENCE FROM VIETNAM

Ngày nhận bài: 08/9/2019    Ngày chấp nhận đăng: 16/10/2019    Ngày đăng: 05/04/2020

*Hồ Thủy Tiên<sup>1</sup>, Hoàng Mạnh Khánh<sup>2</sup>*

### **Tóm tắt**

Dựa trên các lý thuyết nền về minh bạch thông tin, bộ chỉ số minh bạch và cung cấp thông tin của Standard & Poor's, các văn bản quy phạm pháp luật của Việt Nam về quản trị công ty và công bố thông tin, tác giả xây dựng các chỉ số lượng hóa mức độ minh bạch thông tin và phân tích các nhân tố tác động đến sự minh bạch thông tin của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Sau khi thu thập và xử lý dữ liệu mẫu nghiên cứu gồm 300 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2018 (không bao gồm các doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực tài chính, ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm), tác giả sử dụng phương pháp OLS (Ordinary Least Squares) để kiểm định và ước lượng mô hình hồi quy đề xuất. Kết quả nghiên cứu cho thấy các nhân tố tài chính (quy mô doanh nghiệp, hiệu suất sử dụng tài sản, công ty kiểm toán) và nhân tố quản trị (sự kiêm nhiệm giữa chủ tịch Hội đồng quản trị và tổng giám đốc) có ảnh hưởng đến mức độ minh bạch thông tin của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ kết quả nghiên cứu, tác giả đề xuất một số kiến nghị đối với các chủ thể liên quan về các giải pháp nâng cao tính minh bạch thông tin, góp phần khơi thông tiềm năng đầu tư và phát triển bền vững thị trường chứng khoán Việt Nam.

**Từ khóa:** Doanh nghiệp niêm yết, minh bạch thông tin, thị trường chứng khoán.

### **Abstract**

Based on the foundation theories of information transparency, the set of transparency indicators and information provision of Standard & Poor's, Vietnam's legal documents on corporate governance and information disclosure, we set up indicators to quantify the information transparency level and analyze the factors that affect the information transparency of listed companies on Vietnam's stock market. After collecting and processing the sample data of 300 enterprises listed on Vietnam's stock market in 2018 (excluding enterprises operating in the fields of finance, banking, securities and insurance), we use the OLS (Ordinary Least Squares) method to verify and estimate the proposed regression model. The results show that both financial factors (firm scale, asset utilization productivity, audit

---

<sup>1</sup> Trường Đại học Tài chính – Marketing

<sup>2</sup> BIDV Chi nhánh Thủ Đức

firm) and management factors (the duality between the Chairman and the General Director) affect the information transparency of enterprises listed on Vietnam's stock market. From the results, we propose a number of recommendations relating to subjects about solutions to improve information transparency which contribute to the potential of investment and sustainable development of Vietnam's stock market.

**Keywords:** Listed enterprises, information transparency, stock market.

## 1. Đặt vấn đề

Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam sau hơn 18 năm hoạt động và phát triển đã trở thành một kênh huy động vốn quan trọng trong nền kinh tế thị trường và ngày càng khẳng định vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy sự phát triển kinh tế - xã hội của đất nước. Tính đến thời điểm 31/03/2019, Việt Nam đã có 1.567 doanh nghiệp niêm yết, đăng ký giao dịch trên 03 sàn chứng khoán (HSX, HNX và UPCOM) với tổng giá trị vốn huy động đạt 5.512.766 tỷ đồng, chiếm khoảng 99,59% GDP. Tuy nhiên, so với thế giới thì TTCK Việt Nam hiện nay vẫn khá non trẻ và còn rất nhiều vấn đề cần phải hoàn thiện và phát triển theo hướng công khai minh bạch, phù hợp với thông lệ và chuẩn mực quốc tế.

Một trong những vấn đề TTCK Việt Nam cần hoàn thiện và phát triển là nâng cao tính công khai minh bạch thông tin trong báo cáo tài chính (BCTC) kiểm toán của các doanh nghiệp niêm yết (DNNY) trên TTCK. Thông tin được công bố trong BCTC có thể làm thay đổi hành vi của nhà đầu tư (NĐT), ảnh hưởng đến khối lượng giao dịch và là căn cứ để xem xét đánh giá cơ hội đầu tư vào cổ phiếu của doanh nghiệp, cũng như chiến lược về truyền thông của các nhà quản trị doanh nghiệp (Givoly và Palmon (1982), Chambers và Penman (1984), Kross và Schroeder (1984), Begley và Fischer (1998), Bagnoli và cộng sự (2002)). Ball và Brown (1968) đã chứng minh rằng có mối liên hệ giữa biến động giá cổ phiếu và các thông tin trong BCTC với phần lớn các thông tin (từ 85% đến 90%) về lợi nhuận trên BCTC của doanh nghiệp đều được NĐT sử dụng.

Tính minh bạch không chỉ giới hạn trong BCTC của doanh nghiệp mà còn thể hiện trong việc quản trị doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp đã tạo được niềm tin với các NĐT, với các đối tác kinh doanh thì doanh nghiệp sẽ rất thuận lợi trong việc huy động vốn đầu tư, tìm kiếm đối tác kinh doanh, vay vốn ngân hàng và quảng bá thương hiệu. Việc nghiên cứu xây dựng các chỉ số lượng hóa mức độ minh bạch thông tin của các DNNY và xác định các nhân tố tác động đến tính minh bạch thông tin là cần thiết và hữu ích, góp phần giúp TTCK Việt Nam hoạt động có hiệu quả và phát triển bền vững.

## 2. Tổng quan nghiên cứu

### 2.1. Khái niệm về minh bạch thông tin

Winkler (2000) cho rằng minh bạch là số lượng thông tin mà các nhà kinh tế dựa vào đó để đưa ra các quyết định hoặc kỳ vọng của họ. DiPiazza và Eccles (2002) thì định nghĩa minh bạch là sự bắt buộc sẵn sàng cung cấp thông tin cần thiết cho cổ đông nhằm đưa ra những quyết định. Theo Vaccaro và Madsen (2009), minh bạch là mức độ đầy đủ của thông tin được cung cấp bởi mỗi công ty đến thị trường, liên quan đến hoạt động kinh doanh của họ.

Theo Tara Vishwanath và Kaufmann (1999), sự minh bạch thông tin trên thị trường tài chính được hiểu là việc các chủ thể kinh tế (người dân, doanh nghiệp, hoặc Chính phủ) có thể cập nhật thông tin liên quan đến thị trường tài chính một cách tin cậy, kịp thời và có thể tiếp cận một cách dễ dàng.

Ủy ban Basel về giám sát ngân hàng đã đưa ra khái niệm minh bạch thông tin trong lĩnh vực ngân hàng như sau: “*Minh bạch thông tin*

trong hoạt động ngân hàng là việc công bố ra công chúng thông tin kịp thời, tin cậy nhằm đảm bảo người sử dụng thông tin đó có thể đánh giá chính xác về tình hình và kết quả tài chính của ngân hàng, hoạt động kinh doanh và các rủi ro liên quan” (Basel, Oct 1998, p.15).

OECD (2004) thì cho rằng sự minh bạch thông tin là việc cung cấp thông tin đầy đủ và kịp thời từ phía cơ quan công quyền về thể chế kinh tế, về các quy định của pháp luật, những thông tin và số liệu liên quan đến chính sách tài chính, chính sách tiền tệ mà công chúng có thể tiếp cận được.

Bushman và Smith (2001) cho rằng minh bạch thông tin là sự sẵn có của thông tin về doanh nghiệp cho các NĐT và cổ đông bên ngoài. Kulzick (2004) và các cộng sự (Blanchet, 2002; Prickett, 2002) cho rằng minh bạch thông tin là việc cung cấp thông tin phải đảm bảo tính chính xác, nhất quán, thích hợp, đầy đủ, rõ ràng, kịp thời và thuận tiện, quản trị và thực thi.

Từ những phân tích và kết quả ghi nhận từ các khái niệm trên, theo quan điểm của tác giả thì: “Minh bạch thông tin là việc cung cấp các thông tin cho công chúng một cách tin cậy, kịp thời, chính xác, đầy đủ, nhất quán và thuận tiện nhằm phục vụ tốt cho quá trình quản trị, hoạch định và thực thi các chính sách và chiến lược của các bên liên quan”.

## **2.2. Các lý thuyết nền liên quan đến minh bạch thông tin**

### **2.2.1. Lý thuyết thông tin bất cân xứng**

Akerlof (1970) trong bài viết có tựa đề “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism” đã lý luận rằng thông tin bất cân xứng (*asymmetry information*) là tình trạng trong một giao dịch có một bên có thông tin đầy đủ hơn và tốt hơn so với bên còn lại. Tiếp theo Akerlof, Spence (1973) chỉ ra giải pháp để khắc phục tình trạng thông tin bất cân xứng bằng cơ chế phát tín hiệu (*signaling*): bên có nhiều thông tin có thể phát tín hiệu một cách trung thực và tin cậy đến những bên ít thông

tin. Còn Kyle (1985) thì cho rằng: “Thông tin bất cân xứng trên TTCK xảy ra khi một hoặc nhiều NĐT sở hữu được thông tin riêng hoặc có nhiều thông tin công bố hơn về một công ty so với các NĐT còn lại”.

