

ẢNH HƯỞNG CỦA MỨC ĐỘ MINH BẠCH VÀ CÔNG BỐ THÔNG TIN ĐẾN CHI PHÍ VỐN CHỦ SỞ HỮU CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Lê Xuân Thái

Trường Đại học Cần Thơ

Email: lxthai@ctu.edu.vn

Trương Đông Lộc

Trường Đại học Cần Thơ

Email: tdloc@ctu.edu.vn

Ngày nhận: 24/3/2019

Ngày nhận bản sửa: 20/4/2019

Ngày duyệt đăng: 05/6/2019

Tóm tắt:

Mục tiêu chính của nghiên cứu này là đo lường ảnh hưởng của minh bạch và công bố thông tin đến chi phí vốn chủ sở hữu 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 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 294 công ty niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2014-2016. Kết quả ước lượng bằng mô hình SGMM cho thấy minh bạch và công bố thông tin có mối tương quan nghịch với chi phí vốn chủ sở hữu của các công ty. Ngoài ra, nghiên cứu này còn tìm thấy mối tương quan thuận giữa số lượng thành viên ban giám đốc với chi phí vốn chủ sở hữu của các công ty. Cuối cùng, nghiên cứu này đã chỉ ra rằng các công ty được kiểm toán bởi các công ty kiểm toán lớn (nhóm Big4) có chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu cao hơn các công ty còn lại.

Từ khóa: Minh bạch và công bố thông tin, chi phí vốn chủ sở hữu, HOSE.

Mã JEL: C33, D22, D53, G32

The effect of transparency and disclosure on cost of equity of listed companies: Empirical evidence from Ho Chi Minh Stock Exchange

Abstract:

The main objective of this study is to measure the effect of transparency and disclosure of companies on cost of equity of listed companies on Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE). Data used in the study are panel data that were mainly collected from audited financial statements, management reports and related documents of 294 companies listed on HOSE during the period from 2014 to 2016. Empirical results derived from SGMM (system generalized methods of moments) reveal that transparency and disclosure has negative relationship with cost of equity of listed companies. In addition, this study finds a positive relation between size of management board and cost of equity. Finally, based on the empirical evidences derived from this study, it is concluded that companies audited by Big4 have cost of equity lower than the others.

Keywords: Transparency & disclosure, cost of equity, HOSE.

JEL Code: C33, D22, D53, G32

1. Giới thiệu

Minh bạch và công bố thông tin của công ty niêm yết có vai trò hết sức quan trọng đối với chính công ty, các tổ chức và cá nhân khi tham gia thị trường chứng khoán. Vì vậy, minh bạch và công bố thông tin có ảnh hưởng rất lớn đến sự vận hành và phát triển của thị trường chứng khoán. Việc công bố thông tin đầy đủ và kịp thời sẽ làm gia tăng tính minh bạch và ảnh hưởng rất lớn đến hành vi của các nhà đầu tư. Thông tin được công bố kịp thời và minh bạch giúp các nhà đầu tư có cơ sở để đánh giá hoạt động kinh doanh và quản lý của doanh nghiệp, xác định triển vọng đầu tư, thách thức, điểm mạnh và điểm yếu của doanh nghiệp, hỗ trợ các nhà đầu tư phân tích, lựa chọn cơ hội và ra các quyết định đầu tư hiệu quả hơn. Mức độ công bố thông tin càng tốt càng làm giảm tình trạng thông tin bất đối xứng giữa các nhà đầu tư và công ty, qua đó giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư. Vì vậy, mức độ minh bạch và công bố thông tin có thể ảnh hưởng đến chi phí vốn của các công ty niêm yết.

Cho đến nay, đã có nhiều nghiên cứu đo lường ảnh hưởng của minh bạch và công bố thông tin đến chi phí vốn đã được công bố (Barry & Brown, 1985; Mazumdar & Sengupta, 2005; Iatridis, 2008; Chang & Fang, 2006; Ehsan & Darabi, 2015). Phần lớn các nghiên cứu này đã chỉ ra rằng mức độ minh bạch và công bố thông tin có tương quan nghịch với chi phí vốn chủ sở hữu của các công ty. Tuy nhiên, theo sự hiểu biết tốt nhất của nhóm tác giả cho đến thời điểm hiện tại, vẫn chưa có công trình nghiên cứu nào về ảnh hưởng của mức độ minh bạch và công bố thông tin đến chi phí vốn sở hữu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được công bố theo chỉ số công bố thông tin S&P. Các nghiên cứu trước đây chủ yếu tập trung vào công bố thông tin trên báo cáo tài chính, báo cáo thường niên và đề mục công bố thông tin theo OECD (Đặng Anh Tuấn & Ngô Thu Giang, 2013; Phạm Ngọc Toàn & Trần Thị Thanh Huyền, 2015; Nguyễn Thị Phương Hồng & Lê Hoàng Trung, 2016; Nguyễn Việt Dũng & Nguyễn Thị Thu Huyền, 2016). Vì vậy, để làm giàu thêm các bằng chứng thực nghiệm về chủ đề này trong điều kiện thị trường chứng khoán cận biên, nghiên cứu này thực hiện kiểm định ảnh hưởng của mức độ minh bạch và công bố thông tin đến chi phí vốn sở hữu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

