

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN

NGUYỄN PHƯƠNG LINH

ẢNH HƯỞNG CỦA CHẤT LƯỢNG
BÁO CÁO TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ ĐẦU TƯ
CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

LUẬN ÁN TIẾN SĨ
NGÀNH KẾ TOÁN

HÀ NỘI – 2026

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN

NGUYỄN PHƯƠNG LINH

ẢNH HƯỞNG CỦA CHẤT LƯỢNG
BÁO CÁO TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ ĐẦU TƯ
CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Ngành đào tạo: Kế toán (Kế toán, kiểm toán và phân tích)

Mã ngành: 9340301

LUẬN ÁN TIẾN SĨ

Người hướng dẫn khoa học:

PGS.TS. Phạm Đức Cường

HÀ NỘI – 2026

LỜI CAM ĐOAN

Tôi đã đọc và hiểu về các hành vi vi phạm sự trung thực trong học thuật. Tôi cam kết bằng danh dự cá nhân rằng nghiên cứu này là do tôi thực hiện và không vi phạm yêu cầu về sự trung thực trong học thuật.

Hà Nội, ngày tháng năm 2026

Nghiên cứu sinh

Nguyễn Phương Linh

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
MỤC LỤC	ii
DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT	v
DANH MỤC BẢNG	vii
DANH MỤC HÌNH	viii
CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU VỀ ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU	1
1.1. Tính cấp thiết của đề tài.....	1
1.2. Mục tiêu nghiên cứu	4
1.3. Câu hỏi nghiên cứu.....	4
1.4. Quy trình nghiên cứu	4
1.5. Đối tượng nghiên cứu và phạm vi nghiên cứu	6
1.6. Tóm tắt phương pháp nghiên cứu.....	6
1.7. Đóng góp của đề tài nghiên cứu	7
1.8. Kết cấu của luận án	8
CHƯƠNG 2: TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU VÀ CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ CHẤT LƯỢNG BÁO CÁO TÀI CHÍNH VÀ HIỆU QUẢ ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP	9
2.1. Cơ sở lý luận về chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp	9
2.1.1. Khái quát về chất lượng báo cáo tài chính của doanh nghiệp.....	9
2.1.2. Khái quát về hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp	15
2.2. Tổng quan nghiên cứu về ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết	21
2.2.1. Các nghiên cứu thực nghiệm về chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.....	21
2.2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp	28
2.2.3. Khoảng trống nghiên cứu.....	40
2.3. Cơ sở lý thuyết về ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp.....	41
2.3.1. Lý thuyết đại diện	41

2.3.2. Lý thuyết hợp đồng	43
2.3.3. Lý thuyết hợp pháp	45
2.3.4. Lý thuyết thông tin bất đối xứng.....	48
2.3.5. Lý thuyết dựa trên nguồn lực	50
CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	53
3.1 Phát triển giả thuyết nghiên cứu	53
3.1.1. Giả thuyết nghiên cứu	53
3.1.2. Các biến nghiên cứu trong mô hình và cách thức đo lường	55
3.2. Dữ liệu và phương pháp xử lý dữ liệu	63
3.2.1. Dữ liệu nghiên cứu.....	63
3.2.2. Phương pháp xử lý dữ liệu.....	65
3.3. Kết quả xác định phần dư.....	68
3.3.1. Kết quả của phần dư của biến độc lập	68
3.3.2. Kết quả phần dư của biến phụ thuộc.....	88
CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU	95
4.1. Khái quát về thị trường chứng khoán Việt Nam và các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết.....	95
4.1.1. Khái quát quá trình phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam.....	95
4.1.2. Khái quát về các công niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.....	98
4.2. Kết quả kiểm định mô hình	100
4.2.1. Kết quả thống kê mô tả	100
4.2.2. Tác động trực tiếp của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư.....	103
4.2.3. Tác động của chất lượng báo cáo tài chính đến đầu tư quá mức/dưới mức.....	110
4.2.4. Vai trò trung gian của đầu tư dưới mức trong mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư	115
4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu	118
4.3.1. Thảo luận về tác động của FRQ đến hiệu quả đầu tư	118
4.3.2. Thảo luận về tác động của FRQ đến đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức.....	121
CHƯƠNG 5: CÁC GIẢI PHÁP ĐỀ XUẤT, HÀM Ý CHÍNH SÁCH VÀ KẾT LUẬN.....	127
5.1. Tình hình chung về môi trường kinh doanh trong nước và quốc tế.....	127
5.1.1. Tình hình kinh tế thế giới.....	127

5.1.2. Tình hình kinh tế Việt Nam	129
5.1.3. Các quy định về minh bạch báo cáo tài chính tại Việt Nam.....	130
5.2. Các hàm ý chính sách nhằm nâng cao chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp	134
5.2.1. Đối với các doanh nghiệp niêm yết.....	134
5.2.2. Đối với các công ty kiểm toán	138
5.2.3. Đối với các sàn giao dịch chứng khoán	141
5.2.4. Đối với các cơ quan quản lý Nhà nước.....	145
KẾT LUẬN	147
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU CỦA TÁC GIẢ LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN.....	150
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	151
PHỤ LỤC	165

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

Từ viết tắt	Nghĩa tiếng Anh	Nghĩa tiếng Việt
Altman		Sức mạnh tài chính
BCTC		Báo cáo tài chính
CFO_ATA		Dòng tiền hoạt động
DNNN		Doanh nghiệp nhà nước
ESG	Environmental, Social, and Governanc	Môi trường, Xã hội và Quản trị
FASB	Financial Accounting Standards Board	Hội đồng Chuẩn mực Kế toán Tài chính Hoa Kỳ
FDI	Foreign Direct Investment	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
FRQ	Financial Reporting Quality	Chất lượng báo cáo tài chính
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles	Các nguyên tắc kế toán chung được thừa nhận
GDP	Gross Domestic Product	Tổng sản phẩm quốc nội
HĐQT		Hội đồng quản trị
HNX	Hanoi Stock Exchange	Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
HoSE	Hochiminh Stock Exchange	Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh
IASB	International Accounting Standards Board	Hội đồng chuẩn mực kế toán quốc tế
ICB	Industry Classification Benchmark	Hệ thống phân nhóm ngành chuẩn
ICOR	Incremental Capital Output Ratio	Hệ số ICOR
IFRS	International Financial Reporting Standards	Chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế
KSNB		Kiểm soát nội bộ
LnSales		Quy mô doanh nghiệp
Loss		Lãi/Lỗ
NH		Ngân hàng
NHTM		Ngân hàng thương mại
NPV	Net present value	Giá trị hiện tại ròng
OLS	Ordinary Least Squares	Phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất

Từ viết tắt	Nghĩa tiếng Anh	Nghĩa tiếng Việt
Opercycle		Chu kỳ kinh doanh
ROA	Return on Asset	Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản
ROE	Return on Equity	Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu
Std. Dev.	Standard deviation	Độ lệch chuẩn
Std_CFO		Độ biến động dòng tiền
Std_Sales		Độ biến động doanh thu
Tang		Tài sản cố định hữu hình
TCTD		Tổ chức tín dụng
Tobinsq		Cơ hội tăng trưởng
TSCĐHH		Tài sản cố định hữu hình
TTBCX		Thông tin bất cân xứng
VACPA	Vietnam Association of Certified Public Accountants	Hội Kiểm toán viên hành nghề Việt Nam
VAS	Vietnam Accounting Standards	Chuẩn mực kế toán Việt Nam
VFRS	Vietnam Financial Reporting Standards	Chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế được điều chỉnh cho Việt Nam
VSA	Vietnam Audit Standards	Chuẩn mực Kiểm toán Việt Nam

DANH MỤC BẢNG

Bảng 2.1. Tóm tắt các mô hình nghiên cứu đo lường hiệu quả đầu tư	39
Bảng 3.1. Mô tả các biến sử dụng trong mô hình.....	58
Bảng 3.2. Các doanh nghiệp được thu thập phân theo ngành	63
Bảng 3.3. Kết quả điền các giá trị thiếu trong dữ liệu.....	68
Bảng 3.4: Kết quả kiểm định nhân quả Granger của FRQ_MNST.....	72
Bảng 3.5: So sánh kết quả DGMM và SGMM của FRQ_MNST	73
Bảng 3.6: Kết quả chạy mô hình SGMM của FRQ_MNST	74
Bảng 3.7: Kết quả kiểm định nhân quả Granger của FRQ_KASZ	78
Bảng 3.8: So sánh kết quả DGMM và SGMM của FRQ_KASZ.....	79
Bảng 3.9: Kết quả chạy mô hình SGMM của FRQ_KASZ	80
Bảng 3.10: So sánh kết quả DGMM và SGMM của FRQ_DD	84
Bảng 3.11: Kết quả chạy mô hình SGMM của FRQ_DD.....	85
Bảng 3.12: So sánh kết quả DGMM và SGMM của biến phụ thuộc	89
Bảng 3.1: Kết quả chạy mô hình SGMM của biến phụ thuộc.....	90
Bảng 4.1. Kết quả thống kê mô tả mẫu nghiên cứu	100
Bảng 4.2: Kết quả kiểm định nhân quả	103
Bảng 4.3. So sánh kết quả ước lượng tác động của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư	104
Bảng 4.4: Kết quả chạy mô hình (B) ước lượng theo phương pháp SGMM	108
Bảng 4.5: Kết quả chạy mô hình SGMM với đầu tư quá mức.....	112
Bảng 4.6: Kết quả chạy mô hình SGMM với đầu tư dưới mức	114
Bảng 4.7: Kết quả chạy mô hình SGMM với biến công cụ	116
Bảng 5.1. Mẫu bảng đánh giá mức độ minh bạch báo cáo tài chính (theo ngành)	144

DANH MỤC HÌNH

Hình 1.1. Quy trình nghiên cứu.....	5
Hình 2.1. Ảnh hưởng của thông tin bất cân xứng và mâu thuẫn giữa các bên liên quan đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp	49
Hình 3.1. Mô hình nghiên cứu.....	60
Hình 4.1: Biểu đồ chỉ số VN-index qua các năm.....	96
Hình 4.2: Giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam qua các năm	97
Hình 4.3: Số lượng công ty niêm yết trên sàn HOSE và HNX qua các năm.....	99

CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU VỀ ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU

1.1. Tính cấp thiết của đề tài

Kế toán là một bộ phận của hệ thống quản lý có chức năng ghi nhận, ghi chép và cung cấp thông tin cho người dùng thông tin kế toán trong và ngoài đơn vị. Để cung cấp thông tin cho người dùng, kế toán sử dụng hệ thống báo cáo tài chính. Trong quá trình lập báo cáo tài chính, kế toán viên cần tuân thủ các nguyên tắc kế toán để đảm bảo rằng báo cáo tài chính có chất lượng cao cung cấp cho người dùng.

IASB và FASB trong khuôn khổ lý thuyết (theoretical framework) đều nêu rằng, BCTC chất lượng cao phải tuân thủ mục tiêu và các đặc tính chất lượng của thông tin BCTC. Các đặc tính chất lượng này tạo ra tính hữu ích của thông tin, giúp cho người sử dụng thông tin kế toán có thể đưa ra được những quyết định chính xác và hiệu quả cao. Cả FASB và IASB đều đưa ra hai đặc tính cơ bản và bốn đặc tính tăng cường để đảm bảo chất lượng báo cáo tài chính. Nội dung của các đặc tính này theo FASB và IASB đều khá giống nhau. Hai đặc tính cơ bản của thông tin đó là Tính thích hợp (Relevance) và Trình bày trung thực (faithful representation) hay Đáng tin cậy (Reliability). Các đặc tính tăng cường bao gồm khả năng so sánh được (comparability), có thể kiểm chứng (verifiability), có thể hiểu được (understandability), nhất quán (consistency) và kịp thời (timely).

Bên cạnh đánh giá chất lượng BCTC theo chuẩn mực, một số nghiên cứu thực nghiệm lại cho rằng chất lượng BCTC có thể được lượng hóa theo các tiêu chí khác nhau như tính thích hợp của thông tin kế toán (thông qua giá thị trường của cổ phiếu, ví dụ nghiên cứu của Ball & Brown, 1968; hoặc Ohlson, 1995,...), chất lượng lợi nhuận (ví dụ Schipper & Vincent, 2003; Francis & cộng sự, 2005; Francis & cộng sự, 2004). Hướng nghiên cứu này cũng đang được thực hiện không chỉ ở quốc gia đang phát triển mà dần lan rộng sang quốc gia đang phát triển và kết quả đóng góp rất nhiều cho tổng quan nghiên cứu.

Hiệu quả đầu tư (Investment Efficiency) là khái niệm biểu hiện quan hệ so sánh giữa các kết quả đạt được của hoạt động đầu tư với các chi phí phải bỏ ra để có được các kết quả đó trong một thời kỳ nhất định. Đánh giá hiệu quả đầu tư trong doanh nghiệp là quá trình phân tích, đánh giá các kết quả đạt được của một khoản đầu tư, so sánh với mục tiêu đầu tư ban đầu để xác định mức độ hiệu quả của khoản đầu tư đó. Một dự án đầu tư được coi là có hiệu quả khi đạt được mục đích đầu tư của dự án. Đánh giá hiệu quả đầu tư là một công việc quan trọng, giúp doanh nghiệp có thể đưa ra những quyết

định đầu tư hợp lý, mang lại lợi ích tối đa. Có nhiều tiêu chí khác nhau để đánh giá hiệu quả đầu tư trong doanh nghiệp, tùy thuộc vào mục tiêu đầu tư và đặc điểm của từng dự án. Một số tiêu chí đánh giá hiệu quả đầu tư phổ biến bao gồm: Tỷ suất lợi nhuận (Return on Investment – ROI; Tỷ suất hoàn vốn (Return on Capital Employed – ROCE); Thời gian thu hồi vốn (Payback Period – PP; Giá trị hiện tại ròng (Net Present Value - NPV).

Xoay quanh mối quan hệ giữa Chất lượng báo cáo tài chính (Financial Reporting Quality - FRQ) và hiệu quả đầu tư đã được nhiều hướng nghiên cứu, trao đổi và thảo luận. Dưới góc độ kế toán và tài chính một hướng nghiên cứu liệu FRQ có ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp hay không (Biddle & cộng sự, 2009; Biddle & cộng sự, 2022). Từ rất sớm, Jensen & Meckling (1976) trong Lý thuyết đại diện cho rằng FRQ sẽ giúp nhà quản trị và người điều hành có thêm nhiều thông tin để đưa ra lựa chọn phù hợp nhằm tránh đầu tư dưới mức hay quá mức (D'Mello & Miranda, 2010). Nguyên nhân của vấn đề này ở chỗ: chất lượng báo cáo tài chính cao giúp tối ưu hóa đầu tư bằng cách triệt tiêu sự bất cân xứng thông tin và xung đột lợi ích giữa cổ đông và ban điều hành. Một mặt, sự minh bạch đóng vai trò như "chiếc phanh" giám sát, phơi bày dữ liệu thực để ngăn ban giám đốc vung tiền vào các dự án kém hiệu quả hòng tư lợi hoặc phô trương quyền lực (giải quyết bệnh đầu tư quá mức). Mặt khác, số liệu rõ ràng giúp củng cố niềm tin của thị trường, kéo giảm rủi ro thông tin và hạ nhiệt chi phí vốn, giúp doanh nghiệp dễ dàng huy động dòng tiền rẻ cho các dự án sinh lời (chữa bệnh đầu tư dưới mức). Tóm lại, báo cáo minh bạch vừa siết chặt kỷ luật nội bộ, vừa khơi thông nguồn vốn bên ngoài để đưa các quyết định đầu tư về mức hiệu quả nhất.

Nhiều lý thuyết và nghiên cứu gần đây như lý thuyết hợp pháp, lý thuyết hợp đồng đã chỉ ra rằng cải thiện chất lượng báo cáo tài chính có thể nâng cao kết quả đầu tư như tránh được đầu tư quá mức hoặc đầu tư ít hơn mức cần thiết (Muttakin & cộng sự, 2020; Shahzad & cộng sự, 2019a; Verdi, 2006). Một hướng nghiên cứu khác về mối quan hệ giữa FRQ và kết quả đầu tư của các doanh nghiệp (ví dụ, Wang & cộng sự, 2014; Biddle & cộng sự, 2009; Chen & cộng sự, 2011). Doanh nghiệp có FRQ cao hơn cũng được phát hiện là ít đi lệch khỏi mức đầu tư dự toán và ít nhạy cảm với các điều kiện kinh tế vĩ mô (Healy & Palepu, 2001; Lara & cộng sự, 2016; McNichols & Stubben, 2008). Tuy vậy, cơ chế ảnh hưởng của FRQ đến kết quả đầu tư của doanh nghiệp ra sao vẫn chưa được thể hiện trong các nghiên cứu. Liệu rằng đầu tư quá mức và dưới mức có bị ảnh hưởng bởi FRQ, và nó có phải là biến trung gian trong mối quan hệ với hiệu quả đầu tư hay không cũng là một chủ đề được tranh luận giữa các trường phái nghiên cứu.

Xét trên góc độ thực tiễn, các doanh nghiệp nước ta nói chung thường chưa đặt sự quan tâm đúng mức đối với việc hoạch định, đánh giá và thẩm định dự án đầu tư, dẫn đến kết quả đầu tư vẫn còn ở mức thấp, từ đó dẫn đến thua lỗ, thậm chí phá sản. Cụ thể, theo Báo cáo tình hình kinh tế - xã hội năm 2020 của Tổng cục Thống kê, do ảnh hưởng tiêu cực của dịch Covid-19, hoạt động sản xuất kinh doanh của nền kinh tế bị đình trệ, các dự án công trình hoàn thành đưa vào sử dụng chưa phát huy được năng lực nên chỉ số hiệu quả sử dụng vốn đầu tư (hệ số ICOR)¹ năm 2020 đạt 14,28 (Tổng cục Thống kê, 2020b; Tổng cục Thống kê, 2024). Trước đó, khi đại dịch chưa xuất hiện và bùng phát, bình quân giai đoạn 2016-2019 và giai đoạn 2011-2015, hệ số ICOR lần lượt là 6,11 và 6,25. Có thể thấy, hệ số ICOR của Việt Nam nhiều năm qua đều luôn dao động trên mức 6, tức là đã cao hơn rất nhiều so với các nước trong khu vực và trên thế giới, cho thấy kết quả đầu tư ở nước ta còn rất thấp. Và một trong những nguyên nhân tạo ra hiện tượng đó là FRQ thấp (Hoàng Thị Phương Anh & cộng sự, 2017b). Có những nghiên cứu đã đặt câu hỏi rằng: vậy FRQ có ảnh hưởng đến quyết định vay nợ ngắn hạn hoặc cơ cấu nợ (Hoàng Thị Phương Anh & cộng sự, 2017b; Nguyễn Thị Loan & cộng sự, 2019b) từ đó tác động đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Hoặc có nghiên cứu về các biến quản trị doanh nghiệp (quy mô, trình độ quản lý, sự kiêm nhiệm, hoặc vai trò của lãnh đạo nữ,...) có phải là mối quan hệ trung gian giữa FRQ với hiệu quả đầu tư hay không (Nguyễn Thị Kim Cúc & Nguyễn Thị Kim Loan, 2021).

Một số nghiên cứu chi tiết về hiệu quả đầu tư đã phát hiện đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức. Nguyễn Trọng Nghĩa (2022) thấy rằng đầu tư quá mức sẽ làm giảm hiệu quả đầu tư chung của doanh nghiệp, ngược lại một số nghiên cứu lại cho rằng đầu tư dưới mức (dưới khả năng) của doanh nghiệp cũng không mang lại hiệu quả đầu tư tối ưu. Những thực tế này đã đặt ra vấn đề rằng FRQ có tác động trực tiếp đến hiệu quả đầu tư, và đầu tư quá mức hay dưới mức có thể là biến trung gian trong điều kiện thị trường mới nổi như Việt Nam hay không.

Xuất phát từ các ý nghĩa thực tiễn và những đóng góp có thể có cho tổng quan nghiên cứu, nghiên cứu sinh lựa chọn đề tài “***Ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính đến kết quả đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam***” cho luận án tiến sĩ của mình.

¹ Hệ số ICOR (Incremental Capital Output Ratio) được tính bằng tỷ lệ đầu tư so với GDP/ tốc độ tăng trưởng GDP, được sử dụng để so sánh hiệu quả sử dụng vốn (hay hiệu quả đầu tư) giữa các thời kỳ hoặc giữa các nền kinh tế. Hệ số ICOR cao hơn chứng tỏ thời kỳ đó hoặc nền kinh tế đó sử dụng vốn kém hiệu quả hơn. Hệ số này vừa là kết quả, vừa là cơ sở để các doanh nghiệp có thể xây dựng được các kế hoạch tài chính phù hợp cho đầu tư.

1.2. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu tổng quát của luận án là chỉ ra tác động của FRQ tới hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp đang niêm yết tại Việt Nam. Từ đó, nghiên cứu sinh nêu lên những khuyến nghị và đề xuất giải pháp nhằm tăng cường ảnh hưởng tích cực của FRQ, giảm ảnh hưởng của đầu tư quá mức và dưới mức. Từ mục tiêu tổng quát, nghiên cứu sinh đề ra một số mục tiêu cụ thể dưới đây:

- Thiết lập khung lý thuyết về chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư; lựa chọn lý thuyết nền tảng cho mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.
- Đo lường chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp của doanh nghiệp.
- Lượng hóa tác động của FRQ tới hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.
- Đề ra một số đề xuất nhằm nâng cao hiệu quả đầu tư thông qua việc nâng cao chất lượng báo cáo tài chính của doanh nghiệp.

1.3. Câu hỏi nghiên cứu

Luận án tập trung trả lời các câu hỏi nghiên cứu sau:

- (1) Thực trạng chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện như thế nào?
- (2) Chất lượng báo cáo tài chính có tác động đến hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán ở mức độ như thế nào?
- (3) Những khuyến nghị nào nên được đưa ra về chất lượng báo cáo tài chính nhằm tăng cường hiệu quả đầu tư dựa trên kết quả nghiên cứu của mô hình?

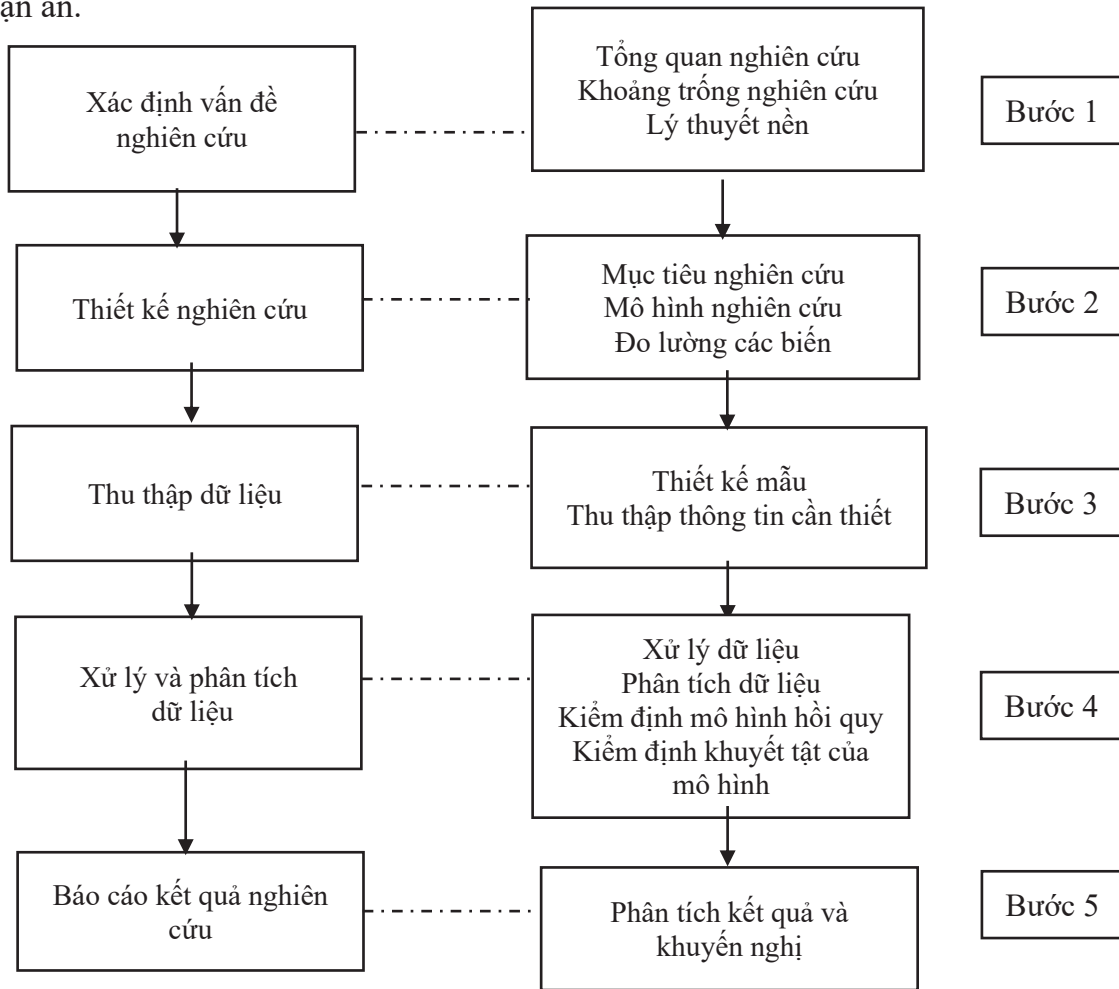
1.4. Quy trình nghiên cứu

Nghiên cứu này được thực hiện theo các bước tại hình 1. Cụ thể như sau:

Bước 1: Tác giả tiến hành tổng quan từ các nghiên cứu trước về chất lượng báo cáo tài chính, hiệu quả đầu tư và về ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính tới hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp. Từ đó, tác giả đã tìm được khoảng trống nghiên cứu của luận án. Tác giả cũng đã khái quát các lý thuyết nền tảng có liên quan đến ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

Bước 2: Trên cơ sở vấn đề nghiên cứu đã được hình thành ở bước 1, tác giả xác định mục tiêu nghiên cứu của luận án. Trên cơ sở đó xây dựng mô hình nghiên cứu, các giả thuyết nghiên cứu và các cách thức để đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu của luận án.

Bước 3: Tại bước này, tác giả tiến hành xác định tổng thể nghiên cứu, mẫu nghiên cứu và thu thập các dữ liệu phục vụ cho việc kiểm định các giả thuyết nghiên cứu của luận án.



Hình 1.1. Quy trình nghiên cứu

Nguồn: Phát triển của tác giả dựa trên Yin (2015), Nguyễn Văn Thắng (2014), Vũ Lê Lam (2024)

Bước 4: Tại giai đoạn này, tác giả thực hiện việc kiểm tra tác động của chất lượng báo cáo tài chính tới hiệu quả đầu tư thông qua các mô hình kinh tế lượng thông qua xác định phần dư của các biến trong mô hình. Tác giả cũng sử dụng các kiểm định khuyết tật của mô hình và các kiểm định lựa chọn mô hình để chọn được mô hình tốt hơn cho đề tài nghiên cứu bằng phương pháp GMM cho dữ liệu bảng động. Ngoài ra, nếu các mô hình trên không đạt được kết quả tối ưu, tác giả còn sử dụng mô hình hiệu chỉnh (robust) để phục vụ cho việc bàn luận và phân tích.

Bước 5: Từ các kết quả thu được ở bước 4, tác giả thực hiện bàn luận kết quả thu được và đặt trong bối cảnh kinh tế xã hội của Việt Nam cũng như thực hiện so sánh với các nghiên cứu trước đó. Từ đó, tác giả đề xuất các khuyến nghị theo quan điểm của tác

giả nhằm làm tăng chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư.

1.5. Đối tượng nghiên cứu và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu: ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp.

Phạm vi thời gian, luận án thực hiện nghiên cứu trong giai đoạn 2014 đến 2024.

Phạm vi không gian: Các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, bao gồm HNX và HoSE.

Phạm vi nội dung: ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong đó, hoạt động đầu tư của doanh nghiệp được giới hạn ở đầu tư vào tài sản, đầu tư dự án, và đầu tư vay vốn

Cách tiếp cận của nghiên cứu

Hiệu quả đầu tư có thể hiểu theo hai hướng. Hướng thứ nhất là bản thân doanh nghiệp đầu tư, ví dụ đầu tư vào các dự án, đầu tư vào tài sản cố định... Các hoạt động đầu tư này được đánh giá dựa trên các khía cạnh tài chính – ví dụ như ROI, ROA hay ROE. Hướng thứ hai là các cá nhân, tổ chức trên thị trường sẽ đầu tư vào cổ phiếu của doanh nghiệp. Lúc này, các nhà đầu tư sẽ tìm hiểu về giá trị cổ phiếu của các doanh nghiệp – từ đó đưa ra quyết định đầu tư. Luận án này sẽ tiếp cận theo hướng thứ nhất để thấy được việc các doanh nghiệp đang sử dụng báo cáo tài chính của chính mình ra sao, và từ đó, hoạt động đầu tư của họ đang ở dưới mức hay quá mức.

Cùng với hướng tiếp cận số 1, tác giả đánh giá theo lý thuyết đại diện (việc báo cáo sẽ đứng trên góc độ của ai – chủ sở hữu hay người quản lý của doanh nghiệp), cũng đồng thời nhận diện trên trách nhiệm của doanh nghiệp (với lý thuyết hợp đồng và lý thuyết hợp pháp) để thấy được những ràng buộc có liên quan.

1.6. Tóm tắt phương pháp nghiên cứu

Từ mục tiêu đã được xác định, tác giả sử dụng phương pháp định lượng để thực hiện nghiên cứu. Cụ thể như sau:

Phương pháp thu thập dữ liệu

Dữ liệu được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau. Một số dữ liệu như hiệu quả đầu tư (được đo lường dựa trên thông tin kế toán), chất lượng báo cáo tài chính... được tập hợp từ dữ liệu thứ cấp là các báo cáo tài chính và các bản cáo bạch của công ty được cung cấp bởi công ty FiinGroup – là công ty có uy tín trong việc cung cấp dữ liệu phục vụ cho công tác nghiên cứu. Một số dữ liệu như hiệu quả đầu tư (được đo lường dựa trên thông tin sổ sách kế toán) được tác giả thu thập dựa trên báo cáo tài chính niêm yết

của mỗi doanh nghiệp trên website của sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và sở giao dịch chứng khoán Hà Nội.

Phương pháp phân tích dữ liệu

Đầu tiên, tác giả đã sử dụng phần mềm Microsoft Excel để thực hiện bước thu thập dữ liệu ban đầu, loại bỏ các doanh nghiệp không phù hợp, loại bỏ các quan sát không đủ tin cậy, sau đó tác giả thực hiện tính toán các chỉ tiêu cần thiết.

Tiếp theo tác giả sử dụng phần mềm Stata để tính toán từng chỉ tiêu, thực hiện thống kê mô tả các biến trong mô hình, thực hiện các phân tích tương quan và kiểm định đa cộng tuyến. Tác giả cũng thực hiện phân tích hồi quy phương pháp GMM cho dữ liệu bảng động. Để lựa chọn được mô hình tối ưu để bàn luận, tác giả cũng sử dụng các kiểm định lựa chọn và các kiểm định khuyết tật của mô hình. Kết quả thu được sẽ được dùng để bàn luận, đánh giá và phục vụ cho việc trả lời các câu hỏi nghiên cứu ban đầu.

1.7. Đóng góp của đề tài nghiên cứu

Điểm mới về mặt lý thuyết

Thứ nhất, luận án chứng minh đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức là biến trung gian trong tác động của FRQ đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Các biến này bổ sung cho lý thuyết hợp đồng của Hart & Holmström (1987) và lý thuyết đại diện của Jensen & Meckling (1976) trong việc minh chứng rằng FRQ có thể ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư.

FRQ được tính toán dựa trên 3 thang đo khác nhau nhằm bổ sung cho các cách tiếp cận từ nguồn vốn (đại diện bởi Kasznik (1999)) và dòng tiền cũng như doanh thu (đại diện bởi Dechow & Dichev (2002) và McNichols & Stubben (2008)). Các thang đo này đã bổ sung cho lý thuyết đại diện cũng như giải thích thêm cho lý thuyết hợp pháp

Điểm mới về mặt thực tiễn

Thứ nhất, luận án đã minh chứng được FRQ có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp theo cả 3 phương pháp tính toán. Điều này giải thích được rằng, dù tiếp cận theo hướng nguồn vốn hay dòng tiền, chỉ cần có FRQ phù hợp, các doanh nghiệp cũng có thể có hiệu quả đầu tư cao hơn.

Thứ hai, FRQ giúp làm giảm tình trạng đầu tư dưới mức. Luận án đưa ra luận giải rằng FRQ sẽ làm cho các đối tác của doanh nghiệp giảm thiểu thông tin bất cân xứng, và từ đó hiệu quả đầu tư sẽ cao hơn.

Thứ ba, luận án đưa ra các hàm ý chính sách đối với các doanh nghiệp như chủ động hơn trong việc công bố báo cáo tài chính gắn với chuẩn mực ESG, các sản chứng khoán phải giám sát chặt chẽ hơn và phải công bố báo cáo giám sát, cũng như sự hỗ trợ của nhà nước nhằm tăng chất lượng báo cáo tài chính.

1.8. Kết cấu của luận án

Ngoài phần kết luận, danh mục tài liệu tham khảo và phụ lục, luận án được chia thành các chương như sau:

Chương 1: Giới thiệu về đề tài nghiên cứu

Chương 2: Tổng quan nghiên cứu, cơ sở lý thuyết về ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu

Chương 4: Kết quả nghiên cứu và thảo luận kết quả nghiên cứu

Chương 5: Hàm ý chính sách, và kết luận

CHƯƠNG 2: TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU VÀ CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ CHẤT LƯỢNG BÁO CÁO TÀI CHÍNH VÀ HIỆU QUẢ ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP

2.1. Cơ sở lý luận về chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp

2.1.1. *Khái quát về chất lượng báo cáo tài chính của doanh nghiệp*

2.1.1.1. *Khái niệm và vai trò của báo cáo tài chính*

Theo Luật Kế toán số 88/2015/QH13 được ban hành ngày 20/11/2015, Báo cáo tài chính là hệ thống thông tin kinh tế, tài chính của đơn vị kế toán được trình bày theo biểu mẫu quy định tại chuẩn mực kế toán và chế độ kế toán. Theo Hội đồng chuẩn mực kế toán quốc tế IASB (International Accounting Standards Board), báo cáo tài chính là một báo cáo chính thức và toàn diện mô tả các hoạt động tài chính của một tổ chức kinh doanh. Báo cáo tài chính cung cấp tất cả các thông tin tài chính có liên quan, được trình bày trong một theo cấu trúc nhất định, dễ hiểu để các nhà quản trị có thể nhanh chóng đưa ra quyết định đầu tư cũng như ra quyết định liên quan đến lập kế hoạch chi phí, lập kế hoạch đầu tư, lợi nhuận dự kiến và hiệu suất đánh giá. Báo cáo tài chính bao gồm bảng cân đối kế toán (để xác định hiện trạng tài chính), báo cáo lãi và lỗ (báo cáo hoạt động kinh doanh), báo cáo về thay đổi vốn chủ sở hữu (giải thích những thay đổi về vốn chủ sở hữu của công ty) và báo cáo lưu chuyển tiền tệ (báo cáo về các hoạt động dòng tiền của một công ty, đặc biệt là hoạt động kinh doanh, đầu tư và các hoạt động tài chính) (Đỗ Hồng Nhung, 2021; Phạm Quang Trung & Lê Thị Bích Ngọc, 2019).