Lý thuyết thông tin bất cân xứng được sử dụng để lý giải về việc phát tín hiệu ra thị trường hay tăng cường công bố thông tin tốt để giúp NĐT phân biệt chứng khoán tốt và xấu của các công ty cổ phần đại chúng; giải thích ảnh hưởng của kết quả tài chính, hiệu quả sử dụng tài sản, tỷ suất đòn bẩy tài chính hay mức độ tập trung quyền sở hữu đến tính minh bạch thông tin của các DNNY.

### **2.2.2. Lý thuyết đại diện**

Nghiên cứu của Michael C. Jensen và William H. Meckling (1976) đã chỉ ra rằng:

(1) Chủ thể (*Principal*) hay chủ sở hữu vốn (*Shareholders*) và người đại diện (*Agent*) hay nhà quản trị (*Manager*) luôn có sự đối nghịch về lợi ích.

(2) Việc không đồng nhất lợi ích giữa cổ đông (chủ sở hữu) và giám đốc (người đại diện) làm phát sinh một loại chi phí gọi là “chi phí đại diện” (*Agent costs*). Đây là loại chi phí để duy trì một mối quan hệ đại diện hiệu quả. Các chi phí đại diện bao gồm: chi phí giám sát, chi phí ràng buộc và chi phí cơ hội.

Lý thuyết đại diện còn được sử dụng để giải thích ảnh hưởng của các nhân tố quy mô công ty, kết quả tài chính, hiệu quả sử dụng tài sản, tỷ suất đòn bẩy tài chính hay cơ cấu Hội đồng quản trị (HĐQT) đến tính minh bạch thông tin của các DNNY.

### **2.2.3. Lý thuyết thông tin hữu ích**

Theo lý thuyết thông tin hữu ích, thông tin tài chính được thiết lập dựa trên các giả thuyết:

- Luôn tồn tại sự mất cân đối thông tin giữa người lập BCTC và người sử dụng thông tin.

- Nhu cầu của người sử dụng thông tin kế toán là không được xác định trước và cần được xác định thông qua các dẫn chứng thực tế.

- Việc đáp ứng thông tin của người sử dụng được thực hiện thông qua những bên có lợi ích liên quan đến tình hình tài chính của doanh nghiệp.

- Tính hữu ích của thông tin cần được đánh giá trong mối tương quan lợi ích – chi phí khi thực hiện công việc kế toán.

Yêu cầu về tính hữu ích của thông tin được thể hiện khi các thông tin tài chính đáp ứng được 4 yếu tố cơ bản (theo Ủy ban Các chuẩn mực kế toán của Vương quốc Anh): Tính phù hợp, độ tin cậy, khả năng so sánh và khả năng hiểu thông tin.

Lý thuyết thông tin hữu ích được dùng để giải thích việc các công ty cổ phần đại chúng sử dụng công ty kiểm toán quy mô lớn, có uy tín nhằm khẳng định tính minh bạch của thông tin cung cấp cho cổ đông.

#### 2.2.4. Lý thuyết tiết kiệm chi phí thông tin

Để có thể thu hút vốn từ đối tượng bên ngoài, các doanh nghiệp cần phải công bố thông tin, đặc biệt là thông tin tài chính của mình. Đối với các DNNY, quá trình công bố thông tin càng minh bạch thì việc thu hút nguồn vốn từ các NĐT càng hiệu quả.

Để minh bạch thông tin thì việc thiết lập một hệ thống thông tin nhằm thu thập, xử lý và trình bày thông tin một cách hữu hiệu là hết sức cần thiết và doanh nghiệp cũng cần phải tiêu tốn nhiều chi phí hơn. Vì vậy, quá trình công bố thông tin của doanh nghiệp phải được xem xét và cân nhắc trên cơ sở lợi ích thu được phải lớn hơn chi phí bỏ ra.

Lý thuyết tiết kiệm chi phí thông tin được sử dụng để giải thích về việc cân bằng lợi ích và chi phí khi tăng cường sự minh bạch của các DNNY. Lý thuyết này góp phần lý giải ảnh hưởng giữa quy mô hoạt động đến mức độ minh bạch thông tin của các DNNY.

#### 2.2.5. Giả thuyết thị trường hiệu quả

Giả thuyết thị trường hiệu quả xuất phát từ khái niệm thị trường hoàn hảo trong kinh tế

học. Các nghiên cứu của Fama (1969), Shleifer (2000) và Haugen (2001) đã chỉ ra rằng thị trường được xem là hoàn hảo khi nó đạt được hiệu quả về mặt phân phối, hiệu quả về tổ chức hoạt động của thị trường, hiệu quả về mặt thông tin. Trong đó, hiệu quả về mặt thông tin là yếu tố quyết định dẫn đến thị trường hiệu quả một cách tổng thể. Thị trường hiệu quả được phân chia thành thị trường hiệu quả dạng yếu, thị trường hiệu quả dạng vừa và thị trường hiệu quả dạng mạnh.

Khi áp dụng giả thuyết này, tác giả kỳ vọng rằng lợi nhuận, biến động thu nhập của doanh nghiệp sẽ tác động đến minh bạch thông tin. Bởi vì theo lý giải của giả thuyết này, thị trường là hiệu quả và sẽ phản ánh các thông tin liên quan đến chứng khoán vào trong giá.

### 2.3. Lược khảo các nghiên cứu có liên quan đến minh bạch thông tin

#### 2.3.1. Các nghiên cứu của nước ngoài

- Các nghiên cứu về mức độ minh bạch thông tin

Năm 2002, tác giả Almazan và cộng sự đã công bố công trình “*Stakeholders, capital structure and transparency*” (CEMFI Working Paper) về mối quan hệ giữa tính minh bạch thông tin với quyết định cơ cấu vốn trong doanh nghiệp và chỉ ra rằng mức độ minh bạch hóa thông tin càng cao thì các doanh nghiệp có xu hướng lựa chọn cơ cấu vốn an toàn hơn.

Năm 2003, trong bài báo “*Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance*” (Economic Policy Review), các tác giả Robert M. Bushman và Abbie J. Smith đã nghiên cứu mối quan hệ giữa minh bạch thông tin (đặc biệt là thông tin từ BCTC kiểm toán) và vấn đề quản trị doanh nghiệp. Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả đã đưa ra các tiêu chí để đánh giá mức độ minh bạch thông tin của doanh nghiệp.

Năm 2004, nghiên cứu “*Transparency, Specialization and FDI*” (CESIFO working paper No. 1161) của các tác giả Assaf Razin và



Efraim Sadka đã phân tích mối quan hệ giữa minh bạch thông tin và sự phát triển của đầu tư trực tiếp nước ngoài. Nghiên cứu này chỉ ra rằng các quốc gia có mức độ minh bạch thông tin kém thì dòng chảy FDI cũng suy giảm.

Năm 2015, nghiên cứu “*Transparency, Tax Pressure, and Access to Finance*” của nhóm tác giả Andrew Ellul và cộng sự (*Review of Finance*, Volume 20, Issue 1, March 2016, Pages 37–76) đã phân tích sự đánh đổi giữa minh bạch thông tin và gánh nặng về thuế. Nghiên cứu chỉ ra rằng các công ty minh bạch hơn được tiếp cận tốt hơn với tài chính, và cũng cho phép các cơ quan thuế kiểm tra chặt chẽ hơn và do đó phải đối mặt với gánh nặng thuế nặng hơn, trong trường hợp họ phải báo cáo dữ liệu tương tự cho cơ quan thuế và NĐT (tuân thủ chính sách thuế).

- Các nghiên cứu về tính minh bạch thông tin tài chính

Năm 2003, nghiên cứu “*What Determines Corporate Transparency?*” (*Journal of Accounting Research*, Vol 42, No 2, May 2004) của Robert M. Bushman và cộng sự đã phân tích về sự minh bạch thông tin của các DNNY dựa trên 2 nhóm nhân tố: minh bạch thông tin tài chính (tính kịp thời, độ tin cậy, khả năng tiếp cận thông tin) và minh bạch thông tin quản trị. Nghiên cứu này cũng đánh giá mức độ ảnh hưởng của nhân tố luật pháp và kinh tế đến tính minh bạch thông tin của doanh nghiệp thông qua mẫu khảo sát các DNNY từ 41 đến 46 quốc gia. Trong đó, Bushman và cộng sự xem xét tính minh bạch của BCTC thông qua 5 nhóm nhân tố là: (1) Mức độ công bố thông tin tài chính, (2) Mức độ công bố thông tin quản trị công ty, (3) Các nguyên tắc kế toán, (4) Thời gian công bố BCTC, (5) Chất lượng kiểm toán các BCTC được công bố. Bushman và cộng sự kết luận rằng: minh bạch trong quản trị công ty liên quan mật thiết với cơ chế pháp lý, trong khi đó minh bạch thông tin tài chính liên quan chủ yếu đến chính sách kinh tế. Kết quả nghiên cứu cũng cho rằng minh bạch thông tin tài chính có liên quan đến quy mô doanh

nh nghiệp. Cụ thể, công ty có quy mô lớn thì mức độ minh bạch thông tin tài chính cao hơn công ty có quy mô nhỏ.