(HOSE).

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

Lý thuyết nền tảng cho nghiên cứu này là lý thuyết thông tin bất cân xứng và lý thuyết danh mục đầu tư. Thông tin bất cân xứng là một trong nhiều nguyên nhân làm thị trường không đạt cân bằng và hiệu quả. Lý thuyết bất cân xứng thông tin cũng đề cập đến mối quan hệ giữa thông tin của công ty niêm yết và thị trường chứng khoán. Bất cân xứng thông tin trên thị trường chứng khoán xảy ra khi một hay nhiều nhà đầu tư sở hữu thông tin riêng hoặc có nhiều thông tin đại chúng hơn về một công ty. Trường hợp khác là khi công ty, người quản lý công ty có nhiều thông tin hơn so với cộng đồng nhà đầu tư nhỏ, lẻ. Bất cân xứng thông tin trên thị trường chứng khoán sẽ dẫn đến hai hệ quả phổ biến là sự lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức. Khi hiện tượng này xảy ra sẽ bóp méo quyết định tham gia thị trường của các chủ thể kinh tế. Ảnh hưởng của bất cân xứng thông tin đến chi phí vốn (lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư) có cơ sở lý thuyết là mối quan hệ cơ bản của kinh tế học tài chính: quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro. Bất cân xứng thông tin làm tăng rủi ro đầu tư và do đó nhà đầu tư yêu cầu lợi suất cao hơn, tức là chi phí huy động vốn của công ty tăng lên.

Lý thuyết danh mục đầu tư của Markowitz (1952) cho rằng quyết định đầu tư vào công ty cổ phần của nhà đầu tư dựa trên tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng được nhận (chi phí vốn cổ phần) và rủi ro tài sản đầu tư (bao gồm cả rủi ro bất cân xứng thông tin). Ở một mức độ rủi ro xác định trước, nhà đầu tư sẽ yêu cầu chi phí vốn cổ phần phù hợp với mức độ rủi ro của tài sản đầu tư. Khi công ty công bố thông tin về hoạt động của công ty, sự thay đổi mức độ rủi ro của tài sản đầu tư sẽ thay đổi kết quả là nhà đầu tư sẽ xem xét lại tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng yêu cầu (chi phí vốn cổ phần ở kỳ sau).

Cho đến nay, đã có một số nghiên cứu thực nghiệm đo lường ảnh hưởng của mức độ minh bạch

và công bố thông tin đến chi phí vốn của các công ty đã được công bố. Trên thị trường luôn tồn tại một khoảng cách giữa nội dung thông tin phải công bố và quy định về công bố thông tin của các công ty niêm yết. Bất cân xứng thông tin làm gia tăng rủi ro đầu tư, vì vậy nhà đầu tư sẽ yêu cầu một tỷ suất lợi nhuận cao hơn, tức là chi phí huy động vốn của công ty tăng lên. Barry & Brown (1985) đã chỉ ra rằng cải thiện mức độ công bố thông tin sẽ làm giảm chi phí vốn cổ phần thông qua việc hạn chế rủi ro ước lượng không thể đa dạng hóa danh mục đầu tư. Verrechia (1982), Ashbaugh & cộng sự, (2006) và Zhang (2001) kết luận rằng minh bạch thông tin làm giảm mức độ bất cân xứng thông tin, giảm chi phí đại diện từ đó giảm chi phí vốn. Một cách chi tiết, chi phí vốn giảm trong trường hợp này là do: (1) minh bạch thông tin làm tăng tính thanh khoản thị trường do giảm chi phí giao dịch (Amihud & Mendelson, 1986; Diamond & Verrechia, 1991); (2) minh bạch thông tin làm giảm rủi ro cho các nhà đầu tư (Coles & cộng sự, 1995; Leuz & Verrechia, 2004).