Các chủ doanh nghiệp thường có cái nhìn lạc quan và quá tự tin vào tiềm năng tài chính của các doanh nghiệp và điều này có thể dẫn tới sự thiếu chính xác trong việc định giá xác suất thất bại, quyết định không hiệu quả và kiệt quệ tài chính (Ross & cộng sự, 2019). Cusmano (2018) cho rằng các doanh nghiệp vừa và nhỏ thường không tìm kiếm lời khuyên từ bên ngoài mà thường coi kế toán như một chuyên gia tư vấn tài chính, và thể hiện sự tin tưởng vào lời khuyên tài chính theo chất lượng của các dịch vụ được cung cấp. Từ đó, theo Ahmed & cộng sự (2020), Herath & Albarqi (2017), báo cáo tài chính cho phép các cổ đông hiểu biết kỹ hơn về tình hình tài chính và hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, để từ đó đưa ra các quyết định điều hành. Thêm vào đó, việc sử dụng báo cáo tài chính có liên hệ chặt chẽ và hỗ trợ doanh nghiệp thực hiện mục tiêu chiến lược, bởi các quyết định được đưa ra nếu thiếu sự tác động của báo cáo tài chính có thể khiến doanh nghiệp bối rối và gặp khó khăn về tài chính (Shahzad & cộng sự, 2019a; Verdi, 2006). Doanh nghiệp cần sử dụng hiệu quả các thông tin có trong báo cáo tài chính để đánh giá và tạo ra các cơ hội đầu tư (Herath & Albarqi, 2017; Pham &

cộng sự, 2021), và điều hành công ty một cách hiệu quả (Biddle & cộng sự, 2009; Chen & cộng sự, 2011; Gomariz & Ballesta, 2014).

Bản chất của việc phân tích báo cáo tài chính từ vị trí của người sử dụng là xem xét và đánh giá thông tin trong báo cáo để có được kết luận đáng tin cậy về trạng thái trong quá khứ của một doanh nghiệp nhằm dự đoán hoạt động của doanh nghiệp đó trong tương lai (Ross & cộng sự, 2019). Đánh giá báo cáo tài chính là quá trình đánh giá tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động của công ty trong cả quá khứ và hiện tại. Việc phân tích báo cáo tài chính sẽ giúp nhà đầu tư và doanh nghiệp xác định đặc điểm quan trọng nhất của công ty, cụ thể là tiềm năng phát triển hoặc nguy cơ phá sản. Những người sử dụng khác nhau sẽ phân tích các báo cáo tài chính phụ thuộc vào một mục tiêu khác nhau. Do đó, báo cáo tài chính của công ty có thể hữu ích cho các bên khác nhau (Đỗ Hồng Nhung, 2021; Nguyễn Văn Công, 2019).

2.1.1.2. Các loại báo cáo tài chính trong doanh nghiệp

Thông tư 200/2014/TT-BTC về hướng dẫn chế độ kế toán doanh nghiệp tại Việt Nam, Thông tư số 75/2015/TT-BTC; Thông tư số 53/2016/TT-BTC; Văn bản hợp nhất số 04/VBHN-BTC ngày 20 tháng 01 năm 2020 về hướng dẫn chế độ kế toán doanh nghiệp đưa ra 4 loại báo cáo: Bảng cân đối kế toán, Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, Báo cáo lưu chuyển tiền tệ và Thuyết minh báo cáo tài chính.

- Bảng cân đối kế toán: là loại báo cáo phản ánh tình hình toàn bộ tài sản và nguồn hình thành tài sản đó tại một thời điểm nhất định. Đây có thể coi là một bức tranh tổng thể giúp cho các nhà phân tích tài chính đánh giá một cách khái quát tình hình doanh nghiệp.

- Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh: phản ánh kết quả kinh doanh cũng như tình hình thực hiện trách nhiệm thực hiện nghĩa vụ với Nhà nước của Doanh nghiệp trong kỳ.

- Báo cáo lưu chuyển tiền tệ: là một loại báo cáo tài chính được lập ra để trả lời các câu hỏi liên quan đến luồng tiền ra vào trong doanh nghiệp trong một khoảng thời gian nhất định.

- Thuyết minh báo cáo tài chính: cung cấp thêm các thông tin về tình hình hoạt động sản xuất, kinh doanh, tình hình tài chính doanh nghiệp chưa có trong hệ thống các báo cáo tài chính, trình bày khái quát đặc điểm hoạt động của doanh nghiệp, nội dung chế độ kế toán doanh nghiệp lựa chọn áp dụng, lý do biến động của một số đối tượng tài sản, nguồn vốn và đối tượng quan trọng.

Ngoài ra, theo quan điểm của chuẩn mực kế toán quốc tế, một báo cáo tài chính hoàn chỉnh ngoài bốn loại báo cáo như trên còn một loại báo cáo thứ năm, đó là báo cáo

thay đổi vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, theo chế độ kế toán Việt Nam hiện nay, loại báo cáo này được gộp trong Thuyết minh báo cáo tài chính.

2.1.1.3. Khái quát về chất lượng báo cáo tài chính của doanh nghiệp

Theo IASB

Theo Hội đồng Chuẩn mực Kế toán Quốc tế (IASB), nguyên tắc cơ bản khi đánh giá chất lượng báo cáo tài chính là sự liên kết mật thiết với tính trung thực của mục tiêu và chất lượng thông tin trình bày trên báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Những đặc điểm định tính này tạo điều kiện cho việc đánh giá sự hữu ích của báo cáo tài chính, và cũng đồng thời tăng cường chất lượng thông tin. Để đạt được mức độ tin cậy thông tin, báo cáo tài chính phải được trình bày một cách trung thực, thông tin có thể so sánh, có thể xác thực, kịp thời và có thể hiểu được. Do vậy, Herath & Albarqi (2017) cho rằng vấn đề trọng tâm là phải phát hành báo cáo tài chính minh bạch và không định hướng sai lệch người sử dụng báo cáo tài chính.

Trong khuôn khổ các khái niệm của báo cáo tài chính phát hành bởi Hội đồng Chuẩn mực Kế toán Tài chính (FASB) và IASB, các đặc tính chất lượng của báo cáo tài chính bao gồm: tính thích hợp, trình bày trung thực, có thể hiểu được, có thể so sánh được, có thể xác thực và kịp thời (Barth & cộng sự, 2008).

Tính thích hợp: minh họa khả năng của đưa ra quyết định của người sử dụng thông tin. Tính thích hợp có mối quan hệ chặt chẽ tới tính trọng yếu và hữu ích. Khi thông tin trong các báo cáo tài chính có ảnh hưởng đến quyết định kinh tế của người sử dụng, nghĩa là thông tin này có tính thích hợp. Ngoài ra, khi những thông tin này hỗ trợ người sử dụng báo cáo tài chính trong việc đánh giá và xác nhận các sự kiện hiện tại và quá khứ, thông tin là hữu ích. Sự hữu ích của việc đưa ra quyết định, một phần quan trọng của tính thích hợp, nhất quán với khuôn khổ các khái niệm (Shahzad & cộng sự, 2019a; Verdi, 2006).

Trình bày trung thực: là khái niệm phản ánh và đại diện cho nội dung kinh tế thực tế của các thông tin được trình bày trên báo cáo. Bên cạnh tính thích hợp, trình bày trung thực cũng là một đặc tính chất lượng cơ bản và có tính chất trọng yếu quyết định đến chất lượng báo cáo tài chính. Khái niệm này có vai trò giải thích và đảm bảo các nghĩa vụ và các nguồn lực kinh tế, bao gồm cả các giao dịch và sự kiện, được trình bày đầy đủ trên báo cáo tài chính. Hơn thế nữa, đặc tính chất lượng này mang tính trung lập về tính khách quan và cân bằng. Ngoài ra, cách thức các tổ chức kinh doanh được kiểm soát và điều hành ảnh hưởng đến chất lượng trình bày trung thực; trên thực tế, điều này được thể hiện như một yếu tố của quản trị công ty khi các thông tin được công bố rộng rãi về các vấn đề quản trị công ty trong báo cáo thường niên (Aifuwa & cộng sự, 2018; Chen & cộng sự, 2011).

Ngoài hai đặc tính chất lượng cơ bản như trên, còn có bốn đặc tính chất lượng bổ sung, bao gồm: có thể hiểu được, có thể so sánh được, có thể xác thực và kịp thời. Các đặc tính này hỗ trợ các đặc tính chất lượng cơ bản trong việc nâng cao và cải thiện tính hữu ích của các quyết định kinh tế.

Kịp thời: Báo cáo tài chính cần được cung cấp kịp thời để đảm bảo cho tính hữu ích của thông tin đối với các đối tượng sử dụng để đề ra quyết định.

Có thể so sánh được: Thông tin trình bày trên báo cáo tài chính cần đảm bảo tính so sánh được. Đặc tính này cho phép người sử dụng thông tin so sánh các báo cáo tài chính để xác định vị thế, dòng tiền và hiệu quả hoạt động của một đơn vị. Yêu cầu này đòi hỏi các khoản mục trên Báo cáo tài chính phải được trình bày nhất quán giữa các kì và nhất quán giữa các doanh nghiệp cả về nội dung và hình thức. Để đảm bảo tính so sánh được của thông tin Báo cáo tài chính của các doanh nghiệp, số liệu sử dụng để lập Báo cáo tài chính của các doanh nghiệp phải được hình thành từ việc tuân thủ và áp dụng cùng một hệ thống các nguyên tắc chuẩn mực và chế độ kế toán.

Có thể hiểu được: thông tin cần được trình bày giúp người sử dụng thông tin có thể hiểu được ý nghĩa của chúng. Đạt được đặc tính chất lượng này thông qua giao tiếp hiệu quả. Do đó, người dùng càng hiểu rõ thông tin trình bày, chất lượng báo cáo đạt được càng cao (Gomariz & Ballesta, 2014; Verdi, 2006).

Có thể xác thực: Nếu thông tin có thể kiểm chứng được, như thông qua hoạt động kiểm toán, thì sẽ đảm bảo với người sử dụng rằng thông tin được trình bày trung thực và đáng tin cậy. Thông tin có thể xác thực được nếu như có sự đồng thuận giữa những người xem xét thông tin khác nhau, đảm bảo phản ánh đúng bản chất của sự kiện kinh tế và có thể xác minh trực tiếp và gián tiếp.

Theo VAS

Trong phần “các yêu cầu cơ bản đối với kế toán” (VAS 01 đoạn 10-15), các đặc điểm chất lượng của thông tin được VAS đề cập, bao gồm:

Trung thực: Các thông tin và số liệu kế toán phải được ghi chép và báo cáo trên cơ sở các bằng chứng đầy đủ, khách quan và đúng với thực tế về hiện trạng, bản chất nội dung và giá trị của nghiệp vụ kinh tế phát sinh.

Khách quan: Các thông tin và số liệu kế toán phải được ghi chép và báo cáo đúng với thực tế, không bị xuyên tạc, không bị bóp méo.

Đầy đủ: Mọi nghiệp vụ kinh tế, tài chính phát sinh liên quan đến kỳ kế toán phải được ghi chép và báo cáo đầy đủ, không bị bỏ sót.

Kịp thời: Các thông tin và số liệu kế toán phải được ghi chép và báo cáo kịp thời, đúng hoặc trước thời hạn quy định, không được chậm trễ.

Dễ hiểu: Các thông tin và số liệu kế toán trình bày trong báo cáo tài chính phải

rõ ràng, dễ hiểu đối với người sử dụng. Người sử dụng ở đây được hiểu là người có hiểu biết về kinh doanh, về kinh tế, tài chính, kế toán ở mức trung bình. Thông tin về những vấn đề phức tạp trong báo cáo tài chính phải được giải trình trong phần thuyết minh.

Có thể so sánh: Các thông tin và số liệu kế toán giữa các kỳ kế toán trong một doanh nghiệp và giữa các doanh nghiệp chỉ có thể so sánh được khi tính toán và trình bày nhất quán. Trường hợp không nhất quán thì phải giải trình trong phần thuyết minh để người sử dụng báo cáo tài chính có thể so sánh thông tin giữa các kỳ kế toán, giữa các doanh nghiệp hoặc giữa thông tin thực hiện với thông tin dự toán, kế hoạch.

Ngoài ra, tại đoạn 9, VAS 21 có nêu về việc trình bày BCTC trung thực hợp lý: “BCTC phải trình bày một cách trung thực và hợp lý tình hình tài chính, tình hình và kết quả kinh doanh và các luồng tiền của doanh nghiệp. Để đảm bảo yêu cầu trung thực và hợp lý, các BCTC phải được lập và trình bày trên cơ sở tuân thủ các chuẩn mực kế toán, chế độ kế toán và các quy định có liên quan hiện hành”

Chuẩn mực kế toán Việt Nam chỉ rõ rằng các đặc tính chất lượng trên cần phải được thực hiện đồng thời và không tách rời nhau.

2.1.1.4. Đo lường chất lượng báo cáo tài chính của doanh nghiệp

Để đo lường FRQ, các nhà nghiên cứu và chuyên gia thường sử dụng nhiều cách tiếp cận khác nhau, dựa trên các khía cạnh như tính trung thực, minh bạch, mức độ quản trị lợi nhuận (earnings management), và khả năng phản ánh giá trị kinh tế thực của doanh nghiệp. $FRQ_{i,t}$ là biến độc lập đại diện cho chất lượng BCTC doanh nghiệp i trong năm t . Dựa trên đề xuất của Gomariz & Ballesta (2014), nghiên cứu này sẽ sử dụng 3 cách đo lường chất lượng báo cáo tài chính như sau:

Phương pháp 1: Dựa trên mô hình của McNichols & Stubben (2008), xem doanh thu là biến đại diện để quản lý thu nhập

$$\Delta AR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sale_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó:

$\Delta AR_{i,t}$ thể hiện sự thay đổi trong khoản phải thu hàng năm của doanh nghiệp i trong năm t .

$$\Delta AR_{i,t} = \frac{\text{Khoản phải thu}_{i,t} - \text{Khoản phải thu}_{i,t-1}}{\text{Tổng tài sản}_{i,t-1}}$$

$\Delta Sales_{i,t}$ là sự thay đổi doanh thu hàng năm của doanh nghiệp i trong năm t :

$$\Delta Sales_{i,t} = \frac{\text{Doanh thu}_{i,t} - \text{Doanh thu}_{i,t-1}}{\text{Tổng tài sản}_{i,t-1}}$$

$\hat{\varepsilon}_{i,t}$ là phần dư của mô hình hồi quy (1), đại diện cho sự thay đổi trong các khoản phải thu không giải thích được bởi tăng trưởng trong doanh số bán hàng. Biến độc lập FRQ_MNST được xác định bằng cách lấy giá trị tuyệt đối từ phần dư của mô hình (1).

$$FRQ_MNST_{i,t} = -|\hat{\varepsilon}_{i,t}|$$

Phương pháp 2: Sử dụng mô hình các khoản dồn tích (Discretionary revenues) được phát triển bởi Kasznik (1999)

Cụ thể, biến FRQ được tính toán bằng cách lấy phần dư hồi quy giữa biến tổng chi phí phải trả và các biến thay đổi doanh thu, tài sản cố định và thay đổi dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh:

$$TA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sale_{i,t} + \beta_2 PPE_{i,t} + \beta_3 \Delta CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó:

$TA_{i,t}$ là tổng các biến kế toán dồn tích accruals, đại diện cho tổng chi phí phải trả của doanh nghiệp i trong năm t và được tính bằng sự thay đổi của tài sản ngắn hạn không thanh khoản (tài sản ngắn hạn trừ tiền và các khoản tương đương tiền) trừ chênh lệch trong nợ ngắn hạn cộng với sự thay đổi trong nợ vay ngắn hạn ngân hàng và trừ khấu hao, cuối cùng được điều chỉnh với tổng tài sản:

$$TA_{i,t} = [(TSNH - Tiền)_{i,t} - (TSNH - Tiền)_{i,t-1} - (Nợ ngắn hạn_{i,t} - Nợ ngắn hạn_{i,t-1}) + (Nợ ngắn hạn ngân hàng_{i,t} - Nợ ngắn hạn ngân hàng_{i,t-1}) - Khấu hao_{i,t}] / Tổng tài sản_{i,t-1}$$

$\Delta Sales_{i,t}$ phản ánh sự thay đổi trong doanh thu hàng năm của doanh nghiệp i trong năm t:

$$\Delta Sales_{i,t} = \frac{Doanh thu_{i,t} - Doanh thu_{i,t-1}}{Tổng tài sản_{i,t-1}}$$

$PPE_{i,t}$ đại diện cho bất động sản, nhà xưởng, máy móc thiết bị, được xác định dựa trên nguyên giá tài sản cố định và điều chỉnh bởi tổng tài sản:

$$PPE_{i,t} = \frac{Nguyên giá tài sản cố định_{i,t}}{Tổng tài sản_{i,t-1}}$$

$\Delta CFO_{i,t}$ là sự thay đổi trong dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp i trong năm t:

$$\Delta CFO_{i,t} = \frac{CFO_{i,t} - CFO_{i,t-1}}{Tổng tài sản_{i,t-1}}$$

$\hat{\varepsilon}_{i,t}$ là phần dư của mô hình hồi quy (2), phản ánh sự sai lệch giữa các yếu tố tài chính mà BCTC thể hiện. Biến độc lập FRQ_KASZ được xác định bằng cách lấy giá trị tuyệt đối từ phần dư của mô hình (2).

$$FRQ_KASZ_{i,t} = -|\hat{\varepsilon}_{i,t}|$$

Phương pháp 3: Dựa trên nghiên cứu của Dechow & Dichev (2002) và Dechow & cộng sự (2010), bằng cách xác định vốn lưu động dựa trên dòng tiền hoạt động

$$WCA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó:

$WCA_{i,t}$ đại diện cho vốn luân chuyển của doanh nghiệp i trong thời gian t và được xác định bằng cách lấy chênh lệch tài sản ngắn hạn không có tính thanh khoản trừ cho chênh lệch nợ ngắn hạn, sau đó cộng với chênh lệch nợ ngắn hạn ngân hàng và cuối cùng được điều chỉnh với trung bình tổng tài sản hai năm liên tiếp:

$$WCA_{i,t} = [(TSNH - Tiền)_{i,t} - (TSNH - Tiền)_{i,t-1} - (Nợ ngắn hạn_{i,t} - Nợ ngắn hạn_{i,t-1}) + (Nợ ngắn hạn ngân hàng_{i,t} - Nợ ngắn hạn ngân hàng_{i,t-1})] / [(Tổng tài sản_{i,t} + Tổng tài sản_{i,t-1})/2]$$

$CFO_{i,t-1}$, $CFO_{i,t}$, $CFO_{i,t+1}$ là các biến đại diện cho dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp i trong các năm $t - 1$, năm t và năm $t + 1$.

$\varepsilon_{i,t}$ là phần dư của mô hình hồi quy (3), thể hiện sự sai lệch giữa vốn luân chuyển dự kiến và dòng tiền đạt được. Biến độc lập FRQ_DD được xác định bằng cách lấy giá trị tuyệt đối từ phần dư của mô hình (3).

$$FRQ_DD_{i,t} = -|\hat{\varepsilon}_{i,t}|$$

Các biến $FRQ_MNST_{i,t}$, $FRQ_KASZ_{i,t}$, $FRQ_DD_{i,t}$ càng gần về 0 thì chất lượng BCTC của doanh nghiệp càng cao và ngược lại.

2.1.2. Khái quát về hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp

2.1.2.1. Khái quát về hoạt động đầu tư của doanh nghiệp

Đầu tư là hoạt động chủ yếu, quyết định sự phát triển và khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp (Doval & Negulescu, 2014; Khan & cộng sự, 2019). Trong hoạt động đầu tư, doanh nghiệp bỏ vốn dài hạn nhằm hình thành và bổ sung những tài sản cần thiết để thực hiện những mục tiêu kinh doanh. Hoạt động này được thực hiện tập trung thông qua việc thực hiện các dự án đầu tư. Dự án đầu tư là một tập hợp các hoạt động kinh tế đặc thù với các mục tiêu, phương pháp và phương tiện cụ thể để đạt tới một trạng thái mong muốn. Nội dung của dự án đầu tư được thể hiện trong luận chứng kinh tế – kỹ thuật, là văn bản phản ánh trung thực, chính xác về kết quả nghiên cứu thị trường, môi trường kinh tế – kỹ thuật và môi trường pháp lý, về tình hình tài chính...

Để đáp ứng mục tiêu tối đa hoá giá trị tài sản của chủ sở hữu, doanh nghiệp cần có chiến lược trong việc tìm kiếm và lựa chọn các dự án đầu tư (Vũ Duy Hào & Trần Minh Tuấn, 2017; Vũ Ngọc Xuân, 2016). Nếu không có những ý tưởng mới và dự án

đầu tư mới, doanh nghiệp sẽ không thể tồn tại và phát triển được, đặc biệt là trong môi trường cạnh tranh khốc liệt hiện nay. Các doanh nghiệp muốn đứng vững trên thị trường đòi hỏi phải nghiên cứu kỹ thị trường và có những hoạt động đầu tư thích hợp nhằm gia tăng khả năng cạnh tranh cho sản phẩm của doanh nghiệp. Tùy theo mục đích của mỗi doanh nghiệp nhằm phát triển sản phẩm mới, kéo dài tuổi thọ sản phẩm hay làm tăng khả năng thu lợi cho sản phẩm hiện có mà có thể phân loại đầu tư doanh nghiệp theo những tiêu thức khác nhau.

Theo cơ cấu tài sản đầu tư có thể phân loại đầu tư của doanh nghiệp thành (Ross & cộng sự, 2019; Phạm Quang Trung & Lê Thị Bích Ngọc, 2019):

- Đầu tư tài sản cố định là các hoạt động đầu tư nhằm mua sắm, cải tạo, mở rộng tài sản cố định của doanh nghiệp. Đầu tư tài sản cố định thường chiếm tỷ trọng lớn trong tổng đầu tư của doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp sản xuất. Loại đầu tư này bao gồm: đầu tư xây lắp; đầu tư mua sắm máy móc thiết bị, đầu tư tài sản cố định khác.

- Đầu tư tài sản lưu động là khoản đầu tư nhằm hình thành các tài sản lưu động cần thiết để đảm bảo cho các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp được tiến hành bình thường. Nhu cầu đầu tư vào tài sản lưu động phụ thuộc vào đặc điểm của hoạt động sản xuất kinh doanh và vào nhu cầu tăng trưởng của doanh nghiệp.

- Đầu tư tài sản tài chính: các doanh nghiệp có thể mua cổ phiếu, trái phiếu, hoặc tham gia góp vốn liên doanh với các doanh nghiệp khác. Hoạt động tài chính ngày càng có tỷ trọng cao và mang lại nhiều lợi ích cho các doanh nghiệp.

Đầu tư theo cơ cấu tài sản đầu tư giúp cho các doanh nghiệp xây dựng được một kết cấu tài sản thích hợp nhằm đa dạng hoá đầu tư, tận dụng được năng lực sản xuất và năng lực hoạt động, đồng thời nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư. Có thể căn cứ vào mục đích đầu tư có thể phân loại đầu tư ra thành: đầu tư tăng năng lực sản xuất, đầu tư đổi mới sản phẩm, đầu tư nâng cao chất lượng sản phẩm, đầu tư mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm... Hoạt động đầu tư phân theo mục đích đầu tư có vai trò định hướng cho các nhà quản trị doanh nghiệp xác định hướng đầu tư và kiểm soát được tình hình đầu tư theo những mục tiêu đã chọn (Zhang & Zheng, 2020; Phạm & cộng sự, 2021).

Như vậy, có thể nói hoạt động đầu tư là một trong những quyết định có ý nghĩa chiến lược đối với doanh nghiệp. Đây là quyết định tài trợ dài hạn, có tác động lớn tới hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Những sai lầm trong việc dự toán vốn đầu tư có thể dẫn đến tình trạng lãng phí vốn lớn, thậm chí gây hậu quả nghiêm trọng đối với doanh nghiệp. Hoạt động đầu tư có vai trò rất quan trọng trong quá trình hình thành và phát triển của doanh nghiệp đòi hỏi các quyết định đầu tư phải được tính toán và cân nhắc kỹ lưỡng.

Hoạt động đầu tư của doanh nghiệp không phải lúc nào cũng có lợi nhuận (Dương Đức Lâm, 2020; Hoàng Thị Phương Anh & cộng sự, 2017a; Hoàng Thị Phương Anh & cộng sự, 2017b). Nguyên nhân xuất phát từ nhiều phía, ví dụ như từ phía môi trường đầu tư, sự thay đổi trong đối tác. Nhưng một phần đến từ nội tại của doanh nghiệp, ví dụ như bộ phận kế toán quản trị không cung cấp đủ những bằng chứng dành cho lãnh đạo doanh nghiệp; hoặc sự mâu thuẫn giữa vấn đề đánh đổi: thực hiện những quy chuẩn đạo đức với lợi nhuận. Góc độ này hình thành đến đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức của doanh nghiệp.

Phải đến khoảng cuối những năm 1980 mới có quan điểm về đầu tư dưới mức hay quá mức – xuất phát từ nghiên cứu của Jensen (1986). Ông nhận thấy doanh nghiệp trên thị trường có những hoạt động đầu tư *bất thường* – vì dòng tiền không đều. Và nó có ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp (Jensen & Meckling, 2019). Sau này, quan điểm bất thường được Richardson (2006) sử dụng khi nhận thấy doanh nghiệp có khả năng sử dụng tài sản của mình đầu tư nhiều hơn hoặc ít hơn vào các dự án (trích dẫn lại theo Nguyễn Trọng Nghĩa (2022)). Dựa trên các quan điểm đi trước (D'Mello & Miranda, 2010; Gompers & cộng sự, 2003; Morgado & Pindado, 2003; Richardson, 2006), có thể cho rằng:

Đầu tư quá mức là việc doanh nghiệp sử dụng nguồn lực của mình để đầu tư nhiều hơn vào các dự án có tạo ra lợi nhuận của doanh nghiệp. Tương tự, đầu tư dưới mức sẽ là việc sử dụng ít hơn nguồn lực cần có cho dự án.

Nguyên nhân của vấn đề đầu tư quá mức hay dưới mức đến từ việc dự tính dòng tiền không chuẩn xác (theo lý thuyết thông tin bất cân xứng). Khi dòng tiền của doanh nghiệp dồi dào tại một thời điểm, lãnh đạo doanh nghiệp (thường là ban giám đốc) có xu hướng phung phí hơn – và điều này dẫn đến đầu tư quá mức (Nguyễn Trọng Nghĩa, 2022; Richardson, 2006; Liu & cộng sự, 2022; Nguyen & Nguyen, 2021). Điều ngược lại, tức là dòng tiền ít hơn sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Nhưng cũng có những góc độ khác về vấn đề này. Ví dụ, vẫn có những doanh nghiệp có dòng tiền ổn định – nhưng lại đầu tư quá mức, bởi liên quan đến góc nhìn của chủ sở hữu và ban lãnh đạo. Khi một trong các bên phiêu lưu hơn, họ sẽ đầu tư quá mức. Hoặc đứng trên quan điểm của lý thuyết hợp đồng và lý thuyết hợp pháp, việc đầu tư quá mức thường sẽ diễn ra dựa trên những cam kết từ đầu, hoặc cam kết ngầm về mặt môi trường. Doanh nghiệp sẽ nhận được những kết quả trong tương lai nhiều hơn là hiệu quả tài chính ở mặt hiện tại.

2.1.2.2. Khái niệm và đo lường hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp

Hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp thường được hiểu là kết quả đầu ra, trên cơ sở so sánh với đầu vào (Biddle & cộng sự, 2022; Bolton & Dewatripont, 2004; Dechow & cộng sự, 2010; Naseem & cộng sự, 2020). Vì sự phức tạp trung định nghĩa hiệu quả đầu tư, các nghiên cứu thường đưa ra các chỉ tiêu đánh giá – thường là các chỉ tiêu tài chính.

Trường phái lý thuyết đại diện: Hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp được đánh giá bằng kết quả giữa đầu ra và đầu vào (Biddle & cộng sự, 2009). Việc đo lường hiệu quả đầu tư phụ thuộc vào dữ liệu khác nhau của thị trường – cụ thể là có dữ liệu để tính toán hay không. Ví dụ, $InvEff_{i,t}$ là biến phụ thuộc đại diện cho hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp i trong năm t . Dựa trên mô hình của Biddle và cộng sự (2009), hiệu quả đầu tư làm một hàm của các cơ hội tăng trưởng. Độ lệch của mô hình là sai số trong phần dư thể hiện sự đầu tư không hiệu quả của doanh nghiệp (Chen & cộng sự, 2011; Gomariz & Ballesta, 2014; Naseem & cộng sự, 2020).

$$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SalesGrowth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Trong đó:

$Investment_{i,t}$ là tổng đầu tư của doanh nghiệp i trong năm t và được đo lường bằng chênh lệch tài sản cố định giữa 2 năm liên tiếp trên tổng tài sản của năm trước²:

$$Investment_{i,t} = \frac{\text{Tài sản cố định}_{i,t} - \text{Tài sản cố định}_{i,t-1}}{\text{Tổng tài sản}_{i,t-1}}$$

$SalesGrowth_{i,t}$ là tỷ lệ thay đổi doanh thu của doanh nghiệp i từ năm $t-2$ đến năm $t-1$:

$$SalesGrowth_{i,t-1} = \frac{\text{Doanh thu}_{i,t-1} - \text{Doanh thu}_{i,t-2}}{\text{Doanh thu}_{i,t-2}}$$

$\varepsilon_{i,t}$ là phần dư của mô hình hồi quy (1), thể hiện sự chênh lệch giữa đầu mức đầu tư kỳ vọng và đầu tư thực tế. Phần dư sẽ dương nếu doanh nghiệp đầu tư quá mức và ngược lại. Do đó, nếu biến $InvEff_{i,t}$ càng lớn, tức càng gần về 0 thì doanh nghiệp có hiệu quả đầu tư càng cao, ít chênh so với đầu tư dự kiến.

Điều này có nghĩa rằng đa phần các nghiên cứu đều thống nhất: hiệu quả đầu tư bị tác động bởi những năm liền trước nó.

Trường phái tân cổ điển dựa vào khả năng sinh lời để đánh giá đầu tư có đúng mức hay không. Và vì thế, chỉ tiêu chủ yếu sử dụng là TobinQ' (Ross & cộng sự, 2019)

² Biddle và cộng sự (2009) đo lường chỉ tiêu này bằng = tổng chi phí nghiên cứu và phát triển (mục 46), chi phí đầu tư (mục 128) và chi phí mua lại (mục 129) trừ tiền thu từ bán tài sản, nhà xưởng và thiết bị (mục 107) nhân với 100 và chia tỷ lệ theo độ trễ tổng tài sản (mục 6).

– và người ta căn cứ vào lý thuyết tân cổ điển cũng như cơ cấu vốn để đánh giá (Nguyễn Trọng Nghĩa, 2022; Nguyen & Nguyen, 2021).

Lý thuyết tân cổ điển sử dụng độ nhạy và độ phân tán của chỉ số Tobin's Q để đánh giá cơ hội đầu tư của doanh nghiệp. Mức độ phân tán của lợi nhuận cận biên càng lớn thì hiệu quả đầu tư càng thấp. Lý thuyết này giả định rằng lợi nhuận doanh nghiệp không đổi theo quy mô và cạnh tranh trên thị trường là hoàn hảo. Tuy nhiên, trên thực tế thì lợi nhuận doanh nghiệp giảm theo quy mô và tồn tại sức mạnh thị trường thì chỉ số Tobin's Q chỉ tương quan yếu với đầu tư tối ưu. Bên cạnh đó, vì bản thân giá trị Q cận biên theo giả định của lý thuyết không được tính toán trực tiếp mà phải thông qua các cách đo lường đại diện khác nên lỗi đo lường thường hay nảy sinh.

Phương pháp này còn đánh giá tác động của độ nhạy dòng tiền lên hiệu quả đầu tư (He & cộng sự, 2018; Jagannathan & Wang, 1996; Zerbib, 2020). Theo đó tổng vốn đầu tư được chia thành đầu tư duy trì hoạt động và đầu tư vào tài sản mới. Sau đó, đầu tư vào tài sản mới lại được phân thành đầu tư mong đợi và không mong đợi. Bên cạnh cơ hội tăng trưởng, đặc trưng doanh nghiệp (tiền mặt, đòn bẩy tài chính, quy mô, tỷ suất sinh lợi cổ phiếu, và thời gian hoạt động) cũng được thêm vào mô hình nghiên cứu để giảm thiểu lỗi đo lường. Phần dư từ mô hình nghiên cứu chỉ ra đầu tư không mong đợi (đầu tư kém hiệu quả). Dựa vào phần dư này, giá trị dương và giá trị âm sẽ được phân loại thành đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức.

Khái niệm đầu tư quá mức xuất hiện từ lý thuyết dòng tiền tự do của Jensen (1986). Dòng tiền tự do được xem như là dòng tiền vượt quá sự cần thiết để duy trì hoạt động của tài sản hiện tại và để tài trợ cho các khoản đầu tư mới có NPV > 0 khi chiết khấu theo chi phí vốn.

Đầu tư quá mức được định nghĩa là chi phí đầu tư để duy trì hoạt động của tài sản hiện tại, để tài trợ cho tất cả các dự án đầu tư mới có NPV dương và cho cả một số dự án đầu tư bất thường, không mong đợi (Richardson, 2006). Đầu tư dưới mức xảy ra khi DN từ chối thực hiện những dự án có NPV dương.

Theo nhiều nghiên cứu như Richardson (2006); Degryse và De Jong (2006), đầu tư quá mức bị gây ra bởi vấn đề đại diện, mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý, còn đầu tư dưới mức bị gây ra bởi thông tin bất cân xứng trên thị trường.

Đầu tư quá mức và vấn đề đại diện: Giải thích theo lý thuyết chi phí đại diện, khi dòng tiền vượt quá nhu cầu cần thiết cho những dự án có NPV > 0, trên quan điểm lợi ích của mình, cổ đông muốn gia tăng cổ tức chi trả. Tuy nhiên, khi sử dụng dòng tiền

tự do vượt trội này để trả cổ tức, nghĩa là giảm đi nguồn vốn kiểm soát của các nhà quản lý, mà tổng nguồn vốn hay tổng tài sản là cơ sở tạo nên những lợi ích cho nhà quản lý.

Do đó, nhà quản lý có động cơ sử dụng dòng tiền tự do để đầu tư cho cả những dự án có $NPV < 0$, điều này mang lại lợi ích cho nhà quản lý nhưng tạo nên thiệt hại cho những cổ đông. Bởi vì khi đầu tư cho cả những dự án có $NPV < 0$, nhà quản lý không những chỉ kiểm soát nhiều nguồn lực của doanh nghiệp, có thêm điều kiện để đòi hỏi nhiều đặc quyền, và đồng thời có thể nâng cao mức độ cần thiết của họ trong doanh nghiệp. Như vậy, trên quan điểm chi phí đại diện, khi DN có dòng tiền tự do lớn, cơ hội đầu tư thấp, DN thường dễ đầu tư quá mức.

Đầu tư quá mức hay đầu tư dưới mức có liên quan mật thiết đến việc sử dụng nợ của DN. Nghiên cứu thực nghiệm cho thấy DN với đòn bẩy tài chính cao, thường có xu hướng đầu tư quá mức. Bởi vì, một khi DN gia tăng nợ tài trợ đầu tư, nghĩa là rủi ro đã dịch chuyển từ chủ sở hữu sang chủ nợ, cổ đông mạnh dạn hơn trong các quyết định đầu tư nên dễ dẫn đến đầu tư quá mức (Mauer và Sarkar, 2005; Lyandres và Zhdanov, 2005; Childs và cộng sự, 2005).

Đầu tư dưới mức và thông tin bất cân xứng: Đầu tư dưới mức chỉ xuất hiện ở những doanh nghiệp có dòng tiền tự do thấp nhưng lại có nhiều cơ hội đầu tư tăng trưởng tốt (Richardson, 2006; Degryse và De Jong, 2006; Cai, 2013). Khi dòng tiền nội bộ không đủ đáp ứng nhu cầu đầu tư, DN có thể sử dụng vốn vay hay vốn cổ phần mới để tài trợ đầu tư. Trong trường hợp DN sử dụng nợ vay, với hiện tượng bất cân xứng thông tin trên thị trường, nhà tài trợ vốn bên ngoài không thấy được cơ hội đầu tư tăng trưởng của dự án nên yêu cầu một lãi suất vay vốn cao.

Trong trường hợp phát hành cổ phần mới, nó cung cấp cho thị trường với một tín hiệu tiêu cực mạnh mẽ về chất lượng của DN, điều này ảnh hưởng đến giá phát hành giảm và do đó, chi phí vốn cổ phần mới cũng trở nên cao hơn. Như vậy, do thông tin bất cân xứng, DN sử dụng vốn vay hay vốn cổ phần, chi phí huy động nguồn vốn bên ngoài đều trở nên cao hơn nguồn vốn bên trong. Và nếu DN càng gia tăng sử dụng nguồn vốn bên ngoài cho đầu tư, hiệu quả đầu tư càng giảm. Vì thế, khi nguồn vốn nội bộ không đủ đáp ứng cho đầu tư, nhiều DN chấp nhận cắt giảm đầu tư ở một vài dự án có NPV dương nhằm đảm bảo lợi ích cho cổ đông hiện hữu, nghĩa là các DN này dễ rơi vào tình trạng đầu tư dưới mức.