Cũng trong năm 2003, bài viết “*A multinational test of determinants of corporate disclosure*” (*The International Journal of Accounting*, 38 (2003) P.173 – 194) của Jeffrey J. Archambault và Marie E. Archambault đã nghiên cứu mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến tính minh bạch thông tin của các công ty. Theo nhóm tác giả, các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin tài chính của doanh nghiệp là: quyền sở hữu, tình trạng niêm yết, chính sách cổ tức, kiểm toán và đòn bẩy tài chính. Ngoài ra, Jeffrey và Marie cho rằng quá trình hoạt động của doanh nghiệp ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin tài chính của các DNNY. Quá trình hoạt động này gồm: quy mô công ty, lĩnh vực kinh doanh và doanh thu xuất khẩu. Bằng nghiên cứu thực nghiệm để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu trên với mẫu khảo sát là 1.000 công ty công nghiệp hàng đầu ở 41 quốc gia (trong quá trình chạy mô hình thì chỉ còn lại 33 quốc gia), Jeffrey J. và Marie E. Archambault đã đưa ra được mô hình hồi quy về sự tương quan giữa mức độ công bố thông tin nói chung và thị trường tài chính nói riêng của doanh nghiệp với các nhân tố ảnh hưởng đã nêu trên.

Năm 2005, nhóm tác giả Cheung và cộng sự trong nghiên cứu “*Determinants of Corporate Disclosure and Transparency: Evidence from Hong Kong and Thailand*” đã xem xét các mức độ công bố thông tin và tính minh bạch của các DNNY ở 2 thị trường là Thái Lan và Hồng Kông. Nghiên cứu đưa ra 2 nhóm nhân tố ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin và tính minh bạch thông tin là: nhóm nhân tố tài chính và nhóm nhân tố quản trị công ty. Trong nhóm nhân tố tài chính, các tác giả đưa ra mô hình 5 biến tài chính có ảnh hưởng đến mức độ công bố và tính minh bạch của thông tin tài chính gồm: quy mô công ty, đòn bẩy tài chính, kết quả tài chính, tài sản đảm bảo và hiệu quả sử dụng tài sản. Đối với nhóm nhân tố về quản

trị công ty, nhóm tác giả cho rằng các biến có ảnh hưởng đến mức độ công bố và tính minh bạch của thông tin gồm: mức độ tập trung quyền sở hữu, cơ cấu của HĐQT và quy mô của HĐQT. Nghiên cứu trên của nhóm tác giả đã thực hiện khảo sát với số lượng 265 DNNY trên TTCK Thái Lan và 148 DNNY trên TTCK Hồng Kông. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng: mức độ công bố và tính minh bạch thông tin của các công ty Thái Lan cao hơn nhiều so với các công ty ở Hồng Kông. Nhóm nhân tố tài chính như quy mô công ty, hiệu quả sử dụng tài sản, giá trị tài sản đảm bảo và khả năng sinh lợi dài hạn của doanh nghiệp ảnh hưởng đến tính minh bạch và mức độ công khai thông tin của các DNNY ở Hồng Kông, nhưng lại không ảnh hưởng đến các DNNY ở Thái Lan. Trong khi đó, các nhân tố quản trị công ty như quy mô và cơ cấu HĐQT có ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin ở Thái Lan nhưng lại không ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin ở Hồng Kông. Riêng biến “tỷ lệ các giám đốc điều hành không phải là thành viên của HĐQT” (trong biến cơ cấu của HĐQT) càng lớn thì tính minh bạch và mức độ công bố thông tin của các DNNY càng cao ở cả Thái Lan và Hồng Kông.

### 2.3.2. Các nghiên cứu tại Việt Nam

- Các nghiên cứu về mức độ minh bạch thông tin

Năm 2006, tác giả Nguyễn Thị Hà với bài viết “*Công khai minh bạch thông tin trong quản trị doanh nghiệp của các nước thuộc khối OECD vào doanh nghiệp Việt Nam*” đăng trên Tạp chí Nghiên cứu Tài chính Kế toán (Số 11/40, trang 18-21). Trong bài viết này, tác giả đã phân tích nguyên tắc “Công khai và minh bạch” theo yêu cầu của OECD. Thông qua các nguyên tắc của OECD, tác giả trình bày các nội dung thông tin cần minh bạch và quá trình vận dụng trong điều kiện của các doanh nghiệp Việt Nam.

Năm 2007, tác giả Trần Đình Cung có bài viết đăng trên Tạp chí Chứng khoán Việt Nam với tựa đề “*Công khai hóa và minh bạch thông*

*tin – Cơ sở để thị trường và bên ngoài công ty thực hiện giám sát công ty*” (Số 9, trang 15-18). Trong nghiên cứu này, tác giả cho rằng có 4 nhóm thông tin cần công khai đó là: thông tin về sứ mệnh và mục tiêu của công ty, thông tin về quyền sở hữu và quyền biểu quyết, thông tin về tình hình tài chính và kết quả hoạt động của công ty và cuối cùng là thông tin về HĐQT và cán bộ quản lý chủ chốt. Nghiên cứu cũng kết luận rằng, công ty phụ thuộc nhiều vào vốn từ bên ngoài có xu hướng công khai nhiều hơn; công ty đang có tình trạng khó khăn có thể không muốn công khai; ngược lại công ty đang có kết quả kinh doanh tốt có xu hướng công khai nhiều hơn, công ty có sở hữu vốn càng tập trung thì có thể muốn thu hẹp yêu cầu và quy mô công khai hóa. Tuy nhiên, các kết quả nghiên cứu của tác giả chủ yếu dựa vào các phân tích định tính và chưa có các cơ sở minh chứng một cách rõ ràng và cụ thể.

Năm 2008, nhóm tác giả Lê Trường Vinh và Hoàng Trọng có bài viết về “*Các yếu tố ảnh hưởng đến mức độ minh bạch thông tin của các doanh nghiệp niêm yết theo cảm nhận của nhà đầu tư*” đăng trên Tạp chí Phát triển Kinh tế (Số tháng 12/2008). Trong nghiên cứu này, tác giả đã xây dựng mô hình sử dụng 5 biến nguyên nhân ảnh hưởng đến tính minh bạch thông tin gồm: quy mô, lợi nhuận, nợ phải trả, tài sản cố định, vòng quay tổng tài sản để kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến tính minh bạch thông tin của các DNNY tại HNX và kết luận rằng chỉ có biến kết quả tài chính đại diện là chỉ tiêu lợi nhuận – PROFIT là ảnh hưởng đến tính minh bạch thông tin của các DNNY. Tuy nhiên, quá trình tiếp cận để đề xuất mô hình của tác giả chưa toàn diện và cỡ mẫu khảo sát của tác giả khá nhỏ so với quy mô của TTCK Việt Nam (30 DNNY).

Năm 2012, nghiên cứu của tác giả Nguyễn Thúy Anh với tựa đề “*Minh bạch hóa thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam đáp ứng yêu cầu hội nhập kinh tế quốc tế*” cũng đề cập đến sự minh bạch thông tin trên TTCK. Trong nghiên cứu này, tác giả đã phân tích thực

trạng minh bạch thông tin trên TTCK Việt Nam và rút ra kết luận: TTCK Việt Nam mặc dù đã có nỗ lực trong việc minh bạch thông tin như ban hành khung pháp luật, việc tuân thủ của các DNNY, việc thực hiện các chức năng của trung gian tài chính như các công ty kiểm toán, xếp hạng tín nhiệm thì vẫn còn nhiều vấn đề cần giải quyết: Khung pháp luật chưa hoàn chỉnh, chức năng quản lý Nhà nước còn yếu kém. Đồng thời, thông qua việc phân tích một trường hợp vi phạm minh bạch thông tin để chỉ ra yếu kém của cơ quan quản lý Nhà nước. Công trình cũng sử dụng tiêu chí xếp hạng minh bạch và công bố thông tin của S&P để xếp hạng 89 DNNY trên HSX để chỉ ra mức độ minh bạch thông tin của DNNY Việt Nam. Tuy nhiên, nghiên cứu của tác giả chủ yếu sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính để lý giải và minh chứng cho các kết luận của mình cũng như sử dụng một vài trường hợp điển hình để phân tích sự yếu kém trong mức độ minh bạch thông tin nên chưa toàn diện và đầy đủ, tính thuyết phục chưa cao.

