Ảnh hưởng của công bố thông tin tự nguyện đến giá trị doanh nghiệp: Nghiên cứu điển hình tại các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE

NGUYỄN THỊ THANH LOAN*

Tóm tắt

Nghiên cứu xem xét ảnh hưởng của công bố thông tin (CBTT) tự nguyện đến giá trị doanh nghiệp (DN) tại các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2017-2019. Kết quả nghiên cứu cho thấy, CBTT tự nguyện có tác động tích cực lên giá trị DN đối với cả 3 thước đo giá trị DN khác nhau, mặc dù mức ý nghĩa trong từng mô hình là khác nhau. Kết quả này là cơ sở để DN quyết định chính sách CBTT và các cơ quan quản lý nhà nước điều chỉnh các biện pháp quản lý, khích lệ việc CBTT.

Từ khóa: *công bố thông tin tự nguyện, giá trị doanh nghiệp, Việt Nam*

Summary

The study examines the impact of voluntary disclosure on firm value of non-financial companies listed on HOSE during the period 2017-2019. Empirical results show that voluntary disclosure has a positive effect on firm value in terms of three different proxies of firm value, although the significance level in each model is not the same. These findings assist enterprises in deciding their disclosure policies and governmental authorities in adjusting their regulations and encouragement methods.

Keywords: *voluntary disclosure, firm value, Vietnam*

GIỚI THIỆU

Mặc dù không phải là chủ đề mới, song hiện nay, CBTT tự nguyện vẫn là chủ đề thu hút nhiều sự quan tâm của giới học giả trên thế giới. Khi thực hiện CBTT tự nguyện, DN phải bỏ ra nhiều chi phí trực tiếp và gián tiếp, như: chi phí thu thập, xử lý thông tin, chi phí bất lợi thương mại (Depoers, 2000). Nhưng đổi lại, khi duy trì một môi trường thông tin minh bạch, DN cũng có được nhiều lợi ích. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng, việc CBTT tự nguyện sẽ giúp làm giảm chi phí vốn cho DN, xây dựng thương hiệu và đạt được lợi ích trên thị trường hàng hóa, dịch vụ (Menon và Menon, 1997), từ đó làm tăng giá trị DN (Assidi, 2020).

Do việc CBTT tự nguyện mang lại cả lợi ích và chi phí cho DN, nên mặc dù đã được nghiên cứu nhiều bởi các học giả, nhưng câu hỏi về ảnh hưởng của việc CBTT tự nguyện lên giá trị DN vẫn chưa đạt được kết luận thống nhất. Ở Việt Nam, số lượng nghiên cứu về ảnh hưởng của CBTT tự nguyện lên giá trị DN một cách trực tiếp cũng không nhiều. Chính vì vậy, tác giả thực hiện nghiên cứu "Ảnh hưởng của công bố thông tin tự nguyện đến giá trị DN tại các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE".

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết thông tin bất cân xứng

Theo Glosten và Milgrom (1985), các nhà đầu tư có ít thông tin lo lắng về việc giao dịch với các nhà đầu tư có nhiều thông tin hơn. Vì vậy, họ sẽ giảm mức giá sẵn sàng mua và tăng mức giá sẵn sàng bán, giảm khối lượng cổ phiếu mà họ sẵn sàng giao dịch. Cả 2 điều này sẽ làm giảm tính thanh khoản của thị trường. Thiếu tính thanh khoản và chênh lệch giá mua - bán cao sẽ tạo ra chi phí giao dịch lên nhà đầu tư. Để bù đắp cho chi phí gia tăng đó, nhà đầu tư sẽ yêu cầu

* Khoa Kế toán - Kiểm toán, Trường Đại học Ngoại thương

Ngày nhận bài: 28/10/2021; Ngày phản biện: 14/11/2021; Ngày duyệt đăng: 22/11/2020

một tỷ suất lợi nhuận cao hơn (Amihud và Mendelson, 1986). Thêm vào đó, lựa chọn bất lợi có thể làm sai lệch quyết định đầu tư của nhà đầu tư, dẫn đến rủi ro đầu tư kém hiệu quả, do đó để phòng ngừa rủi ro này, nhà đầu tư sẽ yêu cầu tỷ suất lợi nhuận lớn hơn. Việc duy trì một chính sách thông tin minh bạch có thể làm giảm lựa chọn bất lợi và tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu (Verrecchia, 1983), từ đó ảnh hưởng tới chi phí vốn chủ sở hữu và giá trị DN.