Bên cạnh đó, một số nghiên cứu còn chỉ rằng mức độ minh bạch và công bố thông tin càng cao sẽ làm giảm chênh lệch giá mua và giá bán của các cổ phiếu (Roddenberry & Bacon, 2011). Biến động của giá cổ phiếu trên thị trường nhỏ làm cho rủi ro cổ phiếu thấp hơn. Điều này sẽ dẫn đến chi phí vốn cổ phần giảm và giá trị công ty tăng lên (Botosan, 1997; Botosan & Plumlee, 2002; Francis & cộng sự, 2004; Froidevaux, 2004; Francis & cộng sự, 2008; Kothari & cộng sự, 2009).

Ngoài ra, Chang & Fang (2006) còn tìm thấy lý do công ty phải công bố thông tin nhiều hơn vì các nhà đầu tư đặt kỳ vọng làm giảm chi phí vốn từ việc tránh những cơ hội đầu tư sai lầm. Mazumdar & Sengupta (2005) cũng chỉ ra rằng công ty công bố thông tin nhiều hơn có chi phí vốn cổ phần và vốn vay thấp hơn. Ehsan & Darabi (2015) đã chứng minh sự minh bạch thông tin trong báo cáo tài chính, quản trị, cấu trúc sở hữu đã làm giảm chi phí nợ của các công ty niêm yết, trong đó minh bạch thông tin cấu trúc sở hữu và vốn chủ sở hữu công ty có tương quan nghịch với chi phí nợ của công ty. Các công ty có sự minh bạch và công bố thông tin tốt, xếp hạng tín nhiệm cao dễ huy động vốn từ công chúng (cổ phiếu, trái phiếu), trong khi những công ty có sự minh bạch và trung thực thông tin thấp, xếp hạng giá trị kém sẽ khó tiếp cận nguồn vốn vay và vốn đầu

tư. Iatridis (2008) khẳng định việc cam kết công bố thông tin kế toán làm giảm đi mức độ rủi ro của các bên liên quan đến công ty và cải thiện khả năng tiếp cận vốn của công ty trên thị trường chứng khoán và thị trường cho vay từ đó làm giảm chi phí vốn của công ty.

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 công bố thông tin có tương quan nghịch với chi phí vốn chủ sở hữu 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 294 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 nghiên cứu

3.2.1. Xác định chi phí vốn chủ sở hữu

Về mặt lý thuyết, chi phí vốn chủ sở hữu có thể được xác định bằng nhiều phương pháp khác nhau. Tuy nhiên, một số nghiên cứu đã chỉ ra rằng mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) được xem là phù hợp nhất trong việc xác định chi phí vốn chủ sở hữu (Graham & Harvey, 2002). Vì vậy, Mô hình định giá tài sản vốn được sử dụng trong nghiên cứu này để xác định chi phí vốn chủ sở hữu. Theo CAPM, chi phí vốn chủ sở hữu của công ty i (R_{ei}) được tính như sau:

$$R_{ei} = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

Trong đó:

- * R_f : Lãi suất trái phiếu chính phủ có kỳ hạn 5 năm (lãi suất phi rủi ro);
- * β_i : Rủi ro thị trường của cổ phiếu i ;
- * R_m : Tỷ suất lợi nhuận thị trường.

3.2.2. Chỉ số minh bạch và công bố thông tin của các 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 công bố thông tin của các 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 công bố thông tin của các công ty niêm yết trên 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 công bố thông tin của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán. Bộ tiêu chí đo lường mức độ minh bạch và công bố thông tin sau khi được xây dựng đã được gửi đến các chuyên gia để được tham vấn. Nhóm tác giả đã tham vấn bộ tiêu chí với 8 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. Sau khi nhận được các ý kiến tham vấn của các chuyên gia, nhóm nghiên cứu đã tiến hành điều chỉnh bộ tiêu chí để sử dụng cho nghiên cứu này.

Một cách cụ thể, chỉ số minh bạch và công bố thông tin (transparency and disclosure Index - TDI) được tính dựa trên 3 thành phần chính: công bố thông tin cấu trúc sở hữu và quyền của nhà đầu tư (18 điểm); công bố thông tin tài chính (50 điểm) và công bố thông tin 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 công bố thông tin 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 công bố thông tin về Báo cáo thường niên 20 ngày sau ngày công bố báo cáo tài chính năm (TT155/BTC). Các công ty vi phạm công bố thông tin 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 công bố thông tin của công ty được tính như sau:

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

TDI_j : Chỉ số minh bạch và công bố thông tin 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).