Năm 2016, nhóm tác giả Lê Quang Cảnh và Nguyễn Vũ Hùng có bài viết với tựa đề “*Công bố và minh bạch thông tin với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam*” đăng trên Tạp chí Phát triển Kinh tế (số 27(6), trang 64-79) đã nghiên cứu phân tích công bố thông tin có ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của DNNY ở Việt Nam và vai trò của minh bạch/chất lượng thông tin công bố trong mối quan hệ này. Sử dụng dữ liệu từ 354 DNNY trên HNX, kết quả nghiên cứu cho thấy càng nhiều thông tin được công bố thì kết quả kinh doanh được đánh giá thông qua tỷ số lợi nhuận ròng trên tài sản (ROA) và tỷ 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 công bố thông tin với kết quả kinh doanh. Các tác giả khẳng định tầm quan trọng của việc công bố thông tin kịp thời và có thể tiếp cận khi nghiên cứu tác động của công bố và minh bạch thông tin đến kết quả kinh doanh của DNNY. Tuy nhiên, mẫu

khảo sát nghiên cứu định lượng của các tác giả chỉ tập trung vào các DNNY trên HNX nên tính đại diện cho các DNNY trên TTCK Việt Nam là chưa cao.

Năm 2017, nghiên cứu các tác giả Trương Đông Lộc và Nguyễn Thị Kim Anh với tựa đề “*Xây dựng chỉ số minh bạch và công bố thông tin cho các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*” đăng trên Tạp chí Ngân hàng (số 19, tháng 10/2017). Công trình cũng sử dụng phương pháp đánh giá số lượng thông tin công bố tương tự như S&P (các tiêu chí được đề xuất gồm ba nhóm nhân tố là minh bạch cấu trúc sở hữu và quyền của NĐT, minh bạch tài chính và công bố thông tin, minh bạch cấu trúc HĐQT và tiến trình với 53 tiêu chí) để chấm điểm đo lường mức độ minh bạch thông tin của 278 DNNY trên HSX tại thời điểm ngày 31/12/2014. Tuy nhiên, nghiên cứu chỉ mới dừng lại ở việc xây dựng các chỉ số và thực hiện chấm điểm minh bạch thông tin của các DNNY ở HSX (điểm bình quân là 78,6 trên thang điểm 100) rồi đưa ra kết luận, chưa đi sâu phân tích mức độ tác động của các nhân tố đến minh bạch thông tin.

- Các nghiên cứu về minh bạch thông tin tài chính

Năm 2012, Báo cáo *Thẻ điểm quản trị công ty 2012* của Tổ chức Tài chính quốc tế (IFC) phối hợp với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (Chương trình nghiên cứu của Word Bank), cũng đã trình bày các vấn đề liên quan đến minh bạch thông tin và quản trị công ty của các DNNY tại TTCK Việt Nam. Trong nghiên cứu này, nguyên tắc, phương pháp luận của OECD và môi trường quản trị công ty ở Việt Nam là cơ sở để nghiên cứu này xây dựng Thẻ điểm quản trị công ty của Việt Nam. Thông qua kết quả khảo sát và dữ liệu nghiên cứu của 100 DNNY trên TTCK Việt Nam, kết quả nghiên cứu cho thấy các DNNY đã cung cấp thông tin ít hơn và chất lượng công khai, minh bạch đã giảm sút. Các DNNY đã “*hạ thấp tiêu chuẩn về công khai thông tin, chỉ cung cấp những thông tin chung chung, không đầy đủ ra thị trường*”. Kết



quả nghiên cứu của IFC cũng chỉ ra rằng mức điểm trung bình về minh bạch và công bố thông tin chỉ đạt 40,1%, “*chưa bằng một nửa điểm số cần đạt được đối với hoạt động công bố thông tin có chất lượng*”. Tuy nhiên, nghiên cứu này chủ yếu đề cập đến vấn đề quản trị công ty, trong đó minh bạch và công bố thông tin chỉ là một vấn đề đặt ra trong nội dung nghiên cứu về quản trị công ty nên kết quả phân tích chưa đi sâu về mức độ minh bạch thông tin tài chính của các DNNY. Nghiên cứu cũng chỉ dừng lại ở việc phân tích thực trạng về mức độ minh bạch thông tin nói chung và minh bạch thông tin tài chính nói riêng của các DNNY mà chưa đề cập đến các nhân tố ảnh hưởng đến tính minh bạch thông tin tài chính của các DNNY trên TTCK Việt Nam.

Nghiên cứu của tác giả Lê Thị Mỹ Hạnh (2015) với tựa đề “*Minh bạch thông tin tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”. Dựa trên các nguyên tắc quản trị công ty của OECD (2004), tác giả xây dựng thang đo đánh giá mức độ minh bạch thông tin tài chính dựa trên các đặc điểm của thông tin đó là *sự tin cậy, kịp thời, chính xác, đầy đủ, nhất quán và thuận tiện*. Kết quả nghiên cứu cho thấy, tính minh bạch thông tin tài chính của các DNNY trên TTCK Việt Nam thời gian qua chưa cao, mức độ minh bạch thông tin tài chính của các DNNY trên TTCK Việt Nam chỉ ở mức trung bình khá (3,7 điểm trên thang điểm 5). Kết quả kiểm định mô hình hồi quy cho thấy các nhân tố phản ánh đặc điểm tài chính và quản trị công ty như: đòn bẩy tài chính, lợi nhuận, công ty kiểm toán và cơ cấu HĐQT ảnh hưởng đến mức độ minh bạch thông tin tài chính của các DNNY trên TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, tác giả sử dụng mẫu nghiên cứu lấy từ 178 DNNY trên HSX làm đại diện cho TTCK Việt Nam nên vẫn chưa toàn diện; tác giả chưa tìm hiểu các báo cáo thường niên (BCTN), báo cáo tình hình quản trị, các BCTC quý, BCTC giữa niên độ; một số nhân tố khá quan trọng chưa được tác giả xét đến như ngành nghề kinh doanh, mức độ tập trung quyền sở hữu, tính độc lập thực sự của

thành viên HĐQT, trình độ của kế toán trưởng, trình độ của ban giám đốc.

#### **2.4. Khe hở trong nghiên cứu về minh bạch thông tin**

Lược khảo các nghiên cứu trên thế giới và tại Việt Nam cho thấy có rất nhiều nhân tố ảnh hưởng đến tính minh bạch thông tin và được xem xét ở nhiều góc độ từ vĩ mô như hệ thống kinh tế, chính trị, văn hóa đến vi mô như các đặc điểm tài chính hay đặc điểm quản trị công ty. Tại những đất nước khác nhau, những nền văn hóa khác nhau, những nền kinh tế khác nhau thì sự tác động của từng nhóm nhân tố ảnh hưởng đến tính minh bạch thông tin có thể có kết quả khác nhau, thậm chí là trái ngược nhau.

Nghiên cứu của các tác giả trên thế giới phần lớn xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến tính minh bạch thông tin với mẫu khảo sát/đánh giá thông qua nhiều quốc gia, rất ít nghiên cứu đi sâu vào một thị trường cụ thể, trong đó chủ yếu sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng. Ngoài ra, các nghiên cứu trên thế giới hầu như rất ít thực hiện bước nghiên cứu tổng thể bằng phương pháp định tính để khám phá các nhân tố mới mà chủ yếu kế thừa và vận dụng đầy đủ các nhân tố đã thực hiện ở các mô hình trước với kích cỡ mẫu ngày càng lớn hơn.

Trong khi đó, các tác giả tại Việt Nam chủ yếu tập trung vào nghiên cứu tính minh bạch thông tin của các nhóm doanh nghiệp nhỏ và vừa hoặc nhóm các DNNY trên TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, các nghiên cứu liên quan đến tính minh bạch thông tin của các tác giả trong nước còn đơn lẻ, tính hệ thống chưa cao và chủ yếu sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính. Một số nghiên cứu có sử dụng các bảng câu hỏi khảo sát để hỗ trợ và làm cơ sở cho các phân tích, các kết luận của mình, từ đó đề ra các giải pháp có liên quan. Hầu hết các nghiên cứu chỉ đưa ra những nhân tố ảnh hưởng đến tính minh bạch thông tin ở mức độ thống kê, mô tả hiện tượng, chưa phân tích được mối tương quan và mức độ tương quan giữa các nhóm nhân tố ảnh hưởng đến tính minh bạch thông tin.



Đây chính là khe hở trong nghiên cứu lý luận và thực tiễn về minh bạch thông tin. Từ việc xác định khe hở nghiên cứu, tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính để xây dựng các chỉ số lượng hóa mức độ minh bạch thông tin và phương pháp nghiên cứu định lượng để kiểm định mô hình các nhân tố tác động đến tính minh bạch thông tin của các DNNY trên TTCK Việt Nam.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Phương pháp nghiên cứu định tính

Dựa trên chỉ số minh bạch và công bố thông tin của Standard & Poor's, tác giả khảo sát và trao đổi trực tiếp với 20 chuyên gia am hiểu về tình hình hoạt động của TTCK và có nhiều kinh nghiệm thực tiễn trong lĩnh vực tài chính - chứng khoán - kiểm toán nhằm xây dựng chỉ số đo lường sự minh bạch thông tin của các DNNY trên TTCK Việt Nam.

#### Phương pháp nghiên cứu định lượng

Dựa trên dữ liệu từ BCTC đã được kiểm toán, BCTN, Báo cáo tình hình quản trị năm 2018 của 300 DNNY chọn mẫu ngẫu nhiên trên TTCK Việt Nam, tác giả tiến hành phân tích mô hình hồi quy bằng phương pháp hồi quy bình phương tối thiểu thông thường (Ordinary Least Squares), kiểm định các khiếm khuyết của mô hình, ước lượng và giải thích ý nghĩa của mô hình.