Lý thuyết rủi ro ước tính

Mối quan hệ giữa rủi ro và lợi suất trong điều kiện thông tin không chắc chắn đã được nghiên cứu bởi rất nhiều học giả. Các nghiên cứu theo hướng này lập luận rằng, để đưa ra quyết định đầu tư, những nhà đầu tư khôn ngoan (rational investor) cần phải xem xét lợi suất kỳ vọng thu được từ tài sản và rủi ro đầu tư liên quan. Rủi ro đầu tư đó bao gồm cả rủi ro thông tin không chắc chắn (hay còn gọi là rủi ro ước tính). Nếu rủi ro này không thể đa dạng hóa được, thì nhà đầu tư sẽ yêu cầu bù đắp cho rủi ro tăng thêm (Handa và Lim, 1993). Do đó, việc cải thiện mức độ CBTT có thể làm giảm rủi ro ước tính không thể đa dạng hóa của nhà đầu tư, từ đó làm giảm chi phí vốn của DN (Barry và Brown, 1985).

Nhóm lý thuyết kinh tế chính trị

Ý tưởng chính của nhóm lý thuyết này là các hoạt động kinh tế, chính trị, xã hội, đây là những hoạt động gắn liền, có qua lại với nhau và không thể tách rời. Vì vậy, bất kỳ DN nào muốn tồn tại, ngoài vấn đề kinh tế, còn phải xem xét các vấn đề xã hội và chính trị. Lý thuyết các bên liên quan và lý thuyết hợp thức hóa là 2 lý thuyết thuộc nhóm lý thuyết này (Deegan, 2009).

Dựa trên những ý tưởng của các lý thuyết trên, nhiều nghiên cứu đã chứng minh lợi ích của CBTT phát triển bền vững nói riêng và CBTT tự nguyện nói chung đối với DN... Robert Merton (1987) lập luận rằng, việc CBTT giúp DN mở rộng tập nhà đầu tư, giảm chi phí vốn. Bên cạnh đó, CBTT phát triển bền vững còn được coi là một chiến lược marketing mà nếu tận dụng tốt, DN có thể xây dựng, quảng bá hình ảnh DN trong con mắt của khách hàng, từ đó đóng góp vào thành công của thị trường hàng hóa, dịch vụ (Menon và Menon, 1997).

Lý thuyết chi phí liên quan

Bên cạnh những lợi ích của việc CBTT, các nghiên cứu trước đây chỉ ra rất nhiều chi phí liên quan tới CBTT tự nguyện. Các chi phí này đóng vai trò quan trọng trong việc cản trở việc CBTT một cách đầy đủ (Verrecchia, 1983). Đó có thể là những chi phí trực tiếp, như: chi phí thu thập, lưu trữ, kiểm toán, chi phí cung cấp thông. Chi phí trực tiếp này là đáng kể, nếu tính đến chi phí cơ hội của việc đầu tư. Eccles và cộng sự (2012) nói rằng, việc đầu tư vào trách nhiệm xã hội có thể làm giảm nguồn lực tài chính để đầu tư vào những dự án tốt; bỏ qua các cơ hội đầu tư với lợi suất cao vì lý do đạo đức.

Ngoài ra, việc CBTT tự nguyện còn tạo ra các chi phí gián tiếp cho DN, bởi vì khi những thông tin đó được công bố rộng rãi ra bên ngoài, chúng có thể được sử dụng bởi các bên liên quan (như: đối thủ cạnh tranh, công đoàn, cơ quan thuế...) để gây bất lợi cho DN. Depoers (2000) giải thích rằng, chi phí bất lợi cạnh tranh phát sinh từ việc thông tin, như: chiến lược, công nghệ, cải tiến trong quản trị DN... được công bố rộng rãi ra bên ngoài.

Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Xây dựng giả thuyết, mô hình nghiên cứu

Dựa trên các lý thuyết thông tin bất cân xứng, rủi ro ước tính, nhóm lý thuyết kinh tế chính trị và lý thuyết chi phí liên quan, nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã được thực hiện để kiểm chứng mối quan hệ giữa CBTT tự nguyện và giá trị DN. Tuy nhiên, kết quả thu được là không nhất quán. Assidi (2020) chỉ ra rằng, lợi ích của việc CBTT trong việc gia tăng giá trị thị trường của DN; gia tăng giá trị nội tại của DN thông qua việc làm giảm chi phí vốn và làm tăng dòng tiền trong tương lai dự kiến (Sengupta, 1989); giúp DN xây dựng hình ảnh, mang lại thành công trên thị trường hàng hóa (Lev và cộng sự, 2010), từ đó góp phần cải thiện hiệu quả hoạt động của DN (Eccles và cộng sự, 2012). Trái lại, cũng có nhiều nghiên cứu không chứng minh được rằng, mối quan hệ giữa CBTT tự nguyện và giá trị DN là đáng kể (Uyar và Kilic, 2012; Botosan, 1997) hoặc thậm chí chỉ ra rằng, CBTT tự nguyện có tác động tiêu cực, làm giảm giá trị DN (Hassan và cộng sự, 2009).

Để kiểm chứng lại mối quan hệ này trong bối cảnh Việt Nam hiện nay, tác giả đặt ra giả thuyết như sau:

H1: CBTT tự nguyện có mối quan hệ đáng kể với giá trị DN.

Sau khi xem xét cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm có liên quan, tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu như sau:

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VDVol_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_2 Profit_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó: FV là biến phụ thuộc phản ánh giá trị DN; VDVol là biến giải thích đo lường mức độ CBTT tự nguyện của DN; Size là biến kiểm soát phản ánh quy mô của DN; Profit là biến kiểm soát về khả năng sinh lời của DN; Lev là biến kiểm soát phản ánh cơ cấu vốn của DN; Growth là biến kiểm soát phản ánh tốc độ tăng trưởng của DN.

Đo lường các biến trong mô hình

- Biến phụ thuộc - giá trị DN. Các nghiên cứu trước sử dụng nhiều thước đo khác nhau đại diện cho giá trị thị trường

của DN: hệ số Tobin's Q; tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu; giá trị vốn hóa của DN hoặc giá trị thị trường của một cổ phiếu. Nghiên cứu này, tác giả sẽ kiểm tra lại tác động của CBTT tự nguyện lên 3 thước đo trên. Trong đó, hệ số Tobin's Q được xác định như sau:

- *Biến giải thích - VDVol.* Nghiên cứu sử dụng phương pháp chỉ số CBTT để đo lường chất lượng CBTT tự nguyện của các DN bởi đây là phương pháp được sử dụng nhiều nhất trong các nghiên cứu trước về CBTT tự nguyện (Harsan và Marston, 2010). Dựa trên bộ chỉ số sử dụng trong nghiên cứu của Vu (2012), tác giả tiến hành đối chiếu với các quy định pháp lý hiện hành ở Việt Nam để loại bỏ đi các thông tin bắt buộc công bố theo quy định pháp luật, sau đó tham vấn ý kiến của 2 chuyên gia về kế toán, tài chính và thực hiện chấm thử báo cáo thường niên của 3 công ty phi tài chính đạt giải trong cuộc "bình chọn DN niêm yết" tổ chức bởi sàn HOSE, HNX, Báo Đầu tư chứng khoán, Quỹ Dragon Capital để loại bỏ một số mục thông tin không phù hợp với tập quán CBTT tại Việt Nam, gộp một số mục thông tin lại với nhau. Bộ tiêu chí cuối cùng còn lại 58 mục thông tin.

Cũng giống như Vu (2012), tác giả sử dụng cách tính điểm không trọng số. Các mục thông tin đều có trọng số như nhau. Nếu báo cáo thường niên có mô tả hoặc phân tích về mục thông tin, thì được 1 điểm, nếu không đề cập đến, thì được 0 điểm.

- *Các biến kiểm soát* trong mô hình được đo lường như Bảng 1.

Thu thập dữ liệu

Dữ liệu về mức độ CBTT tự nguyện của DN được tác giả thu thập bằng tay bằng cách chấm điểm báo cáo thường niên của DN. Các dữ liệu khác, như: giá trị thị trường của cổ phiếu, quy mô DN, khả năng sinh lời, tỷ lệ đòn bẩy tài chính... được cung cấp bởi công ty tài chính uy tín là FireAnt Media.