3.3. Phương pháp 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 công bố thông tin đến chi phí vốn 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, hai mô hình này có dạng như sau:

$$CE_{it} = \alpha + \beta_1 TDI_{it} + \beta_2 HDQT_{it} + \beta_3 TVDL_{it} + \beta_4 BGD_{it} + \beta_5 KTDL_{it} + \beta_6 NAMNY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

CE_{it} (biến phụ thuộc) là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của công ty i ở năm t (được trình bày ở trên);

TDI_{it} : Mức độ minh bạch và công bố thông tin của công ty i ở năm t ;

Các biến còn lại là các biến kiểm soát và được diễn giải chi tiết ở Bảng 1.

Ngoài ra, nghiên cứu này còn sử dụng mô hình ước lượng SGMM (system generalized methods of moments) để khắc phục hiện tượng nội sinh do tính đồng thời của các biến độc lập và biến phụ thuộc (tồn tại quan hệ nhân quả đảo ngược), ảnh hưởng độ trễ của biến phụ thuộc trong mô hình hồi quy (tự tương quan trong chuỗi thời gian) và phương sai sai số thay đổi. Arellano & Bond (1991) đã đề xuất phương pháp moment tổng quát hệ thống – SGMM, nhằm cung cấp các ước lượng ổn định bằng việc sử dụng các công cụ có được từ các điều kiện trực giao giữa giá trị trễ của các biến và sai số. Phương trình (1) được ước lượng theo sai phân bậc 1 sử dụng SGMM, trong đó các biến giải thích ở độ trễ một bậc được sử dụng như các biến công cụ. Việc sử dụng các biến công cụ cũng cho phép phản ánh một khả năng là sự thay đổi chi phí vốn cũng có độ trễ về thời gian. Theo Arellano & Bond (1991), ước lượng SGMM một bước được dùng để xác định các hệ số và hệ số này dùng để điều chỉnh phương sai sai số thay đổi ở bước 2.

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 công bố thông tin	Cách tính được trình bày ở trên.	-
<i>Các biến kiểm soát</i>			
HDQT	Quy mô thành viên hội đồng quản trị	Tổng số thành viên hội đồng quản trị	-
TVDL	Thành viên độc lập trong hội đồng quản trị	Số thành viên hội đồng quản trị độc lập	-
BGD	Thành viên ban giám đốc	Số thành viên ban giám đốc	+
KTDL	Công ty kiểm toán độc lập	Biến giả, bằng 1 nếu công ty kiểm toán nhóm Big4, bằng 0 nếu công ty kiểm toán khác	+
NAMNY	Số năm niêm yết	Số năm niêm yết giao dịch tại HOSE	+

Quy mô Hội đồng quản trị: Quy mô hội đồng quản trị có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty, hệ quả từ đó sẽ ảnh hưởng đến chi phí vốn cổ phần. Một quan điểm cho rằng công ty sẽ hoạt động hiệu quả với quy mô hội đồng quản trị nhỏ do hạn chế được tính tư lợi của nhà quản trị (Yermack, 1996). Ngược lại, một quan điểm khác chỉ ra hội đồng quản trị có quy mô lớn sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động. Nghiên cứu của Guest (2009) trên thị trường chứng khoán Anh chỉ ra rằng quy mô hội đồng quản trị có ảnh hưởng nghịch chiều với chi phí vốn cổ phần. Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Võ Hồng Đức & Phan Bùi Gia Thủy (2013) chỉ ra quy mô hội đồng quản trị có ảnh hưởng nghịch chiều đến giá trị công ty; tuy nhiên, các tác giả chưa chứng minh được ảnh hưởng của quy mô hội đồng quản trị đến chi phí vốn cổ phần. Biến HDQT được kỳ vọng có giá trị âm.

Thành viên độc lập trong hội đồng quản trị: Theo lý thuyết người đại diện, các thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành có khả năng thực hiện vai trò giám sát hoạt động của ban điều hành với hiệu quả cao bởi hoạt động giám sát của họ độc lập với hoạt động điều hành doanh nghiệp. Họ có vai trò quan trọng trong xây dựng và giám sát quá trình thực hiện các nghị quyết của hội đồng quản trị, đặc biệt trong việc phân bổ kết quả lợi nhuận - quyền lợi của các cổ đông góp vốn (Đặng Tùng Lâm, 2016). Chen & cộng sự, (2003) và Ashbaugh & cộng sự, (2005) cho rằng gia tăng tính độc lập của

hội đồng quản trị và thực thi bảo vệ quyền lợi của các cổ đông thiểu số có ảnh hưởng ngược chiều đến chi phí vốn cổ phần. Biến TVDL được kỳ vọng có giá trị âm.