Xây dựng chỉ số đo lường sự minh bạch thông tin cho các DNNY trên TTCK Việt Nam

Chỉ số minh bạch thông tin được xây dựng trên thang điểm 100 (điểm tối đa mà một DNNY có thể đạt được) dựa trên 3 nhóm tiêu chí sau đây:

- Minh bạch cấu trúc sở hữu và quyền của NĐT: gồm 14 tiêu chí.
- Minh bạch tài chính và công bố thông tin: gồm 24 tiêu chí.
- Minh bạch cấu trúc, thành phần, quy trình làm việc của HĐQT, Ban điều hành và Ban kiểm soát: gồm 15 tiêu chí.

Chỉ số minh bạch thông tin của từng DNNY được tính như sau:

$$TRANS_i = \frac{\sum_{j=1}^n d_{ij}}{n}$$

Trong đó:

- $TRANS_i$ : Chỉ số minh bạch thông tin của DNNY i (điểm).
- $d_j$ : Điểm của tiêu chí đánh giá mức độ minh bạch thông tin j.
- n: Tổng số tiêu chí đánh giá.

\* Ghi chú: Chi tiết các tiêu chí đo lường mức độ minh bạch thông tin của các DNNY được trình bày ở phần Phụ lục.

#### 3.4. Mô hình nghiên cứu

##### 3.4.1. Mô tả các biến và cách thức đo lường các biến

**Bảng 1. Mô tả các biến và cách thức đo lường các biến**

Ký hiệu	Biến	Cách thức đo lường
<b>I. Biến phụ thuộc</b>		
TRANS	Mức độ minh bạch thông tin của DNNY trên TTCK Việt Nam	Chấm điểm 53 tiêu chí đối với 300 DNNY chọn mẫu (đã trình bày ở Mục 3.3 trên đây)
<b>II. Biến độc lập</b>		
<b>1. Nhóm nhân tố tài chính</b>		
LOG(SIZE)	Quy mô doanh nghiệp	Logarit tổng tài sản
LEVERAGE	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản
PROFIT	Lợi nhuận	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu

Ký hiệu	Biến	Cách thức đo lường
ASSET	Hiệu suất sử dụng tài sản	Doanh thu thuần/Tổng tài sản
TAX	Thuế	Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành/Tổng lợi nhuận trước thuế
AUDIT	Công ty kiểm toán	Doanh nghiệp được kiểm toán bởi Big 4 (Deloitte, Pricewaterhouse Coopers, Ernst & Young và KPMG) được ký hiệu là 1, ngược lại (Non Big 4) là 0.
<b>2. Nhóm nhân tố quản trị</b>		
STRUCTURE	Cơ cấu HĐQT	Tỷ lệ thành viên HĐQT không tham gia điều hành doanh nghiệp.
CHAIRMAN	Sự kiêm nhiệm giữa Chủ tịch HĐQT và Tổng Giám đốc	Doanh nghiệp có sự kiêm nhiệm giữa Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc được ký hiệu là 1, ngược lại (không kiêm nhiệm) là 0.
FOREIGN	Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông nước ngoài trong doanh nghiệp.

### 3.4.2. Các giả thuyết nghiên cứu

**Bảng 2. Các giả thuyết nghiên cứu**

Nội dung giả thuyết	Nguồn tham khảo
Giả thuyết H1: Doanh nghiệp có quy mô lớn thì mức độ minh bạch thông tin cao hơn doanh nghiệp có quy mô nhỏ.	Wallace (1994), Meek (1995), Zarzeski (1996), Ahmed và Courtis (1999), Robert Bushman và cộng sự (2001), Archambault (2003), Khanna và cộng sự (2004)
Giả thuyết H2: Doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao thì mức độ minh bạch thông tin càng cao.	Ahmed và Courtis (1999), Archambault (2003)
Giả thuyết H3: Doanh nghiệp có lợi nhuận cao thì sẵn sàng minh bạch thông tin hơn doanh nghiệp có lợi nhuận thấp.	Lang và Lundholm (1993), Khanna và cộng sự (2004)
Giả thuyết H4: Doanh nghiệp có hiệu suất sử dụng tài sản cao thì mức độ minh bạch thông tin càng cao.	Cheung và cộng sự (2005)
Giả thuyết H5: Doanh nghiệp chịu thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp cao thì mức độ minh bạch thông tin thấp.	Andrew Ellul và cộng sự (2015)
Giả thuyết H6: Doanh nghiệp được kiểm toán bởi công ty kiểm toán lớn (Big 4) có mức độ minh bạch thông tin cao hơn doanh nghiệp được kiểm toán bởi công ty kiểm toán khác (Non Big 4).	Jensen và Meckling (1976), Fargher và cộng sự (2001), Archambault (2003)
Giả thuyết H7: Doanh nghiệp có tỷ lệ thành viên Hội đồng quản trị không tham gia điều hành cao thì mức độ minh bạch thông tin càng cao.	Jensen và Meckling (1976), Fama và Jensen (1983)
Giả thuyết H8: Doanh nghiệp có sự kiêm nhiệm giữa Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc thì có mức độ minh bạch thông tin thấp.	Jensen và Meckling (1976)
Giả thuyết H9: Các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu cổ đông nước ngoài càng cao thì mức độ minh bạch thông tin càng cao.	Singhvi (1968), Haniffa và Cooke (2002)

3.4.3. Phương trình hồi quy

$$TRANS_i = \beta_0 + \beta_1 LOG(SIZE_i) + \beta_2 LEVERAGE_i + \beta_3 PROFIT_i + \beta_4 ASSET_i + \beta_5 TAX_i + \beta_6 AUDIT_i + \beta_7 STRUCTURE_i + \beta_8 CHAIRMAN_i + \beta_9 FOREIGN_i + \varepsilon_i$$

Trong đó:

- $TRANS_i$ : Mức độ minh bạch thông tin của DNNY mẫu thứ i.
- $\beta_0$ : Hằng số (Constant term)
- $\beta_i$ : Hệ số các biến độc lập
- $\varepsilon_i$ : Phần dư (Residual)

3.4.4. Kích thước mẫu nghiên cứu

Theo Green (1991), công thức xác định kích thước mẫu nghiên cứu là:  $n \geq 50 + 8m$  (trong đó: n là kích thước mẫu tối thiểu cần thiết và m là số lượng biến độc lập trong mô hình). Tabachnick và Fidell (2007) cũng đưa ra công thức xác định kích thước mẫu nghiên cứu dựa trên kinh nghiệm như sau:  $n \geq 104 + m$  (trong đó: n là kích thước mẫu tối thiểu cần thiết và m là số lượng biến độc lập trong mô hình). Kích thước mẫu nghiên cứu được tác giả sử dụng là 300 DNNY đã đáp ứng được yêu cầu về kích thước mẫu của Green (1991), Tabachnick và Fidell (2007).

3.4.5. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu phục vụ nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp theo tần suất năm, được thu thập từ BCTC hợp nhất, BCTN, Báo cáo tình hình quản trị của 300 DNNY trên TTCK Việt Nam (không bao gồm các doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực tài chính, ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm). Để thể hiện tính thống nhất của số liệu thu thập, tác giả chỉ sử dụng số liệu trên BCTC của các DNNY có niên độ kế toán bắt đầu từ ngày 01/01/2018 và kết thúc vào ngày 31/12/2018.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Đánh giá mức độ minh bạch thông tin của các DNNY

**Bảng 3. Chỉ số minh bạch thông tin của các DNNY trên TTCK Việt Nam**

Thị trường/Ngành nghề	Số quan sát	Điểm			
		Nhỏ nhất	Lớn nhất	Trung bình	Độ lệch chuẩn
<b>I. HNX</b>	<b>150</b>	<b>73</b>	<b>92</b>	<b>84,20</b>	<b>3,53</b>
1. Công nghiệp	52	76	91	84,52	3,71
2. Hoạt động chuyên môn, khoa học và công nghệ; hành chính và dịch vụ hỗ trợ	8	79	88	83,88	3,23
3. Hoạt động kinh doanh bất động sản	8	79	87	84	2,56
4. Khai khoáng và dầu khí	6	81	89	85,67	3,72
5. Nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản	2	83	86	84,50	2,12
6. Thông tin, truyền thông và các hoạt động khác	12	77	84	81,42	1,98
7. Thương mại và dịch vụ lưu trú, ăn uống	19	73	92	84,53	4,19
8. Vận tải kho bãi	13	81	89	85	2,58
9. Viễn thông	1	84	84	84	0
10. Xây dựng	23	77	91	83,91	4,01
11. Y tế	6	81	89	84,50	3,02

Thị trường/Ngành nghề	Số quan sát	Điểm			
		Nhỏ nhất	Lớn nhất	Trung bình	Độ lệch chuẩn
<b>II. HSX</b>	<b>150</b>	<b>76</b>	<b>94</b>	<b>86,67</b>	<b>3,62</b>
1. Bất động sản	19	79	92	85,68	4,01
2. Chăm sóc sức khỏe	7	85	94	88,86	3,13
3. Công nghệ thông tin	2	90	92	91	1,41
4. Công nghiệp	42	76	91	86,69	3,61
5. Dịch vụ tiện ích	11	80	92	87,27	3,35
6. Hàng tiêu dùng	22	80	91	86,59	3,50
7. Hàng tiêu dùng thiết yếu	20	80	94	87,20	3,55
8. Năng lượng	5	80	90	85,80	4,49
9. Nguyên vật liệu	22	79	92	85,91	3,39
<b>Tổng cộng</b>	<b>300</b>	<b>73</b>	<b>94</b>	<b>85,44</b>	<b>3,78</b>

*Nguồn: Tác giả tự tính toán*

Nhìn chung, chỉ số minh bạch thông tin của DNNY không có sự khác biệt lớn giữa các ngành. Chỉ số minh bạch thông tin cao nhất thuộc về ngành chăm sóc sức khỏe và ngành hàng tiêu dùng thiết yếu trên HSX (94 điểm). Trong khi đó, ngành thương mại và dịch vụ lưu

trú, ăn uống trên HNX lại có chỉ số minh bạch thông tin thấp nhất (73 điểm). Chỉ số minh bạch thông tin trung bình quân của các DNNY trong mẫu nghiên cứu là 85,44 điểm.