Luận án này sử dụng quan điểm rằng hiệu quả đầu tư được đại diện bởi hai biến Đầu tư quá mức và Đầu tư dưới mức. Nếu kết quả đo lường hai biến này đều cao tức là hiệu quả đầu tư là không tốt.

2.2. Tổng quan nghiên cứu về ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết

2.2.1. Các nghiên cứu thực nghiệm về chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp

a. Nghiên cứu về chất lượng báo cáo tài chính

Báo cáo tài chính được xem là phương tiện cung cấp thông tin tình hình tài chính và kết quả hoạt động kinh doanh quan trọng cho nhà quản lý doanh nghiệp, nhà đầu tư và các đối tượng quan tâm khác. Tuy nhiên, hiện tượng gian lận trong trình bày thông tin trên báo cáo tài chính của các công ty niêm yết xảy ra ngày càng nhiều, không chỉ xảy ra ở Việt Nam mà còn ở các nước phát triển, dẫn tới sự thiếu tin tưởng của những người sử dụng báo cáo tài chính để ra quyết định kinh doanh. Do vậy, việc xác định các phương pháp để đo lường chất lượng báo cáo tài chính theo chuẩn quốc tế cần được chú trọng hơn, nhất là trong bối cảnh Việt Nam đang có lộ trình bắt buộc áp dụng Chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế - IFRS sau năm 2025.

Hiện nay trên thế giới, khái niệm cũng như việc đo lường chất lượng thông tin báo cáo tài chính được các nhà nghiên cứu nhìn nhận ở nhiều góc độ khác nhau. Hầu hết các nghiên cứu đều đo lường chất lượng báo cáo tài chính một cách gián tiếp thông qua các hành vi như: quản trị lợi nhuận (Earning Managenent), công bố lại báo cáo tài chính (Financial Restatement), hành vi gian lận báo cáo tài chính (Financial Statement Fraud).

Trong những năm 1970 và đầu những năm 1980, các nghiên cứu về điều chỉnh lợi nhuận tập trung vào lựa chọn kế toán (accounting choice), kể từ giữa những năm 1980 tập trung vào khoản dồn tích (accruals) (Beneish, 2001). Định nghĩa của Davidson & cộng sự (1987) không đề cập đến điều chỉnh lợi nhuận bằng các hành động quản lý giúp đạt được mức lợi nhuận mong muốn thông qua các quyết định điều hành.

“Điều chỉnh lợi nhuận là một sự can thiệp có mục đích trong quy trình báo cáo tài chính bên ngoài, với mục đích thu được một số lợi ích cá nhân (trái ngược với quan điểm cho rằng, chỉ đơn thuần là tạo điều kiện cho hoạt động trung lập của quy trình)”.... “Một phần mở rộng nhỏ của định nghĩa này sẽ bao gồm điều chỉnh lợi nhuận thực tế, được thực hiện bằng các quyết định đầu tư hoặc quyết định tài chính đúng lúc để thay đổi báo cáo thu nhập hoặc một số tập hợp con của nó” (Schipper, 1989, trang 92).

So với định nghĩa của Davidson & cộng sự (1987) thì trong định nghĩa của mình, Schipper (1989) đã mở rộng thêm cách thức điều chỉnh lợi nhuận thực tế đạt được thông qua các quyết định điều hành về đầu tư hoặc tài chính.

“Điều chỉnh lợi nhuận xảy ra khi các nhà quản lý sử dụng phán đoán trong báo cáo tài chính và trong cấu trúc các giao dịch để thay đổi báo cáo tài chính nhằm đánh lạc hướng một số bên liên quan về hiệu quả kinh tế cơ bản của công ty hoặc ảnh hưởng đến kết quả của các hợp đồng mà phụ thuộc vào số liệu kế toán được báo cáo” (Healy và Wahlen, 1999, trang 368).

Theo Healy & Wahlen (1999), có nhiều cách để nhà quản lý có thể thực hiện phán đoán trong báo cáo tài chính như ước tính các sự kiện kinh tế trong tương lai như giá trị còn lại của tài sản dài hạn, nghĩa vụ trợ cấp hưu trí, thuế hoãn lại, tổn thất từ nợ xấu và sự suy giảm tài sản; lựa chọn các phương pháp kế toán như phương pháp khấu hao đường thẳng hay khấu hao nhanh, phương pháp tính giá hàng tồn kho LIFO, FIFO hay bình quân; thực hiện các quyết định trong quản lý vốn lưu động như mức tồn kho, thời gian giao hàng hoặc mua hàng tồn kho, các chính sách thu tiền,... tác động tới sự phân bổ chi phí và doanh thu; ngoài ra, nhà quản lý phải lựa chọn giữa duy trì chi phí hay cắt giảm chi phí như chi phí nghiên cứu và phát triển (R&D), chi phí quảng cáo hoặc bảo trì. Bên cạnh đó, nhà quản lý quyết định cấu trúc các giao dịch chẳng hạn như đầu tư vốn cổ phần được thiết lập sao cho để tránh hoặc yêu cầu hợp nhất. Như vậy, Healy & Wahlen (1999) đã đề cập đa dạng hơn về cách thức điều chỉnh lợi nhuận.

Các định nghĩa nêu trên nhấn mạnh mục đích tiêu cực của điều chỉnh lợi nhuận, hành động của nhà quản lý được cho là có chủ ý vì lợi ích cá nhân và làm cho các bên liên quan hiểu sai lệch về thông tin được báo cáo. Tất cả đều ảnh hưởng tới chất lượng báo cáo tài chính.

Tuy nhiên, chất lượng thông tin báo cáo tài chính ở đây chỉ xem xét chủ yếu ở góc độ các thông tin tài chính. Trong khi đó, thông tin báo cáo tài chính hiện nay không chỉ dừng lại ở ý nghĩa truyền thống, mà được hiểu theo khái niệm rộng hơn. Bên cạnh các thông tin tài chính, nhằm hướng đến sự hữu ích cho quá trình ra quyết định của người sử dụng thông tin báo cáo tài chính, đặc biệt là các đối tượng bên ngoài doanh nghiệp, bên cạnh các báo cáo tài chính doanh nghiệp còn phải cung cấp những thông tin phi tài chính, như: báo cáo và phân tích của nhà quản lý, báo cáo kiểm toán, báo cáo phát triển bền vững,....

Để đo chất lượng báo cáo tài chính, hai phương thức thường được sử dụng. Phương thức thứ nhất đo lường thông qua đặc điểm chất lượng nhằm đánh giá các khía cạnh, kích thước của thông tin tài chính và thông tin phi tài chính, từ đó xác định tính hữu ích của thông tin. Trong phương pháp đo lường chất lượng báo cáo tài chính theo đặc điểm chất lượng, chất lượng báo cáo tài chính được đánh giá dựa trên các thang đo được xây dựng dựa trên các đặc điểm chất lượng của Hội đồng tiêu chuẩn Kế toán Tài chính (FASB), đó là 2 đặc điểm cơ bản: thích hợp và đáng tin cậy; và 2 đặc điểm thứ

yếu gồm nhất quán và có thể so sánh được. Còn theo Hội đồng chuẩn mực kế toán quốc tế (IASB), các đặc điểm chất lượng trên báo cáo tài chính gồm: có thể hiểu được, thích hợp, đáng tin cậy và có thể so sánh được. Theo Luật Kế toán Việt Nam số 88/2015/QH13 và Chuẩn mực kế toán Việt Nam số 01, những thuộc tính của chất lượng thông tin trên báo cáo tài chính là trung thực, khách quan, đầy đủ, kịp thời, có thể so sánh và kiểm chứng được. Riêng đối với doanh nghiệp niêm yết, báo cáo tài chính cần phải rõ ràng, đầy đủ các thông tin đặc thù như phân phối lợi nhuận, thặng dư vốn cổ phần, cổ phiếu quỹ và lãi cơ bản trên cổ phiếu (Đinh Thị Thu Ngân, 2023).

Phương pháp đo lường thứ hai là theo chất lượng lợi nhuận. Phương pháp này đo lường chất lượng báo cáo tài chính thông qua việc đánh giá kết quả phân tích các thông tin về lợi nhuận trên các báo cáo tài chính đã được công bố của các công ty niêm yết (các thông tin thứ cấp). Để thực hiện đo lường chất lượng báo cáo tài chính theo chất lượng lợi nhuận, các nghiên cứu trước đây thường phân tích dựa trên biến kế toán dồn tích và dựa trên giá trị thích hợp của thông tin kế toán (Đinh Thị Thu Ngân, 2023). Một số nghiên cứu điển hình có thể kể đến dưới đây.

Ball & Shivakumar (2005) cho rằng rằng báo cáo tài chính là hàng hóa và các thuộc tính của chúng - bao gồm cả chất lượng thu nhập - được xác định chủ yếu bởi mục đích kinh tế mà chúng được sử dụng. Đồng thời chỉ ra rằng các công ty tư nhân có thể sử dụng báo cáo tài chính để làm giảm bất cân xứng thông tin giữa các nhà quản lý và các bên khác. Kết quả cũng giúp hiểu được vai trò của các chuẩn mực kế toán trong việc quy định cụ thể về chất lượng báo cáo tài chính (Dechow & cộng sự, 2010). Bhattacharya & cộng sự (2003) đã đo lường 3 yếu tố của việc thông tin về lợi nhuận thiếu tính minh bạch trên mỗi quốc gia, bao gồm: nói quá về lợi nhuận (earnings aggressiveness), trốn tránh thua lỗ (loss avoidance) và giảm lợi nhuận (earnings smoothing). Sự xuất hiện của 3 khía cạnh này làm suy yếu đi mối liên kết giữa hiệu quả kế toán và hiệu quả kinh tế thực sự của doanh nghiệp. Bằng việc xây dựng bảng dữ liệu của từng yếu tố và tổng hợp lại theo thời gian, nghiên cứu này tập trung vào khám phá sự ảnh hưởng của lợi nhuận thiếu minh bạch đến thị trường vốn, trong đó cụ thể là nhu cầu về cổ tức của cổ đông và mức độ giao dịch của họ. Kết quả chỉ ra, sau khi kiểm soát những ảnh hưởng, sự tăng lên của lượng lợi nhuận thiếu minh bạch tại một quốc gia sẽ dẫn đến việc những giao dịch trên thị trường chứng khoán của đất nước đó giảm đi. Đồng thời, khi đo lường tác động đến trị giá vốn cổ phần, kiểm định dựa trên cổ tức sinh ra cho thấy mức độ thiếu minh bạch về lợi nhuận tăng lên sẽ khiến trị giá của vốn cổ phần tăng lên theo trên thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, kiểm định dựa trên mô hình quốc tế về giá tài sản lại không cho thấy mối liên hệ này (Barth & cộng sự, 2008).

Leuz & cộng sự (2003) đã công bố nghiên cứu về mối quan hệ quản trị lợi nhuận với sự bảo vệ nhà đầu tư trong trường hợp so sánh giữa các quốc gia. Kết quả nghiên cứu chỉ ra sự khác biệt tồn tại này là do ý nghĩ cố gắng bảo vệ lợi ích kiểm soát của các cá nhân bên trong doanh nghiệp. Chính vì thế, các cá nhân này đã sử dụng quản trị lợi nhuận để che đậy hiệu quả của công ty với người ngoài. Do vậy, quản trị lợi nhuận được cho là làm giảm thiểu việc bảo vệ lợi ích nhà đầu tư. Lý do là các biện pháp bảo vệ nhà đầu tư càng mạnh sẽ càng hạn chế khả năng chiếm được lợi ích kiểm soát riêng, hay chính là động cơ nguy tạo hiệu quả doanh nghiệp. Nhóm nghiên cứu đã nhấn mạnh quan hệ giữa sự bảo vệ lợi ích nhà đầu tư và chất lượng thông tin lợi nhuận báo cáo, từ đó gợi ý giải pháp về mối liên kết nội sinh giữa quản trị doanh nghiệp và chất lượng báo cáo tài chính. Sau này Barth & cộng sự (2008), Dechow & cộng sự (2010) đã đưa ra các quan điểm về sự khác biệt trong báo cáo tài chính, và đề xuất những yêu cầu làm “mịn” sự khác biệt để bảo vệ thông tin được công bố trên thị trường.

Jun & Jen (2003) đã đề xuất mô hình đánh đổi để giải thích về sự lựa chọn về thời gian đáo hạn nợ - chủ yếu đánh giá trên khía cạnh vốn ngắn hạn hay dài hạn trên các báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Các tác giả này thấy rằng, đối với các báo cáo tài chính được kiểm toán bởi Big4 thường đáng tin cậy hơn, và cũng dễ dàng được chấp nhận bởi các ngân hàng hơn khi vay vốn ngắn hạn. Các quan điểm này cũng được một số tác giả sau này ủng hộ như Muttakin & cộng sự (2020), Nguyễn Thị Loan & cộng sự (2019b) hay Trần Thị Thùy Linh & Mai Hoàng Hạnh (2015). Tất nhiên, đây là những nghiên cứu sử dụng lý thuyết người đại diện để đưa ra kết quả, và nó cũng phù hợp với yêu cầu chung của nhánh lý thuyết này. Ngoài ra nhóm tác giả cũng ghi nhận rằng các công ty với kỳ hạn tài sản dài hơn có xu hướng vay nợ dài hạn nhiều hơn để tránh rủi ro thanh khoản.

Mối liên hệ giữa thông tin kế toán và chi phí vốn của doanh nghiệp là một trong những vấn đề cơ bản nhất của kế toán. Gomariz & Ballesta (2014), Muttakin & cộng sự (2020) đã chứng minh rằng chất lượng của thông tin kế toán có thể ảnh hưởng trực tiếp và gián tiếp đến chi phí vốn. Nhóm tác giả chỉ ra rằng tác động gián tiếp này có thể đi theo một trong hai hướng, nhưng cũng dẫn đến sự gia tăng chất lượng thông tin dẫn đến sự sụt giảm rõ ràng trong chi phí vốn. Dựa trên mô hình của nhóm tác giả, việc tăng chất lượng của các thông tin bắt buộc phải công bố nói chung sẽ làm giảm chi phí vốn cho mỗi công ty trong nền kinh tế.

Nguyễn Thị Phương Hồng (2016) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến chất lượng báo cáo tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam bao gồm biến phụ thuộc chất lượng báo cáo tài chính và 23 biến độc lập (nhân tố) và chia làm 5 nhóm nhân tố,

bao gồm: (1) Nhóm nhân tố liên quan cơ cấu sở hữu gồm quyền sở hữu vốn của nước ngoài, quyền sở hữu vốn của nhà nước, quyền sở hữu vốn của tổ chức, quyền sở hữu vốn của nhà quản lý và sự tập trung quyền sở hữu, (2) Nhóm nhân tố liên quan quản trị công ty gồm quy mô hội đồng quản trị, sự kiêm nhiệm của chủ tịch hội đồng quản trị và tổng giám đốc, tính độc lập của hội đồng quản trị, mức độ thường xuyên của các cuộc họp của hội đồng quản trị, mức độ chuyên môn tài chính của hội đồng quản trị, sự tồn tại kế hoạch thường và (3) nhóm nhân tố liên quan cơ cấu vốn gồm đòn bẩy tài chính, khả năng thanh toán hiện hành, (4) nhóm nhân tố liên quan đến đặc điểm thị trường gồm quy mô công ty, tuổi của công ty, thời gian niêm yết, tình trạng niêm yết, loại công ty kiểm toán, tính trì hoãn của báo cáo tài chính, loại hình công nghiệp và (5) nhóm nhân tố liên quan hiệu quả công ty gồm lợi nhuận, triển vọng phát triển và chính sách chia cổ tức. Tác giả Nguyễn Thị Phương Hồng sử dụng 2 mô hình để đo lường chất lượng báo cáo tài chính, đó là mô hình Jones điều chỉnh đại diện cho phương pháp đo lường chất lượng lợi nhuận dựa trên cơ sở kế toán và mô hình EBO đại diện cho phương pháp đo lường dựa trên cơ sở thị trường. Như vậy, bằng việc sử dụng mô hình Jones điều chỉnh để đo lường biến kế toán dồn tích có thể điều chỉnh, tác giả Nguyễn Thị Phương Hồng cũng chỉ kiểm định mối quan hệ giữa biến thuộc nhân tố cấu trúc sở hữu với việc điều chỉnh lợi nhuận dựa trên cơ sở dồn tích (AEM) nhưng các biến độc lập thuộc cấu trúc sở hữu được mở rộng hơn gồm: sở hữu nước ngoài (foreign ownership), sở hữu nhà nước (state ownership), sở hữu nhà quản lý (management ownership), sở hữu tổ chức (institutional ownership) và sự tập trung sở hữu (Cổ đông chính – blockholder), tuy nhiên, tác giả không nghiên cứu ảnh hưởng của hình thức sở hữu tư nhân (private ownership) và sở hữu gia đình (family ownership).

Lê Văn Thừa (2017) vận dụng mô hình Jones điều chỉnh để đo lường việc quản trị lợi nhuận nghiên cứu sự ảnh hưởng của 6 nhân tố: đòn bẩy tài chính, đa dạng đầu tư, tích hợp đòn bẩy tài chính với đa dạng đầu tư, quy mô công ty, chất lượng kiểm toán và tỷ lệ độc lập hội đồng quản trị trong 4 năm từ 2013 đến 2016 với mẫu quan sát là 270 công ty niêm yết trên sàn HOSE. Các nghiên cứu trên không nghiên cứu ảnh hưởng của nhân tố cấu trúc sở hữu và mẫu quan sát còn nhỏ.

Nguyễn Hà Linh (2017) vận dụng mô hình Jones (1991) nghiên cứu các nhân tố tác động đến việc điều chỉnh lợi nhuận tại các Công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam phân chia các nhân tố ảnh hưởng thành nhóm thuộc đặc điểm doanh nghiệp (gồm hệ số nợ, hiệu quả tài chính, quy mô công ty) và nhóm nhân tố thuộc đặc điểm quản lý – kiểm soát (gồm qui mô hội đồng quản trị, số lượng thành viên hội đồng quản trị, sự kiêm nhiệm, cấu trúc sở hữu, kiểm toán độc lập) thông qua phương pháp hồi quy OLS, REM, FEM. Trong số các nhóm nhân tố tác động trên, tác

giả Nguyễn Hà Linh có kiểm định 2 biến thuộc nhân tố cấu trúc sở hữu là sở hữu nước ngoài (foreign ownership) và sở hữu nhà nước (state ownership), ngoài ra tác giả sử dụng mô hình Jones (1991) để đo lường biến phụ thuộc là phần giá trị dồn tích có thể điều chỉnh (DA), tức là tác giả chỉ ra mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và sở hữu nhà nước với việc điều chỉnh lợi nhuận dựa trên cơ sở dồn tích (AEM).

Phạm Nguyễn Đình Tuấn và cộng sự (2020) sử dụng đồng thời cả mô hình Jones (1991) và Roychowdhury (2006) nghiên cứu các nhân tố tác động tới hành vi quản trị lợi nhuận của các công ty đại chúng chưa niêm yết tại Việt Nam (các công ty trên sàn UPCOM) với mẫu quan sát từ 2011-2017 gồm nhân tố cơ cấu sở hữu (sở hữu của nhà đầu tư tổ chức, sở hữu của nhà quản lý), nhân tố cơ cấu vốn (tỷ lệ nợ phải trả, tỷ lệ nợ ngắn hạn, tăng trưởng nợ ngắn hạn, tỷ lệ nợ dài hạn, tăng trưởng nợ dài hạn), nhân tố đặc điểm doanh nghiệp (qui mô công ty, hiệu quả kinh doanh). Kết quả của nhóm nhân tố cơ cấu sở hữu cho thấy sở hữu của nhà quản lý và sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trong các công ty UPCOM có mối quan hệ cùng chiều với điều chỉnh lợi nhuận.

Lê Quỳnh Liên (2020) nghiên cứu tác động của quản trị công ty đến điều chỉnh lợi nhuận trên cơ sở dồn tích đại diện bằng DA âm, DA dương và DA gộp đo lường bằng mô hình Kasznik (1999) của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam tìm thấy mức độ tập trung quyền sở hữu và tỷ lệ sở hữu của nhà nước có tác động cùng chiều với AEM, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài có tác động ngược chiều với AEM và hệ số hồi quy của tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý đối với DA gộp không có ý nghĩa thống kê.

Khác với những nghiên cứu trên, một số tác giả tiến hành tập trung nghiên cứu sâu mối quan hệ của một nhân tố cụ thể tới việc điều chỉnh lợi nhuận như quy mô công ty (Kim và cộng sự, 2003), hệ số nợ (Alsharairi và Salama 2012), cấu trúc sở hữu (Siregar và Utama, 2008; Alves, 2012; Ebraheem saleem salem alzoubi, 2015). Tại Việt Nam, tổng quan một số công trình nghiên cứu ảnh hưởng của một nhân tố cụ thể tới việc điều chỉnh lợi nhuận như quản trị công ty (Giáp Thị Liên 2014), ý kiến kiểm toán (Nguyễn Minh Nhật 2016), giới tính nữ trong hội đồng quản trị và ban giám đốc (Đinh Ngọc Tú, 2016), các tỷ số tài chính (Nguyễn Thị Thanh Hà 2017), tuổi và thời gian điều hành của CEO (La Ngọc Minh Thuận 2017), hội đồng quản trị độc lập và kiểm soát gia đình (Trần Tâm Anh 2017).

b. Nghiên cứu về hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp

Đầu tư là "sự bỏ ra, sự hy sinh" các điều kiện ở hiện tại nhằm đạt được những kết quả mong đợi cho người đầu tư trong tương lai. Mở rộng hơn so với quan điểm của nhà đầu tư cá nhân rằng đầu tư hiệu quả là sự gia tăng giá trị danh mục đầu tư trên thị trường

chứng khoán, hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp còn biểu hiện quan hệ so sánh giữa kết quả kinh tế - xã hội đạt được của cơ hội đầu tư với chi phí mà doanh nghiệp phải bỏ ra để có các kết quả đó trong một thời kỳ nhất định. Nói cách khác, định nghĩa về đầu tư dưới góc độ doanh nghiệp của là sự đánh đổi giữa những lợi ích hiện tại (gồm tiền, tài nguyên thiên nhiên, sức lao động và trí tuệ...) để nhằm thu về lợi ích lớn hơn trong tương lai (tài sản tài chính, tài sản vật chất, tài sản trí tuệ và nguồn nhân lực có đủ điều kiện để làm việc với năng suất cao hơn trong nền sản xuất xã hội...) (Biddle & cộng sự, 2009; Gomariz & Ballesta, 2014; Minton & Schrand, 1999; Richardson, 2006; Verdi, 2006). Vì vậy, quyết định đầu tư được đánh giá là quyết định quan trọng nhất trong các quyết định tài chính của doanh nghiệp vì nó liên quan đến tổng giá trị tài sản và giá trị từng bộ phận tài sản (tài sản ngắn hạn và tài sản dài hạn), từ đó làm tăng giá trị cho doanh nghiệp. Chủ đề đầu tư trong doanh nghiệp đã thu hút được sự quan tâm của nhiều học giả trên thế giới và được nghiên cứu dưới nhiều cách tiếp cận khác nhau.

Minton & Schrand (1999) đã tìm thấy bằng chứng chứng minh mối quan hệ giữa độ biến động của dòng tiền và chỉ tiêu đầu tư. Các tác giả chỉ ra các doanh nghiệp có độ biến động dòng tiền cao sẽ có xu hướng đầu tư ít hơn cũng như giảm các khoản đầu tư tiềm năng trong tương lai. Trường hợp các công ty thiếu hụt dòng tiền thì nên từ bỏ dự án đầu tư đó thay vì sử dụng thêm nguồn vốn bên ngoài để bù đắp. Do đó, sự biến động của dòng tiền không chỉ làm tăng khả năng một công ty cần tiếp cận thị trường vốn mà còn làm tăng chi phí huy động vốn.

Nhằm góp phần lấp đầy khoảng trống về mối liên hệ giữa độ nhạy cảm của dòng tiền và quyết định đầu tư của doanh nghiệp trước sự không hoàn hảo của thị trường, Islam (2012) đã thực hiện một nghiên cứu sử dụng bộ dữ liệu quốc tế trên 31 quốc gia trong khoảng thời gian từ 1987 – 1997. Kết quả cho thấy tại những nước có nền tài chính kém phát triển, đầu tư sẽ trở nên nhạy cảm hơn sau khi kiểm soát các cơ hội tăng trưởng (đo lường bởi hệ số Tobin's Q). Tiếp theo, nghiên cứu còn chỉ ra mối quan hệ tiêu cực giữa độ nhạy dòng tiền đầu tư và quy mô (đo lường bởi logarit tổng tài sản). Nhìn chung, những phát hiện này phù hợp với quan điểm rằng các doanh nghiệp nhỏ phải đối mặt với vấn đề TTBCX cũng như chi phí huy động vốn lớn, do đó phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn nội bộ để thực hiện các dự án đầu tư. Cuối cùng, tác giả kết luận rằng những công ty có trụ sở tại các nước có chuẩn mực kế toán tài chính và mức độ công bố thông tin thấp thì sẽ gặp nhiều thách thức hơn trong việc tiếp cận thị trường vốn bên ngoài và có khả năng đầu tư dưới mức cao, ở cấp độ vĩ mô, sẽ dẫn đến tăng trưởng kinh tế chậm cho đất nước.

Theo giả thuyết về thị trường hoàn hảo của Modigliani & Brumberg (1954), chính sách tài chính của một công ty bao gồm cả thời gian đáo hạn nợ không ảnh hưởng đến

các quyết định đầu tư của công ty (Aivazian & cộng sự, 2005). Tuy vậy, qua các bằng chứng thực nghiệm, các quyết định đầu tư, tài chính và cổ tức có sự lệ thuộc vào nhau (Morgado & Pindado, 2003). Nhằm tiếp tục làm rõ vấn đề trên, Aivazian & cộng sự (2005) đã nghiên cứu dựa trên mẫu là các công ty đại chúng ở Canada giai đoạn 1982 - 1999 và chỉ ra rằng cấu trúc kỳ hạn nợ có tác động đáng kể đến quyết định đầu tư và có mối quan hệ tiêu cực với cơ hội tăng trưởng của công ty. Kết quả nghiên cứu cho thấy sau khi kiểm soát ảnh hưởng của mức đòn bẩy tổng thể, tỷ lệ nợ dài hạn cao hơn trong tổng nợ sẽ làm giảm đáng kể đầu tư cho công ty có cơ hội tăng trưởng cao. Ngược lại, sự tương quan giữa kỳ hạn nợ và đầu tư không ảnh hưởng rõ ràng với công ty có cơ hội tăng trưởng thấp.

Sử dụng dữ liệu từ Compustat gồm những công ty sản xuất trong giai đoạn 1985 – 2000, Almeida & Campello (2007) đã cho thấy mặc dù tài sản hữu hình có tác động tích cực đến độ nhạy cảm của dòng vốn đầu tư tại những doanh nghiệp bị hạn chế về tài chính nhưng sự ảnh hưởng trên sẽ không tồn tại trong những doanh nghiệp không bị hạn chế. Hơn nữa, tài sản hữu hình còn ảnh hưởng đến tình hình tín dụng của công ty, ví dụ một công ty sở hữu nhiều tài sản cố định hữu hình trong cơ cấu tổng tài sản sẽ duy trì được tỷ lệ nợ cao hơn nhờ xây dựng được niềm tin ở các chủ nợ.

Geng & van Bremen (2013) khi nghiên cứu 765 doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán Thâm Quyển và Thượng Hải của Trung Quốc trong khoảng thời gian 2006 – 2011 đã chứng minh được các đặc điểm gồm tuổi, quy mô doanh nghiệp và hệ số Tobin'Q có tác động đáng kể đến đầu tư. Tuổi doanh nghiệp có tương quan âm với đầu tư vì các doanh nghiệp thường gia tăng đầu tư trong giai đoạn mới thành lập và tăng trưởng. Khi đến giai đoạn bão hòa hay suy thoái, họ sẽ đầu tư ít hơn, đồng thời gia tăng chi trả cổ tức. Quy mô doanh nghiệp cũng được tác giả chỉ ra là có mối quan hệ nghịch chiều với đầu tư, cụ thể những công ty nhỏ thường có xu hướng đầu tư nhiều hơn. Cuối cùng, hệ số Tobin'Q cao được đánh giá là có thể khuyến khích các doanh nghiệp đầu tư nhiều hơn vì giá trị họ nhận được sẽ cao hơn chi phí bỏ ra, tuy nhiên điều này có thể dẫn đến đầu tư quá mức.

2.2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp

2.2.2.1. Các nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra mối quan hệ tích cực hay tiêu cực

Các quyết định đầu tư vốn của doanh nghiệp là một trong những yếu tố cơ bản và quan trọng nhất quyết định giá trị của doanh nghiệp và sự giàu có của các nhà đầu tư (Hovakimian, 2011). Trong một thị trường vốn hoàn hảo, các công ty đầu tư hiệu quả bằng cách cam kết đầu tư thực hiện các dự án có NPV dương (Ross & cộng sự, 2019).

Tuy nhiên, trên thực tế, trong môi trường thông tin không hoàn toàn minh bạch, một số nhà quản lý có xu hướng thực hiện các dự án đầu tư không phù hợp để tối đa hóa lợi ích cá nhân khi tồn tại sự khác biệt về lợi ích giữa họ và các cổ đông. Nói cách khác, sự bất cân xứng thông tin (TTBCX) giữa nhà quản lý và nhà đầu tư có thể dẫn đến tình trạng đầu tư dưới mức hoặc quá mức, từ đó làm giảm hiệu quả đầu tư. Để làm rõ vấn đề trên, nhiều học giả trên thế giới đã nghiên cứu mối liên hệ giữa FRQ và hiệu quả đầu tư tại các doanh nghiệp, cũng như ảnh hưởng của nó đến tình trạng thông tin bất cân xứng (TTBCX) giữa các công ty và các nhà cung cấp vốn bên ngoài. Dưới đây là một số công trình tiêu biểu là nền tảng cho nhiều nghiên cứu trên thế giới.

Verdi (2006) đã thực hiện nghiên cứu dựa trên 38.062 quan sát của 5 doanh nghiệp trong giai đoạn từ năm 1980 đến 2003 để chứng minh rằng việc nâng cao FRQ có thể làm giảm sự TTBCX, điều làm cản trở các chính sách đầu tư hiệu quả của doanh nghiệp. Một số các tác giả khác đo lường FRQ bằng cách thực hiện hồi quy các biến “Size” (logarit tự nhiên của tổng tài sản), “Cash Flow Vol” (độ lệch chuẩn của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh), “Sales Vol” (độ lệch chuẩn của doanh số bán hàng), “Oper. Cycle” (logarit tự nhiên của chu kỳ kinh doanh) và “Neg Net Income” (tỷ lệ số năm doanh nghiệp có thu nhập ròng âm trước các khoản bất thường). Kết quả cho thấy FRQ có tác động nghịch chiều đến cả việc đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức của doanh nghiệp (Dechow & cộng sự, 2010; Lara & cộng sự, 2016). Đồng thời, mối liên hệ giữa FRQ và đầu tư quá mức mạnh mẽ hơn trong các doanh nghiệp có số dư tiền mặt lớn và sở hữu phân tán. Điều này cho thấy FRQ có thể làm giảm sự TTBCX giữa các nhà đầu tư và bên chủ quản, từ đó giúp cải tiến việc lựa chọn dự án và làm giảm chi phí của các cổ đông trong việc giám sát các nhà quản lý (Jun & Jen, 2003; Nguyễn Thị Kim Cúc & Nguyễn Thị Kim Loan, 2021; Shahzad & cộng sự, 2019a). Mối tương quan giữa FRQ và hiệu quả đầu tư cũng mạnh hơn đối với những doanh nghiệp có môi trường thông tin chất lượng thấp, đồng nghĩa với việc thay vì chỉ tìm hiểu về chính sách đầu tư của doanh nghiệp qua các BCTC. Tuy nhiên, nghiên cứu chưa chỉ ra các bằng chứng rõ ràng về mối quan hệ giữa FRQ và đầu tư dưới mức mạnh mẽ hơn khi các doanh nghiệp gặp khó khăn về tài chính. Vì vậy, tác giả không thể kết luận rằng FRQ có thể giảm thiểu sự TTBCX giữa người quản lý doanh nghiệp và chủ sở hữu, từ đó các bên sẽ tìm cách làm giảm chi phí huy động vốn đối với các doanh nghiệp gặp hạn chế về tài chính, và làm giảm tình trạng đầu tư dưới mức. Hơn nữa, khi định nghĩa về hiệu quả đầu tư trong nghiên cứu này, tác giả lại cho rằng mức đầu tư kỳ vọng được dự đoán bởi chỉ số Tobin’s

Q^3 là tối ưu. Trong khi đó, theo Bushman & Smith (2001), giả định này có thể không đúng vì độ lớn của chi phí điều chỉnh là không xác định được.

Biddle & cộng sự (2009) cũng đưa ra kết quả tương tự khi xem xét ảnh hưởng của chất lượng thông tin kế toán đối với hiệu quả đầu tư vốn ở cấp độ công ty tại hai nền kinh tế lớn nhất thế giới tại thời điểm đó là Nhật Bản và Mỹ trong giai đoạn 1993 - 2004. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng FRQ cao hơn sẽ tăng cường hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp bằng cách giảm TTBCX giữa nhà quản lý và các nhà đầu tư bên ngoài. Đồng thời, sự ảnh hưởng này sẽ mạnh mẽ hơn trong nền kinh tế mà nguồn tài chính chủ yếu được cung cấp thông qua những kênh giao dịch độc lập (Arm's Length Transactions), chẳng hạn như trên thị trường chứng khoán (Mỹ) so với quốc gia có nguồn tài trợ được hình thành chủ yếu từ nợ vay, từ đó những ngân hàng có thể quản lý thông tin và kiểm soát các vấn đề đầu tư (Nhật Bản). Nói cách khác, tại những nước có vốn chủ sở hữu chiếm tỷ trọng cao hơn trong cấu trúc vốn thì tác động của chất lượng thông tin kế toán lên độ nhạy dòng tiền đầu tư sẽ cao hơn tại các nước mà vốn vay ngân hàng chiếm ưu thế. Bên cạnh đó, sau khi phân tích độ nhạy của dòng tiền đầu tư bằng phương pháp OLS, tác giả chứng minh được rằng FRQ sẽ làm giảm độ nhạy của dòng tiền đầu tư bằng tiền mặt, qua đó làm giảm tình trạng đầu tư quá mức. Đây cũng là kết quả nghiên cứu của Ahmed & cộng sự (2020), Chen & cộng sự (2011) hay một số tác giả trong nước (Hoàng Thị Phương Anh & cộng sự, 2017b; Nguyễn Hương Giang, 2017; Nguyễn Ngọc Thụy Vy, 2021; Nguyễn Thị Kim Cúc & Nguyễn Thị Kim Loan, 2021; Nguyen & Nguyen, 2021; Nguyễn Trọng Nghĩa, 2022).