Kiểm toán độc lập: Kết quả nghiên cứu của Đặng Ngọc Hùng (2016) cho thấy các doanh nghiệp lựa chọn công ty kiểm toán nhóm Big4 (E&Y, PWC, KPMG, Deloitte) có mức độ công bố thông tin trung bình cao hơn doanh nghiệp chọn các công ty kiểm toán còn lại, và gián tiếp làm ảnh hưởng chi phí vốn công ty do có những ý kiến về chất lượng báo cáo tài chính, các bất đồng về kiểm toán và quản lý thu nhập của công ty. Phạm Ngọc Toàn & Phạm Thị Thu Hoài (2015) kết luận rằng mức độ công bố thông tin của các công ty niêm yết không chịu ảnh hưởng của yếu tố công ty kiểm toán; tuy nhiên, Phạm Ngọc Toàn và Nguyễn Thị Thanh Huyền (2016) lại kết luận là mức độ minh bạch báo cáo tài chính của CTNY chịu ảnh hưởng cùng chiều với yếu tố thời gian hoạt động, loại công ty kiểm toán. Các kết quả nghiên cứu gần đây cho thấy ảnh hưởng của công ty kiểm toán đến minh bạch công bố thông tin và chi phí vốn tại Việt nam chưa thống nhất. Vì vậy biến KTDL có thể có giá trị âm hoặc dương; trong bài nghiên cứu này chúng tôi kỳ vọng giá trị dương.

Ban Giám đốc: Các nghiên cứu chỉ ra số thành viên ban giám đốc điều hành nhiều làm cho việc hợp tác, liên lạc, quyết định công việc trở nên chậm chạp (Yermack, 1996). Ngoài ra số thành viên ban giám đốc nhiều sẽ làm cản trở hoạt động ra quyết định

của Giám đốc. Nghiên cứu của Yermack (1996) kết luận thành viên Ban giám đốc từ 5 đến 10 người sẽ làm cho chi phí lớn hơn là Ban giám đốc ít hơn 5 người; mặt khác này đến từ chi phí của những quyết định kém hiệu quả trong một Ban Giám đốc đông, và quy mô Ban Giám đốc có ảnh hưởng đến chất lượng công bố thông tin của công ty. Nghiên cứu của Khemakhem & Naciri (2015) cho biết có sự liên hệ giữa đặc điểm Ban giám đốc và chi phí vốn chủ sở hữu của công ty.

Thời gian niêm yết: công ty hoạt động càng lâu năm thì hiệu quả hoạt động càng cao do đã tạo dựng được uy tín, thương hiệu trên thị trường do đó yêu cầu chi phí vốn tăng theo thời gian. Vì thế, biến NAMNY được kỳ vọng có giá trị dương. Nghiên cứu của He & cộng sự (2019) cho biết số năm niêm yết có ảnh hưởng tin đến chi phí vốn CP các công ty niêm yết tại Mỹ.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả về mẫu nghiên cứu

Trên cơ sở số liệu và thông tin thu thập được, các giá trị thống kê liên quan đến chi phí vốn, chỉ số minh bạch và công bố thông tin và các chỉ tiêu khác có liên quan của 294 công ty đã được tính toán và trình bày tóm tắt ở Bảng 2.

Kết quả phân tích thống kê được trình bày ở Bảng 2 cho thấy chi phí vốn chủ sở hữu trung bình của các công ty trong mẫu nghiên cứu là 8,3%, trong khi đó chỉ số minh bạch và công bố thông tin của các công ty thay đổi từ 41,8 điểm đến 79,6 điểm với giá trị trung bình là 63,3 điểm. Các công ty trong mẫu

nghiên cứu có số thành viên hội đồng quản trị thay đổi từ 3 đến 15 người, trung bình là 6 người. Ngoài ra, một số công ty có số thành viên hội đồng quản trị độc lập lên đến 5 người trong khi một số công ty không có thành viên hội đồng quản trị độc lập. Kết quả thống kê mô tả cho thấy số thành viên điều hành trong ban giám đốc của các công ty bình quân là 5 người và thời gian niêm yết trung bình của các công ty là 6 năm.