#### 4.2. Đánh giá sự phù hợp của các biến

**Bảng 4. Các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ minh bạch thông tin của các DNNY**

Biến	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Trung bình	Phương sai	Độ lệch chuẩn	Skewness	Kurtosis
LOG(SIZE)	9,82	19,48	13,79	3,04	1,74	0,39	0,01
LEVERAGE	2,43%	88,27%	46,75%	4,31%	20,76%	-0,19	-0,76
PROFIT	0,52%	245,27%	17,04%	2,97%	17,23%	8,19	103,30
ASSET	0%	1.031,89%	134,07%	173,24%	131,62%	2,98	13,09
TAX	0%	83,33%	19,29%	0,71%	8,43%	2,05	13,32
AUDIT	0	1	0,33	0,22	0,47	0,73	-1,48
STRUCTURE	20%	100%	66,00%	2,42%	15,54%	-0,27	-0,02
CHAIRMAN	0	1	0,24	0,18	0,43	1,20	-0,56
FOREIGN	0%	76,90%	12,80%	2,49%	15,78%	1,46	1,53

*Nguồn: Tác giả tự tính toán*

#### 4.3. Phân tích tương quan

Kết quả phân tích tương quan cho thấy các biến độc lập đều có tương quan với biến phụ thuộc. Trong đó, biến LOG(SIZE) có hệ số

tương quan cao nhất, thể hiện mối quan hệ tương quan mạnh với TRANS. Trong nhóm biến độc lập có 02 biến có tương quan âm và 07 biến có tương quan dương với biến phụ thuộc.



**4.4. Kiểm định và ước lượng mô hình nghiên cứu**

**4.4.1. Kiểm định tự tương quan**

Kết quả kiểm định tự tương quan bằng kiểm định Breusch-Godfrey (kiểm định tương quan chuỗi bậc p, với  $p \geq 1$ ) cho thấy, P-value = 0,9684 > 10% nên mô hình nghiên cứu không xảy ra hiện tượng tự tương quan bậc 2 với mức ý nghĩa 10%.

**4.4.2. Kiểm định đa cộng tuyến**

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến bằng hệ số nhân tố phóng đại phương sai VIF (Variance Inflation Factors) cho thấy, hệ số Centered VIF

không quá lớn ( $< 2$ ) và đều nhỏ hơn 10 nên không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu (Wooldridge, 2002).

**4.4.3. Kiểm định phương sai sai số thay đổi**

Kết quả kiểm định Breusch-Pagan-Godfrey cho thấy Prob. F(9,290) = 0,4551 > 10% nên mô hình nghiên cứu không tồn tại phương sai sai số thay đổi với mức ý nghĩa = 10%.

**4.5. Kiểm định mô hình sai dạng hàm**

Kết quả kiểm định Ramsey Reset cho thấy P-value = 0,4582 > 10% nên với mức ý nghĩa 10% thì mô hình nghiên cứu không sai dạng hàm.

**4.6. Kết quả ước lượng mô hình hồi quy**

**Bảng 5. Mô hình hồi quy**

Dependent Variable: TRANS

Method: Least Squares

Date: 08/15/19 Time: 16:43

Sample: 1 300

Included observations: 300

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	73.22279	2.015416	36.33135	0.0000
LOG(SIZE)	0.895752	0.151127	5.927154	0.0000
LEVERAGE	-1.316271	1.079197	-1.219676	0.2236
PROFIT	1.091397	1.142336	0.955408	0.3402
ASSET	0.455312	0.152841	2.978993	0.0031
TAX	-2.895216	2.400772	-1.205952	0.2288
AUDIT	0.863629	0.483590	1.785871	0.0752
STRUCTURE	0.365547	1.340099	0.272776	0.7852
CHAIRMAN	-1.618420	0.474688	-3.409438	0.0007
FOREIGN	0.855127	1.397281	0.611994	0.5410
R-squared	0.259682	Mean dependent var		85.43667
Adjusted R-squared	0.236707	S.D. dependent var		3.777152
S.E. of regression	3.299971	Akaike info criterion		5.258470
Sum squared resid	3158.045	Schwarz criterion		5.381929
Log likelihood	-778.7705	Hannan-Quinn criter.		5.307878
F-statistic	11.30263	Durbin-Watson stat		1.959176
Prob(F-statistic)	0.000000			

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu từ phần mềm Eviews

Kết quả ước lượng mô hình hồi quy cho thấy, biến phụ thuộc TRANS có tương quan với các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu, bao gồm LOG(SIZE), ASSET, AUDIT và CHAIRMAN với mức ý nghĩa 10%. Các biến còn lại là LEVERAGE, PROFIT, TAX, STRUCTURE và FOREIGN chưa cho thấy ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10%.

$R^2 = 0,259682$ . Hàm hồi quy mẫu giải thích được 25,9682% sự thay đổi của mức độ minh bạch thông tin.

Trong nhóm biến độc lập về nhân tố tài chính, TRANS có tương quan dương với LOG(SIZE) và ASSET (mức ý nghĩa 1%), AUDIT (mức ý nghĩa 10%). Trong nhóm biến độc lập về nhân tố quản trị, TRANS có tương quan âm với CHAIRMAN (mức ý nghĩa 1%).

## 5. Kết luận và đề xuất chính sách

### 5.1. Kết luận

Thông qua phương pháp ước lượng mô hình hồi quy với dữ liệu bảng và một số kiểm định, kết quả nghiên cứu cho thấy mô hình đánh giá các nhân tố tác động đến minh bạch thông tin của các DNNY trên TTCK Việt Nam là:

Các nhân tố tài chính là quy mô doanh nghiệp, hiệu suất sử dụng tài sản, công ty kiểm toán và nhân tố quản trị là sự kiêm nhiệm giữa Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc có ảnh hưởng đến mức độ minh bạch thông tin của các DNNY trên TTCK Việt Nam.

### 5.2. Đề xuất chính sách

#### 5.2.1. Đối với doanh nghiệp niêm yết

- Nâng cao ý thức trách nhiệm của DNNY trong việc gia tăng sự minh bạch thông tin công bố.

- Đầu tư phát triển hệ thống thông tin quản lý (MIS), triển khai ứng dụng hệ thống hoạch định nguồn lực doanh nghiệp (ERP) cũng như nâng cao chất lượng hệ thống kế toán doanh nghiệp.

- Hoàn thiện hệ thống quản trị doanh nghiệp; nâng cao công tác quan hệ với cổ đông, nhà đầu tư và công chúng.

- Phân bổ nguồn lực doanh nghiệp cho công tác marketing bán hàng và chăm sóc khách hàng, công tác nghiên cứu phát triển sản phẩm dịch vụ mới.

#### 5.2.2. Đối với nhà đầu tư

- Tích cực tham gia các khóa học ngắn hạn tổng quan về chứng khoán hoặc khóa học chuyên sâu phân tích tài chính doanh nghiệp.

- Chủ động cập nhật thông tin trên Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Sở Giao dịch chứng khoán, tạp chí và kênh thông tin chuyên ngành về chứng khoán.

- NĐT nhỏ lẻ cần phân tích kỹ lưỡng về thông tin doanh nghiệp công bố trước khi đưa ra quyết định đầu tư, tránh việc đầu tư theo tâm lý “bầy đàn” dễ gây thiệt hại về mặt tài chính cho bản thân.

#### 5.2.3. Đối với công ty kiểm toán

- Tăng cường hơn nữa về chất lượng kiểm toán các doanh nghiệp nhằm nâng cao hơn nữa sự tin cậy của công chúng vào kết quả kiểm toán.

- Chú trọng công tác tuyển dụng và không ngừng triển khai công tác tự đào tạo, giáo dục về đạo đức nghề nghiệp hoặc yêu cầu kiểm toán viên tham gia các khóa liên kết đào tạo để nâng cao trình độ, khả năng tư duy và bản lĩnh khi thực hiện công việc.