Tại ngày 31/12/2019 có khoảng 286 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE, với tổng số quan sát là hơn 800 trong khoảng thời gian nghiên cứu. Tuy nhiên, sau khi loại trừ đi các DN không có đủ dữ liệu nghiên cứu cho 3 năm (2017-2019) và những DN có năm tài chính kết thúc khác ngày 31/12 hàng năm, mẫu nghiên cứu cuối cùng còn lại 681 quan sát của 227 DN *(Bài viết sử dụng các viết số thập phân theo chuẩn quốc tế).*

BẢNG 1: BẢNG TÓM TẮT VỀ CÁC BIẾN KIỂM SOÁT SỬ DỤNG TRONG NGHIÊN CỨU

Ký hiệu	Tên biến	Phương pháp đo lường
Size	Quy mô công ty	Loganepe của tổng tài sản
Profit	Khả năng sinh lời của DN	
Lev	Đòn bẩy tài chính của DN	Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản
Growth	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu (DT)	$\frac{DT_n - DT_{n-1}}{DT_{n-1}} \times 100\%$
Industry	Biến giả ngành	Biến giả ngành theo phân loại cấp 2 của tiêu chuẩn phân ngành ICB
Year	Biến giả năm	Biến giả năm

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

BẢNG 2: THỐNG KÊ MÔ TẢ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU TRONG MÔ HÌNH

Biến nghiên cứu	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Min	Max	Trung vị
TobinQ	681	1. 1724	0.7468	0. 1096	7.5567	0.9688
MVBV	681	1.2885	1.4113	-1.5632	23.1136	0.9094
LnMCAP	681	27.3651	1.5723	23.4653	33.1392	27.2015
VDVol	681	0.3347	0. 1826	0.0313	0.8418	0.3078
Size	681	28.1221	1.2694	25.58	32.25	28.03
ROA	681	0.0713	0.0836	-0.467	0.536	0.054
Lev	681	0.4635	0.214	0.003	1.294	0.473
Growth	681	1.1281	0.6028	0. 1062	9.7350	1.0702

BẢNG 3: HỆ SỐ TƯƠNG QUAN GIỮA CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

	TobinQ	MVBV	LnMCAP	VDVol	Size	ROA	Lev	Growth
TobinQ	1.0000							
MVBV	0.7472	1.0000						
LnMCAP	0.5460	0.4703	1.0000					
VDVol	0.2499	0.2272	0.5506	1.0000				
Size	0.1480	0.1558	0.8073	0.4851	1.0000			
ROA	0.6029	0.3411	0.3399	0.0999	-0.0671	1.0000		
Lev	-0.1702	-0.0585	-0.0764	0.0203	0.2946	-0.4794	1.0000	
Growth	-0.0107	0.0083	0.0284	-0.0331	0.0140	0.0855	-0.0245	1.0000

BẢNG 4: KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH HAUSMAN LỰA CHỌN GIỮA MÔ HÌNH FEM VÀ REM

Mô hình	Thống kê Chi²	Pro > Chi²	Phương pháp ước lượng lựa chọn
Biến phụ thuộc TobinQ	200.93	0.0000	FEM
Biến phụ thuộc MVBV	7.95	0.3370	REM
Biến phụ thuộc LnMCAP	190.85	0.0000	FEM

Nguồn: Tính toán của tác giả

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Kết quả thống kê mô tả

Số liệu Bảng 2 cho thấy, chỉ có 2 biến: LnMCAP và Size có mức độ biến thiên thấp, các biến TobinQ, MVBV, ROA, VDVol, Lev và Growth đều có mức độ biến thiên lớn (độ lệch chuẩn > 50% giá trị trung bình).

Phân tích tương quan

Kết quả phân tích tương quan (Bảng 3) cho thấy, CBTT tự nguyện có quan hệ thuận chiều như kỳ vọng

BẢNG 5: KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH WALD, BREUSCH VÀ LAGRANGIAN, WOOLDRIDGE

Mô hình	Kiểm định Modified Wald test	Kiểm định Breusch và Lagrangian	Kiểm định Wooldridge
Biến phụ thuộc TobinQ	Chi^2 (227) = 6.8x10^6	Chi^2(5) = 308.24	F(1.226) = 5.586
Biến phụ thuộc MVBV	Chi^2 (227) = 1x10^7	Chi^2(5) = 138.74	F(1.226) = 1.859
Biến phụ thuộc LnMCAP	Chi^2 (227) = 2.2x10^7	Chi^2(5) = 314.47	F(1.226) = 58.675