4.2. Ảnh hưởng của minh bạch và công bố thông tin đến chi phí vốn cổ phần

Như đã trình bày ở phần trên, để đo lường ảnh hưởng của mức độ minh bạch và công bố thông tin đến chi phí vốn chủ sở hữu của các công ty niêm yết trên HOSE, nghiên cứu này sử dụng cả các mô hình tĩnh (REM và FEM) và mô hình động SGMM). Kết quả ước lượng từ các mô hình được trình bày chi tiết ở Bảng 3.

Kết quả của kiểm định Hausman được trình bày ở Bảng 3 cho thấy mô hình FEM là phù hợp hơn mô hình REM. Kết quả ước lượng bằng mô hình FEM cho thấy mức độ minh bạch và công bố thông tin có mối tương quan nghịch với chi phí vốn chủ sở hữu của các công ty niêm yết trên HOSE. Tuy nhiên, mối quan hệ này không có ý nghĩa về mặt thống kê. Để khắc phục hiện tượng nội sinh, tự tương quan và phương sai sai số thay đổi, mô hình SGMM với 2 biến công cụ là TVDL và NAMNY còn được sử dụng trong nghiên cứu này. Kết quả ước lượng bằng mô hình SGMM cho thấy mức độ minh bạch và công bố thông tin có mối tương quan nghịch với chi phí vốn chủ sở hữu của các công ty ở mức ý nghĩa

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến được sử dụng trong mô hình

Biến	Số quan sát	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn
Chi phí vốn (%)	856	0,0	27,1	8,3	3,6
Chỉ số minh bạch và công bố thông tin	856	41,8	79,6	63,3	6,0
Quy mô hội đồng quản trị	856	3,0	15,0	6,0	1,5
Thành viên độc lập	856	0,0	5,0	1,0	1,1
Thành viên ban giám đốc	856	3,0	22,0	5,0	2,3
Công ty kiểm toán	856	0	1	0,4	0,5
Năm niêm yết	856	3	16	6,3	3,0

Bảng 3: Kết quả ước lượng hồi quy bằng REM, FEM và SGMM

Biến độc lập	REM	FEM	SGMM
Hệ số chặn	0,0526 (3,27)***	0,0153 (0,60)	0,0823 (9,57)***
TDI	0,0003 (1,49)	-0,0003 (-0,94)	-0,0003 (-1,86)*
hội đồng quản trị	-0,0000035 (0,000)	-0,0021 (-1,01)	0,0010 (0,99)
TVĐL	-0,0013 (-1,23)	-0,0007 (-0,27)	
BGD	0,0019 (3,23)***	0,0015 (0,85)	0,0013 (2,10)**
KTDL	0,0055 (2,15)**	-0,0105 (-1,04)	0,0055 (2,31)**
NAMNY	0,0003 (0,74)	0,0160 (10,47)***	
Số quan sát	856	856	856
R ² (%)	8,53	1,61	-
Giá trị F	28,43***	19,38***	19,55***
Kiểm định Hausman	Chi ² (6)= 117,56***		
Kiểm định Arellano-Bond:			
AR(1)	- 10,37***		
AR(2)	0,00		
Kiểm định Sargan	274,7***		

*Ghi chú: ***, **, *: Có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%. Giá trị thống kê t ở trong dấu ngoặc đơn cho mô hình REM. Giá trị kiểm định Wald thay thế cho giá trị F trong hồi quy SGMM.*

thống kê 10%. Kết quả nghiên cứu này hoàn toàn phù hợp với cơ sở lý thuyết như đã trình bày ở Mục 2. Cụ thể là, khi thông tin về công ty được công bố đầy đủ, kịp thời và chính xác sẽ làm giảm sự bất cân xứng thông tin giữa các nhà quản lý và cổ đông. Nói một cách khác, mức độ minh bạch và công bố thông tin càng cao thì rủi ro cho các chủ sở hữu (cổ đông) sẽ giảm, vì vậy lợi nhuận kỳ vọng của chủ sở hữu (chi phí vốn cổ phần của công ty) sẽ giảm. Ngoài ra, mối tương quan nghịch giữa mức độ minh bạch và công bố thông tin với chi phí vốn cổ phần được tìm thấy trong nghiên cứu này còn phù với nhiều nghiên cứu trước đây (Barry & Brown, 1985; Mazumdar & Sengupta, 2005; Iatridis, 2008; Chang & Fang, 2006; Ehsan & Darabi, 2015).