#### 5.2.4. Đối với Hội Kiểm toán viên hành nghề Việt Nam

- Quy định về mức giá phí kiểm toán sàn (mức thấp nhất) tương ứng với thời gian và quy mô doanh nghiệp được kiểm toán.

- Nâng cao tiêu chí chất lượng kiểm toán của các công ty kiểm toán được phép kiểm toán các DNNY trên TTCK Việt Nam.

#### 5.2.5. Đối với các cơ sở đào tạo

- Các trường đại học cần nâng cao chất lượng đầu ra của đội ngũ cử nhân kế toán – kiểm toán. Quá trình đào tạo cần hướng đến không chỉ kiến thức chuyên môn mà còn nâng cao kỹ năng thực hành, kỹ năng mềm trong công việc, thái độ tích cực với công việc và đạo đức nghề nghiệp.

- Các hiệp hội kế toán - kiểm toán cần phát huy vai trò của mình trong việc hướng dẫn các kỹ năng thực hành. Định kỳ tổ chức các hội thảo, các buổi tập huấn để nâng cao kỹ năng nghề nghiệp cho nguồn nhân lực kế toán ở các doanh nghiệp.

#### *5.2.6. Đối với Chính phủ, Bộ Tài chính và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước*

- Hoàn thiện các quy định về công bố thông tin và nội dung trình bày trên BCTC, BCTN: Chính phủ và Bộ Tài chính cần sớm ban hành các nghị định và thông tư hướng dẫn áp dụng các chuẩn mực BCTC Quốc tế (IFRS) vào BCTC của các DNNY nhằm nâng cao chất lượng và bảo đảm tính tương thích về thông tin tài chính của doanh nghiệp Việt Nam so với thế giới.

- Tăng cường giám sát hoạt động công bố thông tin trên TTCK: Thiết lập hệ thống các văn bản pháp luật kiểm soát hoạt động của các thành phần tham gia TTCK thông qua cơ chế giám sát của cơ quan quản lý Nhà nước, của Sở giao dịch chứng khoán và các bộ ngành liên quan, các hiệp hội ngành nghề. Rà soát những thông tin mang tính chất định kỳ mà DNNY công bố như BCTC, BCTN, báo cáo tình hình quản trị.

- Tăng cường các biện pháp chế tài đối với hành vi vi phạm nghĩa vụ công bố thông tin và sự thiếu minh bạch của thông tin được công bố trên TTCK.

- Triển khai mô hình tổ chức định mức tín nhiệm: Các tổ chức định mức tín nhiệm được hình thành sẽ giúp cung cấp thông tin về tính trung thực, độ tin cậy của các DNNY và các nhân tố thị trường gắn liền với rủi ro, giúp NĐT có cái nhìn đúng đắn hơn về đối tượng dự định đầu tư.

### **5.3. Hạn chế của bài viết và gợi ý hướng nghiên cứu tiếp theo**

#### *5.3.1. Hạn chế của bài viết*

Mặc dù dữ liệu được tác giả thu thập và phân tích đạt yêu cầu về mẫu trong phân tích

định lượng, tuy nhiên mẫu nghiên cứu mà tác giả thực hiện có phạm vi vẫn chưa đủ rộng, chưa bao quát được toàn bộ DNNY trên HNX và HSX; thời gian nghiên cứu chỉ trong năm 2018 nên chưa thể hiện rõ xu hướng tác động của một số nhân tố ảnh hưởng đến tính minh bạch thông tin của DNNY.

Mô hình nghiên cứu có mức độ giải thích chưa cao ( $R^2 = 0,259682$ ). Điều này là do một số nhân tố được các chuyên gia, các nghiên cứu trước đánh giá có khả năng ảnh hưởng đến mức độ minh bạch thông tin nhưng chưa được tác giả xem xét đến như ngành nghề kinh doanh, trình độ của ban giám đốc và kế toán trưởng... Bên cạnh đó, tác giả cũng chưa xem xét đến một số nhóm nhân tố bên ngoài ảnh hưởng đến mức độ minh bạch thông tin như hệ thống pháp luật, văn hóa, chính trị... mà theo các kết quả nghiên cứu trên thế giới thì có ảnh hưởng rất lớn đến mức độ minh bạch thông tin.

Tại Việt Nam hiện nay vẫn chưa có một thước đo cụ thể và chính thống để đo lường mức độ minh bạch thông tin của các DNNY. Vì vậy, tác giả chủ yếu sử dụng bảng câu hỏi được xây dựng từ bộ chỉ số minh bạch và cung cấp thông tin của S&P. Do đó, kết quả đánh giá mức độ minh bạch thông tin của các DNNY vẫn có một số hạn chế nhất định từ sự khác biệt về thể chế chính trị, kinh tế, văn hóa, pháp luật, tập quán kinh doanh của Việt Nam so với nước ngoài.

#### *5.3.2. Gợi ý hướng nghiên cứu tiếp theo*

- Mở rộng dữ liệu mẫu nghiên cứu lên quy mô toàn thị trường và xem xét trong khoảng thời gian dài hơn để xác định xu hướng tác động của các nhân tố ảnh hưởng.

- Bổ sung thêm các nhân tố ảnh hưởng khác mà nghiên cứu này chưa đề cập như: ngành nghề kinh doanh, trình độ của ban giám đốc và kế toán trưởng. Ngoài ra, có thể mở rộng nhóm nhân tố ảnh hưởng không chỉ ở phạm vi doanh nghiệp mà có thể ở phạm vi quốc gia với các nhóm nhân tố văn hóa, kinh tế, chính trị... Đồng thời, có thể chọn các quốc gia khác có nền kinh tế tương đương để tiến hành nghiên

cứ so sánh với Việt Nam về sự ảnh hưởng của các nhóm nhân tố văn hóa, kinh tế, chính trị... đến tính minh bạch thông tin của doanh nghiệp.

- Sử dụng nhiều hệ thống thang đo khác nhau dựa trên các nguyên tắc quản trị công

ty của OECD, thẻ điểm quản trị công ty khu vực ASEAN, bộ chỉ số minh bạch và cung cấp thông tin của S&P... để so sánh và đề xuất mô hình phù hợp với Việt Nam.

**Phụ lục. Các tiêu chí đo lường mức độ minh bạch thông tin của các DNNY trên TTCK Việt Nam**

STT	Tiêu chí	Điểm
<b>1</b>	<b>Minh bạch cấu trúc sở hữu và quyền của NĐT</b>	<b>25</b>
1.1	Công ty có cung cấp bản mô tả phân loại cổ phiếu?	1
1.2	Công ty có cung cấp bản đánh giá các cổ đông nắm giữ các loại cổ phiếu?	1
1.3	Công ty có cung cấp số lượng cổ phiếu phổ thông đã phát hành và đang lưu hành?	2
1.4	Công ty có cung cấp mệnh giá của cổ phiếu phổ thông đã phát hành và đang lưu hành?	1
1.5	Công ty có cung cấp số lượng cổ phiếu ưu đãi và những loại khác đã phát hành và đang lưu hành?	2
1.6	Công ty có cung cấp mệnh giá của cổ phiếu ưu đãi và những loại khác đã phát hành và đang lưu hành?	1
1.7	Công ty có đưa ra những quyền sở hữu khác ngoài quyền bỏ phiếu (mua lại/trả cổ tức)?	1
1.8	Công ty có công bố quyền biểu quyết cho từng loại cổ phiếu không?	1
1.9	Công ty có công bố những cổ đông nằm trong top 1, top 3, top 5 hoặc top 10 của Công ty?	4
1.10	Công ty có công bố những cổ đông sở hữu nhiều hơn 3%, 5% hoặc 10% tổng số cổ phần trong công ty?	3
1.11	Công ty có công bố tỷ lệ sở hữu chéo không?	1
1.12	Công ty có đưa ra lịch họp cho những cuộc họp cổ đông quan trọng? Thông báo lịch họp trước ngày họp?	2
1.13	Công ty có mô tả nội dung trong những cuộc họp cổ đông? Chi tiết?	2
1.14	Công ty có cung cấp tài liệu quan trọng chuẩn bị cho những cuộc họp cổ đông (báo cáo của Giám đốc, HĐQT, Ban kiểm soát)?	3
<b>2</b>	<b>Minh bạch tài chính và công bố thông tin</b>	<b>38</b>
2.1	Công ty có báo cáo chi tiết về loại hình kinh doanh?	1
2.2	Công ty có báo cáo chi tiết về sản phẩm/dịch vụ cung cấp?	1
2.3	Công ty có công bố mục tiêu hoạt động?	1
2.4	Công ty có công bố thị phần kinh doanh của mình không? Chi tiết?	2
2.5	Công ty có công bố về những kế hoạch phát triển kinh doanh của mình trong những năm tới không? Chi tiết?	2
2.6	Công ty có cung cấp các chỉ tiêu tài chính hiệu quả (ROA, ROE, khả năng thanh toán, đòn bẩy tài chính...) không?	3
2.7	Công ty có đưa ra phân tích về thông tin tài chính? Nhận diện rủi ro? Giải pháp ứng phó?	3
2.8	Công ty có công bố báo cáo tài chính hàng quý, cả năm không?	4
2.9	Công ty có lập và công bố BCTC hợp nhất không?	1
2.10	Thông tin tài chính trên BCTN có phù hợp với báo cáo kiểm toán không?	1