Có một xu hướng khác được phát triển nhằm xem xét BCTC và công khai tài chính có thể làm giảm thiểu các vấn đề về đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức dựa trên cơ chế quản lý doanh nghiệp. Cụ thể, việc giảm thiểu sự TTBCX có thể giúp các nhà đầu tư và nhà quản lý hiểu rõ hơn về tình trạng doanh nghiệp, từ đó giúp các quyết định nội bộ tối ưu hơn và làm tăng hiệu quả đầu tư. Tiếp cận hướng nghiên cứu trên, McNichols & Stubben (2008) đã thu thập mẫu từ cơ sở dữ liệu Compustat trong giai đoạn 1978 – 2002 của 535 công ty đại chúng để đánh giá về việc liệu các doanh nghiệp thao túng các kết quả trong BCTC có đưa ra quyết định đầu tư tối ưu không. Tác giả chia mẫu thành ba nhóm: (i) Doanh nghiệp bị cáo buộc đã điều chỉnh doanh thu của họ được điều tra bởi ủy ban thanh tra chứng khoán SEC về các sai phạm kế toán; (ii) Doanh

³ Theo lý thuyết đầu tư của Tobin (1969), chỉ số Tobin's Q là một chỉ tiêu phản ánh giá trị doanh nghiệp trên thị trường. Xuất phát từ góc độ nhà đầu tư, Tobin nhìn nhận giá trị của một doanh nghiệp dựa trên những cơ hội tăng trưởng của nó. Do đó, trong nghiên cứu này, tác giả ước tính đầu tư là một hàm của cơ hội tăng trưởng được đo bằng chỉ số Tobin's Q và tăng trưởng doanh số (Sale Growth). Tuy nhiên, FRQ có thể liên quan đến sai số đo lường trong chỉ số này do nhược điểm của số liệu kế toán (ví dụ: tùy vào mức độ áp dụng chế độ kế toán cũng như chuẩn mực kế toán, doanh nghiệp có thể điều chỉnh giá trị sổ sách của tài sản).

ng nghiệp bị cổ đông kiện do hạch toán bất thường; (iii) Doanh nghiệp làm lại báo cáo tài chính vì đầu tư quá mức trong thời gian báo cáo sai. Bằng cách thực hiện hồi quy biến vốn đầu tư theo các biến “TobinQ”, “Tiền mặt”, “Tỷ lệ tăng trưởng tài sản”, “Đầu tư quá mức” ..., nghiên cứu chỉ ra rằng những công ty sử dụng các biện pháp kế toán để quản trị lợi nhuận thường dẫn đến tình trạng đầu tư quá mức. Hơn nữa, sau giai đoạn báo cáo sai, các doanh nghiệp không còn tình trạng đầu tư quá mức và các thông tin trên báo cáo được điều chỉnh sẽ giúp đầu tư hiệu quả hơn. Bài nghiên cứu tìm thấy các mô hình tương tự cho các doanh nghiệp có thu nhập hoặc những khoản quyết toán dồi dào và chứng minh được quản lý thu nhập cũng có thể ảnh hưởng đến các quyết định nội bộ. Những sai lệch trong BCTC không chỉ che dấu hiệu quả thực tế mà còn khiến đánh giá sai các xu hướng cơ bản về tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Do đó, việc đánh giá quá cao về lợi nhuận có thể bóp méo kỳ vọng tăng trưởng của các nhà đầu tư không nắm chắc về các sai sót trên BCTC.

Chen & cộng sự (2011) tiếp tục tìm hiểu mối quan hệ giữa FRQ và hiệu quả đầu tư khi sử dụng mẫu lấy từ dữ liệu Ngân hàng Thế giới gồm 6.627 doanh nghiệp của 21 quốc gia đang phát triển trong đó có Việt Nam từ năm 2002 đến năm 2005. Tác giả đã xem xét vai trò của FRQ trong một tập hợp các công ty mà các nghiên cứu học thuật trước đó chưa dành nhiều sự quan tâm: các doanh nghiệp tư nhân tại các thị trường mới nổi. Nhóm tác giả thực hiện khảo sát bằng cách phỏng vấn trực tiếp các nhà quản lý, chuyên viên kế toán, quản lý nhân sự và những chuyên viên khác có liên quan. Mẫu nghiên cứu được sắp xếp theo quy mô doanh nghiệp, theo ngành và theo vị trí địa lý. Dựa trên kết quả của những nghiên cứu trước, nhóm tác giả đưa ra dự đoán rằng so với các doanh nghiệp lớn, những doanh nghiệp nhỏ thường gặp nhiều khó khăn hơn trong việc huy động nguồn tài chính, do đó FRQ sẽ đóng vai trò quan trọng trong các quyết định đầu tư của các doanh nghiệp này. Kết quả cho thấy FRQ ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả đầu tư, và có tương quan âm với cả đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức. Nghiên cứu cho thấy mặc dù FRQ có thể thấp hơn so với công ty niêm yết, nhưng nó mang lại lợi thế cho các doanh nghiệp tư nhân là ít phải đối mặt với các ràng buộc về kế toán, từ đó có sự linh hoạt hơn trong việc lựa chọn tiêu chuẩn FRQ và góp phần cải thiện hiệu quả đầu tư. Đồng thời, sự ảnh hưởng của FRQ đến hiệu quả đầu tư tăng lên khi công ty sử dụng nợ vay ngân hàng để đầu tư và giảm đi khi công ty cố tình “bóp méo” lợi nhuận của họ vì mục tiêu giảm mức đóng thuế cho ngân sách nhà nước. Bên cạnh đó, nhóm tác giả tìm thấy bằng chứng rằng “Quy mô công ty” có ảnh hưởng tiêu cực đến cả đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức, trong khi đó “Tài sản hữu hình” có tỷ lệ thuận với đầu tư dự kiến nhưng chỉ có ý nghĩa trong trường hợp đầu tư quá mức. Mối quan hệ giữa việc giảm thiểu thuế và cung cấp thông tin về thu nhập cũng được khẳng định trong

nguyên cứu này. Tuy nhiên, các tác giả cũng thừa nhận một số hạn chế khi sử dụng dữ liệu khảo sát từ Ngân hàng Thế giới khi đã có nhiều nghiên cứu cung cấp các bằng chứng kiểm tra tính hợp lệ của những dữ liệu này. Đồng thời, tương tự các nghiên cứu trong quá khứ, bài nghiên cứu này vẫn chưa hoàn toàn chứng minh được giữa FRQ và hiệu quả đầu tư tồn tại mối quan hệ nhân quả.

Nhằm bổ sung cho các nghiên cứu của mình trước đó về vấn đề này, Biddle & cộng sự (2022) tiếp tục cung cấp các bằng chứng về mối quan hệ giữa FRQ và hiệu quả đầu tư. Nghiên cứu lựa chọn mẫu gồm 34.791 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Mỹ. Tác giả thực hiện hồi quy OLS biến hiệu quả đầu tư theo FRQ được đo lường bằng phương pháp của Dechow & cộng sự (2010). Kết quả nghiên cứu chỉ ra ba nội dung chính: (i) FRQ có mối quan hệ nghịch chiều với cả đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức; (ii) Các công ty với FRQ cao sẽ có các quyết định đầu tư ít có khả năng đi chệch khỏi mức đầu tư kỳ vọng; (iii) Các công ty có FRQ cao sẽ ít chịu tác động tiêu cực bởi những cú sốc của điều kiện kinh tế vĩ mô hơn các công ty có FRQ thấp. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng FRQ góp phần nâng cao hiệu quả đầu tư thông qua việc kiểm soát các vấn đề về rủi ro đạo đức và lựa chọn đối nghịch. Về tình trạng rủi ro đạo đức, FRQ cao có thể kiềm chế các nhà quản lý tham gia vào các hoạt động không có lợi cho doanh nghiệp như đầu tư vào các dự án lớn mang lại danh tiếng nhưng không mang lại lợi nhuận. Trong trường hợp các lựa chọn đối nghịch xuất hiện, nếu các nhà quản lý bán các chứng khoán được định giá cao thì việc quản lý thông tin không hiệu quả có thể dẫn tới đầu tư quá mức và qua đó làm gia tăng vốn đầu tư của chủ sở hữu. Để tránh tình trạng này xảy ra, các nhà cung cấp vốn có thể hạn chế việc cho vay hoặc tăng thêm các điều khoản trong hợp đồng cho vay và chi phí vay nợ. Tuy nhiên, điều này có thể dẫn đến các doanh nghiệp phải loại bỏ các dự án đầu tư hiệu quả do hạn chế về nguồn vốn và sẽ dẫn đến đầu tư dưới mức. Đồng thời, FRQ cao sẽ giúp các doanh nghiệp đang sở hữu nhiều tiền mặt và không vay nợ có thể tránh được tình trạng đầu tư dưới mức và giúp các doanh nghiệp nắm giữ ít tiền mặt và có mức vay nợ cao có thể tránh được tình trạng đầu tư quá mức. Ngoài ra, các tác giả còn sử dụng các biến kiểm soát có thể ảnh hưởng đến đầu tư dưới mức hay đầu tư quá mức của doanh nghiệp như “Độ lệch chuẩn của dòng tiền”, “Độ lệch chuẩn của doanh thu”, “Tuổi doanh nghiệp”, “TobinQ”, “Sức mạnh tài chính”.

Nhằm tiếp tục bổ sung các kết quả về vấn đề nghiên cứu giữa FRQ và hiệu quả đầu tư, Shahzad & cộng sự (2019a) đã khảo sát trên 1.696 doanh nghiệp để đánh giá hiệu quả đầu tư sau khi công ty thực hiện kiểm soát nội bộ và công bố những nhược điểm trong BCTC. So với các nghiên cứu trước đây, tác giả đã chứng minh được mối quan hệ nhân quả giữa FRQ và hiệu quả đầu tư, đặc biệt tại các công ty công bố nhược

điểm của BCTC thông qua kiểm toán nội bộ theo Đạo luật Sarbanes-Oxley (SOX) – đạo luật nhằm bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư vào các công ty đại chúng bằng cách buộc các công ty phải cải thiện sự đảm bảo và tin tưởng vào các báo cáo, các thông tin tài chính công khai. Cụ thể, mục 404 của đạo luật có quy định “Các công ty được yêu cầu phải công bố thông tin trong báo cáo hằng năm của họ liên quan đến phạm vi và phù hợp với kiểm soát nội bộ...”. Kết quả nghiên cứu cho thấy trước khi công bố, các công ty đầu tư dưới mức do các hạn chế về tài chính, hoặc để diễn ra tình trạng đầu tư quá mức do nguồn tài chính quá dồi dào; sau khi công bố, hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp này đã cải thiện đáng kể. Thông qua kiểm soát nội bộ, các cổ đông và các bên liên quan khác trong công ty sẽ tăng cường vai trò giám sát của mình, từ đó góp phần cải thiện FRQ. Những thay đổi này sẽ làm giảm thiểu các vấn đề đại diện như lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức, vì vậy làm tăng hiệu quả đầu tư.

Hanh & cộng sự (2024), xem xét mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính (FRQ) và hiệu quả đầu tư (IE) trong các doanh nghiệp sản xuất Việt Nam và phân tích vai trò điều tiết của các đặc điểm khác nhau của doanh nghiệp, bao gồm kỳ hạn nợ (Stdebt), sức mạnh tài chính (Z), quy mô doanh nghiệp và thuế đối với mối quan hệ này. Nghiên cứu sử dụng mẫu các doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2008 đến năm 2021 để kiểm tra và phân tích tình trạng đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức.

Kết quả cho thấy mối quan hệ tích cực giữa FRQ và IE giữa các doanh nghiệp sản xuất tại Việt Nam, và mối quan hệ này được điều tiết bởi các đặc điểm của doanh nghiệp, bao gồm Stdebt, Z, quy mô doanh nghiệp và thuế. Hơn nữa, kỳ hạn nợ, TobinQ, kiểm toán và thuế ảnh hưởng tích cực đến IE, trong khi sức mạnh tài chính và quy mô doanh nghiệp có xu hướng ảnh hưởng tiêu cực đến IE. Tương tự, khi các công ty bị đầu tư thiếu hụt, TobinQ và đòn bẩy tài chính tác động tích cực đến IE, trong khi sức mạnh tài chính lại có mối quan hệ tiêu cực với IE. Hơn nữa, các phát hiện nghiên cứu chứng minh rằng đặc điểm của công ty có tác động điều tiết mối quan hệ giữa FRQ và IE. Kết quả nghiên cứu giúp nâng cao hiểu biết về hiệu suất công ty cho các CEO và nhà quản lý, đồng thời cung cấp các chiến lược nội bộ ngắn hạn và dài hạn cho sự phát triển bền vững và đạt được mục tiêu. Ngoài ra, những phát hiện này hỗ trợ các nhà đầu tư trong việc phân tích và đưa ra quyết định đầu tư sáng suốt, giúp các công ty giảm thiểu rủi ro và nâng cao năng lực cạnh tranh. Do nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa FRQ và IE tại một thị trường mới nổi còn hạn chế, nghiên cứu này đóng góp vào các tài liệu hiện có bằng cách bổ sung thêm giá trị ban đầu cho lĩnh vực này. Hơn nữa, những phát hiện này khẳng định quan điểm của lý thuyết thông tin đại diện và bất đối xứng.

Khan & Safdar (2024) nghiên cứu mối liên hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính

và hiệu quả đầu tư của 21.741 công ty niêm yết trên 36 quốc gia trên toàn thế giới, bao gồm các thị trường phát triển, mới nổi, cận biên và các thị trường khác. Dữ liệu kế toán toàn diện từ năm 2000 đến năm 2022 được thu thập cho tất cả các công ty niêm yết trong 40 ngành tại 36 quốc gia này, với 166.453 quan sát công ty/năm. Các mối liên hệ nhân quả được kiểm tra thông qua phân tích hồi quy hiệu ứng cố định, bổ sung bằng các kiểm định bổ sung và kiểm tra độ mạnh sử dụng các đại diện thay thế. Những lo ngại về tính nội sinh được giảm thiểu thông qua phân tích 2SLS. Kết quả cho thấy tác động tích cực của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của các công ty tại các thị trường phát triển, mới nổi, cận biên và các thị trường khác. Việc khảo sát cả kịch bản đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức cho thấy mối liên hệ rõ ràng hơn giữa chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư trong kịch bản đầu tư dưới mức. Những phát hiện này bổ sung vào kho bằng chứng hiện có, cho thấy ngoài ảnh hưởng của nó đến hiệu quả đầu tư tại các thị trường phát triển, mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư vẫn đúng trên toàn cầu. Điều này bao gồm các thị trường mới nổi, cận biên và các thị trường khác, được đặc trưng bởi các mức độ khác nhau về chất lượng báo cáo và khuôn khổ tài chính.

Khan & cộng sự (2025) nghiên cứu mối liên hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư tại các công ty niêm yết trên thị trường cận biên, có tính đến yếu tố bảo vệ nhà đầu tư ở cấp quốc gia. Bằng cách so sánh quản lý lợi nhuận thực tế và quản lý lợi nhuận tích lũy, nhóm tác giả nhằm chứng minh tính chất phụ thuộc vào bối cảnh của tác động của chất lượng báo cáo tài chính. Dữ liệu kế toán từ năm 1998 đến năm 2020 được thu thập từ tất cả các công ty niêm yết tại sáu quốc gia thị trường cận biên thuộc 21 ngành. Phân tích hồi quy hiệu ứng cố định được sử dụng để kiểm tra mối quan hệ nhân quả; một số kiểm tra độ tin cậy được thực hiện; và phương pháp bình phương nhỏ nhất hai giai đoạn được sử dụng để giải quyết các vấn đề nội sinh. Kết quả nghiên cứu khẳng định rằng chất lượng báo cáo tài chính cao hơn giúp cải thiện hiệu quả đầu tư tại các thị trường cận biên. Hơn nữa, tác động tích cực được khuếch đại khi mức độ bảo vệ nhà đầu tư ở cấp quốc gia tại các thị trường cận biên mạnh mẽ.

Rawat & Chaudhry (2025) cũng nghiên cứu tác động của chất lượng thu nhập và sự liên kết với các tập đoàn kinh doanh lên các quyết định đầu tư thông qua các kênh lý thuyết về đại diện và bất đối xứng thông tin. Sử dụng bộ dữ liệu gồm 18.927 quan sát doanh nghiệp theo năm trong giai đoạn 1997–2021, nhóm tác giả nhận thấy rằng cả chất lượng thu nhập và sự liên kết với các tập đoàn kinh doanh đều cải thiện hiệu quả đầu tư bằng cách giảm cả đầu tư quá mức và đầu tư thiếu hụt. Mối quan hệ tích cực giữa chất lượng thu nhập và đầu tư rõ rệt hơn đối với các công ty liên kết với tập đoàn so với các công ty độc lập, cho thấy hiệu ứng liên kết mở rộng (hiệu ứng cố thủ). Các đặc điểm của

tập đoàn kinh doanh như quy mô, tuổi đời, nguồn lực của tập đoàn và quyền dòng tiền ảnh hưởng đáng kể đến mối quan hệ giữa chất lượng thu nhập và đầu tư. Các kiểm tra độ tin cậy được thực hiện, sử dụng các biện pháp thay thế, ảnh hưởng của mối liên hệ chính trị và kiểm tra tính nội sinh, càng khẳng định thêm những phát hiện chính của chúng tôi. Phát hiện của chúng tôi làm nổi bật vai trò bổ sung của chất lượng thu nhập và các tập đoàn kinh doanh trong việc giảm thiểu xung đột đại diện và cải thiện phân bổ nguồn lực trong bối cảnh các quốc gia mới nổi có thị trường tài chính kém phát triển và hệ thống pháp lý bảo vệ yếu kém. Nghiên cứu cung cấp những hiểu biết mới mẻ có ý nghĩa thực tiễn đối với các nhà quản lý, nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách ở các thị trường mới nổi, nhấn mạnh tầm quan trọng của báo cáo minh bạch và cơ cấu tổ chức độc đáo trong việc thúc đẩy hiệu quả đầu tư.

Tóm lại, FRQ góp phần nâng cao hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp, giúp các doanh nghiệp đầu tư quá mức hạn chế được tình trạng đầu tư kém hiệu quả và khuyến khích các doanh nghiệp thiếu đầu tư tăng cường hoạt động đầu tư của mình. BCTC được coi như bức tranh tổng quát của doanh nghiệp, tổng hợp và phản ánh một cách toàn diện tình hình tài sản, các khoản nợ, khả năng huy động và sử dụng vốn cũng như kết quả hoạt động sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp trong một khoảng thời gian nhất định. Đây là nguồn dữ liệu quan trọng giúp chủ doanh nghiệp, các nhà đầu tư hoặc chủ nợ đưa ra các quyết định quản lý, điều hành, đầu tư vào doanh nghiệp một cách hợp lý nhằm hạn chế rủi ro. Ngoài ra, việc nâng cao FRQ đã được chứng minh làm giảm các vấn đề TTBCX, chi phí đại diện, lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức giữa nhà quản lý và các bên liên quan.

2.2.2.2. Các nghiên cứu tập trung vào các mô hình đo lường chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư

Đánh giá và phân tích các mô hình từ những nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới về ảnh hưởng của FRQ đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp, cũng như mối tương quan giữa FRQ và hiệu quả đầu tư đặt trong mối quan hệ với các nhân tố khác. Tuy nhiên, do khác nhau về chuẩn mực kế toán, nên điều này đưa ra nhiều hướng đánh giá khác nhau về FRQ và hiệu quả đầu tư (Nguyễn Trọng Nghĩa, 2022).

Hiện tại, các công trình nghiên cứu về vấn đề này trên thế giới vẫn chưa nhiều, hầu hết các mô hình đều xem xét ảnh hưởng đồng thời của FRQ và các nhân tố khác như kỳ hạn nợ, cấu trúc vốn, chất lượng kiểm toán... đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp, các biến giải thích trong mô hình có nhiều nét tương đồng. Tuy nhiên, các tác giả đã lựa chọn các mẫu quan sát và xây dựng các cách thức đo lường các khác nhau để

phù hợp và tăng tính chắc chắn cho mô hình. Sau đây là 3 mô hình nền tảng tiêu biểu cho các phương pháp ước lượng đã được áp dụng rộng rãi trên thế giới và trong nước:

Biddle & cộng sự (2009) đã kiểm định mối liên hệ giữa FRQ và hiệu quả đầu tư theo ba bước. Thứ nhất, các tác giả kiểm định mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính và mức độ đầu tư vốn. Các tác giả đã sử dụng những tính chất riêng biệt của doanh nghiệp nhằm phân loại những doanh nghiệp có khuynh hướng đầu tư dưới mức hay đầu tư quá mức, đồng thời đánh giá tình trạng đầu tư không hiệu quả dựa trên đặc thù của từng quốc gia và từng ngành. Tiếp theo, tác giả trực tiếp chạy mô hình đầu tư vốn cho từng công ty theo tốc độ tăng trưởng và kiểm định mối quan hệ giữa FRQ và mức sai lệch so với đầu tư kỳ vọng. Thứ ba, tác giả kiểm định tính vững của mô hình bằng cách đưa ra các điều kiện dựa trên tổng mức đầu tư tại mỗi nền kinh tế và từng ngành để cung cấp đại lượng đại diện cho biến đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức loại đi những yếu tố đặc thù tác động đến FRQ của từng công ty. Nghiên cứu thu thập dữ liệu tài chính từ COMPUSAT, CRSP, INES, cấu trúc sở hữu từ nguồn Thomas và dữ liệu quản trị doanh nghiệp từ nguồn của Gompers & cộng sự (2003). Tương tự các công trình đi trước, mẫu nghiên cứu cũng không bao gồm các công ty tài chính (SIC code từ 6000 – 6999) vì sự khác biệt về bản chất đầu tư. Các tác giả sử dụng phương pháp OLS để thực hiện hồi quy trên mô hình nghiên cứu. Đồng thời, những tác động hiệu ứng ngành tham khảo từ Fama & Jensen (1983) cũng được sử dụng trong mô hình nghiên cứu để phân biệt 48 ngành nhằm kiểm soát những cú sốc đặc trưng của từng ngành đến đầu tư. Mô hình được xây dựng như sau:

$$\text{Investment}_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 \text{FRQ}_{i,t} + \beta_2 \text{FRQ}_{i,t} * \text{OverI}_{i,t+1} + \beta_3 \text{OverI}_{i,t+1} + \beta_4 \text{Gov}_{i,t} + \beta_5 \text{Gov}_{i,t} * \text{OverI}_{i,t+1} + \sum \gamma_j \text{Control}_{j,i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

Trong đó, “Investment” là tổng đầu tư, được các tác giả sử dụng khuôn mẫu trong kế toán để ước lượng. Tổng đầu tư này được xác định là sự khác biệt giữa tổng số vốn đầu tư mới và số tiền bán tài sản (Richardson, 2006). Để đo lường tổng đầu tư, tác giả đã thực hiện hồi quy sự tăng trưởng trên doanh thu (Sale Growth) thay vì chỉ số Tobins’Q vì cho rằng chỉ số này có thể bị ảnh hưởng bởi FRQ và TobinQ cận biên cũng rất khó đo lường.

Phương pháp trên có một tiện ích là có thể đánh giá nhiều loại đầu tư như chi tiêu vốn, chi phí mua tài sản và bán tài sản. Ngoài ra, chi phí nghiên cứu và phát triển (R&D) dần trở nên quan trọng trong những năm gần đây và trở thành một trong những đại lượng có thể đo lường đầu tư của doanh nghiệp. Nghiên cứu sử dụng bốn cách tính khác nhau để đo lường FRQ. Cụ thể:

- Thứ nhất dựa trên chất lượng dồn tích (Accruals Quality – AQ) dựa trên mô hình của Dechow & Dichev (2002) và McNichols & Stubben (2008).
- Cách thức thứ hai dựa trên nghiên cứu của Leuz & cộng sự (2003) sau khi sửa đổi mô hình trước đó của Dechow & Dichev (2002).
- Cách thức thứ ba dựa trên sự minh bạch trong thuyết minh BCTC tham khảo từ mô hình của Gomariz & Ballesta (2014).

Biến “OverI” là biến xếp hạng được dùng để phân biệt những doanh nghiệp thuộc nhóm đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức. “Gov” là một chuỗi các đại lượng đại diện cho quản trị doanh nghiệp. Các tác giả sử dụng biến kiểm soát “CFO” (độ biến động dòng tiền) và “Sales” (độ biến động doanh thu) vì chúng phụ thuộc vào mối quan hệ giữa chất lượng cộng dồn (Accruals Quality) và chi phí vốn. Sự biến động đầu tư cũng được đưa vào mô hình để đảm bảo các kết quả nghiên cứu không chỉ khám phá mối quan hệ giữa đầu tư dưới mức – đầu tư quá mức và sự biến động đầu tư.

Tiếp theo, trong các nghiên cứu của Dechow & Dichev (2002), Dechow & cộng sự (2010) có chỉ ra các công ty trong những giai đoạn khác nhau của chu kỳ kinh doanh có thể có các khoản dồn tích khác nhau phát sinh từ những khác biệt trong mô hình kinh doanh. Do đó, các tác giả bổ sung các biến kiểm soát “Age” (Tuổi doanh nghiệp), “OperatingCycle” (Chu kỳ hoạt động) và “Losses” (Biến giả lợi nhuận). Cuối cùng, dựa trên đề xuất của Biddle & cộng sự (2009), nghiên cứu sử dụng biến “Size” (Quy mô doanh nghiệp), “Market-to-book Ratio” (Giá trị thị trường trên sổ sách), “Bankruptcy Risk” (Rủi ro phá sản), “Tangibility” (Tài sản hữu hình), “Industry Leverage” (Đòn bẩy ngành) và “Dividend Payout Ratio” (Tỷ lệ chi trả cổ tức) vì trước đây chúng được cho là có liên quan đến đầu tư vốn. Một số biến kiểm soát khác được các tác giả đưa vào mô hình gồm “LogAsset” (Logarit của tổng tài sản), “Z-Score” (Sức mạnh tài chính), “Slack” (Tỷ lệ tiền mặt trên PPE) và “Cash” (Tỷ lệ tiền mặt trên tổng tài sản) (Biddle & cộng sự, 2022).

Chen & cộng sự (2011) đã thực hiện kiểm định sự ảnh hưởng của FRQ lên hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp tư nhân trên thị trường mới nổi. Nghiên cứu sử dụng nguồn dữ liệu từ khảo sát các doanh nghiệp của Worldbank (WBES). Khác với những nghiên cứu trước đó lấy nguồn dữ liệu chủ yếu từ các công ty niêm yết, nguồn dữ liệu của nghiên cứu này cho phép kiểm định tại các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Đồng thời, bên cạnh cung cấp các thông tin tài chính như tài trợ của ngân hàng, nguồn vay từ bên ngoài... được dùng để thực hiện những dự án đầu tư mới, WBES còn bao gồm mức độ mà các doanh nghiệp phải đối mặt với áp lực thuế thu nhập doanh nghiệp mà không cần dựa vào các đại lượng đo lường trên dữ liệu kế toán của doanh nghiệp. Tương tự nghiên cứu của Biddle & cộng sự (2009), các tác giả kiểm định bằng cách hồi quy biến hiệu

quả đầu tư năm $t+1$ dựa trên FRQ của năm t và thực hiện hồi quy riêng biệt đối với từng nhóm gồm các công ty đầu tư dưới mức và các công ty đầu tư quá mức. Sau đây là mô hình được sử dụng:

$$\text{InvEff}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{FRQ}_{i,t} + \beta_n \text{Control Variables}_{i,t} + \sum \text{Industries} + \sum \text{Countries} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó, biến “InvEff” là đầu tư chênh kỳ vọng (đầu tư dưới mức hoặc đầu tư quá mức), đại diện bởi phần dư từ mô hình hồi quy đầu tư theo tăng trưởng trên năm t . Các tác giả coi giá trị tuyệt đối của phần dư trên là phần đầu tư dưới mức. Mô hình hồi quy đầu tư theo tăng trưởng bao gồm biến “%RevGrowth” (Tốc độ tăng trưởng hàng năm doanh thu) của năm $t-1$ và biến giả “NEG” (biến này nhận giá trị bằng 1 nếu doanh nghiệp tốc độ tăng trưởng âm và bằng 0 trong trường hợp ngược lại).

Biến FRQ trong mô hình này cũng được đo lường bằng ba cách thức. Đầu tiên, biến “FRQ” được đo lường theo giá trị phần dư từ mô hình dồn tích tùy ý điều chỉnh kết quả (Performance - Adjusted Discretionary Accruals Model) của Kothari & cộng sự (2005). Cách thức thứ hai được dựa trên mô hình doanh thu khả dụng (Discretionary Revenue Model) được phát triển bởi McNichols & Stubben (2008). Cách thức thứ ba tiếp tục áp dụng mô hình của Dechow & Dichev (2002). Cuối cùng, các tác giả cũng lấy giá trị bình quân của ba kết quả từ các phương thức trên để thống kê biến FRQ. Mô hình sử dụng 5 biến kiểm soát gồm “LogAssets” (Logarit của tổng tài sản), “LogAge” (Logarit của tuổi doanh nghiệp), “Tang” (Tài sản hữu hình), “Slack” (Lượng tiền mặt trên tổng tài sản) và biến giả “Audit” (biến nhận giá trị bằng 1 nếu báo cáo tài chính có kiểm toán độc lập và bằng 0 nếu ngược lại).

Gomariz & Ballesta (2014) đã nghiên cứu sự tương tác của hai biến gồm FRQ và kỳ hạn nợ trong việc nâng cao hiệu quả đầu tư. Ba nguồn dữ liệu phục vụ cho nghiên cứu gồm bảng cân đối kế toán và bảng kết quả hoạt động kinh doanh lấy từ SABI, giá trị thị trường của các mã chứng khoán lấy từ thông báo hằng ngày của thị trường chứng khoán Madrid (MSE) và lãi suất cho việc kiểm định tính vững của mô hình lấy từ thống kê của ngân hàng Tây Ban Nha. Mô hình được sử dụng trong nghiên cứu như sau:

$$\begin{aligned} \text{InvEff}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{FRQ}_{i,t} + \beta_2 \text{STDebt}_{i,t} + \beta_3 \text{FRQ} * \text{DumSTDebt}_{i,t} + \beta_4 \text{LnSales}_{i,t} \\ & + \beta_5 \text{LnAge}_{i,t} + \beta_6 \text{Tang}_{i,t} + \beta_7 \text{StdCFO}_{i,t} + \beta_8 \text{StdSales}_{i,t} + \beta_9 \text{QTobin}_{i,t} + \beta_{10} \text{Z}_{i,t} + \\ & \beta_{11} \text{Loss}_{i,t} + \beta_{12} \text{CFO_ATA}_{i,t} + \beta_{13} \text{Opercycle}_{i,t} + \sum \beta_j \text{Industry dummies} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Trong mô hình này, biến phụ thuộc “InvEff” đại diện cho hiệu quả đầu tư. Biến “FRQ” cũng được lấy bình quân kết quả từ 3 cách thức tính, cụ thể:

- Dựa trên mô hình doanh thu tùy ý (Discretionary Revenue Model) của McNichols & Stubben (2008),

- Dựa trên mô hình đòn tích (AQ) của Dechow & Dichev (2002), McNichols & Stubben (2008) và
- Dựa trên mô hình chất lượng trích trước xây dựng bởi McNichols & Stubben (2008).

Biến “StDebt” là nợ ngắn hạn và “FRQ*Dumstdebt” đại diện cho sự tương tác của FRQ và việc sử dụng nợ ngắn hạn trong doanh nghiệp. Bên cạnh 2 biến kiểm soát “LnAge” và “Tang” tương tự nghiên cứu của Chen & cộng sự (2011), các tác giả đã bổ sung các biến khác tương tự nghiên cứu của Biddle & cộng sự (2009), Biddle & cộng sự (2022) bao gồm “LnSales” (Quy mô doanh nghiệp), “StdCFO” (Độ biến động dòng tiền), “StdSales” (Độ biến động doanh thu), “Z-score” (Sức mạnh tài chính), “Loss” (Biến giả lợi nhuận), “CFO_ATA” (Dòng tiền hoạt động) và “Opercycle” (Chu kỳ kinh doanh). Đặc biệt, ngược lại so với nghiên cứu của Biddle & cộng sự (2009), nghiên cứu này sử dụng biến “Qtobin” làm đại diện cho cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp.

Bảng 2.1. Tóm tắt các mô hình nghiên cứu đo lường hiệu quả đầu tư

Tác giả	Loại dữ liệu	Phương pháp	Mô hình	Nguồn dữ liệu
Biddle & cộng sự (2009)	Dữ liệu bảng	Hồi quy OLS	$Investment_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 FRQ_{i,t} * OverI_{i,t+1} + \beta_3 OverI_{i,t+1} + \beta_4 Gov_{i,t} + \beta_5 Gov_{i,t} * OverI_{i,t+1} + \sum \gamma_j Control_{j,i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$	COMPUSAT, CRSP, INES, Thomas, Gompers và cộng sự (2003)
Chen & cộng sự (2011)	Dữ liệu bảng	Hồi quy OLS	$InvEff_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_n Control Variables_{i,t} + \sum Industries + \sum Countries + \varepsilon_{i,t}$	WBES
Gomariz & Ballesta (2014)	Dữ liệu bảng	Hồi quy OLS, 2SLS, GMM	$InvEff_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 STDebt_{i,t} + \beta_3 FRQ * DumSTDebt_{i,t} + \beta_4 LnSales_{i,t} + \beta_5 LnAge_{i,t} + \beta_6 Tang_{i,t} + \beta_7 StdCFO_{i,t} + \beta_8 StdSales_{i,t} + \beta_9 QTobin_{i,t} + \beta_{10} Z_{i,t} + \beta_{11} Loss_{i,t} + \beta_{12} CFO_ATA_{i,t} + \beta_{13} Opercycle_{i,t} + \sum \beta_j Industry dummies + \varepsilon_{i,t}$	SABI, MSE

(Nguồn: Tổng hợp của tác giả)

2.2.3. Khoảng trống nghiên cứu

Các nghiên cứu đi trước đã bổ sung cho vấn đề về đánh giá FRQ cũng như đưa ra nền tảng về ảnh hưởng của FRQ đến vấn đề đầu tư dưới mức hay đầu tư quá mức, tức là FRQ có thể ảnh hưởng đến đầu tư dưới mức hay đầu tư quá mức, và từ đó, đầu tư quá mức ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Như vậy, khoảng trống về mặt lý thuyết đang để lại một câu hỏi: FRQ có ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả đầu tư hay không, và đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức có thể là biến trung gian trong mối quan hệ này hay không.

Thứ hai, vấn đề minh bạch thông tin và sử dụng thông tin từ báo cáo tài chính vốn được coi là điểm còn yếu của các thị trường mới nổi như Việt Nam (Nguyễn Ngọc Thụy Vy, 2021; Nguyễn Thị Kim Cúc & Nguyễn Thị Kim Loan, 2021; Nguyễn Thị Loan & cộng sự, 2019a). Điều này hình thành nên một khía cạnh: vậy liệu những thông tin trên báo cáo tài chính được niêm yết công khai có đủ tin cậy để các nhà quản trị doanh nghiệp đưa ra những quyết định đầu tư hay không? Việc thiếu vắng những giám sát về mặt thể chế - được đề cập trong lý thuyết thể chế; hoặc những cam kết mạnh mẽ về ESG – được thể hiện trong lý thuyết hợp đồng hay lý thuyết hợp pháp – có giúp các nhà quản trị đưa ra những quyết định phù hợp với lợi ích của các bên liên quan? Và những thị trường mới nổi có điểm gì khác với những khu vực được giám sát chặt chẽ trên thế giới như Mỹ, Châu Âu hay Nhật Bản?

Thứ ba, vấn đề thực tiễn đưa ra trong bối cảnh doanh nghiệp Việt Nam chuyển đổi từ VAS sang IFRS là: (i) thiếu mô hình đánh giá chi phí–lợi ích (cost–benefit) của lộ trình IFRS gắn với các cơ chế thể chế nội địa (thực thi, kiểm toán, cưỡng chế) thay vì chỉ so sánh kỹ thuật giữa VAS và IFRS; (ii) thiếu thiết kế chính sách “đi cùng” (complementary policies) để biến việc thay đổi chuẩn mực thành cải thiện hữu hiệu FRQ (giảm quản trị lợi nhuận, tăng kịp thời/bảo thủ có điều kiện, nâng độ liên quan giá trị). Từ đó, hàm ý chính sách ở cấp doanh nghiệp: xây dựng lộ trình IFRS theo rủi ro và quy mô (phase-in), đầu tư năng lực kế toán–kiểm soát nội bộ và hệ thống ERP tích hợp dữ liệu, áp dụng cơ chế giám sát HĐQT/Ủy ban Kiểm toán độc lập gắn KPI FRQ, lựa chọn kiểm toán viên có chuyên môn IFRS và cam kết minh bạch công bố (MD&A, thuyết minh rủi ro). Nhìn chung, nghiên cứu cần thiết kế khung đánh giá FRQ trước–sau IFRS có kiểm soát khác biệt (difference-in-differences) và đo lường đa chiều (accruals, REM, timeliness, value relevance) để chuyển hóa kết quả thành khuyến nghị thực thi cụ thể cho cả doanh nghiệp và nhà quản lý.