Ngoài ra, nghiên cứu này còn tìm thấy mối tương

quan thuận giữa quy mô Ban Giám đốc và chi phí vốn chủ sở hữu của các công ty niêm yết trên HOSE. Điều này có nghĩa là trong điều kiện các yếu tố khác không đổi khi số thành viên trong ban giám đốc càng nhiều thì chi phí vốn chủ sở hữu của công ty càng cao và ngược lại. Về mặt thống kê, mối quan hệ này có ý nghĩa ở mức 5%. Kết quả nghiên cứu này trái ngược với kết luận của Khemakem & Naciri (2017), Bhagat & Bolton (2008) và Yermack (1996). Bên cạnh đó, nghiên cứu này còn chỉ ra rằng việc chọn lựa công ty kiểm toán độc lập cũng có ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn của công ty. Cụ thể là, các công ty được kiểm toán bởi các công ty kiểm toán lớn (nhóm Big4) có chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu cao hơn các công ty còn lại. Mối quan hệ này có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Kết quả này phù hợp với

nghiên cứu của He & cộng sự (2019) là công ty công bố thông tin nhiều hơn dẫn đến làm tăng chi phí vốn chủ sở hữu.

5. Kết luận

Minh bạch và công bố thông tin có vai trò hết sức quan trọng đối với hoạt động của các công ty niêm yết, cá nhân các nhà đầu tư và sự phát triển của thị trường chứng khoán. Nội dung chính của nghiên cứu này là đo lường ảnh hưởng của mức độ minh bạch và công bố thông tin đến chi phí vốn chủ sở hữu của các công ty niêm yết trên HOSE. Sử dụng mô hình SGMM, nghiên cứu này đã tìm thấy bằng chứng để kết luận rằng minh bạch và công bố thông

tin có mối tương quan nghịch với chi phí vốn chủ sở hữu của các công ty. Kết quả nghiên cứu này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết thông tin bất cân xứng và các nghiên cứu thực nghiệm trước đây. Như vậy có thể thấy việc minh bạch và công bố thông tin không chỉ là nghĩa vụ mà còn là quyền lợi của các công ty. Vì vậy, cải thiện mức độ minh bạch và công bố thông tin của công ty sẽ làm giảm đi chi phí vốn chủ sở hữu của công ty. Việc nâng cao mức độ minh bạch và công bố thông tin còn giúp công ty tạo lập được uy tín của mình trên thị trường làm giảm chi phí sử dụng vốn qua đó sẽ thuận lợi hơn trong huy động vốn khi có nhu cầu.

Ghi chú:

1. Do hạn chế về dung lượng nên chi tiết về bộ tiêu chí không được trình bày trong bài báo này. Bộ tiêu chí sẽ được cung cấp nếu người đọc có yêu cầu.

Tài liệu tham khảo:

- Amihud, Y. & Mendelson, H., 1986, 'Asset pricing and the bid-ask spread', *Journal of Financial Economics* 17, 223-249.
- Arellano, M. & Bond, S., 1991, 'Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations', *The Review of Economic Studies* 58, 277 – 297.
- Ashbaugh, S.H., Collins, D.W. & Lafond, R. (2006), 'The effects of corporate governance on firms' credit ratings', *Journal of Accounting and Economics*, 42, 203–243.
- Barry, C.B. & Brown, S.J. (1985), 'Differential Information and Security Market Equilibrium', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), 407-422.
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2008), 'Corporate governance and firm performance', *Journal of Corporate Finance* 14, 257-273.
- Botosan, C.A. (1997), 'Disclosure level and the cost of equity capital', *The Accounting Review* 72(3), 323-349.
- Botosan, C.A. & Plumlee, M. A., 2002, 'A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital', *Journal of Accounting Research* 40(1), 21-40.
- Chang, R.D. & Fang, C.F. (2006), 'Effects of the information disclosure and evaluation system on earnings management', *The International Journal of Accounting Studies*, 42, 1-22.
- Chen, C.R., Guo, W. & Mande, V. (2003), 'Managerial ownership and firm valuation: Evidence from Japanese firms', *Pacific-Basin Finance Journal* 11 (3), 267-283.
- Coles, J., Loewenstein, U. & Suay, J., (1995), 'On equilibrium pricing under parameter uncertainty', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30, 347-364.
- Diamond, D.W. & Verrecchia, R.E. (1991), 'Disclosure, liquidity, and the cost of capital', *Journal of Finance*, 46 (4), 1325-1359.
- Đặng Anh Tuấn & Ngô Thu Giang (2013), 'Hệ quả của hoạt động công bố thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số đặc biệt tháng 3, 84-90.
- Đặng Ngọc Hùng (2016), 'Các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin kế toán của các doanh nghiệp hoạt động theo mô hình công ty mẹ-công ty con', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 224, 71-79.
- Đặng Tùng Lâm (2016), 'Ảnh hưởng của cổ đông lớn đến sự biến động giá cổ phiếu trên Sở GDCK TP Hồ Chí Minh', *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 27(5), 63-77.