STT	Tiêu chí	Điểm
2.11	Công ty có công bố chính sách kế toán không?	1
2.12	Công ty có công bố chuẩn mực kế toán được sử dụng trong kế toán không?	1
2.13	Công ty có cung cấp việc tính toán theo chuẩn mực kế toán trong nước không?	1
2.14	Công ty có sử dụng một chuẩn mực kế toán quốc tế không?	1
2.15	Công ty có công bố phương pháp định giá tài sản không?	1
2.16	Công ty có công bố phương pháp khấu hao tài sản cố định không?	1
2.17	Công ty có công bố tên của tổ chức kiểm toán độc lập không?	1
2.18	Công ty có tường thuật lại báo cáo của kiểm toán không?	1
2.19	Công ty có công bố chi phí trả cho kiểm toán không?	1
2.20	Công ty có đưa ra nhiều kênh tiếp cận thông tin (websites, báo chí) không?	2
2.21	Công ty có một website để công bố và cập nhật thông tin không?	1
2.22	Có bất cứ trường hợp nào liên quan đến việc không tuân thủ giao dịch giữa 2 bên không? Chi tiết?	2
2.23	Có bất cứ trường hợp nào liên quan đến việc chậm công bố thông tin (định kỳ, bất thường, theo yêu cầu) không?	3
2.24	Có sự chênh lệch số liệu tài chính trước và sau kiểm toán không? Giải trình?	2
<b>3</b>	<b>Minh bạch cấu trúc, thành phần, quy trình làm việc của HĐQT, Ban điều hành và Ban kiểm soát</b>	<b>37</b>
3.1	Công ty có công bố danh sách thành viên HĐQT không? Chi tiết (tên, chức vụ, quá trình công tác)?	3
3.2	Công ty có chi tiết về vai trò của HĐQT, Ban Giám đốc, Ban kiểm soát trong công ty không?	3
3.3	Công ty có lưu lại những cuộc họp HĐQT trong năm không? Chi tiết cuộc họp?	2
3.4	Công ty có công bố chi tiết về Giám đốc điều hành (tên, bên trong/bên ngoài)?	2
3.5	Công ty có công bố số lượng cổ phiếu công ty được nắm giữ bởi Giám đốc điều hành (sở hữu, đại diện)?	2
3.6	Công ty có trình bày báo cáo và đánh giá của Ban Giám đốc trước HĐQT?	2
3.7	Công ty có tách bạch chức danh Chủ tịch HĐQT và Giám đốc điều hành không?	2
3.8	Công ty có công bố số lượng cổ phiếu được nắm giữ bởi thành viên HĐQT (sở hữu, đại diện)?	2
3.9	Công ty có công bố danh sách thành viên HĐQT không tham gia điều hành công ty? Tỷ lệ?	4
3.10	Công ty có công bố danh sách Ban kiểm soát? Chi tiết?	2
3.11	Công ty có công bố thù lao HĐQT, Ban kiểm soát, Ban điều hành?	3
3.12	Công ty có thành lập các tiểu ban thuộc HĐQT?	1
3.13	Công ty có công bố tình hình quản trị (bán niên, năm) theo những quy tắc quản trị của công ty?	2
3.14	HĐQT đã có chứng chỉ tham gia các khóa đào tạo về quản trị công ty? Chi tiết thành viên?	2
3.15	Công ty có công bố báo cáo phát triển bền vững? Chi tiết (giới thiệu, báo cáo an toàn, sức khỏe, môi trường, trách nhiệm xã hội...)?	5

## Tài liệu tham khảo

### Tiếng Việt

- Chính phủ, 2017. *Hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng*. Nghị định số 71/2017/NĐ-CP ngày 06/06/2017.
- Bộ Tài chính, 2015. *Hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán*. Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015.
- Bộ Tài chính, 2017. *Hướng dẫn một số điều của Nghị định số 71/2017/NĐ-CP ngày 6/6/2017 của Chính phủ hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng*. Thông tư số 95/2017/TT-BTC ngày 22/09/2017.
- 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 (số 27(6), trang 64-79).
- Lê Thị Mỹ Hạnh, 2015. *Minh bạch thông tin tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*. Luận án tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.
- Trương Đông Lộc và Nguyễn Thị Kim Anh, 2017. *Xây dựng chỉ số minh bạch và công bố thông tin cho các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*. Tạp chí Ngân hàng, số 19, tháng 10/2017.

### Tiếng Anh

- Albert S. Kyle, 1985. *Continuous Auctions and Insider Trading*. *Econometrica*, Vol. 53, No. 6. (Nov., 1985), pp. 1315-1336
- Andrew Ellul, Tullio Jappelli, Marco Pagano, Fausto Panunzi, 2015. *Transparency, Tax Pressure, and Access to Finance*. *Review of Finance*, Volume 20, Issue 1, March 2016, Pages 37–76.
- Anne Chambers and Stephen Penman, 1984. *Timeliness of Reporting and the stock-price reaction to earnings announcements*. *Journal of Accounting Research*, 1984, vol. 22, issue 1, 21-47.
- Antonino Vaccaro and Peter Madsen, 2009. *Corporate dynamic transparency: the new ICT-driven ethics?* *Ethics and Information Technology*, June 2009, Volume 11, Issue 2, pp 113–122.
- Barbara G. Tabachnick and Linda S. Fidell, 2007. *Using Multivariate Statistics*. Copyright © 2007 by Pearson Education, Inc
- Bagnoli, Mark, K. William, and Susan G. Watts, 2002. *The Information in Management's Expected Earnings Report Date: A Day Late, a Penny Short*. *Journal of Accounting Research* 40, pp.1275 – 1296, 2002.
- Basel Committee on Banking Supervision. *Enhancing Bank Transparency* – Oct 1998.
- Dan Givoly and Dan Palmon, 1982. *Timeliness of Annual Earnings Announcements: Some Empirical Evidence*. *The Accounting Review*, Vol. 57, No. 3 (Jul., 1982), pp. 486-508.
- Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, 1983. *Agency Problems and Residual Claims*. *The Journal of Law and Economics* 26, no. 2 (Jun, 1983): pp.327-349.
- George A. Akerlof, 1970. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970), pp. 488-500.
- Joy Begley and Paul E. Fischer, 1998. *Is there Information in an Earnings Announcement Delay?* *Review of Accounting Studies*, December 1998, Volume 3, Issue 4, pp 347–363.
- Kulzick, 2004. *Sarbanes-Oxley (2004): Effects on financial transparency*. *SAM Advanced Management Journal* 69(1), p.43-49.
- Michael C. Jensen and William H. Meckling, 1976. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, Volume 3, Issue 4, October 1976, Pages 305-360
- Micheal Spence, 1973. *Job Market Signaling*. *The Quaterly Journal of Economics*. Vol. 87, No. 3 (Aug, 1973), pp. 355-374.
- OECD, 2004. *Jurisdictions committed to transparency and effective exchange of information* [<http://www.oecd.org>, Accessed 27 April 2019]].
- Ray Ball and Philip Brown, 1968. *An empirical evaluation of accounting income numbers*. *Journal of Accounting Research*, Autumn, 1968, pp.159-178.

- Robert. A. Haugen, 2001. *The Inefficient Stock Market*. (2001-06-23) Paperback – 1656.
- Samuel A. DiPiazza and Robert G. Eccles, 2002. *Building public trust: The future of corporate reporting*. Wiley, first edition (June 14, 2002).
- Samuel B. Green, 1991. *How Many Subjects Does It Take To Do A Regression Analysis*. Multivariate Behavioral Research, Volume 26, 1991 – Issue 3, p.499-510
- Shleifer, 2000. *Inefficient markets an introduction to behavioral finance*. Oxford University Press Inc., New York, First published 2000.
- Standard & Poor's, 2002. *Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results - United States*. (October 16, 2002). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=422800>, [Accessed 27 April 2019].
- Tara Vishwanath and Daniel Kaufmann, 1999. *Towards Transparency in Finance and Governance* [[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=258978](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=258978), [Accessed 28 April 2019].
- William Kross and Douglas A. Schroeder, 1984. *An Empirical Investigation of the Effect of Quarterly Earnings Announcement Timing on Stock Returns*. Journal of Accounting Research Vol. 22, No. 1 (Spring, 1984), pp. 153-176.
- Winkler, B., 2000. *Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making*. European Centre Bank, Working Paper 26.
- Các website: [www.mof.gov.vn](http://www.mof.gov.vn), [www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn), [www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn), [www.hsx.vn](http://www.hsx.vn), [www.hnx.vn](http://www.hnx.vn), [www.cafef.vn](http://www.cafef.vn), [www.vietstock.vn](http://www.vietstock.vn), [www.vacpa.org.vn](http://www.vacpa.org.vn), [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn), [www.tinnhanhchungkhoan.vn](http://www.tinnhanhchungkhoan.vn)