BẢNG 6: TÓM TẮT KẾT QUẢ HỒI QUY

Biến phụ thuộc	TobinQ	MVBV	LnMCAP
VDVol	0.4430*	0.8371**	1.0720***
Size	0.0678*	0.1109*	1.0200***
ROA	6.3240***	6.1510*	5.8080***
Lev	0.3576*	0.5310*	-1.2930***
SaleGrowth	-0.0664	0.0701	0.0980
Hệ số chặn	-1.9060	-3.9260**	-2.4570**
Hiệu ứng ngành	Có xét đến	Có xét đến	Có xét đến
Hiệu ứng năm	Không xét đến	Không xét đến	Không xét đến
N	681	681	681
R^2	0.55	0.30	0.89

*Ghi chú: *; **; *** thể hiện mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5% và 1%. Hệ số trong ngoặc đơn thể hiện giá trị thống kê t.*

Nguồn: Tính toán của tác giả

với các thước đo giá trị DN. Bên cạnh đó, các hệ số tương quan giữa các biến giải thích đều < 0.7, do đó hiện tượng đa cộng tuyến là không đáng kể trong dữ liệu nghiên cứu (Drury, 2008).

Kết quả các kiểm định để lựa chọn phương pháp ước lượng phù hợp nhất

Để lựa chọn phương pháp hồi quy FEM/REM hay OLS, nghiên cứu sử dụng kiểm định Breusch - Pagan Lagrangian Multiplier (LM test). Kết quả của kiểm định này cho thấy, mô hình hồi quy FEM/REM phù hợp hơn so với mô hình OLS.

Để lựa chọn giữa mô hình hồi quy FEM và REM, tác giả tiến hành kiểm định Hausman. Kết quả (Bảng 4) cho thấy, trong mô hình với biến phụ thuộc là TobinQ và LnMCAP, phương pháp hồi quy tác động cố định là phù hợp, còn trong mô hình với biến phụ thuộc là MVBV, phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên sẽ cho kết quả tốt hơn.

Bên cạnh đó, trước khi đưa ra kết luận về phương pháp hồi quy phù hợp và lý giải các kết quả hồi quy, tác giả cũng thực hiện kiểm định Modified Wald test và kiểm định Breusch và Lagrangian để kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi; kiểm định Wooldridge test để kiểm tra hiện tượng tự tương quan.

Kết quả của các kiểm định (Bảng 5) cho thấy, cả mô hình FEM, REM đều gặp hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan. Đây là 2 khuyết tật lớn đối với dữ liệu bảng, bởi khi có 2 hiện tượng này xảy ra, ước lượng sẽ kém hiệu quả. Để khắc phục các khuyết tật của mô hình và để tập trung xem xét thay đổi của việc CBTT tự nguyện giữa các cá thể tới giá trị DN, nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy trung bình mẫu với tùy chọn Bootstrap.

Kết quả hồi quy theo phương pháp hồi quy trung bình mẫu với tùy chọn Bootstrap

Kết quả hồi quy (Bảng 6) cho thấy: Trong cả 3 mô hình, hệ số hồi quy của biến VDVol đều > 0, điều này chứng tỏ mức độ CBTT tự nguyện có tác động tích cực, góp phần làm tăng giá trị DN. Kết quả này là hoàn toàn phù hợp với lý thuyết thông tin bất cân xứng, lý thuyết rủi ro ước tính và nhóm lý thuyết kinh tế chính trị. Việc CBTT tự nguyện giúp làm giảm tình trạng thông tin bất cân xứng, từ đó làm giảm chi phí giao dịch và rủi ro ước tính của nhà đầu tư, điều này cuối cùng làm giảm chi phí vốn, gia tăng giá trị cho DN. Bên cạnh đó, CBTT tự nguyện đặc biệt là thông tin phát triển bền vững còn giúp DN xây dựng hình ảnh, duy trì mối quan hệ tốt đẹp với các bên liên quan, thu hút các nhà đầu tư, các khách hàng quan tâm đến vấn đề môi trường, xã hội... từ đó giúp DN đạt được thành công trên thị trường vốn, thị trường hàng hóa... và mang lại lợi ích dài hạn cho DN.

Tương tự, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra mối quan hệ thuận chiều giữa quy mô DN và giá trị DN. Các DN lớn thường có nhiều lợi thế hơn so với các DN nhỏ. Bên cạnh đó, giá trị DN còn có mối quan hệ thuận chiều với khả năng sinh lời của DN (đo lường bằng chỉ số lợi nhuận trên tổng tài sản - ROA).

Trong nghiên cứu này, đòn bẩy tài chính có mối quan hệ phức tạp với giá trị DN. DN có đòn bẩy tài chính cao thường có hệ số TobinQ và chỉ số MVBV cao, song lại có giá trị Ln(MCAP) thấp. Điều này cũng phù hợp với sự phức tạp trong các lý thuyết giải thích mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính với giá trị DN.