- Ehsan, A. & Darabi, R., 2015, 'The impact of financial reporting transparency on the debt cost of companies that have been listed in the Tehran stock exchange', *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences*, 5(3), 166-173.
- Francis, J., Lafond, R., Olsson, P. & Schipper, K. (2004), 'Cost of equity and earning attributes', *The Accounting Review* 79, 968-1010.
- Francis, J., Nanda, D. & Olsson, P. (2008), 'Voluntary disclosure, earning quality and cost of capital', *Journal of Accounting Research*, 46, 53-99.
- Froidevaux, E.A. (2004), 'Investor relation internet disclosure and the cost of equity capital', unpublished PhD dissertation, University of Fribourg, Switzerland.
- Graham, J.R. & Harvey, C.R. (2002), 'How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions', *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(1), 8-23.
- Guest, P.M. (2009), 'The impact of board size on firm performance: Evidence from the UK', *European Journal of Finance*, 15, 385-404.
- He, J., Plumlee, M.A. & Wen, J.H. (2019), 'Voluntary disclosure, mandatory disclosure and cost of capital', *Journal of Business Finance and Accounting*, 46(3-4), 305-335
- Iatridis, G. (2008), 'Accounting disclosure and firms' financial attributes: Evidence from the UK stock market', *International Review of Financial Analysis*, 17(2), 219-241.
- Khemakem, H. & Naciri, A. (2017), 'Do board and audit committee characteristics affect firm's cost of equity capital?', *Journal of Business and Management*, 4(2), 1-18.
- Kothari, S.P., Li, X. & Short, J. (2009), 'The effect of disclosure by management, analysts and business press on cost of capital, return volatility and analyst forecast: a study using content analysis', *The Accounting Review*, 84, 1639-1670.
- Leuz, C. & Verrechia, R. (2004), *Firm's capital allocation choices, information quality, and the cost of capital*, Working paper, The Rodney L. White Center for Financial Research, The Wharton School, University of Pennsylvania, USA.
- Markowitz, H.M. (1952), 'Portfolio Selection', *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Mazumdar, S.C. & Sengupta, P. (2005), 'Disclosure and the loan spread on private debt', *Financial Analysts Journal*, 61(3), 83-95.
- Nguyễn Thị Phượng Hồng & Lê Hoàng Trung (2016), 'Các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin liên quan đến rủi ro của DNNY tại Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 232, 69-76.
- Nguyễn Việt Dũng & Nguyễn Thị Thu Huyền (2016), 'Tác động của bất cân xứng thông tin đến chi phí vốn cổ phần của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 227, 49-56.
- Phạm Ngọc Toàn & Hoàng Thị Thu Hoài (2015), 'Ảnh hưởng của đặc điểm doanh nghiệp đến mức độ công bố thông tin trên thị trường chứng khoán TP HCM', *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 26(4), 87-103.
- Phạm Ngọc Toàn & Trần Thị Thanh Huyền (2015), 'Về thông tin minh bạch báo cáo tài chính tại các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE', *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, 5, 55-57.
- Roddenberry, S. & Bacon, F. (2011), 'Insider trading and market efficiency: do insiders buy low and sell high?', *Journal of Finance and Accountancy*, 8, 1-15.
- Verrechia, R.E. (1982), 'The use of mathematical models in financial accounting', *Journal of Accounting Research*, 20, 1-42.
- Võ Hồng Đức & Phan Bùi Gia Thúy (2013), 'Quản trị công ty và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp: Minh chứng thực nghiệm từ các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TP HCM', *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 275, 1-15.
- Yermack, D. (1996), 'Higher market valuation of companies with a small board of directors', *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.
- Zhang, G. (2001), 'Private information production, public disclosure and the cost of capital: theory and implications', *Contemporary Accounting Research*, 18(2), 363-384.