2.3. Cơ sở lý thuyết về ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp

2.3.1. Lý thuyết đại diện

Lý thuyết đại diện (Agency Theory), cùng với lý thuyết thông tin bất cân xứng là 2 lý thuyết phát triển nhất trong các nghiên cứu về tác động của báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp (Biddle & cộng sự, 2009; Shahzad & cộng sự, 2019b). Câu hỏi thứ nhất được các nhà nghiên cứu đồng thuận rằng: trong tất cả các môi trường, thông tin bất cân xứng luôn luôn tồn tại, và tác động đến mọi dự định đầu tư và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Lý thuyết người đại diện cho rằng, với mỗi doanh nghiệp sẽ có những chủ thể tham gia khác nhau, bao gồm chủ doanh nghiệp (bao gồm cả cổ đông), người điều hành doanh nghiệp, người lao động của doanh nghiệp. Nếu các thông tin mà các bên liên quan nhận được không tương thích với nhau, thì một điều dễ nhận thấy là hiệu quả đầu tư có thể không theo tư tưởng của từng nhóm đối tượng.

Lý thuyết đại diện là lý thuyết được hình thành dựa trên lý thuyết thông tin bất cân xứng. Thông tin bất cân xứng trên thị trường chứng khoán xảy ra khi một hoặc nhiều nhà đầu tư sở hữu được thông tin riêng hoặc có nhiều thông tin công bố hơn về một công ty so với các nhà đầu tư còn lại (Kyle, 1985). Trên thị trường, nhà quản lý với cương vị là bên đại diện được nhà đầu tư ủy quyền và giao cho một số trọng trách, còn nhà đầu tư với tư cách là chủ sở hữu công ty. Các nhà quản lý thường là những người nắm rõ tình hình và triển vọng của công ty hơn các nhà đầu tư, những người mà quyền sở hữu bị tách rời quyền quản lý. Sự bất cân xứng về thông tin là ở chỗ có sự chênh lệch, khác biệt về lượng thông tin nắm giữ giữa bên đại diện và bên ủy nhiệm (Chaney & Lewis, 1995; Fedorovich & Fedorovich, 2020; Miller & Rock, 1985).

Akerlof (1978) đã phân tích vấn đề thông tin bất cân xứng giữa các chủ thể giao dịch, trong đó, bên bán có đầy đủ thông tin về chất lượng sản phẩm, ngược lại, người mua ở tình trạng thiếu hụt các thông tin đó. Bergh & cộng sự (2014) chỉ ra giải pháp để khắc phục tình trạng thông tin bất cân xứng bằng cơ chế phát tín hiệu: bên có nhiều thông tin hơn có thể phát tín hiệu một cách trung thực và tin cậy đến những bên ít thông tin. Với việc phát tín hiệu này, bên sở hữu thông tin (thường là người đại diện cho doanh nghiệp) sẽ không cung cấp đủ để báo cáo sang chủ sở hữu để ra quyết định đầu tư phù hợp, từ đó ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

Liên quan đến luận án, khi có thông tin không cân xứng, người đại diện của doanh nghiệp có thể sẽ đầu tư dưới mức hoặc đầu tư quá mức làm cho hiệu quả đầu tư khác nhau (Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976). Tất nhiên, góc độ này sẽ xuất hiện rủi ro đạo đức đối với các nhóm liên quan. Các quan điểm này cho rằng, báo cáo tài chính chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư, nhưng phải nhìn trên góc độ nào đó. Đặc

biệt, đối với những nhóm doanh nghiệp do nhà nước làm chủ (thường xuất hiện ở các nước có nền kinh tế đang chuyển đổi) thì vấn đề này còn trở nên nghiêm trọng hơn do thiếu cơ chế giám sát và chịu trách nhiệm (Barnett & Salomon, 2012; Christelis & cộng sự, 2010).

Nhánh lý thuyết đại diện còn thể hiện một vấn đề khác trong hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp, thể hiện qua các mâu thuẫn giữa chính những chủ sở hữu, các cổ đông trong doanh nghiệp. Với nhóm các cổ đông lớn, có quyền quyết định có thể sẽ lựa chọn những dự án không có lợi về mặt dài hạn cho toàn bộ doanh nghiệp, nhưng có lợi cho nhóm lợi ích khác. Thứ hai là mâu thuẫn với các ngân hàng hoặc các chủ nợ khác. Khi sử dụng đòn bẩy tài chính nhiều thì các ngân hàng sẽ xem xét vấn đề không tài trợ nữa do rủi ro mất vốn quá cao (Beck & cộng sự, 2006; Mac an Bhaird & Lucey, 2010). Kết quả của vấn đề lý thuyết người đại diện lại xuất hiện một khía cạnh khác: các báo cáo tài chính bị bóp méo hoặc sử dụng các thông tin kế toán hiện hành khác nhau để làm đẹp và phù hợp cho ngân hàng. Kết quả là thông tin trên thị trường trở nên khác nhau, và khó có thể đáp ứng được các yêu cầu của thị trường để đầu tư của nhóm các doanh nghiệp trong một chuỗi cung ứng. Với góc nhìn thứ nhất, rủi ro đạo đức và tác động của các cổ đông lớn sẽ không được đề cập trong bản đăng ký đề tài này, và cũng không đề cập trong vấn đề sau. Nhưng vấn đề bóp méo báo cáo tài chính sẽ tiếp tục được đề cập.

Lý thuyết đại diện còn góp phần thể hiện quyết định đầu tư của chủ doanh nghiệp lớn hơn hay của giám đốc doanh nghiệp lớn hơn. Cụ thể, nếu chủ doanh nghiệp theo đuổi các mục tiêu liên quan đến huy động vốn và phát triển nguồn vốn của mình, họ sẽ thay đổi các khoản mục trên bảng báo cáo tài chính (Ahmed & cộng sự, 2023; Kalash, 2019). Khi đó – dù có hạch toán theo chuẩn mực hay không, tức là có gian lận hay không – thì bảng báo cáo tài chính cũng được làm đẹp hoặc được bố trí theo một hướng phù hợp với định hướng chung của công ty. Hội đồng quản trị lúc này sẽ được thuyết phục để tiến hành các khoản mục đầu tư dưới mức hoặc quá mức – từ đó ảnh hưởng đến lợi ích của cả công ty, nhưng có thể có lợi cho một số người liên quan (Al Farooque & cộng sự, 2020; Coles & cộng sự, 2008; Hillman & Dalziel, 2003).

Lý thuyết đại diện còn phù hợp hơn với vấn đề nhân tố nào gây ra những sai lệch trong báo cáo tài chính (Ahmed & cộng sự, 2020; Biddle & cộng sự, 2009; Chen & cộng sự, 2011). Nếu bỏ qua những khía cạnh liên quan đến chất lượng của kế toán viên và kiểm toán viên, kể cả chủ doanh nghiệp (hội đồng quản trị) và người đại diện (giám đốc của doanh nghiệp) hoàn toàn có thể thay đổi báo cáo này – kể cả với các công ty đại chúng. Do vậy, những đánh giá về kiểm toán độc lập có ảnh hưởng quan trọng đến chất lượng báo cáo tài chính; và nó cũng giúp cho những khuyến nghị đầu tư tăng chất lượng

hơn (Al Farooque & cộng sự, 2020; Shahzad & cộng sự, 2019b; Siregar & Nuryanah, 2019; Sun & Liu, 2014).

2.3.2. *Lý thuyết hợp đồng*

Lý thuyết hợp đồng nổi lên trong khoảng 10 năm trở lại đây, khi các tác giả của lý thuyết này nhận được giải Nobel về kinh tế. Nội dung của lý thuyết hợp đồng cho rằng tất cả các hợp đồng kinh tế đều không thể “bao phủ” toàn bộ được các phạm vi liên quan, và vì thế nó có thể sẽ có những sai sót nhất định (Bolton & Dewatripont, 2004). Một trong những ràng buộc của lý thuyết người đại diện là sự không phù hợp giữa nhiều bên, và từ đó mới có vấn đề: phải có hợp đồng để giải quyết. Nhưng bản thân các hợp đồng lại xuất phát ra một vấn đề khác. Người đại diện cần cơ hội để làm nổi bật mình thông qua tiền lương hay thăng tiến, vì thế có thể làm trái hợp đồng do thông tin bất cân xứng (Grossman & Hart, 1986; Hart & Moore, 1990). Cũng chính vì thế, các hoạt động đầu tư dựa trên hợp đồng cho trước có thể bị chệch khỏi hướng ban đầu đề ra. Lý thuyết này cho rằng, để đảm bảo được việc đầu tư đúng, thì những người sở hữu doanh nghiệp – nhất là các cổ đông – phải được biết thông tin dựa trên FRQ. Khi đó, những mâu thuẫn giữa nhà quản lý và người đại diện sẽ được thể hiện trên hợp đồng, và giảm thiểu ảnh hưởng đến quyết định đầu tư (đầu tư nhiều quá hoặc đầu tư ít quá). Căn bản của lý thuyết hợp đồng nói đến khả năng sở hữu các loại tài sản trong doanh nghiệp – tức là các cổ đông phải biết chính xác trong doanh nghiệp có những loại tài sản nào, kể cả tài sản tài chính lẫn các tài sản thông thường. Từ các loại tài sản này, doanh nghiệp mới có thể lựa chọn các dự án phù hợp với mình và tránh được thông tin bất cân xứng (Holmström, 1999).

Một trong những vấn đề khác trong lý thuyết hợp đồng được Hart & Holmström (1987) nêu ra, và Schwartz & Scott (2003) phát triển là: có những tài sản thuộc nhiều doanh nghiệp hoặc chuỗi giá trị doanh nghiệp thì thể hiện thế nào trong báo cáo tài chính? Và có những ngành đặc trưng như nhà tù hay quốc phòng không được tư nhân hóa thì nên đánh giá thế nào về báo cáo tài chính và chất lượng đầu tư? Do vậy, hoạt động đầu tư và hiệu quả đầu tư còn cần được nhìn nhận trên cả khía cạnh hợp đồng đưa ra. Tại Việt Nam, nghiên cứu sinh chưa thấy được nghiên cứu nào về vấn đề này.

Nếu tiếp cận từ phía nguồn vốn thì phải nói đến khả năng vay nợ của doanh nghiệp – dựa trên các hợp đồng vay nợ. Các điều khoản trong điều khoản vay nợ (từ ngân hàng hay từ phía cung cấp) sẽ giúp cho doanh nghiệp có được nguồn vốn rẻ hơn, thời gian dài hơn và đặc biệt là khả năng chuẩn bị tài chính tốt, từ đó dẫn đến việc gia tăng về khả năng sinh lợi (Costello & Wittenberg-Moerman, 2011). Nhưng nguyên nhân nào khiến các doanh nghiệp có thể vay được nguồn vốn tốt hơn hoặc nhận được sự tin tưởng của đối tác? Một phần xuất phát từ chất lượng báo cáo tài chính. Các báo cáo đầy đủ các thông tin sẽ giúp cho các nhà quản trị và đặc biệt là chủ sở hữu doanh nghiệp có

thể đàm phát tốt hơn với các ngân hàng hay phát hành trái phiếu với giá thấp hơn do rủi ro ít đi (Hart & cộng sự, 1997). Thậm chí, trong một số trường hợp, những minh chứng này sẽ giúp các doanh nghiệp có được lòng tin của nhà đầu tư trên thị trường để tìm kiếm các nguồn tài trợ trong tương lai, từ đó giảm được đầu tư dưới mức (Hart & Moore, 1994; Aghion & Holden, 2011). Kể cả có đầu tư quá mức, việc này cũng ít làm tổn hại đến doanh nghiệp do có khả năng trả nợ cao (thông qua việc cung cấp các thông tin dựa trên báo cáo tài chính), và vẫn có thể huy động các nguồn nợ tiếp theo trong thời gian tới (Berkovitch & Kim, 1990).

Cleary (1999) cho rằng, sở dĩ có vấn đề trên là do các nhà tài trợ vốn bên ngoài đánh giá dự án đầu tư dựa trên chất lượng và rủi ro của dự án. Điều này khiến chi phí nguồn vốn bên ngoài trở nên cao hơn chi phí nguồn vốn nội bộ, như là một khoản phí bảo hiểm bù đắp rủi ro. Lựa chọn bất lợi là một hệ quả điển hình của tình trạng thông tin bất cân xứng (Stiglitz & Weiss, 1981). Sự quan tâm của nhà đầu tư là lợi nhuận, trong khi đó trên thị trường chứng khoán, lợi nhuận trong đầu tư cổ phiếu được thể hiện bằng việc mua cổ phiếu với giá thấp, bán với giá cao hoặc lợi tức mà các cổ đông nhận được. Khi nhà đầu tư bên ngoài không thể phân biệt giữa cơ hội đầu tư hiệu quả cao và cơ hội đầu tư hiệu quả thấp, việc doanh nghiệp phát hành cổ phần ra bên ngoài để huy động vốn như là một “tín hiệu” cho các nhà đầu tư bên ngoài thấy rằng dự án đầu tư đó là không hiệu quả. Ross & cộng sự (2019) lập luận rằng, các doanh nghiệp “tốt” sẽ dựa chủ yếu vào nợ vay khi có nhu cầu gia tăng vốn và do đó, khi các doanh nghiệp phát hành trái phiếu mới, nó cung cấp cho thị trường với một tín hiệu tiêu cực mạnh mẽ về chất lượng báo cáo tài chính, điều này ảnh hưởng đến giá phát hành giảm.

Myers & Majluf (1984) lại đứng trên góc độ vốn chủ sở hữu và cho rằng, vốn cổ phần mới tài trợ đầu tư chỉ được thực khi và chỉ khi nó làm tăng giá trị cho các cổ đông hiện hữu sau khi đã tính các lợi ích cho cổ đông mới. Vì thế, có nhiều doanh nghiệp chấp nhận cắt giảm đầu tư ở một vài dự án có NPV dương nhằm đảm bảo lợi ích cho cổ đông hiện hữu, chứ không phát hành cổ phần mới để đầu tư hết cho tất cả các dự án có NPV dương.

Lý thuyết hợp đồng và trước đó là lý thuyết thông tin bất cân xứng hàm ý một trật tự ưu tiên trong sử dụng các nguồn tài trợ để hướng tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Myers (1977) chỉ ra rằng, có một trật tự phân hạng (Pecking Order) trong việc sử dụng các nguồn tài trợ, chủ yếu dựa trên thông tin bất cân xứng. Doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ trước, nhằm tránh việc cắt giảm các dự án đầu tư có NPV dương hoặc việc phát hành cổ phần mới, sau đó sẽ thực hiện chính sách cổ tức phù hợp với mục tiêu tăng cường nguồn vốn nội bộ và đồng thời giữ một tỷ lệ nợ tối đa có thể,

để tránh rơi vào tình trạng khó khăn về tài chính hoặc thiếu hụt tài chính⁴. Điều này hàm ý rằng, doanh nghiệp sẽ sử dụng hết nguồn vốn nội bộ đến mức có thể, rồi mới đến nợ phải trả ngắn hạn. Khi cần nguồn vốn bên ngoài, doanh nghiệp sẽ tiến hành phát hành chứng khoán nợ dài hạn và việc phát hành vốn cổ phần là nguồn tài trợ được xét đến sau cùng. Điều này cho thấy rằng, khi không cung cấp đủ thông tin trên báo cáo tài chính hoặc gian lận báo cáo tài chính có thể dẫn đến tình trạng chi phí vốn tăng.

Có thể giải thích một cách chi tiết cho vấn đề trên như sau. Cụ thể, các chủ nợ sẽ đối phó với nhu cầu vay vốn nhằm thực hiện các dự án đầu tư không hiệu quả của doanh nghiệp do lo ngại tình trạng đầu tư quá mức của doanh nghiệp. Lựa chọn bất lợi xảy ra đối với chủ nợ vì chủ nợ không nắm bắt được những thông tin một cách rõ ràng như doanh nghiệp đi vay, dẫn đến thiệt hại đối với cả chủ nợ và những doanh nghiệp có dự án tốt (D'Mello & Miranda, 2010; Liu & cộng sự, 2022). Các doanh nghiệp có tỷ suất sinh lời cao đủ để bù đắp lãi suất vay vốn cho những dự án có rủi ro lớn thì sẽ tìm mọi cách để đi vay, bởi lẽ họ biết rằng nếu vay từ những nguồn khác (ví dụ như tín dụng đen) thì lãi suất sẽ rất cao hoặc thậm chí không vay được. Những dự án này được kỳ vọng mang lại nhiều lợi nhuận cho phần lớn người nhận là các cổ đông công ty nhưng khi thua lỗ thì khoản thua lỗ sẽ được chuyển sang các trái chủ (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 2019). Vì vậy, các chủ nợ sẽ gia tăng lãi suất cho vay hoặc ấn định một hạn mức hoặc ra các điều kiện cho vay có điều khoản nhằm giới hạn khả năng đầu tư của cổ đông vào các dự án. Ngược lại, những doanh nghiệp với các dự án tốt, rủi ro thấp nhưng tỷ suất sinh lời không cao như kỳ vọng thì lại không vay do lãi suất quá cao, dẫn đến tình trạng đầu tư dưới mức của công ty. Nói cách khác, những phương án kinh doanh không tốt sẽ được nhà quản lý cố gắng thuyết phục là triển vọng để thu hút đầu tư và tài trợ vốn, trong khi các ý tưởng kinh doanh tốt lại không được đánh giá cao.

Như vậy, có thể thấy rằng lý thuyết hợp đồng giúp giải thích vấn đề đầu tư quá mức và dưới mức của doanh nghiệp dựa trên các hợp đồng nợ đã ký kết (các khoản nợ) hoặc việc có các tài sản ra sao. Các kết quả này đều góp phần giải thích việc tạo ra lợi nhuận của doanh nghiệp ra sao, cũng như hành vi của chủ sở hữu.

2.3.3. Lý thuyết hợp pháp

Lý thuyết hợp pháp (Legitimacy theory) cho rằng, hoạt động của tổ chức phải theo các giá trị hay các chuẩn mực xã hội mà tổ chức đó hoạt động (Wellalage & Kumar, 2021) – tức là các tổ chức phải có những chuẩn mực nhất định về báo cáo tài chính, từ

⁴ Ở đây có một nhánh lý thuyết khác về kiệt quệ tài chính. Các nội dung chính của lý thuyết này được trình bày tại Casey, C. & Bartzak, N. (1985), 'Using operating cash flow data to predict financial distress: Some extensions', *Journal of Accounting Research*, 384-401. Luận án không đi sâu vào vấn đề này.

đó đưa ra những chuẩn mực về mặt quản trị (Bansal & Clelland, 2004). Lý thuyết này – cùng với lý thuyết về trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp – trả lời cho câu hỏi rằng: việc các nhà quản trị có lập một báo cáo tài chính đủ tin cậy, và sau đó, sử dụng kế toán quản trị để đưa ra quyết định đầu tư hay không (Akhter & cộng sự, 2023; Rao & cộng sự, 2008; Sunshine & Tyler, 2003; Tyler & Fagan, 2008)?

Ý tưởng về vấn đề này được thể hiện như sau: trong khía cạnh về ESG, quản trị được đề cập nhiều hơn vì dễ thực hiện (Eliwa & cộng sự, 2021; Henisz & McGlinch, 2019). Trong quản trị, chất lượng của báo cáo tài chính là điều cần thiết để thực hiện kế toán quản trị - từ đó góp phần đưa ra quyết định đầu tư cho hội đồng quản trị và ban giám đốc của công ty. Ngoài ra, lý thuyết hợp pháp còn cho thấy, các doanh nghiệp khi niêm yết phải có trách nhiệm với cổ đông. Điều này nghĩa là phải thống nhất giữa các báo cáo tài chính (báo cáo thuế, báo cáo niêm yết, báo cáo trước hội đồng quản trị), và từ đó giúp cho các cổ đông thiểu số có được ý kiến về quyết định đầu tư (Agudelo & cộng sự, 2019; Fatima & Elbanna, 2023).

Lý thuyết hợp pháp thường được sử dụng kèm với lý thuyết các bên liên quan và lý thuyết thể chế. Các bên liên quan như cổ đông, chủ nợ (thường là ngân hàng), hội đồng quản trị sẽ nhìn vào các khía cạnh mà những người khác làm để tiến hành các hoạt động đầu tư (Clarkson, 2016; Freeman, 1999; Sakawa & Watanabel, 2020). Do vậy, ngân hàng sẽ chấp nhận báo cáo tài chính đáng tin cậy để đưa ra lãi suất cho dự án cũng như thời gian thu hồi vốn. Và tất yếu, các góc độ này sẽ liên quan đến việc có hợp pháp hay không. Nếu đối xử không công bằng với các bên liên quan, doanh nghiệp sẽ có tình trạng đầu tư vào những dự án có lợi cho một nhóm cổ đông, hoặc gây phương hại cho ngân hàng. Chính vì vậy, nhà nước sẽ đưa ra thể chế để điều chỉnh những quy định trong báo cáo tài chính (Meyer & cộng sự, 2002). Sau này, các báo cáo sẽ ảnh hưởng đến từng ngành của doanh nghiệp, và các chủ nợ cũng như cổ đông có thể nhìn thấy từng chiến lược nhất định trong đầu tư dài hạn (Nuruzzaman & cộng sự, 2020; Sakawa & Watanabel, 2020).

Lý thuyết hợp pháp được hình thành dựa trên một phần của thông tin bất cân xứng. Thông tin bất cân xứng trên thị trường chứng khoán xảy ra khi một hoặc nhiều nhà đầu tư sở hữu được thông tin riêng hoặc có nhiều thông tin công bố hơn về một công ty so với các nhà đầu tư còn lại (Healy & Palepu, 2001). Đây là hiện tượng xảy ra thường xuyên khi có giao dịch trên thị trường, tại đó các chủ thể tham gia giao dịch có ý che giấu thông tin dẫn đến việc một bên có đầy đủ thông tin, trong khi bên còn lại thiếu những thông tin cần thiết khi ra quyết định đầu tư hoặc ký kết hợp đồng. Khi nhà quản lý có nhiều thông tin hơn và hiểu rõ về cơ hội kinh doanh của công ty hơn các nhà đầu tư, họ có thể sẽ khuếch đại giá trị công ty lớn hơn so với thực tế của nó (Akerlof, 1978).

Theo Stiglitz & Weiss (1981), lựa chọn bất lợi là một hệ quả điển hình của tình trạng TTBCX. Sự quan tâm của nhà đầu tư là lợi nhuận, trong khi đó trên thị trường chứng khoán, lợi nhuận trong đầu tư cổ phiếu được thể hiện bằng việc mua cổ phiếu với giá thấp, bán với giá cao hoặc lợi tức mà các cổ đông nhận được. Những công ty niêm yết với tư cách là người bán, người cung cấp hàng hóa chứng khoán có nhiều thông tin hơn các nhà đầu tư với tư cách là người mua sẽ biết được mức giá bán hợp lý trên thị trường. Do đó, nếu không xác định cổ tức kỳ vọng cũng như giá trị thật sự của công ty niêm yết một cách chính xác, nhà đầu tư hay cổ đông tiềm năng có thể sẽ định một mức giá cổ phiếu quá cao, khi đó bất lợi hoàn toàn thuộc về nhà đầu tư. Khi các nhà quản lý hành động vì lợi ích của cổ đông hiện hữu và công ty cần huy động vốn để đầu tư vào một dự án có NPV dương, họ có thể từ chối tăng quỹ ở một mức giá cổ phiếu giảm ngay cả khi điều đó có nghĩa là loại bỏ những phương án đầu tư tốt (Myers, 1977; Myers & Majluf, 1984). Nói cách khác, những lựa chọn sai lầm do mâu thuẫn giữa cổ đông hiện hữu và cổ đông tiềm năng sẽ dẫn đến tình trạng đầu tư dưới mức của doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, sự khác biệt về lượng thông tin mà bên quản lý và bên đầu tư nắm giữ cũng như sự mâu thuẫn giữa cổ đông và trái chủ sẽ khiến thị trường vốn phải gánh chịu rất nhiều tổn thất. Theo Jensen & Meckling (2019), tình trạng TTBCX trên thị trường là do các nhà cung cấp vốn bên ngoài đánh giá dự án đầu tư dựa trên chất lượng và rủi ro của dự án. Điều này khiến chi phí nguồn vốn bên ngoài trở nên cao hơn chi phí nguồn vốn nội bộ, giống như một khoản phí bảo hiểm bù đắp rủi ro. Các nhà quản lý sẽ cố gắng phát hành vốn thời điểm để bán chứng khoán với mức giá cao và đạt được lợi nhuận vượt trội nếu họ có được thông tin tốt hơn so với các nhà đầu tư về triển vọng của công ty. Nếu họ thành công, họ có thể đầu tư quá mức từ khoản tiền kiếm được (Biddle & cộng sự, 2009; Biddle & cộng sự, 2022). Để tránh tình trạng này xảy ra, các nhà cung cấp vốn có thể hạn chế vốn hoặc tăng chi phí vốn, khiến doanh nghiệp không thể đầu tư vào các dự án có lợi nhuận và gây ra đầu tư dưới mức (Stiglitz & Weiss, 1981; Biddle & cộng sự, 2022; Gomariz & Ballesta, 2014; Minton & Schrand, 1999).

Có thể giải thích một cách chi tiết cho vấn đề trên như sau. Cụ thể, các chủ nợ sẽ đối phó với nhu cầu vay vốn nhằm thực hiện các dự án đầu tư không hiệu quả của doanh nghiệp do lo ngại tình trạng đầu tư quá mức của doanh nghiệp. Lựa chọn bất lợi xảy ra đối với chủ nợ vì chủ nợ không nắm bắt được những thông tin một cách rõ ràng như doanh nghiệp đi vay, dẫn đến thiệt hại đối với cả chủ nợ và những doanh nghiệp có dự án tốt. Các doanh nghiệp có tỷ suất sinh lời cao đủ để bù đắp lãi suất vay vốn cho những dự án có rủi ro lớn thì sẽ tìm mọi cách để đi vay, bởi lẽ họ biết rằng nếu vay từ những nguồn khác (ví dụ như tín dụng đen) thì lãi suất sẽ rất cao hoặc thậm chí không vay được. Những dự án này được kỳ vọng mang lại nhiều lợi nhuận cho phần lớn người

nhận là các cổ đông công ty nhưng khi thua lỗ thì khoản thua lỗ sẽ được chuyển sang các trái chủ (Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976; Jensen & Meckling, 2019). Vì vậy, nhằm bù trừ cho vấn đề TTBCX, các chủ nợ sẽ gia tăng lãi suất cho vay hoặc ấn định một hạn mức hoặc ra các điều kiện cho vay có điều khoản nhằm giới hạn khả năng đầu tư của cổ đông vào các dự án. Ngược lại, những doanh nghiệp với các dự án tốt, rủi ro thấp nhưng tỷ suất sinh lời không cao như kỳ vọng thì lại không vay do lãi suất quá cao, dẫn đến tình trạng đầu tư dưới mức của công ty. Nói cách khác, những phương án kinh doanh không tốt sẽ được nhà quản lý cố gắng thuyết phục là triển vọng để thu hút đầu tư và tài trợ vốn, trong khi các ý tưởng kinh doanh tốt lại không được đánh giá cao.

2.3.4. Lý thuyết thông tin bất đối xứng

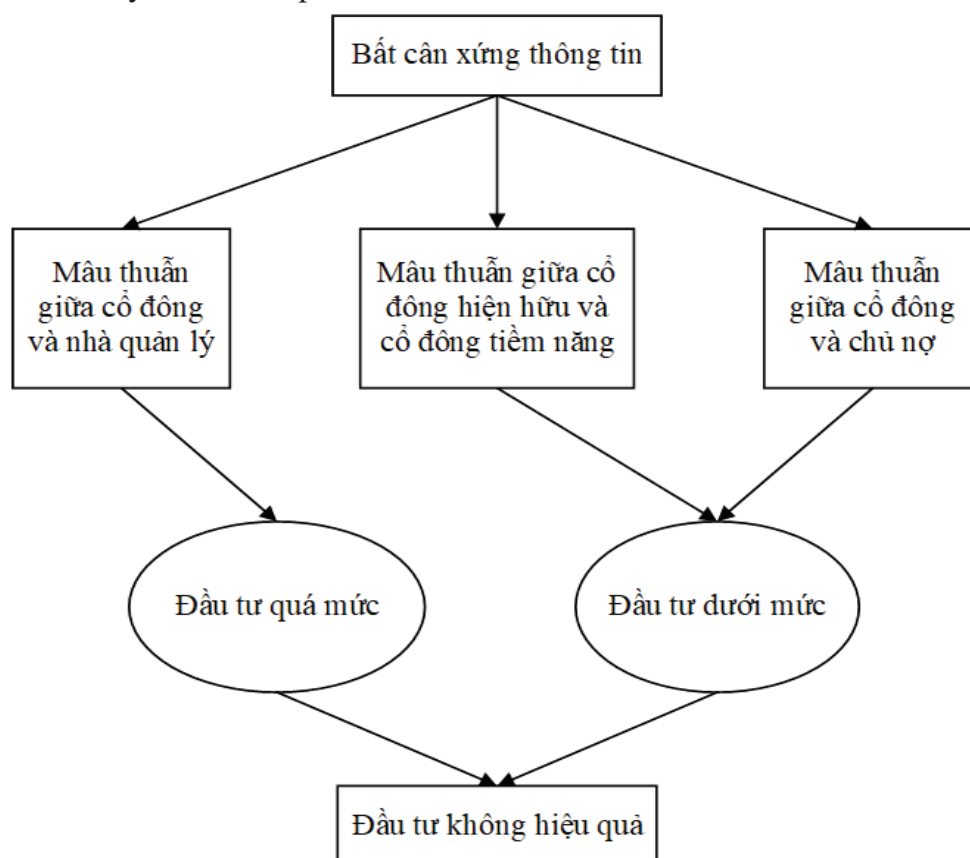
Lý thuyết về thông tin bất đối xứng được phát triển vào những năm 1970 và 1980, ba nhà kinh tế có ảnh hưởng đặc biệt trong việc phát triển và viết về lý thuyết thông tin bất đối xứng là: George Akerlof, Michael Spence và Joseph Stiglitz. Cả ba đều chia sẻ giải thưởng Nobel về kinh tế năm 2001 vì những đóng góp trước đó của họ.

Thông tin bất đối xứng xảy ra trong một giao dịch kinh tế khi một trong hai bên liên quan sẽ có nhiều thông tin hơn bên kia và sẽ có khả năng đưa ra quyết định sáng suốt hơn. Điều này đồng nghĩa bên còn lại có thể gặp phải lựa chọn bất lợi hoặc gặp rủi ro vì chịu chi phí chênh lệch thông tin. Do đó, thông tin bất đối xứng được xem là “thất bại thị trường”, trong một số trường hợp thông tin bất đối xứng có thể gây ra hậu quả gian lận dẫn đến thất bại thị trường. Hầu như tất cả các giao dịch kinh tế liên quan đến thông tin bất đối xứng, chẳng hạn trong giao dịch thương mại giữa người bán và người mua, nếu người bán hoặc người mua có nhiều thông tin hơn bên kia thì giá cả có thể cao hơn hoặc thấp hơn giá cân bằng thị trường, thông tin bất cân xứng cung cấp cho người mua hoặc người bán cơ hội để kiếm lợi nhuận tốt hơn từ việc mua hoặc bán; tương tự thông tin bất đối xứng cũng xảy ra trong các giao dịch tài chính như giữa người cho vay và người đi vay, người bán bảo hiểm và người mua bảo hiểm, người chủ sở hữu và người quản lý công ty,...

Ảnh hưởng của lý thuyết thông tin bất đối xứng đến chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư

Richardson (2000) thực hiện nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa sự bất đối xứng thông tin và sự điều chỉnh lợi nhuận được dự đoán bởi Dye (1988) và Trueman và Titman (1988). Người quản lý có thông tin cá nhân về công ty và các dòng thu nhập hiện tại và tiềm năng mà các cổ đông không có (tức là, sự bất đối xứng thông tin tồn tại giữa người quản lý và cổ đông) có thể cho phép người quản lý thao túng để điều chỉnh

lợi nhuận. Nghiên cứu của Richardson (2000) đưa ra giả thuyết rằng mức độ bất đối xứng của thông tin ảnh hưởng đến mức độ điều chỉnh lợi nhuận được thực hiện bởi các nhà quản lý doanh nghiệp. Khi thông tin bất đối xứng cao, các cổ đông không có thông tin cần thiết để kiểm soát các khoản thu nhập bị thao túng. Một cách giải thích khác là sự tồn tại của các công ty có mức độ bất đối xứng thông tin cao cho thấy các cổ đông không có đủ nguồn lực, ưu đãi hoặc khả năng truy cập vào thông tin liên quan để giám sát các hành động của người quản lý, điều này có thể làm phát sinh việc điều chỉnh lợi nhuận. Kết quả thử nghiệm trên mẫu của Richardson (2000) tìm thấy một mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa mức độ thao túng tăng thu nhập và mức độ bất đối xứng thông tin. Những phát hiện này phù hợp với bằng chứng phân tích rằng sự bất cân xứng thông tin giữa người quản lý và các cổ đông càng lớn, công ty càng có khả năng điều chỉnh các khoản tích lũy và thu nhập.



Hình 2.1. Ảnh hưởng của thông tin bất cân xứng và mâu thuẫn giữa các bên liên quan đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Guo Jun và cộng sự (2015) sử dụng dữ liệu về tỷ lệ sở hữu nước ngoài để kiểm định sự ảnh hưởng của đầu tư nước ngoài tới sự điều chỉnh lợi nhuận thực tế tại Nhật Bản. Trên cơ sở lý thuyết về thông tin bất đối xứng, hiệu quả kinh tế của các nhà đầu tư nước ngoài được cho là có thể kém hơn các nhà đầu tư trong nước do bất lợi về thông

tin của họ. Do khoảng cách xa khiến các nhà đầu tư nước ngoài gặp khó khăn trong việc giám sát bộ phận kế toán công ty và hạn chế điều chỉnh lợi nhuận thực tế, do đó một trong các giả thuyết mà Guo Jun và cộng sự (2015) đưa ra đó là giả thuyết thông tin bất cân xứng rằng các công ty có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao tham gia điều chỉnh lợi nhuận thực tế nhiều hơn các công ty có tỷ lệ sở hữu nước ngoài thấp.

Nhìn chung, các mâu thuẫn giữa cổ đông và nhà quản lý, cổ đông hiện hữu và cổ đông tiềm năng, cổ đông và chủ nợ xuất phát của tình trạng TTBCX đều dẫn đến vấn đề doanh nghiệp đầu tư không hiệu quả. Do đó, lý thuyết hợp pháp sẽ cho biết rằng thông tin trên thị trường sẽ làm cho nhà quản trị của công ty đầu tư phiêu lưu hơn hoặc quá cẩn trọng so với mức độ được thể hiện trên báo cáo tài chính. Cơ bản, vấn đề này được thể hiện trên **Hình 2.1**.

2.3.5. Lý thuyết dựa trên nguồn lực

Nội dung lý thuyết

Lý thuyết dựa trên nguồn lực (Resource based theory) là khung lý thuyết giải thích việc lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp được hình thành như thế nào và bằng cách nào để lợi thế đó được bền vững.

Các nhà khoa học đã đưa ra nhiều khái niệm về nguồn lực dưới các góc độ khác nhau. Theo Barney (1991) “nguồn lực gồm tất cả các tài sản, khả năng, quy trình tổ chức, đặc tính thông tin, hay kiến thức... mà doanh nghiệp nắm quyền kiểm soát”. Hay Grant (1991) khẳng định “nguồn lực lại là các yếu tố đầu vào của quá trình sản xuất kinh doanh”. Tương tự, Amit & Schoemaker (1993) khẳng định nguồn lực gồm các yếu tố có sẵn được sở hữu và kiểm soát bởi doanh nghiệp. Các yếu tố này có thể mang hình thái vật chất như: máy móc, nhà xưởng,...hoặc cũng có thể là các tài sản có yếu tố vô hình như: bản quyền, bằng sáng chế... hoặc cũng có thể là đội ngũ nhân lực. Khi các tài sản này được sử dụng, áp dụng các thành tựu khoa học công nghệ, hệ thống thông tin dưới sự chỉ đạo và làm việc của các cấp trong doanh nghiệp, các nguồn lực sẽ được chuyên hóa thành các sản phẩm, dịch vụ. Quan điểm của Nanda (1996) cho rằng nguồn lực là yếu tố đầu vào cố định, mang đặc tính riêng của doanh nghiệp và không tồn tại thị trường để có mua bán trao đổi những nguồn lực này.