Cuối cùng, nghiên cứu không tìm thấy mối quan hệ đáng kể giữa tốc độ tăng trưởng doanh thu và giá trị thị trường của DN. Mặc dù thông tin này có thể được sử dụng bởi nhà đầu tư để dự báo tốc độ tăng trưởng trong tương lai (Hassan và cộng sự, 2009), nhưng dữ liệu thực nghiệm lại chứng minh có thể thông tin này không quá quan trọng như kỳ vọng.

KẾT LUẬN

Nghiên cứu đã cung cấp thêm bằng chứng về lợi ích của CBTT tự nguyện đối với các DN niêm yết trên HOSE nói riêng và công ty đại chúng nói chung. Điều này có ý nghĩa quan trọng đối với DN và các cơ quan quản lý nhà nước. Cụ thể như sau:

- Đối với DN, nghiên cứu này giúp nhà quản lý nhìn nhận rõ ràng hơn những lợi ích và chi phí của việc CBTT tự nguyện, từ đó có cơ sở để lựa chọn chính sách CBTT phù hợp thay vì việc chỉ CBTT theo yêu cầu của Nhà nước một cách chiếu lệ như hiện nay.

- Đối với các cơ quan quản lý nhà nước, kết luận của nghiên cứu này càng củng cố thêm đánh giá của Nhà nước về tầm quan trọng của việc minh bạch hóa thông tin trên thị trường chứng khoán. Mặc dù trong những năm vừa qua, các cơ quan quản lý nhà nước Việt Nam đã không ngừng đưa ra nhiều biện pháp nhằm cải thiện chất lượng thông tin trên thị trường chứng khoán, tuy nhiên chất lượng CBTT tự nguyện ở Việt Nam vẫn còn thấp, thể hiện ở mức độ CBTT tự nguyện trung bình của mẫu nghiên cứu trong 3 năm chỉ đạt 33.47%. Điều này cho thấy rằng, các cơ quan quản lý nhà nước vẫn cần phải tích cực hơn nữa, đưa ra nhiều biện pháp hơn nữa để thúc đẩy minh bạch hóa thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam.❑

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Amihud, Y., and H. Mendelson (1986). The Effects of Beta, Bid-Ask Spread, Residual Risk and Size on Stock Returns, *Journal of Finance,* 479-486

2. Assidi (2020). The effect of voluntary disclosures and corporate governance on firm value: a study of listed firms in France, *International Journal of Disclosure and Governance. Palgrave Macmillan*, 17(2), 168-179

3. Barry, C., and Brown, S. J. (1985). Differential Information and Security Market Equilibrium, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20, 407-422

4. Deegan (2009). *Financial accounting theory*, McGraw-Hill Australi

5. Depoers, F. (2000). A cost benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies, *European Accounting Review*, 9(2), 245-263

6. Eccles, R. G., Ioannou, I., and Serafeim, G. (2012). *The impact of a corporate culture of sustainability on corporate behavior and performance*, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research

7. Francis, J., Nanda, D., and Olsson, P. (2008). Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital, *Journal of accounting research,* 46(1), 53-99

8. Glosten, L. R., and Milgrom, P. R. (1985). Bid, Ask and Transactions Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders, *Journal of Financial Economics,* 14, 71-100

9. Handa, P., and Linn, S. C. (1993). Arbitrage pricing with estimation risk, *Journal of Financial and Quantitative analysis,* 28(1), 81-100

10. Hassan, O., and Marston, C. (2010). Disclosure Measurement in the Empirical Accounting Literature: A Review Article, *SSRN Electronic Journal*, DOI:10.2139/ssrn.1640598

11. Lev, B., Petrovits, C., and Radhakrishnan, S. (2010). Is doing good good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth, *Strategic management journal*, 31(2), 182-200

12. Menon, A., and Menon, A. (1997). Enviropreneurial marketing strategy: The emergence of corporate environmentalism as market strategy, *Journal of Marketing,* 61(1), 51-67

13. Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt, *Accounting review*, 459-474

14. Robert Merton (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information, *Journal of Finance*, 42(3), 483-510

15. Verrecchia, R. (1983). Discretionary Disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194

16. Vu, K. B. A. H. (2012). *Determinants of voluntary disclosure for Vietnamese listed firms*, Doctoral dissertation, Curtin University