Theo lý thuyết dựa trên nguồn lực, lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp bắt nguồn từ nguồn lực mà doanh nghiệp sở hữu Barney (1991); Grant (1991). Nguồn lực tạo ra lợi thế cạnh tranh cho doanh nghiệp sẽ gồm 4 đặc điểm sau: (VRIN) (Barney, 1991)

- Có giá trị (*valuable*): chỉ có nguồn lực tạo ra lợi thế cạnh tranh cho doanh nghiệp thì mới có giá trị. Bất kỳ nguồn lực nào không đáp ứng điều kiện này đều có thể dẫn đến bất lợi trong cạnh tranh.

- Khan hiếm (*rare*): Nguồn lực của doanh nghiệp phải là khan hiếm, có giá trị riêng và khó có thể bắt chước bởi các đối thủ cạnh tranh.

- Khó bắt chước hoặc khó sao chép (*In-imitable*): Nguồn lực phải khó có thể bị bắt chước mới đảm bảo lợi thế cạnh tranh bền vững của doanh nghiệp. Ngược lại, nếu không có đặc điểm này, các đối thủ rất dễ dàng có thể sao chép nguồn lực hoặc thực hiện các chiến lược tương tự.

- Không thể thay thế (*Non-substitutable*): đặc điểm này có nghĩa là không thể thay thế các nguồn lực bằng một nguồn khác. Như vậy, đối thủ cạnh tranh không thể đạt được kết quả tương tự doanh nghiệp bằng cách thay thế các nguồn lực này bằng nguồn lực thay thế khác

Như vậy, theo học thuyết này, doanh nghiệp sẽ đạt được thành công nếu có các nguồn lực phù hợp và có thể kết hợp các nguồn lực này hiệu quả so với các doanh nghiệp khác.

Bên cạnh tầm quan trọng của lý thuyết dựa trên nguồn lực, nhiều nhà nghiên cứu có một số dè dặt về lý thuyết này. Theo họ, lý thuyết dựa trên nguồn lực có một số điểm yếu, ví dụ, nó mới chủ yếu tập trung vào bên trong các nguồn lực (nội bộ) của doanh nghiệp (Penrose, 1959; Barney, 1991; Grant, 1991).

Vận dụng lý thuyết vào luận án

Theo quan điểm của Bontis (1998), chất lượng báo cáo tài chính là các nguồn lực bên trong doanh nghiệp. Các nguồn lực này mang rất nhiều yếu tố đặc thù của cá nhân của từng người lao động và cũng mang là đặc điểm riêng của từng từng doanh nghiệp. Quan điểm cho rằng hiệu quả đầu tư và chất lượng báo cáo tài chính của doanh nghiệp là nội hàm của việc sử dụng hiệu quả và có hiệu quả không chỉ các nguồn lực hữu hình mà còn cả các tài sản vô hình của một doanh nghiệp. Như vậy khi các doanh nghiệp sở hữu những nguồn lực có giá trị, khan hiếm, khó bắt chước và không thể thay thế được thì doanh nghiệp có thể đạt được lợi thế cạnh tranh bền vững khi thực hiện các chiến lược tạo giá trị mới và khác biệt so với đối thủ cạnh tranh.

TÓM TẮT CUỐI CHƯƠNG

Luận án chương này cũng thực hiện tổng quan các công trình nghiên cứu trước kia liên quan đến đề tài. Tổng quan được thực hiện theo từng mảng nghiên cứu ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính và đầu tư trên mức, và ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính tới đầu tư dưới mức. Qua tổng quan nghiên cứu, luận án đã đề xuất các khoảng trống nghiên cứu và là cơ sở xây dựng giả thuyết nghiên cứu.

Dựa trên mục tiêu nghiên cứu đã xác định và quy trình nghiên cứu, luận án trong chương 2 này đã xây dựng khung cơ sở lý luận về chất lượng báo cáo tài chính. Cụ thể về các báo cáo tài chính, khái niệm chất lượng báo cáo tài chính, và các cách thức đo lường chất lượng báo cáo tài chính. Thực tế cho thấy có hai hướng đo lường chính là theo các tiêu chí định tính của chuẩn mực kế toán, và theo các mô hình đánh giá thực nghiệm.

Luận án cũng đã đề xuất năm (5) lý thuyết nền tảng cho mối quan hệ giữa biến phụ thuộc (hiệu quả đầu tư) và biến độc lập (chất lượng báo cáo tài chính). Các lý thuyết này bao gồm: Lý thuyết đại diện (Agency Theory); Lý thuyết hợp đồng; Lý thuyết hợp pháp; Lý thuyết thông tin bất đối xứng; và Lý thuyết dựa trên nguồn lực (Resource based theory). Đây là cơ sở cho việc đưa ra các nhận định, đánh giá các kết quả nghiên cứu và để đề xuất giải pháp phù hợp.

CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1 Phát triển giả thuyết nghiên cứu

3.1.1. *Giả thuyết nghiên cứu*

Hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng đáng kể từ mức độ bất cân xứng thông tin (TTBCX) giữa nhà quản lý và các nhà đầu tư bên ngoài. Khi TTBCX gia tăng, các nhà quản lý có thể đưa ra những quyết định đầu tư không tối ưu vì lợi ích cá nhân, dẫn đến hiện tượng đầu tư quá mức hoặc đầu tư dưới mức, từ đó làm suy giảm hiệu quả sử dụng nguồn lực của doanh nghiệp. Trong bối cảnh đó, BCTC đóng vai trò là công cụ công bố thông tin chính thức và quan trọng nhất, phản ánh tình hình tài chính, kết quả hoạt động và dòng tiền của doanh nghiệp tới các chủ thể bên ngoài, đặc biệt là nhà đầu tư và các tổ chức cung ứng vốn (IASB, 2018).

Nhiều nghiên cứu kinh điển trong lĩnh vực kế toán và tài chính doanh nghiệp, tiêu biểu như Healy & Palepu (2001), Bushman & Smith (2001), Lambert & Cooper (2000) cho rằng chất lượng báo cáo tài chính (FRQ) có vai trò quan trọng trong việc cải thiện hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Theo các tác giả này, thông tin tài chính có chất lượng cao giúp giảm TTBCX, qua đó hỗ trợ các cổ đông giám sát hành vi của nhà quản lý hiệu quả hơn, đồng thời cung cấp cơ sở thông tin đáng tin cậy cho các quyết định đầu tư của thị trường. Khi thông tin được công bố đầy đủ, kịp thời và phản ánh trung thực bản chất kinh tế của doanh nghiệp, các quyết định phân bổ vốn sẽ có xu hướng tiệm cận mức tối ưu.

Các lập luận trên cũng phù hợp với khuôn khổ lý thuyết đại diện, theo đó FRQ được xem là một cơ chế giám sát quan trọng nhằm hạn chế xung đột lợi ích giữa chủ sở hữu và người đại diện. Cụ thể, chất lượng báo cáo tài chính cao giúp chủ sở hữu tiếp cận được nhiều thông tin hơn về hành vi và hiệu quả hoạt động của nhà quản lý, từ đó làm giảm chi phí đại diện và nâng cao hiệu quả đầu tư (Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1976; Jensen & Meckling, 2019). Bên cạnh đó, các lập luận này cũng tương đồng với lý thuyết hợp đồng và lý thuyết quyền sở hữu, trong đó nhấn mạnh vai trò của thông tin trong việc thiết kế các hợp đồng tối ưu, cũng như khả năng huy động và phân bổ nguồn lực tài chính của doanh nghiệp (Grossman & Hart, 1986; Hart & Holmström, 1987).

Đối với các quốc gia có nền kinh tế đang phát triển hoặc đang trong quá trình chuyển đổi, cấu trúc thị trường tài chính thường mang tính ngân hàng chi phối, trong đó nguồn vốn cho doanh nghiệp chủ yếu đến từ hệ thống ngân hàng thương mại (D'Mello & Miranda, 2010; Gomariz & Ballesta, 2014). Trong bối cảnh này, các ngân hàng đặc

biệt quan tâm đến mức độ minh bạch và độ tin cậy của báo cáo tài chính khi đánh giá rủi ro tín dụng. Do đó, các doanh nghiệp có FRQ cao thường có khả năng tiếp cận vốn vay với chi phí thấp hơn và điều kiện thuận lợi hơn, qua đó góp phần nâng cao hiệu quả đầu tư.

Ngoài ra, các bằng chứng thực nghiệm tại các thị trường phát triển còn cho thấy rằng việc công bố thông tin tài chính gắn với các yếu tố môi trường, xã hội và quản trị doanh nghiệp (ESG) không chỉ giúp cải thiện tính minh bạch mà còn tăng cường khả năng thu hút vốn trong dài hạn (Eliwa & cộng sự, 2021; Henisz & McGlinch, 2019). Những lập luận này củng cố thêm vai trò của FRQ như một yếu tố then chốt trong việc nâng cao hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất giả thuyết sau:

H1: Chất lượng báo cáo tài chính (FRQ) có tác động cùng chiều đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

FRQ được kỳ vọng sẽ làm giảm mức độ bất cân xứng thông tin và chi phí đại diện, qua đó làm suy yếu cả động cơ lẫn khả năng của nhà quản lý trong việc thực hiện quản trị lợi nhuận cũng như lựa chọn các dự án đầu tư sai lệch so với giá trị kinh tế thực (D'Mello & Miranda, 2010). Khi thông tin tài chính được công bố minh bạch, nhất quán và phản ánh đầy đủ dòng tiền cũng như mức độ rủi ro của các dự án đầu tư, các quyết định đầu tư của doanh nghiệp có xu hướng bám sát hơn giá trị hiện tại ròng (NPV) và tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR) kỳ vọng, từ đó cải thiện hiệu quả phân bổ vốn.

Cụ thể, trong điều kiện FRQ cao, thông tin về khả năng tạo dòng tiền trong tương lai và rủi ro liên quan đến các dự án đầu tư được phản ánh chính xác hơn trên báo cáo tài chính, giúp thị trường và các chủ thể cung ứng vốn đánh giá đúng năng lực tài chính của doanh nghiệp. Điều này góp phần làm giảm chi phí vốn thông qua việc hạ thấp mức bù rủi ro mà nhà đầu tư và các tổ chức tín dụng yêu cầu, đồng thời nâng cao hiệu quả của các cơ chế giám sát nội bộ và bên ngoài, bao gồm hội đồng quản trị (HĐQT) và các nhà đầu tư. Nhờ đó, doanh nghiệp có thể hạn chế tình trạng đầu tư dưới mức do thiếu tín hiệu thông tin hoặc do bị ràng buộc tài chính, cũng như giảm thiểu đầu tư quá mức xuất phát từ động cơ theo đuổi tăng trưởng bằng mọi giá hoặc hành vi mở rộng quy mô nhằm tối đa hóa lợi ích cá nhân của nhà quản lý. Trên cơ sở này, đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức được xem là các biến trung gian quan trọng trong mối quan hệ giữa FRQ và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Cụ thể, khi FRQ tăng lên, mức độ lệch lạc trong quyết định đầu tư (bao gồm cả đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức) sẽ giảm xuống, từ đó giúp cải thiện hiệu quả phân bổ vốn và nâng cao hiệu quả đầu tư tổng thể. Cách tiếp cận này hàm ý rằng kiểm định thực nghiệm có thể được triển khai thông qua mô hình

trung gian hai giai đoạn, trong đó FRQ được sử dụng để dự báo mức độ lệch lạc đầu tư ở giai đoạn thứ nhất, và mức độ lệch lạc đầu tư tiếp tục được sử dụng để dự báo hiệu quả đầu tư ở giai đoạn thứ hai sau khi đã kiểm soát tác động trực tiếp của FRQ. Việc xác nhận ý nghĩa thống kê của các mối quan hệ này sẽ cung cấp bằng chứng thực nghiệm về kênh truyền dẫn mà thông qua đó FRQ ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

Các kết quả thực nghiệm trước đây ủng hộ mạnh mẽ cho lập luận này. Biddle và cộng sự (2009) chỉ ra rằng chất lượng báo cáo tài chính đóng vai trò then chốt trong việc cải thiện hiệu quả đầu tư, thông qua việc giảm thiểu cả hai hiện tượng đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức, qua đó giúp doanh nghiệp lựa chọn các dự án có NPV dương và IRR phù hợp hơn với chi phí vốn. Tiếp nối các nghiên cứu này, Biddle và cộng sự (2022) cũng ghi nhận các kết quả tương tự, cho thấy khi nhà quản lý có thông tin đầy đủ và chính xác hơn về tình trạng tài sản và nguồn lực tài chính của doanh nghiệp, họ có khả năng đưa ra các quyết định đầu tư hợp lý và hiệu quả hơn.

Ngoài ra, một số nghiên cứu gần đây còn cho thấy FRQ giúp các chủ thể bên ngoài, đặc biệt là các tổ chức tín dụng và nhà đầu tư, có thêm cơ sở để quyết định việc cung cấp vốn cho doanh nghiệp (Ahmed & cộng sự, 2023; Kalash, 2019). Điều này ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng tiếp cận vốn và mức độ ràng buộc tài chính, từ đó tác động đến xu hướng đầu tư dưới mức hoặc đầu tư quá mức của doanh nghiệp. Như vậy, FRQ không chỉ ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả đầu tư mà còn gián tiếp thông qua việc điều chỉnh hành vi đầu tư của doanh nghiệp theo hướng giảm thiểu các lệch lạc trong phân bổ vốn.

Dựa trên các lập luận lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm nêu trên, nghiên cứu đề xuất các giả thuyết sau:

H2a: Doanh nghiệp có chất lượng báo cáo tài chính cao sẽ giảm thiểu vấn đề đầu tư quá mức.

H2b: Doanh nghiệp có chất lượng báo cáo tài chính cao sẽ giảm thiểu vấn đề đầu tư dưới mức.

3.1.2. Các biến nghiên cứu trong mô hình và cách thức đo lường

Ngoài biến độc lập và biến phụ thuộc được trình bày tại Chương 2, một số biến kiểm soát bao gồm:

Tài sản cố định hữu hình (Tang) phản ánh tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản, được đo lường bằng tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản của doanh nghiệp trong năm t. Tuy nhiên, mối tương quan giữa tài sản cố định hữu hình và hiệu quả đầu

tư vẫn chưa được sáng tỏ. Almeida & Campello (2007) cho rằng tỷ lệ tài sản cố định hữu hình cao sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp có xu hướng vay nợ nhiều hơn để đầu tư vào các dự án do nhận được nhiều sự tin cậy từ các chủ nợ, từ đó dẫn đến đầu tư không hiệu quả vì vậy kỳ vọng rằng tài sản cố định hữu hình có mối tương quan âm với hiệu quả đầu tư. Do đó bài nghiên cứu kỳ vọng dấu của mối tương quan này có thể là dương hoặc âm.

$$\text{Tang}_{i,t} = \frac{\text{Tài sản cố định hữu hình}_{i,t}}{\text{Tổng tài sản}_{i,t}}$$

Độ biến động dòng tiền (Std_CFO) thể hiện sự biến động trong dòng tiền hoạt động của một doanh nghiệp, được tính bằng độ lệch chuẩn của dòng tiền từ năm t-2 đến năm t trên tổng tài sản bình quân. Minton & Schrand (1999) thấy rằng các doanh nghiệp có độ biến động dòng tiền cao sẽ có xu hướng đầu tư ít hơn cũng như giảm các khoản đầu tư tiềm năng trong tương lai, từ đó dẫn đến việc đầu tư dưới mức. Chen & cộng sự (2011) kết luận doanh nghiệp có dòng tiền ổn định có xu hướng tự khai báo thu nhập thấp hoặc cao hơn trong một năm cụ thể, làm giảm chất lượng Báo cáo tài chính. Nghiên cứu này cùng với hai nghiên cứu khác của Barth & cộng sự (2008), Biddle & cộng sự (2022) đều chỉ ra độ lệch chuẩn của dòng tiền có tương quan âm đến hiệu quả đầu tư. Trong nghiên cứu này, tác giả kỳ vọng độ biến động dòng tiền sẽ có tương quan âm tới hiệu quả đầu tư.

$$\text{Std_CFO}_{i,t} = \frac{\text{Độ biến động dòng tiền hoạt động từ năm } t - 2 \text{ đến năm } t}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$$

Dòng tiền hoạt động (CFO_ATA) phản ánh tác động của dòng tiền lên hiệu quả đầu tư và được tính bằng dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh trên tổng tài sản bình quân. Theo nghiên cứu của Casey & Bartczak (1985), dòng tiền hoạt động được chọn để phân tích vì khả năng dự đoán của nó gần đây đã được nhấn mạnh trên các tài liệu kế toán và báo chí tài chính nhiều hơn bất kỳ thước đo dòng tiền nào khác. Độ nhạy cảm đầu tư—dòng tiền có liên quan tới đầu tư giới mức khi dòng tiền ở mức thấp và đầu tư vượt mức khi dòng tiền ở mức cao. Điều này có nghĩa là những công ty có sự nhạy cảm với sự thay đổi của dòng tiền sẽ phải đối mặt với sự hạn chế tài chính khi dòng tiền thấp, và ngược lại, dòng tiền cao và ổn định thì độ nhạy cảm của dòng tiền đầu tư giảm. Công ty có dòng tiền nội bộ dồi dào có thể hạn chế việc huy động vốn từ bên ngoài để tài trợ cho các dự án đầu tư, từ đó giảm tình trạng đầu tư dưới mức do thiếu vốn. Vì vậy, biến CFO_ATA được kỳ vọng sẽ có mối quan hệ dương đối với hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

$$CFO_ATA_{i,t} = \frac{\text{Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$$

Tuổi doanh nghiệp (LnAge) là số năm hoạt động của doanh nghiệp. Để giảm sự biến động, độ tuổi của doanh nghiệp được đo lường bằng logarit tự nhiên của hiệu số giữa năm t và năm thành lập. Thời gian hoạt động của doanh nghiệp càng dài dẫn đến TTBCX càng thấp (Berger & Udell, 1995) và vì vậy FRQ cũng tăng lên. Ngược lại với công ty mới gia nhập ngành với thời gian hoạt động ngắn thì nhà đầu tư ít có khả năng nắm bắt được thông tin hơn so với nội bộ công ty, từ đó tình trạng TTBCX sẽ tăng lên, dẫn đến giảm hiệu quả đầu tư. Trong hầu hết các bài nghiên cứu trước, các tác giả cũng đã nhận định rằng các kinh nghiệm hoạt động, kinh doanh và đầu tư tỉ lệ thuận với số năm thành lập của doanh nghiệp dẫn đến doanh nghiệp lâu năm đầu tư thường có hiệu quả hơn (Biddle & cộng sự, 2009; Biddle & cộng sự, 2022; Richardson, 2006; Shahzad & cộng sự, 2019a). Vì vậy, bài nghiên cứu này NCS kỳ vọng độ tuổi của doanh nghiệp có tương quan dương với hiệu quả đầu tư.

$$\ln Age_{i,t} = \ln(\text{Số năm hoạt động})$$

Tổng kết lại, các biến trong mô hình được tóm tắt trong bảng 3.1 như sau

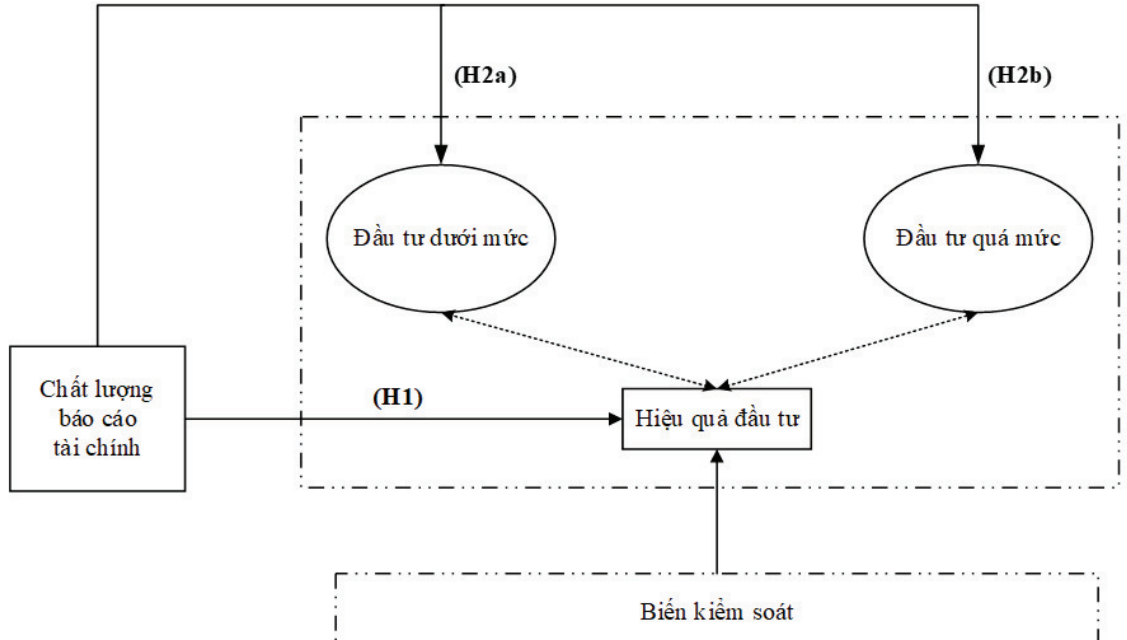
Bảng 3.1. Mô tả các biến sử dụng trong mô hình

Tên biến	Ký hiệu	Cách tính	Dấu kỳ vọng
Biến phụ thuộc			
Hiệu quả đầu tư	Invseff	Hồi quy dữ liệu bảng, lấy phần dư: $Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SaleGrowth_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	
Biến độc lập			
Chất chất lượng báo cáo tài chính (cách tính 1)	FRQ_MNST	Hồi quy dữ liệu bảng, lấy phần dư: $\Delta AR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sale_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	+
Chất chất lượng báo cáo tài chính (cách tính 2)	FRQ_KASZ	Hồi quy dữ liệu bảng, lấy phần dư: $TA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sale_{i,t} + \beta_2 PPE_{i,t} + \beta_3 \Delta CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	+
Chất chất lượng báo cáo tài chính (cách tính 3)	FRQ_DD	Hồi quy dữ liệu bảng, lấy phần dư: $WCA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$	+
Biến kiểm soát			
Tuổi doanh nghiệp	LnAge	Logarit tự nhiên của hiệu số giữa năm t và năm thành lập	+
Tài sản cố định hữu hình	Tang	Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản của doanh nghiệp trong năm t.	+/-

Tên biến	Ký hiệu	Cách tính	Dấu kỳ vọng
Độ biến động dòng tiền	Std_CFO	Độ lệch chuẩn của dòng tiền từ năm t-2 đến năm t trên tổng tài sản bình quân.	-
Dòng tiền hoạt động	CFO_ATA	$CFO_{ATA_{i,t}} = \frac{\text{Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$	+

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Mô hình nghiên cứu của luận án được khái quát tại Hình 3.1 dưới đây.



Hình 3.1. Mô hình nghiên cứu

Nguồn: Phát triển của tác giả

Xuất phát từ lý thuyết đầu tư động, nghiên cứu cho rằng hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp không phải là một hiện tượng tĩnh, mà có tính kế thừa và điều chỉnh theo thời gian. Các quyết định đầu tư trong hiện tại chịu ảnh hưởng đáng kể từ những quyết định đầu tư trong quá khứ do sự tồn tại của chi phí điều chỉnh, tính không hoàn hảo của thị trường vốn, cũng như quán tính trong hành vi quản trị (Lucas, 1967; Bond & Meghir, 1994). Do đó, việc mô hình hóa hiệu quả đầu tư cần phản ánh được động học nội tại của quá trình ra quyết định đầu tư, thông qua việc đưa biến phụ thuộc trễ vào mô hình.

Trên cơ sở đó, mô hình nghiên cứu được xây dựng dưới dạng mô hình dữ liệu bảng động như sau:

$$Inveff_{it} = \alpha Inveff_{i,t-1} + \beta FRQ_{it} + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

$Inveff_{it}$: hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp i tại thời điểm t ;

$Inveff_{i,t-1}$: giá trị trễ bậc 1 của hiệu quả đầu tư;

FRQ_{it} : chất lượng báo cáo tài chính của doanh nghiệp;

X_{it} : vector các biến kiểm soát;

ε_{it} : sai số ngẫu nhiên.

Việc sử dụng mô hình bảng động là cần thiết vì các phương pháp ước lượng truyền thống như Pooled OLS (POLS), mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) không còn phù hợp.

Thứ nhất, sự xuất hiện của biến phụ thuộc trễ $Inveff_{i,t-1}$ khiến các ước lượng POLS, FEM và REM trở nên chệch và không vững. Trong mô hình bảng với số chu kỳ thời gian khá nhỏ, biến phụ thuộc trễ luôn tương quan với sai số thông qua hiệu ứng cá thể không quan sát được. Nickell (1981) chỉ ra rằng trong mô hình bảng động với T nhỏ, ngay cả khi sử dụng FEM để loại bỏ hiệu ứng cá thể, biến phụ thuộc trễ vẫn tương quan với sai số sau biến đổi, dẫn đến hiện tượng Nickell bias. Thiên lệch này không biến mất khi số lượng doanh nghiệp tăng lớn và chỉ suy giảm khi T tiến tới vô hạn, điều không phù hợp với cấu trúc dữ liệu của nghiên cứu.

Thứ hai, tồn tại vấn đề nội sinh trong mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư. Trên thực tế, không chỉ chất lượng báo cáo tài chính ảnh hưởng đến quyết định đầu tư thông qua việc giảm bất cân xứng thông tin và chi phí vốn, mà các doanh nghiệp có hiệu quả đầu tư cao hơn cũng có động cơ cải thiện chất lượng báo cáo tài chính nhằm nâng cao uy tín, thu hút nhà đầu tư và mở rộng khả năng tiếp cận nguồn vốn. Mối quan hệ hai chiều này khiến FRQ_{it} và một số biến kiểm soát trong X_{it} trở thành biến nội sinh hoặc xác định trước, vi phạm giả định ngoại sinh chặt của OLS, FEM và REM. Khi giả định này bị vi phạm, các ước lượng truyền thống không chỉ chệch mà còn không vững, làm sai lệch các suy luận thống kê (Wooldridge, 2010).

Thứ ba, dữ liệu nghiên cứu có đặc trưng N lớn, T nhỏ (558 doanh nghiệp trong giai đoạn 10 năm), là cấu trúc điển hình của dữ liệu bảng ở cấp độ doanh nghiệp. Trong bối cảnh này, các phương pháp ước lượng truyền thống dựa chủ yếu vào biến động theo thời gian dài không phát huy hiệu quả, đồng thời các vấn đề kinh tế lượng như nội sinh, tự tương quan động và dị biệt cá thể không quan sát được trở nên nghiêm trọng hơn. Arellano và Bond (1991) chỉ ra rằng khi số chu kỳ thời gian quan sát hạn chế, các ước lượng OLS, FEM hay REM trong mô hình động thường bị chệch và không nhất quán, trong khi các phương pháp bảng động dựa trên công cụ nội tại là lựa chọn phù hợp hơn để đảm bảo tính tin cậy của kết quả ước lượng.

Để khắc phục đồng thời các hạn chế nêu trên, nghiên cứu sử dụng phương pháp GMM cho dữ liệu bảng động theo Arellano và Bond (1991). Phương pháp này cho phép: (i) loại bỏ hiệu ứng cá thể không quan sát được thông qua phép biến đổi sai phân, (ii) xử lý vấn đề nội sinh bằng cách sử dụng các giá trị trễ của biến nội sinh và biến xác định trước làm công cụ hợp lệ, và (iii) đảm bảo tính nhất quán của ước lượng trong bối cảnh

dữ liệu bảng có số đơn vị quan sát lớn nhưng số đơn vị thời gian hạn chế. Nhờ đó, GMM động đặc biệt phù hợp để phân tích hành vi đầu tư và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp trong các nghiên cứu thực nghiệm sử dụng dữ liệu bảng doanh nghiệp.

Cụ thể, phương trình gốc được lấy sai phân bậc nhất nhằm loại bỏ hiệu ứng cá thể:

$$\Delta Inveff_{it} = \alpha \Delta Inveff_{i,t-1} + \beta \Delta FRQ_{it} + \gamma \Delta X_{it} + \Delta \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

$$\Delta Inveff_{it} = Inveff_{it} - Inveff_{i,t-1}$$

Tuy nhiên, biến $\Delta Inveff_{i,t-1}$ vẫn tương quan với $\Delta \varepsilon_{it}$, do đó cần sử dụng các giá trị trễ từ bậc 2 trở lên làm công cụ: $\Delta Inveff_{i,t-2}$, $\Delta Inveff_{i,t-3}, \dots$

Tương tự, nếu FRQ_{it} và 1 số biến trong X_{it} được giả định là nội sinh hoặc xác định trước thì các giá trị trễ của chúng cũng được sử dụng làm công cụ.

Mặc dù Difference GMM (DGMM) có ưu điểm trong việc xử lý nội sinh và loại bỏ hiệu ứng cá thể, phương pháp này có thể gặp phải vấn đề công cụ yếu, đặc biệt khi biến phụ thuộc có tính bền cao hoặc khi phương sai giữa các cá thể lớn (Blundell & Bond, 1998). Trong những trường hợp này, các biến trễ ở dạng mức có thể cung cấp rất ít thông tin cho phương trình sai phân, làm giảm hiệu quả ước lượng.

Để giải quyết vấn đề này, Blundell & Bond (1998) đề xuất System GMM (SGMM), kết hợp đồng thời hai hệ phương trình: phương trình sai phân và phương trình mức. Trong SGMM, các biến trễ ở dạng mức được sử dụng làm công cụ cho phương trình sai phân, trong khi các biến sai phân trễ được sử dụng làm công cụ cho phương trình mức:

(i) Phương trình sai phân:

$$\Delta Inveff_{it} = \alpha \Delta Inveff_{i,t-1} + \beta \Delta FRQ_{it} + \gamma \Delta X_{it} + \Delta \varepsilon_{it}$$

(ii) Phương trình mức:

$$Inveff_{it} = \alpha Inveff_{i,t-1} + \beta FRQ_{it} + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Giả định bổ sung cốt lõi của SGMM là các sai phân trễ của biến nội sinh không tương quan với hiệu ứng cá thể không quan sát được, tức là:

$$E(\Delta Investment_{i,t-1} \cdot \mu_i) = 0$$

Giả định này cho phép mở rộng và tăng cường bộ công cụ, từ đó cải thiện đáng kể tính hiệu quả, độ chính xác và độ ổn định của ước lượng so với DGMM, đặc biệt trong các mô hình có động học mạnh và dữ liệu N lớn T nhỏ của nghiên cứu này.

3.2. Dữ liệu và phương pháp xử lý dữ liệu

3.2.1. Dữ liệu nghiên cứu

Như đã mô tả trong mô hình nghiên cứu (Hình 3.2) và Bảng tóm tắt các biến nghiên cứu (Bảng 3.1), dữ liệu để xác định các biến đều là dữ liệu định lượng- là các chỉ tiêu tài chính trên báo cáo tài chính của các doanh nghiệp. Các báo cáo tài chính năm đều đã được kiểm toán và công khai trên website của công ty hoặc trên thị trường chứng khoán nên đảm bảo độ tin cậy.

Về doanh nghiệp được chọn vào mẫu nghiên cứu, Luận án sử dụng mẫu dữ liệu với các điều kiện chọn mẫu như sau:

Bảng 3.2. Các doanh nghiệp được thu thập phân theo ngành

Tên ngành	Số doanh nghiệp
Bán lẻ	18
Công nghiệp nặng	24
Điện tử & Thiết bị điện	11
Du lịch & Giải trí	33
Dược phẩm	35
Hàng cá nhân	44
Hàng công nghiệp	17
Hàng gia dụng	6
Hàng hóa giải trí	2
Khai khoáng	31
Lâm nghiệp và Giấy	12
Nước & Khí đốt	61
Ô tô và phụ tùng	12
Phần mềm & Dịch vụ Máy tính	8
Phân phối thực phẩm & dược phẩm	3
Sản xuất & Phân phối Điện	37
Sản xuất Dầu khí	3

Tên ngành	Số doanh nghiệp
Sản xuất thực phẩm	68
Thiết bị và Dịch vụ Y tế	6
Thiết bị và Phần cứng	10
Thiết bị, Dịch vụ và Phân phối Dầu khí	7
Thuốc lá	4
Truyền thông	16
Tư vấn & Hỗ trợ Kinh doanh	29
Vận tải	84
Viễn thông cố định	4
Viễn thông di động	2
Tổng	558

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Các công ty được chọn là các công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, bao gồm Sở Giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX).

Tác giả áp dụng hệ thống phân nhóm ngành ICB⁵ phiên bản có hiệu lực từ năm 2019 với 11 nhóm ngành (Industries), 20 phân ngành lớn (Super sectors), 45 phân ngành chính (Sectors), 171 phân ngành phụ (Subsectors). Nghiên cứu áp dụng ICB phân cấp 2 gồm 20 phân ngành lớn (Supersectors). Tuy nhiên, nhóm ngành viễn thông đã bị loại ra do không đủ số liệu quan sát và các phân ngành lớn trong nhóm ngành Tài chính gồm: Ngân hàng, bảo hiểm, dịch vụ tài chính, đầu tư chứng khoán/ phi chứng khoán cũng bị loại bởi theo Rego (2003) thì nhóm các công ty này khác biệt đáng kể khi áp dụng các chính sách kế toán và nguồn gốc của các ước tính kế toán, cùng với những ràng buộc pháp lý khác nhau mà các doanh nghiệp này phải đáp ứng.

Ngoài ra, dữ liệu về các doanh nghiệp theo ngành được thu thập dựa trên các quy định về phân loại các nhóm ngành ở Việt Nam. Cụ thể, các doanh nghiệp nước ta được phân định, sắp xếp vào các ngành theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ ban hành

⁵ Các công ty được phân loại theo hệ thống phân nhóm ngành chuẩn ICB (Industry Classification Benchmark). ICB là hệ thống phân ngành được phát triển bởi Dow Jones và FTSE và đưa vào áp dụng từ năm 2006.

vào ngày 06/07/2018 số 27/2018/QĐ-TTg. Dựa trên các tiêu chí sắp xếp về “ngành kinh tế”, hệ thống ngành kinh tế của Việt Nam được chia làm 5 cấp, trong đó có 21 ngành cấp 1; 88 ngành cấp 2; 242 ngành cấp 3; 486 ngành cấp 4 và 734 ngành cấp 5. Các ngành được thu thập là ngành cấp 2, được mã hóa bằng hai số 10 theo ngành cấp 1 là ngành công nghiệp chế biến, chế tạo. Ngành thực phẩm được chia thành 8 ngành cấp 3; 16 ngành cấp 4 và 26 ngành cấp 5.

Từ hướng thu thập dữ liệu trên, nghiên cứu chọn ra được 558 công ty trong giai đoạn nghiên cứu. Dữ liệu tài chính được tác giả sử dụng để tính toán được thu thập từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán được công bố công khai và từ cơ sở dữ liệu của FiinPro-X (sản phẩm công nghệ tài chính của tập đoàn FiinGroup). Thời gian được lựa chọn nghiên cứu là giai đoạn 2014 đến 2024. Khoảng thời gian được chọn đảm bảo tương đối đủ dài cho việc xác định quan sát trong đề tài.

Thứ hai, năm 2014 được đánh giá là năm phục hồi của các doanh nghiệp trên thị trường (Trần Thị Thùy Linh & Mai Hoàng Hạnh, 2015; Hoàng Thị Phương Anh & cộng sự, 2017b; Tổng cục Thống kê, 2020a; Tổng cục Thống kê, 2020b). Điều này có được là do những tác động của chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa được thực hiện từ năm 2009 (gói kích cầu 1 tỷ đồng), và sau đó là những nỗ lực trong ổn định hệ thống ngân hàng (Trần Thọ Đạt, 2018). Ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế toàn cầu làm cho một lượng lớn doanh nghiệp Việt Nam không tồn tại được, đồng thời nợ xấu vào giai đoạn trước 2013 đã làm sụp đổ nhiều doanh nghiệp. Từ 2014 trở đi, các doanh nghiệp trở lại hoạt động như bình thường. Đây cũng là lý do làm cho tác giả lựa chọn năm bản lề là năm 2014.

3.2.2. Phương pháp xử lý dữ liệu

Hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp được hội quy theo chất lượng báo cáo tài chính (FRQ) và tập hợp các biến kiểm soát trong cùng năm t . Ngoài FRQ, các biến kiểm soát trong mô hình bao gồm những nhân tố đã được chứng minh có ảnh hưởng đáng kể đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp.

Cụ thể, biến “cfoata” (dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên tổng tài sản) được sử dụng để đo lường khả năng tự tài trợ cho đầu tư; biến này được kỳ vọng có ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư do dòng tiền dồi dào có thể dẫn đến cả đầu tư hiệu quả lẫn hiện tượng đầu tư quá mức. Biến “tang” (tỷ trọng tài sản cố định hữu hình) phản ánh cấu trúc tài sản của doanh nghiệp, có thể ảnh hưởng đến khả năng điều chỉnh đầu tư và tính linh hoạt trong sử dụng vốn. Ngoài ra, biến “stdcfo” (độ biến động dòng tiền) được đưa vào nhằm kiểm soát mức độ không chắc chắn trong hoạt động kinh doanh, yếu tố có thể tác

động đến quyết định và hiệu quả đầu tư. Cuối cùng, biến “Inage” (tuổi doanh nghiệp) được sử dụng để phản ánh đặc điểm vòng đời doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có thời gian hoạt động dài hơn thường tích lũy được nhiều kinh nghiệm quản lý và uy tín thị trường, từ đó có thể đưa ra các quyết định đầu tư hiệu quả hơn so với các doanh nghiệp mới thành lập.

Tương tự các nghiên cứu trước, để đánh giá toàn diện vai trò của chất lượng thông tin tài chính, nghiên cứu tiến hành hồi quy riêng biệt cho hai nhóm doanh nghiệp đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức, nhằm kiểm định liệu FRQ cao có góp phần hạn chế đồng thời cả hai hiện tượng này hay không.

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ cơ sở dữ liệu FiinPro và lưu trữ dưới dạng bảng tính Excel (phiên bản 2016). Phần mềm Stata 17 được sử dụng để xử lý và phân tích dữ liệu.

Trong các nghiên cứu thực nghiệm sử dụng dữ liệu bảng theo thời gian, hiện tượng thiếu dữ liệu là vấn đề phổ biến, đặc biệt đối với dữ liệu tài chính của doanh nghiệp. Theo Wooldridge (2010), việc loại bỏ hoàn toàn các quan sát bị thiếu có thể dẫn đến giảm đáng kể kích thước mẫu, làm mất cân bằng dữ liệu bảng và gây sai lệch trong ước lượng, nhất là đối với các mô hình bảng động. Do đó, các phương pháp hoàn thiện chuỗi dữ liệu, trong đó nội suy và ngoại suy tuyến tính, thường được sử dụng như một bước tiền xử lý dữ liệu hợp lý và được chấp nhận rộng rãi trong kinh tế lượng ứng dụng.

Nội suy tuyến tính dựa trên giả định rằng trong một khoảng thời gian ngắn, biến kinh tế biến động theo xu hướng gần tuyến tính. Khi khoảng cách giữa các thời điểm quan sát là nhỏ và không xuất hiện cú sốc cấu trúc lớn, nội suy tuyến tính cho phép ước lượng hợp lý các giá trị chưa quan sát mà không làm méo mó xu hướng chuỗi thời gian (Chatfield & Xing, 2019).

Giả sử biến nghiên cứu y_{it} của đơn vị i tại thời điểm t bị thiếu, trong khi các giá trị tại hai thời điểm lân cận t_1 và t_2 ($t_1 < t < t_2$) được quan sát đầy đủ. Khi đó, giá trị nội suy của y_{it} được xác định theo công thức:

$$\widehat{y}_{it} = y_{it_1} + \frac{y_{it_2} - y_{it_1}}{t_2 - t_1} \times (t - t_1)$$

Trong đó:

y_{it_1} và y_{it_2} lần lượt là giá trị quan sát của biến tại hai thời điểm trước và sau;

\widehat{y}_{it} là giá trị nội suy tại thời điểm bị thiếu;

Phương pháp này đặc biệt phù hợp khi (Enders, 2008):

- (i) Khoảng cách giữa t_1 và t_2 là ngắn;
- (ii) Biến nghiên cứu không chịu ảnh hưởng của cú sốc đột ngột trong giai đoạn nội suy;
- (iii) Mục tiêu chính là bảo toàn cấu trúc chuỗi thời gian thay vì dự báo dài hạn.

Ngoại suy tuyến tính (linear extrapolation) được sử dụng khi dữ liệu bị thiếu ở đầu hoặc cuối chuỗi thời gian. Ngoại suy tuyến tính dựa trên việc kéo dài xu hướng quan sát được từ các thời điểm gần nhất, song chỉ nên áp dụng trong phạm vi ngắn để hạn chế sai lệch do giả định tuyến tính không còn phù hợp trong dài hạn (Gujarati & Porter, 2003).

Giả sử cần ước lượng giá trị y_{it} tại thời điểm $t > T$ (ngoại suy về phía sau chuỗi), công thức ngoại suy tuyến tính được xác định như sau:

$$\widehat{y}_{it} = y_{iT} + (t - T) \times \frac{y_{iT} - y_{i(T-1)}}{T - (T - 1)}$$

Trong đó:

y_{iT} : giá trị quan sát tại thời điểm cuối cùng;

$y_{i(T-1)}$: giá trị quan sát ngay trước đó;

$\frac{y_{iT} - y_{i(T-1)}}{T - (T - 1)}$: xu hướng biến động gần nhất của chuỗi;

$(t - T)$: số bước thời gian cần ngoại suy.

Phương pháp này giải định rằng xu hướng gần nhất của chuỗi tiếp tục duy trì trong ngắn hạn.

Tương tự, đối với ngoại suy về phía đầu chuỗi ($t < 1$), xu hướng được xác định từ các quan sát sớm nhất có sẵn. Giả sử hai quan sát sớm nhất là y_{i1} và y_{i2} , khi đó:

$$\widehat{y}_{it} = y_{it_1} + (1 - t) \times \frac{y_{i2} - y_{i1}}{2 - 1}$$

Trong đó:

y_{i1} : giá trị tại thời điểm quan sát đầu tiên;

y_{i2} : giá trị tại thời điểm ngay sau đó;

$\frac{y_{i2} - y_{i1}}{2 - 1}$: xu hướng ban đầu của chuỗi;

$(1 - t)$: số bước thời gian lùi về trước.

Bên cạnh đó, trong bối cảnh nghiên cứu sử dụng mô hình bảng động ước lượng bằng GMM, việc duy trì chuỗi thời gian liên tục cho từng doanh nghiệp là đặc biệt quan

trọng, do phương pháp GMM yêu cầu sử dụng các giá trị trễ của biến nội sinh làm công cụ. Việc loại bỏ các quan sát bị thiếu có thể làm phát sinh các khoảng trống trong dữ liệu, từ đó làm giảm số lượng công cụ hợp lệ và ảnh hưởng đến hiệu quả ước lượng.

Các bước nội suy và ngoại suy được thực hiện thông qua các lệnh tích hợp sẵn trong phần mềm Stata 17, bảo đảm tính nhất quán, khả năng tái lập và hạn chế sai sót trong quá trình xử lý dữ liệu. Các thuật toán này đã được chuẩn hóa và tích hợp trong phần mềm thống kê chuyên dụng. Kết quả như sau:

Bảng 3.3. Kết quả điền các giá trị thiếu trong dữ liệu

Biến	Số lượng quan sát thiếu	Số lượng quan sát hợp lệ
investment	42	5,538
sgt	47	5,533
deltaar	42	5,538
ta	42	5,538
ppe	42	5,538
cfotplus1	558	5,022
lnage	3	5,577

(Nguồn: trích xuất từ STATA 17)

3.3. Kết quả xác định phần dư

3.3.1. Kết quả của phần dư của biến độc lập

3.3.1.1. Phương pháp xác định phần dư

Trong kinh tế lượng, nội sinh (endogeneity) là một trong những vấn đề nghiêm trọng nhất ảnh hưởng đến độ tin cậy của kết quả ước lượng. Nội sinh xảy ra khi ít nhất một biến giải thích có tương quan với sai số ngẫu nhiên của mô hình, tức là:

$$E(X_{it}\varepsilon_{it}) \neq 0$$

Khi điều kiện này bị vi phạm, các ước lượng thu được từ những phương pháp truyền thống như mô hình hồi quy gộp (Pooled Ordinary Least Squares - POLS), mô hình tác động cố định (Fixed Effects – FE) hay mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effects – RE) sẽ trở nên chệch (biased) và không vững (inconsistent), ngay cả khi kích thước mẫu tiến tới vô hạn (Wooldridge, 2010; Greene, 2018).

Theo Wooldridge, giả định nền tảng để OLS, FE và RE cho kết quả nhất quán là giả định ngoại sinh nghiêm ngặt (strict exogeneity), được biểu diễn dưới dạng:

$$E(\varepsilon_{it} | X_{i1}, X_{i2}, \dots, X_{iT}) = 0$$

Tuy nhiên, trong thực tế nghiên cứu kinh tế và tài chính, giả định này thường không được thỏa mãn, đặc biệt trong các mô hình bảng động hoặc các mô hình nghiên cứu hành vi doanh nghiệp. Nội sinh có thể phát sinh từ nhiều nguồn gốc khác nhau, trong đó phổ biến nhất bao gồm nhân quả ngược, tính đồng thời, thiếu biến quan trọng, sai số đo lường và cấu trúc động của mô hình.

(1) Nhân quả ngược và tính đồng thời (Reverse causality & simultaneity)

Một nguyên nhân phổ biến gây nội sinh là nhân quả ngược, khi biến giải thích không chỉ ảnh hưởng đến biến phụ thuộc mà bản thân biến phụ thuộc cũng tác động trở lại biến giải thích. Trong trường hợp này, mối quan hệ giữa các biến là hai chiều, dẫn đến sự tương quan giữa biến giải thích và sai số.

Theo Greene, khi tồn tại tính đồng thời (simultaneity) trong quá trình xác định các biến, việc ước lượng bằng OLS sẽ khiến hệ số hồi quy hấp thụ một phần tác động của sai số, từ đó tạo ra độ chệch có hệ thống.

Ví dụ, trong các nghiên cứu về đầu tư doanh nghiệp, hiệu quả đầu tư có thể chịu ảnh hưởng từ FRQ, nhưng đồng thời các doanh nghiệp có hiệu quả đầu tư tốt cũng có động cơ cải thiện chất lượng báo cáo tài chính. Khi đó, FRQ không còn là biến ngoại sinh thuần túy, mà trở thành biến nội sinh.

(2) Thiếu biến quan trọng (Omitted variable bias)

Nội sinh cũng phát sinh khi mô hình bỏ sót các biến quan trọng có ảnh hưởng đến biến phụ thuộc và đồng thời có tương quan với biến giải thích. Phần ảnh hưởng của biến bị bỏ sót sẽ bị hấp thụ vào sai số, khiến sai số tương quan với biến giải thích.

Theo Wooldridge (2010), nếu một biến bị bỏ sót vừa ảnh hưởng đến Y_{it} vừa có tương quan với X_{it} , thì:

$$\text{Cov}(X_{it}, \varepsilon_{it}) \neq 0$$

Trong dữ liệu bảng, mô hình FE có thể kiểm soát được các yếu tố không quan sát bất biến theo thời gian, tuy nhiên không thể xử lý được các biến không quan sát thay đổi theo thời gian, chẳng hạn như thay đổi trong chiến lược quản trị, kỳ vọng của nhà quản lý hay mức độ bất định kinh tế vĩ mô (Baltagi, 2008).

(3) Sai số đo lường (Measurement error)

Một nguồn gốc khác của nội sinh là sai số đo lường trong biến giải thích. Khi biến giải thích được đo lường không chính xác, phần sai lệch đo lường sẽ trở thành một phần của sai số mô hình và có tương quan với biến quan sát được.

Theo Wooldridge (2010), sai số đo lường trong biến giải thích dẫn đến độ chệch suy giảm (attenuation bias) trong OLS, khiến hệ số ước lượng bị kéo về 0. Trong bối cảnh dữ liệu doanh nghiệp, các biến như đầu tư, chi phí vốn hay chất lượng thông tin kế toán thường khó đo lường chính xác, do đó nguy cơ nội sinh càng trở nên nghiêm trọng.

Từ các phân tích trên có thể thấy rằng, khi mô hình nghiên cứu tiềm ẩn nguy cơ nội sinh do nhiều nguyên nhân khác nhau, việc sử dụng các phương pháp truyền thống như POLS, FE hay RE sẽ không đảm bảo tính vững của các ước lượng. Do đó, các nghiên cứu thực nghiệm hiện đại thường chuyển sang sử dụng các phương pháp ước lượng dựa trên điều kiện moment, trong đó các biến trễ của chính biến nội sinh được sử dụng làm biến công cụ hợp lệ (Arellano & Bover, 1995; Blundell & Bond, 1998).

Xuất phát từ tính đa dạng và phức tạp trong nguồn gốc của nội sinh, các phương pháp ước lượng dựa trên biến công cụ được xem là phù hợp hơn so với các phương pháp truyền thống. Trong đó, các mô hình GMM động cho dữ liệu bảng như Difference GMM và System GMM, cho phép xử lý đồng thời ba vấn đề cốt lõi:

- (i) nội sinh của các biến giải thích,
- (ii) hiệu ứng cá thể không quan sát được,
- (iii) mối quan hệ động thông qua các giá trị trễ của biến phụ thuộc.

Nhờ sử dụng các giá trị trễ của chính biến nội sinh làm biến công cụ hợp lệ, các phương pháp này đảm bảo tính nhất quán của ước lượng và nâng cao độ tin cậy của các kết luận thực nghiệm (Arellano & Bover, 1995; Blundell & Bond, 1998).

Bên cạnh cơ sở lý thuyết kinh tế và phương pháp ước lượng chính thức, nghiên cứu này còn sử dụng kiểm định nhân quả Granger như một công cụ thực nghiệm hỗ trợ nhằm đánh giá khả năng tồn tại mối quan hệ nhân quả theo thời gian giữa các biến trong mô hình. Kiểm định Granger cho phép xác định liệu các giá trị trễ của biến giải thích có giúp cải thiện khả năng dự báo biến phụ thuộc hay không và ngược lại, từ đó cung cấp bằng chứng về khả năng tồn tại cơ chế phản hồi động giữa các biến (Granger, 1969).

Tuy nhiên, nhân quả Granger không đồng nhất với nhân quả kinh tế theo nghĩa cấu trúc. Kiểm định này chỉ phản ánh mối quan hệ dẫn dắt theo thời gian (predictive causality), chứ không đủ để khẳng định mối quan hệ nhân quả thực sự nếu tồn tại các yếu tố không quan sát được hoặc các kênh truyền dẫn gián tiếp (Hamilton, 1994). Do đó, trong nghiên cứu này, kiểm định Granger được sử dụng nhằm củng cố lập luận về

khả năng tồn tại nội sinh và động học giữa các biến, trong khi các mô hình GMM động vẫn đóng vai trò là phương pháp ước lượng trung tâm nhằm xử lý nội sinh và đảm bảo độ tin cậy của kết quả thực nghiệm.

3.3.1.2. *Kết quả phân dư theo phương pháp thứ nhất (FRQ_MNST)*

a. *Kiểm định nội sinh*

Trong mô hình đo lường chất lượng báo cáo tài chính theo McNichols & Stubben (2008), doanh thu được xem là biến đại diện quan trọng phản ánh động cơ và hành vi quản lý lợi nhuận của doanh nghiệp, đặc biệt thông qua các khoản dồn tích ngắn hạn. Theo lý thuyết kế toán dồn tích, doanh thu bán chịu được ghi nhận đồng thời với sự gia tăng của khoản phải thu, khiến hai khoản mục này có mối liên hệ chặt chẽ về mặt cơ học kế toán cũng như bản chất kinh tế.

Nhiều nghiên cứu trước đây chỉ ra rằng, nhà quản lý có xu hướng điều chỉnh doanh thu thông qua các ước tính kế toán liên quan đến khoản phải thu nhằm đạt được mục tiêu lợi nhuận mong muốn. Chẳng hạn, Healy & Palepu (2001) và Dechow & cộng sự (2010) cho rằng việc ghi nhận doanh thu sớm, nói lỏng chính sách tín dụng hoặc điều chỉnh dự phòng phải thu khó đòi là những công cụ phổ biến trong hành vi quản lý lợi nhuận. Stubben (2010) cũng chỉ ra rằng doanh thu bất thường thường đi kèm với sự gia tăng bất thường của khoản phải thu, phản ánh khả năng thao túng doanh thu thông qua các khoản dồn tích liên quan đến bán chịu.

Vì vậy, mối quan hệ giữa thay đổi doanh thu và thay đổi khoản phải thu không mang tính một chiều, thay đổi doanh thu và thay đổi khoản phải thu có khả năng tác động lẫn nhau, làm phát sinh quan hệ nhân quả hai chiều. Chính quan hệ nhân quả hai chiều này được xem là một nguồn gốc quan trọng của vấn đề nội sinh, khiến các ước lượng hồi quy truyền thống có nguy cơ bị chệch và không nhất quán nếu không được xử lý phù hợp.

Xuất phát từ lập luận lý thuyết này, nghiên cứu tiếp tục sử dụng kiểm định nhân quả Granger cho dữ liệu bảng như một công cụ định lượng nhằm củng cố bằng chứng thực nghiệm về khả năng tồn tại nội sinh động giữa hai biến (Dumitrescu & Hurlin, 2012):

- Thay đổi khoản phải thu hàng năm của doanh nghiệp (ΔAR – deltaar);
- Thay đổi doanh thu hàng năm ($\Delta Sales$ – deltasales).

Kết quả kiểm định cho thấy ở cả hai chiều quan hệ, giá trị p-value đều bằng 0,000 (nhỏ hơn mức ý nghĩa 1%). Điều này cho phép bác bỏ giả thuyết không tồn tại quan hệ nhân quả Granger, đồng thời khẳng định tồn tại mối quan hệ nhân quả hai chiều giữa

thay đổi doanh thu và thay đổi khoản phải thu.

Phát hiện này hàm ý rằng thay đổi doanh thu có ảnh hưởng đến thay đổi khoản phải thu, đồng thời, việc điều chỉnh khoản phải thu cũng có thể tác động ngược lại đến doanh thu được ghi nhận. Như vậy, mô hình tồn tại vấn đề nội sinh nghiêm trọng, xuất phát từ quan hệ nhân quả hai chiều, đặc điểm động theo thời gian của các biến tài chính và khả năng tồn tại sai số không quan sát được đặc thù doanh nghiệp.

Bảng 3.4: Kết quả kiểm định nhân quả Granger của FRQ_MNST

Kiểm định quan hệ nhân quả	Z-bar tilde	p-value	Kết luận
deltasales \rightarrow deltaar	7,755	0,000	Bác bỏ H0, tồn tại quan hệ nhân quả
deltaar \rightarrow deltasales	3,932	0,000	Bác bỏ H0, tồn tại quan hệ nhân quả

Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

Lúc này, các phương pháp ước lượng tuyến tính thông thường như Pooled OLS, Fixed Effects (FE) hay Random Effects (RE) sẽ cho kết quả thiên lệch và không vững. Do đó, nghiên cứu lựa chọn mô hình bảng động ước lượng bằng GMM, cụ thể là Difference GMM (Arellano & Bond, 1991) và System GMM (Blundell & Bond, 1998) nhằm xử lý đồng thời vấn đề nội sinh và đặc điểm dữ liệu bảng với N lớn, T nhỏ.

b. So sánh kết quả Difference GMM và System GMM

Để đảm bảo độ tin cậy của kết quả thực nghiệm, nghiên cứu tiến hành ước lượng song song hai mô hình DGMM và SGMM, sau đó so sánh các hệ số ước lượng và các kiểm định chẩn đoán quan trọng. Kết quả cho thấy mô hình DGMM gặp vấn đề về tính hợp lệ của bộ công cụ, thể hiện qua kiểm định Hansen có p-value nhỏ (0,028), dẫn đến việc bác bỏ giả thuyết H0 về tính ngoại sinh của các công cụ. Nguyên nhân có thể xuất phát từ việc chỉ sử dụng phương trình sai phân khiến số lượng công cụ tăng nhanh và làm suy yếu sức mạnh kiểm định. Ngược lại, mô hình System GMM (SGMM) khắc phục hạn chế này bằng cách kết hợp đồng thời phương trình sai phân và phương trình mức, qua đó cải thiện độ mạnh của công cụ, đồng thời vẫn kiểm soát được vấn đề nội sinh. Các kiểm định chẩn đoán quan trọng của SGMM đều cho kết quả phù hợp: không tồn tại tự tương quan bậc hai, kiểm định Hansen và Difference-in-Hansen không bác bỏ giả thuyết công cụ hợp lệ.

Bảng 3.5: So sánh kết quả DGMM và SGMM của FRQ_MNST

Tiêu chí	DGMM (Difference GMM)	SGMM (System GMM)	Đánh giá
Hệ số L1.deltaar	0,020 (p=0,686)	0,338 (p=0,402)	Cả hai không có ý nghĩa thống kê
Hệ số deltasales	0,069 (p=0,000)	0,244 (p=0,000)	SGMM cho tác động mạnh hơn, hợp lý về kinh tế
Kiểm định AR(1)	p=0,175	p=0,135	Thỏa mãn giả định
Kiểm định AR(2)	p=0,829	p=0,231	Không tồn tại tự tương quan bậc hai
Hansen test	p=0,028	p=0,802	DGMM không thỏa mãn, SGMM thỏa mãn
Diff-in- Hansen	p=0,351	p=0,981	Cả hai thỏa mãn

Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

Do đó, SGMM được lựa chọn là phương pháp ước lượng chính để phân tích mối quan hệ giữa thay đổi doanh thu và thay đổi khoản phải thu trong mô hình đo lường chất lượng báo cáo tài chính.

Kết quả ước lượng bằng phương pháp System GMM cho thấy mô hình phù hợp với cấu trúc dữ liệu bảng động của nghiên cứu, gồm 5.022 quan sát thuộc 558 doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2015-2024. Với số kỳ quan sát tương đối ngắn ($T = 9$) và số đơn vị chéo lớn ($N = 558$), việc sử dụng SGMM là phù hợp nhằm xử lý đồng thời vấn đề nội sinh, dị biệt không quan sát được theo doanh nghiệp và động học của mô hình. Số lượng công cụ được sử dụng là 17, nhỏ hơn đáng kể so với số nhóm quan sát, cho thấy mô hình không gặp phải vấn đề bùng nổ công cụ (instrument proliferation). Kiểm định F cho toàn bộ mô hình cho giá trị $F(12,557) = 389,91$ với p-value bằng 0,000, khẳng định mô hình có ý nghĩa thống kê tổng thể và khả năng giải thích tốt biến phụ thuộc.

Bảng 3.6: Kết quả chạy mô hình SGMM của FRQ_MNST

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM						
Group variable: id				Number of obs	=	5022
Time variable : year				Number of groups	=	558
Number of instruments = 17				Obs per group: min	=	9
F(12, 557) = 389.91				avg	=	9.00
Prob > F = 0.000				max	=	9
Corrected						
deltaar	Coefficient	std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
deltaar						
L1.	.3379354	.4026172	0.84	0.402	-.4528983	1.128769
deltasales	.2443059	.0040637	60.12	0.000	.2363239	.252288
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -1.49					Pr > z = 0.135	
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.20					Pr > z = 0.231	
Sargan test of overid. restrictions: chi2(4) = 11.74					Prob > chi2 = 0.019	
(Not robust, but not weakened by many instruments.)						
Hansen test of overid. restrictions: chi2(4) = 1.64					Prob > chi2 = 0.802	
(Robust, but weakened by many instruments.)						
Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:						
GMM instruments for levels						
Hansen test excluding group: chi2(2) = 1.60					Prob > chi2 = 0.449	
Difference (null H = exogenous): chi2(2) = 0.04					Prob > chi2 = 0.981	

Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

Xét về các hệ số ước lượng, biến phụ thuộc trễ *L.deltaar* có hệ số dương (0,338) nhưng không có ý nghĩa thống kê ở các mức ý nghĩa thông thường ($p\text{-value} = 0,402$). Kết quả này cho thấy thay đổi khoản phải thu không có tính bền vững mạnh theo thời gian, tức là mức điều chỉnh của khoản phải thu trong năm hiện tại không phụ thuộc đáng kể vào mức điều chỉnh của năm trước. Điều này phù hợp với bản chất kế toán của khoản phải thu, vốn phản ứng khá nhanh trước sự thay đổi của doanh thu và chính sách tín dụng thương mại của doanh nghiệp. Mặc dù không có ý nghĩa thống kê, việc đưa biến trễ vào mô hình vẫn cần thiết về mặt phương pháp nhằm kiểm soát cấu trúc động và đảm bảo tính nhất quán của ước lượng trong khuôn khổ SGMM.

Trong khi đó, biến thay đổi doanh thu (*deltasales*) có hệ số dương và rất có ý nghĩa thống kê ở mức 1% với giá trị ước lượng khoảng 0,244. Điều này hàm ý rằng khi doanh thu tăng thêm một đơn vị thì khoản phải thu của doanh nghiệp tăng trung bình khoảng 0,244 đơn vị. Kết quả này phản ánh đúng mối quan hệ kinh tế cốt lõi giữa doanh thu và khoản phải thu, đồng thời phù hợp với kỳ vọng lý thuyết và các nghiên cứu trước

đó theo tiếp cận McNichols & Stubben (2008). Việc biến doanh thu có ý nghĩa thống kê cao cho thấy mô hình được chỉ định đúng và phần dư thu được không phải là nhiễu ngẫu nhiên thuần túy, mà phản ánh các sai lệch tiềm ẩn trong ghi nhận kế toán.

Đối với các kiểm định chẩn đoán, kiểm định Arellano–Bond cho thấy không tồn tại tự tương quan bậc hai trong sai số sai phân với p-value của kiểm định AR(2) bằng 0,231. Kết quả này thỏa mãn điều kiện cần quan trọng của phương pháp GMM động, theo đó các biến công cụ dựa trên giá trị trễ chỉ hợp lệ khi không có tự tương quan bậc hai trong sai số sai phân (Arellano & Bond, 1991). Đồng thời, việc kiểm định AR(1) không có ý nghĩa thống kê (p-value = 0,135) cũng cho thấy cấu trúc sai số của mô hình là phù hợp.

Về tính hợp lệ của bộ công cụ, kiểm định Hansen cho kết quả p-value bằng 0,802, cho thấy chưa đủ cơ sở để bác bỏ giả thuyết rằng các biến công cụ là ngoại sinh. Nói cách khác, các biến công cụ được sử dụng trong mô hình không có tương quan với sai số ngẫu nhiên, qua đó đảm bảo tính hợp lệ của bộ công cụ và độ tin cậy của các ước lượng SGMM. Kết quả này đặc biệt quan trọng trong bối cảnh mô hình sử dụng số lượng công cụ tương đối hạn chế (17 công cụ), giúp giảm nguy cơ hiện tượng “bùng nổ công cụ” và làm tăng độ tin cậy của kiểm định Hansen. Bên cạnh đó, kiểm định Difference-in-Hansen cho tập công cụ của phương trình mức cho p-value rất cao (0,981), hàm ý rằng các công cụ bổ sung trong System GMM là ngoại sinh và việc sử dụng SGMM là phù hợp hơn so với Difference GMM trong bối cảnh dữ liệu của nghiên cứu.

Mặc dù kiểm định Sargan cho kết quả có ý nghĩa thống kê ở mức 5% (p-value = 0,019), kiểm định này không bền vững trong trường hợp tồn tại phương sai thay đổi và thường nhạy cảm với kích thước mẫu. Do đó, theo thông lệ trong các nghiên cứu sử dụng SGMM, kết luận về tính hợp lệ của bộ công cụ được ưu tiên dựa trên kiểm định Hansen và Difference-in-Hansen, vốn là các kiểm định mạnh và phù hợp hơn trong bối cảnh này.

Từ đó, các kết quả trên cho thấy mô hình SGMM là hợp lệ, các giả định cơ bản của phương pháp được thỏa mãn và không tồn tại vấn đề nội sinh nghiêm trọng. Do đó, phần dư thu được từ mô hình có thể được sử dụng một cách đáng tin cậy để xây dựng biến đại diện cho chất lượng báo cáo tài chính theo tiếp cận McNichols & Stubben (2008), làm cơ sở cho các phân tích tiếp theo về tác động của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

c. Xây dựng biến đại diện chất lượng báo cáo tài chính (FRQ_MNST)

Dựa trên kết quả ước lượng từ mô hình SGMM, nghiên cứu sử dụng phần dư của phương trình hồi quy để đại diện cho thành phần biến động của khoản phải thu không

được giải thích bởi thay đổi doanh thu và các yếu tố kiểm soát.

Ta có mô hình hồi quy tổng quát thay đổi các khoản phải thu hàng năm theo thay đổi doanh thu hàng năm:

$$\Delta AR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta AR_{i,t-1} + \alpha_2 \Delta Sales_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

$\Delta AR_{i,t}$: Thay đổi khoản phải thu hàng năm của doanh nghiệp i tại thời điểm t ;

$\Delta AR_{i,t-1}$: Thay đổi khoản phải thu hàng năm của doanh nghiệp i tại thời điểm $t-1$;

$\Delta Sales_{i,t}$: Thay đổi doanh thu hàng năm của doanh nghiệp i tại thời điểm t ;

$\varepsilon_{i,t}$: Sai số ngẫu nhiên của mô hình.

Từ mô hình trên, các khoản phải thu hàng năm tối ưu được xác định thông qua giá trị dự báo của phương trình ước lượng từ mẫu như sau:

$$\widehat{\Delta AR}_{i,t} = \widehat{\alpha}_0 + \widehat{\alpha}_1 \Delta AR_{i,t-1} + \widehat{\alpha}_2 \Delta Sales_{i,t}$$

Phần dư của mô hình: $\widehat{\varepsilon}_{i,t} = \Delta AR_{i,t} - \widehat{\Delta AR}_{i,t}$

Theo lập luận của McNichols & Stubben (2008), phần dư này phản ánh mức độ điều chỉnh khoản phải thu vượt ra ngoài quan hệ kinh tế thông thường với doanh thu, do đó đại diện cho mức độ can thiệp mang tính chủ quan của nhà quản lý vào báo cáo tài chính. Nói cách khác, phần dư càng lớn về độ lớn tuyệt đối thì mức độ sai lệch thông tin kế toán càng cao, hàm ý chất lượng báo cáo tài chính càng thấp. Ngược lại, phần dư nhỏ cho thấy báo cáo tài chính phản ánh trung thực hơn các hoạt động kinh tế cơ bản của doanh nghiệp.

$$FRQ_MN_{i,t} = -|\widehat{\varepsilon}_{i,t}|$$

Trên cơ sở đó, nghiên cứu xây dựng biến FRQ_MNST bằng cách lấy giá trị âm của độ lớn tuyệt đối phần dư, nhằm đảm bảo rằng giá trị FRQ_MNST càng lớn thì chất lượng báo cáo tài chính càng cao, phù hợp với lý thuyết kinh tế và cách diễn giải trong các mô hình hồi quy tiếp theo. Lúc này, biến FRQ_MNST sau đó được sử dụng làm biến giải thích chính trong các mô hình phân tích tác động của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

3.3.1.3. Kết quả phần dư theo phương pháp thứ hai (FRQ_KASZ)

a. Kiểm tra nội sinh

Mô hình của Kasznik (1999) mở rộng các nghiên cứu về chất lượng báo cáo tài

chính bằng cách đo lường tổng khoản dồn tích (TA) như một hàm của ba nhân tố chính, bao gồm:

- Thay đổi doanh thu (ΔSales);
- Tài sản cố định hữu hình (PPE);
- Thay đổi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (ΔCFO).

Các biến này được lựa chọn nhằm tách biệt phần dồn tích phát sinh từ hoạt động kinh tế thực với phần dồn tích có thể chịu ảnh hưởng từ ước tính và xét đoán kế toán của nhà quản lý.

Về mặt lý thuyết kế toán dồn tích, tổng khoản dồn tích phản ánh sự khác biệt giữa lợi nhuận kế toán và dòng tiền thực tế, do đó chịu tác động trực tiếp từ doanh thu, chi phí và các khoản điều chỉnh liên quan đến tài sản dài hạn (Dechow, 1994; Dechow & Dichev, 2002). Bên cạnh đó, doanh thu không chỉ ảnh hưởng đến tổng khoản dồn tích mà bản thân nó cũng có thể bị điều chỉnh thông qua các chính sách ghi nhận dồn tích, làm phát sinh quan hệ nhân quả hai chiều giữa Sales và TA (McNichols, 2002; Stubben, 2010). Tương tự, PPE vừa quyết định mức khấu hao - một thành phần quan trọng của tổng dồn tích, vừa có thể chịu ảnh hưởng ngược lại từ các quyết định đầu tư, điều chỉnh vòng đời tài sản hoặc thay đổi chính sách khấu hao nhằm phục vụ mục tiêu quản lý lợi nhuận (Kothar & cộng sự, 2005).

Dựa trên các lập luận lý thuyết nêu trên, nghiên cứu tiếp tục sử dụng kiểm định nhân quả Granger cho dữ liệu bảng theo Dumitrescu & Hurlin (2012) nhằm đánh giá mối quan hệ nhân quả động giữa tổng khoản dồn tích (TA) và các biến giải thích trong mô hình Kasznik.

Kết quả kiểm định cho thấy thay đổi doanh thu (ΔSales) và PPE đều tồn tại quan hệ nhân quả hai chiều với tổng khoản dồn tích (TA), trong đó mối quan hệ giữa PPE và TA có ý nghĩa thống kê mạnh ở cả hai chiều. Phát hiện này phù hợp với các nghiên cứu trước đây khi cho rằng doanh thu và tài sản cố định vừa là nguyên nhân phát sinh dồn tích, vừa chịu ảnh hưởng ngược lại từ các điều chỉnh dồn tích mang tính quản lý (Jones, 1991; Kasznik, 1999; McNichols, 2002).

Trong khi đó, ΔCFO không thể hiện mối quan hệ nhân quả rõ rệt với TA trong khuôn khổ kiểm định Granger, hàm ý rằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ít chịu tác động ngược lại từ các điều chỉnh kế toán, phù hợp với bản chất dòng tiền thực và kết quả của Dechow & Dichev (2002).

Bảng 3.7: Kết quả kiểm định nhân quả Granger của FRQ_KASZ

Cặp biến kiểm định	Hướng kiểm định	p-value	Kết luận
deltasales ↔ ta	deltasales → ta	0,098	Có quan hệ nhân quả (mức 10%)
	ta → deltasales	0,000	Có quan hệ nhân quả mạnh
ppe ↔ ta	ppe → ta	0,000	Có quan hệ nhân quả mạnh
	ta → ppe	0,000	Có quan hệ nhân quả mạnh
deltacfo ↔ ta	deltacfo → ta	0,211	Không có quan hệ nhân quả
	ta → deltacfo	0,214	Không có quan hệ nhân quả

Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

Những bằng chứng trên cho thấy mô hình Kasznik (1999) tồn tại vấn đề nội sinh cấu trúc, đặc biệt bắt nguồn từ mối quan hệ đồng thời và động theo thời gian giữa tổng khoản dồn tích, doanh thu và tài sản cố định. Do đó, việc sử dụng các phương pháp ước lượng tĩnh như Pooled OLS, Fixed Effects (FE) hay Random Effects (RE) có thể dẫn đến ước lượng chệch và không nhất quán. Điều này củng cố sự cần thiết của việc áp dụng các phương pháp ước lượng bảng động, chẳng hạn như Difference GMM hoặc System GMM, nhằm xử lý đồng thời vấn đề nội sinh và đặc điểm động của dữ liệu tài chính doanh nghiệp.

b. Ước lượng mô hình bằng DGMM và SGMM

Để đảm bảo độ tin cậy của kết quả thực nghiệm, nghiên cứu tiến hành ước lượng song song hai mô hình DGMM và SGMM, sau đó so sánh các hệ số ước lượng và các kiểm định chẩn đoán quan trọng.

Kết quả cho thấy mô hình DGMM không nắm bắt được tính động của tổng khoản dồn tích, thể hiện qua việc hệ số trễ $L.ta$ không có ý nghĩa thống kê và kiểm định Hansen không đạt yêu cầu. Điều này hàm ý rằng bộ công cụ trong DGMM có thể không đủ mạnh hoặc bị dư thừa.

Bảng 3.8: So sánh kết quả DGMM và SGMM của FRQ_KASZ

Tiêu chí	DGMM	SGMM	Đánh giá
Hệ số L1.ta	0,006 (p = 0,935)	0,374 (p = 0,098)	SGMM nắm bắt được động lực nội sinh
Hệ số deltasales	0,253 (p = 0,000)	0,405 (p = 0,000)	SGMM cho tác động mạnh hơn
Hệ số ppe	-0,566 (p = 0,305)	0,119 (p = 0,577)	Cả hai không có ý nghĩa
Hệ số deltacfo	2,800 (p = 0,031)	2,753 (p = 0,038)	Ổn định và có ý nghĩa
AR(1)	p = 0,043	p = 0,059	Cả hai đạt yêu cầu
AR(2)	p = 0,183	p = 0,267	Cả hai đạt yêu cầu
Hansen test	p = 0,017	p = 0,065	SGMM thỏa mãn
Diff-in-Hansen	p = 0,263	p = 0,104	Cả hai thỏa mãn

Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

Ngược lại, mô hình System GMM cho kết quả vượt trội hơn. Cụ thể, hệ số trễ *L.ta* mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, phản ánh sự tồn tại của động lực nội sinh trong tổng khoản dồn tích kế toán. Các kiểm định AR(1), AR(2), Hansen và Difference-in-Hansen đều thỏa mãn các điều kiện tiêu chuẩn của mô hình GMM động và các hệ số của *deltasales* và *deltacfo* đều có ý nghĩa và dấu phù hợp với kỳ vọng lý thuyết.

Bảng 3.10 trình bày kết quả ước lượng mô hình bằng phương pháp System GMM (SGMM) với biến phụ thuộc là tổng khoản dồn tích (ta). Mô hình được ước lượng trên 5.022 quan sát của 558 doanh nghiệp trong giai đoạn nghiên cứu với số công cụ bằng 25, nhỏ hơn số nhóm quan sát, qua đó hạn chế rủi ro bùng nổ công cụ. Giá trị thống kê Wald cho thấy mô hình có ý nghĩa tổng thể ở mức 1% ($\text{Prob} > \chi^2 = 0,000$), phản ánh mức độ phù hợp chung của mô hình với dữ liệu nghiên cứu.

Xét về động học của biến phụ thuộc, hệ số của biến trễ *L.ta* mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Kết quả này cho thấy tổng khoản dồn tích có tính bền vững theo thời gian, tức là quy mô khoản dồn tích hiện tại chịu ảnh hưởng nhất định từ giá trị trong quá khứ. Điều này phù hợp với đặc điểm kế toán của các khoản dồn tích, vốn phản ánh các quyết định ghi nhận và phân bổ chi phí – doanh thu có tính điều chỉnh

dần theo thời gian. Phát hiện này cũng củng cố sự cần thiết của việc sử dụng mô hình bảng động thay vì các mô hình tĩnh như OLS, FE hay RE, vốn có thể cho ước lượng chệch khi tồn tại biến phụ thuộc trễ.

Bảng 3.9: Kết quả chạy mô hình SGMM của FRQ_KASZ

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM							
Group variable: id				Number of obs	=	5022	
Time variable : year				Number of groups	=	558	
Number of instruments = 25				Obs per group: min	=	9	
Wald chi2(14) = 8648.39					avg	=	9.00
Prob > chi2 = 0.000					max	=	9
Corrected							
ta	Coefficient	std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]		
ta							
L1.	.3735878	.2254868	1.66	0.098	-.0683582	.8155338	
deltasales	.4053959	.0228996	17.70	0.000	.3605135	.4502784	
ppe	.1193506	.2141089	0.56	0.577	-.3002952	.5389965	
deltacfo	2.753101	1.328922	2.07	0.038	.148462	5.357741	
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -1.89					Pr > z = 0.059		
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.11					Pr > z = 0.267		
Sargan test of overid. restrictions: chi2(10) = 54.20					Prob > chi2 = 0.000		
(Not robust, but not weakened by many instruments.)							
Hansen test of overid. restrictions: chi2(10) = 17.43					Prob > chi2 = 0.065		
(Robust, but weakened by many instruments.)							
Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:							
GMM instruments for levels							
Hansen test excluding group: chi2(7) = 11.76					Prob > chi2 = 0.109		
Difference (null H = exogenous): chi2(3) = 5.67					Prob > chi2 = 0.129		

Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

Đối với các biến giải thích chính, biến thay đổi doanh thu (*deltasales*) có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê rất cao ở mức 1%, cho thấy tăng trưởng doanh thu là yếu tố quan trọng giải thích sự gia tăng của tổng khoản dồn tích. Kết quả này phản ánh mối quan hệ kinh tế cốt lõi trong kế toán, theo đó khi doanh thu tăng, doanh nghiệp có xu hướng phát sinh nhiều khoản dồn tích hơn thông qua các điều chỉnh ghi nhận doanh thu và chi phí. Biến tài sản cố định (*ppe*) không có ý nghĩa thống kê, hàm ý rằng cấu trúc tài sản cố định không đóng vai trò quyết định trong biến động của tổng khoản dồn tích khi đã kiểm soát các yếu tố động và doanh thu.

Đáng chú ý, biến thay đổi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (*deltacfo*) có hệ số

dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Kết quả này cho thấy dòng tiền hoạt động thực sự có vai trò quan trọng trong việc giải thích biến động của tổng khoản dồn tích khi được xem xét trong một mô hình động có kiểm soát nội sinh và hiệu ứng không quan sát được. Mặc dù kết quả kiểm định nhân quả Granger trước đó không cho thấy mối quan hệ nhân quả rõ ràng giữa *deltacfo* và *ta*, sự khác biệt này có thể được lý giải bởi bản chất phương pháp luận của hai cách tiếp cận. Cụ thể, kiểm định Granger chỉ đánh giá khả năng dự báo tuyến tính trong mô hình đơn giản và không xử lý đầy đủ vấn đề nội sinh, trong khi SGMM cho phép xử lý đồng thời nội sinh, hiệu ứng cá thể không quan sát được và mối quan hệ động. Do đó, kết quả SGMM phản ánh đầy đủ và đáng tin cậy hơn mối liên hệ kinh tế giữa dòng tiền hoạt động và các khoản dồn tích.

Về các kiểm định chẩn đoán, kiểm định Arellano-Bond cho thấy tồn tại tự tương quan bậc nhất trong sai số sai phân (AR(1) với $p\text{-value} = 0,059$), đây là hiện tượng thường gặp và không vi phạm giả định của mô hình bảng động. Quan trọng hơn, kiểm định AR(2) cho $p\text{-value} = 0,267$, cho thấy không tồn tại tự tương quan bậc hai, qua đó xác nhận tính hợp lệ của các biến công cụ được sử dụng. Kiểm định Hansen cho $p\text{-value} = 0,065$ và kiểm định Difference-in-Hansen cho $p\text{-value} = 0,129$, cho thấy không có bằng chứng mạnh để bác bỏ giả thuyết rằng các công cụ là ngoại sinh. Do đó, bộ công cụ trong mô hình được xem là chấp nhận được và việc sử dụng System GMM là phù hợp hơn so với Difference GMM trong bối cảnh nghiên cứu này.

Do đó, mô hình SGMM của Kasznik được đánh giá là hợp lệ, các giả định cơ bản của phương pháp được thỏa mãn và các ước lượng thu được có độ tin cậy cao. Vì vậy, phần dư từ mô hình này có thể được sử dụng một cách hợp lý để xây dựng biến đại diện cho chất lượng báo cáo tài chính theo tiếp cận Kasznik, làm cơ sở cho các phân tích tiếp theo về tác động của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

c. *Xây dựng biến đại diện chất lượng báo cáo tài chính (FRQ_KASZ)*

Từ kết quả ước lượng SGMM, nghiên cứu sử dụng phần dư của phương trình hồi quy để đại diện cho thành phần của tổng khoản dồn tích không được giải thích bởi các yếu tố kinh tế cơ bản.

Ta có mô hình hồi quy tổng quát tổng khoản dồn tích theo các nhân tố về thay đổi doanh thu, tài sản cố định hữu hình và thay đổi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh như sau:

$$TA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 TA_{i,t-1} + \alpha_2 \Delta Sales_{i,t} + \alpha_3 PPE_{i,t} + \alpha_4 \Delta CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

$TA_{i,t}$: Tổng khoản dồn tích của doanh nghiệp i tại thời điểm t ;

$TA_{i,t-1}$: Tổng khoản dồn tích của doanh nghiệp i tại thời điểm $t-1$;

$\Delta Sales_{i,t}$: Thay đổi doanh thu hàng năm của doanh nghiệp i tại thời điểm t ;

$PPE_{i,t}$: Tài sản cố định hữu hình của doanh nghiệp i tại thời điểm t ;

$\Delta CFO_{i,t}$: Thay đổi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp i tại thời điểm t ;

$\varepsilon_{i,t}$: Sai số ngẫu nhiên của mô hình.

Từ mô hình trên, tổng khoản dồn tích tối ưu được xác định thông qua giá trị dự báo của phương trình ước lượng từ mẫu như sau:

$$\widehat{TA}_{i,t} = \widehat{\alpha}_0 + \widehat{\alpha}_1 TA_{i,t-1} + \widehat{\alpha}_2 \Delta Sales_{i,t} + \widehat{\alpha}_3 PPE_{i,t} + \widehat{\alpha}_4 \Delta CFO_{i,t}$$

Phần dư của mô hình: $\widehat{\varepsilon}_{i,t} = TA_{i,t} - \widehat{TA}_{i,t}$

Theo Kasznik (1999), phần dư này phản ánh mức độ điều chỉnh mang tính chủ quan của nhà quản lý trong việc ghi nhận các khoản dồn tích kế toán. Phần dư càng lớn về giá trị tuyệt đối cho thấy mức độ sai lệch thông tin kế toán càng cao, đồng nghĩa với chất lượng báo cáo tài chính càng thấp.

$$FRQ_KA_{i,t} = -|\widehat{\varepsilon}_{i,t}|$$

Do đó, nghiên cứu xây dựng biến FRQ_KA bằng cách lấy giá trị âm của độ lớn tuyệt đối phần dư, nhằm đảm bảo rằng giá trị FRQ_KA càng lớn thì chất lượng báo cáo tài chính của doanh nghiệp càng cao. Biến FRQ_KA sau đó được sử dụng làm biến giải thích chính trong các mô hình phân tích tác động của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

3.3.1.4. Kết quả phần dư theo phương pháp thứ 3 (FRQ_DD)

a. Kiểm tra nội sinh

Khác với Mô hình 1 của McNichols & Stubben (2008) và Mô hình 2 của Kasznik (1999), mô hình của Dechow & Dichev (2002) tiếp cận chất lượng báo cáo tài chính dưới góc độ chất lượng khoản dồn tích, thông qua khả năng “matching” giữa các khoản dồn tích vốn lưu động và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong các giai đoạn quá khứ, hiện tại và tương lai.

Theo Dechow & Dichev (2002), các khoản dồn tích có chất lượng cao là những khoản phát sinh từ các giao dịch kinh tế thực và có khả năng đảo ngược thành dòng tiền trong tương lai, trong khi các khoản dồn tích chất lượng thấp thường bắt nguồn từ sai

sót ước tính hoặc sự can thiệp mang tính chủ quan của nhà quản lý. Trên cơ sở đó, chất lượng báo cáo tài chính được phản ánh gián tiếp thông qua mức độ giải thích của dòng tiền đối với biến động vốn lưu động dồn tích.

Về mặt mô hình hóa, vốn lưu động dồn tích (WCA) được xác định là hàm của:

- Dòng tiền hoạt động năm trước (CFO_{t-1});
- Dòng tiền hoạt động hiện tại (CFO_t);
- Dòng tiền hoạt động năm sau (CFO_{t+1}).

Cấu trúc này phản ánh trực tiếp bản chất liên thời điểm của dồn tích, trong đó các quyết định ghi nhận dồn tích tại thời điểm t chịu ảnh hưởng đồng thời từ dòng tiền đã phát sinh, dòng tiền hiện tại và kỳ vọng về dòng tiền trong tương lai (Dechow & Dichev, 2002).

Do đặc điểm cấu trúc nêu trên, các biến dòng tiền trong mô hình Dechow-Dichev không phải là các chuỗi độc lập theo thời gian, mà được xây dựng có chủ đích mang tính nội sinh động, bao hàm cả độ trễ và giá trị tương lai của cùng một biến. Trong khi đó, kiểm định nhân quả Granger truyền thống yêu cầu các chuỗi thời gian phải được xác định rõ ràng theo trật tự nhân - quả theo chiều thời gian và không được sử dụng giá trị tương lai của biến giải thích trong phương trình hiện tại (Granger, 1969; Dumitrescu & Hurlin, 2012).

Do vậy, việc áp dụng kiểm định Granger trong mô hình Dechow-Dichev không còn phù hợp về mặt phương pháp luận, bởi mối quan hệ giữa WCA và các biến CFO đã được xây dựng sẵn theo logic liên thời điểm, thay vì cần được kiểm định như trong các mô hình hồi quy thông thường.

Dựa trên lập luận lý thuyết, mô hình Dechow & Dichev (2002) tồn tại nội sinh động mang tính cấu trúc, xuất phát từ ba nguồn chính. Thứ nhất, vốn lưu động dồn tích (WCA) chịu ảnh hưởng của các cú sốc không quan sát được đặc thù doanh nghiệp, chẳng hạn như chất lượng hệ thống kế toán, chính sách quản trị và môi trường kiểm soát nội bộ. Thứ hai, các biến CFO_{t-1} , CFO_t và CFO_{t+1} có khả năng tương quan với sai số của phương trình dồn tích do cùng chịu tác động từ các yếu tố kinh tế vĩ mô và đặc điểm hoạt động doanh nghiệp. Thứ ba, bản thân mô hình phản ánh động lực nội sinh theo thời gian, khi các quyết định kế toán hiện tại phụ thuộc vào cả quá khứ và kỳ vọng tương lai.

Trong bối cảnh dữ liệu bảng với N lớn, T nhỏ, việc sử dụng các phương pháp ước lượng tĩnh như OLS, FE hay RE không đảm bảo tính nhất quán của ước lượng. Do đó, phù hợp với các nghiên cứu thực nghiệm trước đây (Dechow & Dichev, 2002;

Francis et al., 2005), nghiên cứu lựa chọn mô hình bằng động ước lượng bằng GMM nhằm xử lý đồng thời vấn đề nội sinh động, sai số không quan sát được và đặc điểm cấu trúc của mô hình Dechow-Dichev.

b. Ước lượng mô hình bằng DGMM và SGMM

Nghiên cứu tiếp tục ước lượng song song hai mô hình Difference GMM (DGMM) và System GMM (SGMM) cho mô hình Dechow–Dichev, sau đó so sánh kết quả dựa trên các tiêu chí ước lượng và kiểm định chẩn đoán tiêu chuẩn.

Bảng 3.10: So sánh kết quả DGMM và SGMM của FRQ_DD

Tiêu chí	DGMM	SGMM	Đánh giá
Hệ số L1.wca	-0,482 (p = 0,132)	0,151 (p = 0,412)	Cả hai không có ý nghĩa
Hệ số cfot	$-5,65 \times 10^{-15}$ (p = 0,024)	$-6,46 \times 10^{-15}$ (p = 0,025)	Có ý nghĩa, nhất quán
Hệ số cfot_1	$8,78 \times 10^{-16}$ (p = 0,783)	$6,01 \times 10^{-15}$ (p = 0,001)	SGMM phát hiện tác động
Hệ số cfotplus1	$-9,04 \times 10^{-16}$ (p = 0,668)	$2,40 \times 10^{-16}$ (p = 0,901)	Không có ý nghĩa
AR(1)	p = 0,534	p = 0,000	SGMM phù hợp kỳ vọng
AR(2)	p = 0,229	p = 0,205	Cả hai đạt yêu cầu
Hansen test	p = 0,005	p = 0,239	SGMM thỏa mãn
Diff-in-Hansen	p = 0,004	p = 0,223	SGMM vượt trội

Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

Kết quả cho thấy mô hình DGMM gặp vấn đề nghiêm trọng về tính hợp lệ của bộ công cụ, thể hiện qua kiểm định Hansen và Difference-in-Hansen đều bác bỏ giả thuyết công cụ ngoại sinh. Ngoài ra, việc DGMM không phát hiện tự tương quan bậc một trong sai phân (AR(1)) là dấu hiệu bất thường trong mô hình động, cho thấy khả năng suy yếu của bộ công cụ. Ngược lại, mô hình System GMM cho kết quả phù hợp hơn cả về mặt thống kê và kinh tế học. Cụ thể:

- Kiểm định AR(1) có ý nghĩa, trong khi AR(2) không có ý nghĩa, đúng với kỳ vọng của mô hình GMM động;
- Kiểm định Hansen và Difference-in-Hansen đều không bác bỏ giả thuyết công cụ hợp lệ;

- Mô hình SGMM phát hiện thêm tác động có ý nghĩa của dòng tiền hoạt động năm trước (CFO_{t-1}), phản ánh tốt hơn cơ chế khớp nối liên thời điểm giữa dòng tiền và vốn lưu động.

Do đó, SGMM được lựa chọn là mô hình ước lượng phù hợp nhất để phân tích mối quan hệ giữa vốn lưu động và dòng tiền trong khuôn khổ mô hình Dechow–Dichev.

Bảng 3.11: Kết quả chạy mô hình SGMM của FRQ_DD

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM							
Group variable: id				Number of obs		=	5022
Time variable : year				Number of groups		=	558
Number of instruments = 25				Obs per group: min		=	9
Wald chi2(14) = 23.41				avg		=	9.00
Prob > chi2 = 0.054				max		=	9
wca	Coefficient	Corrected std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]		
wca							
L1.	.1511845	.1844471	0.82	0.412	-.2103251	.5126941	
cfot	-6.46e-15	2.88e-15	-2.24	0.025	-1.21e-14	-8.18e-16	
cfot_1	6.01e-15	1.88e-15	3.21	0.001	2.34e-15	9.69e-15	
cfotplus1	2.40e-16	1.94e-15	0.12	0.901	-3.55e-15	4.03e-15	
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -3.55						Pr > z = 0.000	
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.27						Pr > z = 0.205	
Sargan test of overid. restrictions: chi2(10) = 26.08						Prob > chi2 = 0.004	
(Not robust, but not weakened by many instruments.)							
Hansen test of overid. restrictions: chi2(10) = 12.74						Prob > chi2 = 0.239	
(Robust, but weakened by many instruments.)							
Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:							
GMM instruments for levels							
Hansen test excluding group: chi2(6) = 7.15						Prob > chi2 = 0.307	
Difference (null H = exogenous): chi2(4) = 5.58						Prob > chi2 = 0.232	

Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

Bảng 3.11 trình bày kết quả ước lượng mô hình Dechow & Dichev (2002) bằng phương pháp System GMM (SGMM), trong đó biến phụ thuộc là vốn lưu động dồn tích (wca). Mô hình được ước lượng trên 5.022 quan sát của 558 doanh nghiệp với số công cụ bằng 25, đảm bảo nhỏ hơn số nhóm quan sát và qua đó hạn chế rủi ro bùng nổ công cụ. Kiểm định Wald cho toàn bộ mô hình cho p-value = 0,054, đạt mức ý nghĩa thống kê 10%, cho thấy tập hợp các biến giải thích có khả năng giải thích biến phụ thuộc ở mức chấp nhận được trong bối cảnh dữ liệu doanh nghiệp có mức độ biến động lớn.

Xét về tính động của biến phụ thuộc, hệ số của biến trễ *L.wca* mang dấu dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này cho thấy vốn lưu động dồn tích không thể hiện rõ tính bền vững theo thời gian sau khi đã kiểm soát các yếu tố dòng tiền và hiệu ứng năm. Điều này phù hợp với bản chất của các khoản dồn tích vốn lưu động, vốn thường chịu ảnh hưởng mạnh bởi chu kỳ kinh doanh và các quyết định điều chỉnh ngắn hạn của doanh nghiệp, thay vì thể hiện quán tính dài hạn như các biến quy mô tài sản hay lợi nhuận.

Đối với các biến dòng tiền, kết quả ước lượng cho thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê rõ ràng giữa vốn lưu động dồn tích và dòng tiền hoạt động tại các thời điểm khác nhau. Cụ thể, biến dòng tiền hoạt động hiện tại (*cfot*) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, trong khi biến dòng tiền hoạt động trễ một kỳ (*cfot_1*) có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này cho thấy các khoản dồn tích vốn lưu động có xu hướng điều chỉnh ngược chiều với dòng tiền hiện tại và bù trừ cho dòng tiền trong quá khứ, phản ánh cơ chế điều chỉnh thời điểm ghi nhận doanh thu – chi phí cũng như hành vi làm mượt lợi nhuận của doanh nghiệp. Ngược lại, biến dòng tiền hoạt động kỳ tới (*cfotplus1*) không có ý nghĩa thống kê, hàm ý rằng các khoản dồn tích hiện tại không phản ánh đầy đủ dòng tiền trong tương lai, cho thấy sự tồn tại của sai lệch trong quá trình khớp nối dồn tích - dòng tiền.

Những kết quả này phù hợp chặt chẽ với lập luận của Dechow & Dichev (2002), theo đó chất lượng dồn tích được đánh giá thông qua mức độ gắn kết giữa các khoản dồn tích vốn lưu động với dòng tiền trong quá khứ, hiện tại và tương lai. Việc các hệ số dòng tiền có dấu và mức ý nghĩa khác nhau cho thấy tồn tại sai lệch trong cơ chế khớp nối dồn tích – dòng tiền, qua đó tạo cơ sở lý thuyết và thực nghiệm vững chắc cho việc sử dụng phần dư của mô hình như một thước đo đại diện cho chất lượng báo cáo tài chính theo tiếp cận Dechow & Dichev (FRQ_DD).

Về các kiểm định chẩn đoán, kiểm định Arellano-Bond cho thấy tồn tại tự tương quan bậc nhất trong sai số sai phân ($p\text{-value} = 0,000$), đây là hiện tượng thường gặp và mang tính kỹ thuật trong các mô hình bảng động sử dụng sai phân bậc nhất, do sai số sai phân ở thời điểm hiện tại và thời điểm trước đó cùng chứa thành phần sai số gốc của kỳ trước. Vì vậy, sự xuất hiện của tự tương quan bậc nhất không làm suy giảm tính hợp lệ của mô hình. Ngược lại, kiểm định AR(2) không có ý nghĩa thống kê ($p\text{-value} = 0,205$) cho thấy không tồn tại tự tương quan bậc hai trong sai số sai phân, qua đó xác nhận tính hợp lệ của các biến công cụ và sự phù hợp của mô hình SGMM. Kiểm định Hansen cho $p\text{-value} = 0,239$ và kiểm định Difference-in-Hansen cho $p\text{-value} = 0,232$ đều không có ý nghĩa thống kê, cho thấy không có bằng chứng để bác bỏ giả thuyết rằng các công cụ trong cả phương trình sai phân và phương trình mức là ngoại sinh.

Vì vậy, kết quả ước lượng SGMM cho mô hình vốn lưu động dồn tích cho thấy mối quan hệ chặt chẽ giữa các khoản dồn tích và dòng tiền hoạt động, đồng thời đáp ứng đầy đủ các điều kiện chẩn đoán của mô hình bảng động. Do đó, phần dư từ mô hình này có thể được sử dụng một cách đáng tin cậy để xây dựng biến đại diện cho chất lượng báo cáo tài chính theo cách tiếp cận Dechow & Dichev (FRQ_DD) trong các phân tích tiếp theo về tác động của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

c. Xây dựng biến đại diện chất lượng báo cáo tài chính (FRQ_DD)

Từ kết quả ước lượng SGMM, nghiên cứu sử dụng phần dư của phương trình hồi quy để đại diện cho thành phần vốn lưu động không được giải thích bởi dòng tiền hoạt động trong quá khứ, hiện tại và tương lai.

Ta có mô hình hồi quy tổng quát vốn lưu động dồn tích theo dòng tiền như sau:

$$WCA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 WCA_{i,t-1} + \alpha_2 CFO_{i,t-1} + \alpha_3 CFO_{i,t} + \alpha_4 CFO_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

$WCA_{i,t}$: Vốn lưu động dồn tích của doanh nghiệp i tại thời điểm t ;

$WCA_{i,t-1}$: Vốn lưu động dồn tích của doanh nghiệp i tại thời điểm $t-1$;

$CFO_{i,t-1}$: Dòng tiền hoạt động năm trước của doanh nghiệp i tại thời điểm $t-1$;

$CFO_{i,t}$: Dòng tiền hoạt động hiện tại của doanh nghiệp i tại thời điểm t ;

$CFO_{i,t+1}$: Dòng tiền hoạt động năm sau của doanh nghiệp i tại thời điểm $t+1$;

$\varepsilon_{i,t}$: Sai số ngẫu nhiên của mô hình.

Từ mô hình trên, vốn lưu động dồn tích tối ưu được xác định thông qua giá trị dự báo của phương trình ước lượng từ mẫu như sau:

$$\widehat{WCA}_{i,t} = \widehat{\alpha}_0 + \widehat{\alpha}_1 WCA_{i,t-1} + \widehat{\alpha}_2 CFO_{i,t-1} + \widehat{\alpha}_3 CFO_{i,t} + \widehat{\alpha}_4 CFO_{i,t+1}$$

$$\text{Phần dư của mô hình: } \widehat{\varepsilon}_{i,t} = WCA_{i,t} - \widehat{WCA}_{i,t}$$

Theo Dechow & Dichev (2002), phần dư này phản ánh sai lệch trong quá trình khớp nối giữa các khoản dồn tích và dòng tiền và do đó đại diện cho chất lượng ước tính kế toán của doanh nghiệp. Phần dư càng lớn về độ lớn tuyệt đối cho thấy các khoản dồn tích càng kém gắn với dòng tiền thực, hàm ý chất lượng báo cáo tài chính càng thấp. Ngược lại, phần dư nhỏ cho thấy báo cáo tài chính phản ánh trung thực hơn hoạt động kinh tế.

$$FRQ_DD_{i,t} = -|\widehat{\varepsilon}_{i,t}|$$

Trên cơ sở đó, nghiên cứu xây dựng biến FRQ_DD bằng cách lấy giá trị âm của độ lớn tuyệt đối phần dư, đảm bảo rằng giá trị FRQ_DD càng lớn thì chất lượng báo cáo tài chính của doanh nghiệp càng cao. Biến FRQ_DD sau đó được sử dụng làm biến giải thích chính trong các mô hình phân tích tác động của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

3.3.2. Kết quả phần dư của biến phụ thuộc

a. Kiểm tra nội sinh

Khung lý thuyết về hiệu quả phân bổ vốn được đề xuất bởi Biddle & cộng sự (2009), theo đó doanh nghiệp có chất lượng thông tin tài chính tốt sẽ phân bổ vốn đầu tư hiệu quả hơn, tức là đầu tư nhiều hơn khi cơ hội tăng trưởng cao và hạn chế đầu tư khi triển vọng kém. Trong bối cảnh này, tăng trưởng doanh thu (*salesgrowth*) không chỉ là kết quả của các quyết định đầu tư trước đó, mà còn đóng vai trò là tín hiệu quan trọng định hướng quyết định đầu tư hiện tại của doanh nghiệp.

Từ góc độ lý thuyết đầu tư doanh nghiệp, mối quan hệ giữa *investment* và *sales growth* mang tính động và đồng thời. Các mô hình đầu tư hiện đại, như mô hình đầu tư dựa trên cơ hội tăng trưởng và ràng buộc tài chính (Fazzari & cộng sự, 1988; Hubbard, 1998), cho rằng doanh nghiệp điều chỉnh mức đầu tư dựa trên kỳ vọng về cầu thị trường và khả năng tạo doanh thu trong tương lai. Đồng thời, các quyết định đầu tư lại tạo ra năng lực sản xuất mới, cải thiện hiệu suất hoạt động và là nền tảng cho tăng trưởng doanh thu trong các giai đoạn tiếp theo. Do đó, tồn tại cơ chế tác động hai chiều giữa *investment* và *sales growth*, làm phát sinh vấn đề nội sinh do quan hệ nhân quả đồng thời.

Bên cạnh đó, cả *investment* và *salesgrowth* đều chịu ảnh hưởng của các yếu tố không quan sát được mang tính đặc thù doanh nghiệp, chẳng hạn như năng lực quản trị, chiến lược kinh doanh, mức độ chấp nhận rủi ro và khả năng tiếp cận vốn. Những yếu tố này vừa ảnh hưởng đến quyết định đầu tư, vừa tác động đến tăng trưởng doanh thu, dẫn đến khả năng tương quan giữa biến giải thích và sai số trong mô hình hồi quy. Đây là một dạng nội sinh phổ biến do biến bị bỏ sót (*omitted variables*) trong các nghiên cứu về đầu tư doanh nghiệp (Wooldridge, 2010).

Trong bối cảnh dữ liệu bảng động với N lớn, T nhỏ, việc sử dụng các phương pháp ước lượng tĩnh như Pooled OLS, Fixed Effects (FE) hay Random Effects (RE) có thể dẫn đến ước lượng thiên lệch và không nhất quán khi tồn tại nội sinh. Do đó, phù

hợp với thông lệ trong các nghiên cứu thực nghiệm về hiệu quả đầu tư (Biddle & cộng sự, 2009), nghiên cứu lựa chọn các mô hình GMM động, bao gồm Difference GMM (DGMM) và System GMM (SGMM), nhằm xử lý đồng thời vấn đề nội sinh, sai số không quan sát được và đặc điểm động của quyết định đầu tư doanh nghiệp.

Việc sử dụng GMM cho phép khai thác các độ trễ thích hợp của *investment* và *salesgrowth* như các công cụ nội sinh, qua đó đảm bảo các ước lượng đạt được tính vững và nhất quán trong điều kiện tồn tại quan hệ nhân quả hai chiều và cấu trúc động theo thời gian.

b. Ước lượng mô hình bằng DGMM và SGMM

Bảng 3.12: So sánh kết quả DGMM và SGMM của biến phụ thuộc

Tiêu chí	DGMM	SGMM	Đánh giá
Hệ số L1.investment	0,017 (không ý nghĩa, $p=0,880$)	0,038 (không ý nghĩa, $p=0,711$)	Cả hai mô hình đều cho thấy tác động trễ của đầu tư không đáng kể, hàm ý đầu tư không có quán tính mạnh.
Hệ số sgt	0,0086 (ý nghĩa 10%, $p=0,056$)	0,0070 (ý nghĩa 10%, $p=0,066$)	Kết quả nhất quán: tăng trưởng doanh thu tác động tích cực đến đầu tư, nhưng mức ý nghĩa còn hạn chế.
Kiểm định AR(1)	$p=0,057 (>0,05)$	$p=0,056 (>0,05)$	Không phát hiện tự tương quan bậc 1, chấp nhận được.
Kiểm định AR(2)	$p=0,585 (>0,05)$	$p=0,437 (>0,05)$	Không có tự tương quan bậc 2, thỏa điều kiện quan trọng của GMM.
Hansen test	$p=0,749$	$p=0,287$	Cả hai đều thỏa mãn kiểm định Hansen, công cụ hợp lệ.
Diff-in-Hansen	$p=0,979$	$p=0,421$	Không bác bỏ giả thuyết công cụ ngoại sinh.

Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

Kết quả cho thấy DGMM và SGMM đều cho kết luận khá tương đồng. Cả hai mô hình đều không tìm thấy bằng chứng về quán tính đầu tư thông qua biến trễ *L.investment*, trong khi tăng trưởng doanh thu (sgt) có tác động tích cực đến đầu tư, nhưng chỉ đạt mức ý nghĩa thống kê ở ngưỡng 10%. Các kiểm định chẩn đoán (AR(1), AR(2), Hansen và Diff-in-Hansen) đều cho kết quả thỏa mãn, khẳng định tính hợp lệ

của mô hình và bộ công cụ sử dụng.

Mặc dù vậy, SGMM được ưu tiên lựa chọn vì đảm bảo tính nhất quán với các mô hình trước đó, đồng thời tận dụng tốt hơn thông tin trong dữ liệu thông qua việc kết hợp phương trình sai phân và phương trình mức. Điều này giúp nâng cao độ tin cậy của ước lượng và củng cố tính nhất quán trong toàn bộ khung phân tích của nghiên cứu.

Bảng 3.1: Kết quả chạy mô hình SGMM của biến phụ thuộc

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM							
Group variable: id				Number of obs	=	5022	
Time variable : year				Number of groups	=	558	
Number of instruments = 19				Obs per group: min	=	9	
Wald chi2(12) = 43.75				avg	=	9.00	
Prob > chi2 = 0.000				max	=	9	
Corrected							
investment	Coefficient	std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]		
investment							
L1.	0.0379323	0.1025531	0.37	0.711	-0.1630681	0.2389327	
sgt	0.0070291	0.0038291	1.84	0.066	-0.0004758	0.0145341	
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -1.91						Pr > z =	0.056
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.78						Pr > z =	0.437
Sargan test of overid. restrictions: chi2(6) = 8.26						Prob > chi2 =	0.219
(Not robust, but not weakened by many instruments.)							
Hansen test of overid. restrictions: chi2(6) = 7.38						Prob > chi2 =	0.287
(Robust, but weakened by many instruments.)							
Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:							
GMM instruments for levels							
Hansen test excluding group: chi2(4) = 5.65						Prob > chi2 =	0.227
Difference (null H = exogenous): chi2(2) = 1.73						Prob > chi2 =	0.421

Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

Bảng 3.13 trình bày kết quả ước lượng mô hình đầu tư bằng phương pháp System GMM (SGMM) trên bộ dữ liệu bảng động gồm 5.022 quan sát của 558 doanh nghiệp. Mô hình sử dụng 19 biến công cụ, nhỏ hơn số nhóm quan sát, qua đó đảm bảo điều kiện cần để hạn chế hiện tượng bùng nổ công cụ. Kiểm định Wald cho toàn bộ mô hình với p-value = 0,000, cho thấy các biến giải thích có ý nghĩa thống kê chung trong việc giải thích hành vi đầu tư của doanh nghiệp..

Xét về đặc điểm động của quyết định đầu tư, hệ số của biến trễ *L.investment* mang dấu dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này cho thấy sau khi đã kiểm soát các yếu tố tăng trưởng và hiệu ứng năm, mức đầu tư của doanh nghiệp trong kỳ trước

không tạo ra quán tính rõ ràng đối với đầu tư trong kỳ hiện tại. Điều này hàm ý rằng quyết định đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết trong mẫu nghiên cứu mang tính linh hoạt tương đối cao và phụ thuộc nhiều hơn vào các điều kiện kinh tế và cơ hội đầu tư tại thời điểm hiện tại, thay vì bị chi phối mạnh bởi mức đầu tư trong quá khứ. Kết quả này cũng phù hợp với bối cảnh thị trường vốn đang phát triển, nơi doanh nghiệp thường điều chỉnh kế hoạch đầu tư nhanh chóng để thích ứng với biến động kinh tế vĩ mô.

Đối với biến giải thích chính, biến đại diện cho tăng trưởng (*sgt*) có hệ số dương và đạt ý nghĩa thống kê ở mức 10% (*p*-value = 0,066). Điều này cho thấy khi triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp được cải thiện, mức đầu tư có xu hướng gia tăng. Kết quả này phù hợp với các lý thuyết đầu tư doanh nghiệp, theo đó các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng tốt hơn thường mở rộng đầu tư nhằm tận dụng các cơ hội sinh lợi trong tương lai. Mặc dù mức ý nghĩa thống kê chỉ ở ngưỡng 10%, dấu và độ lớn của hệ số vẫn phản ánh mối quan hệ kinh tế hợp lý và nhất quán với kỳ vọng lý thuyết.

Về các kiểm định chẩn đoán của mô hình SGMM, kiểm định Arellano-Bond cho thấy tồn tại tự tương quan bậc nhất trong sai số sai phân ở mức biên (*AR*(1), *p*-value = 0,056). Kết quả này phù hợp với đặc điểm kỹ thuật của các mô hình bảng động sử dụng sai phân bậc nhất, do sai số sai phân tại các thời điểm liên tiếp có chung thành phần sai số gốc. Vì vậy, sự xuất hiện của *AR*(1) không được xem là vi phạm giả định của mô hình. Quan trọng hơn, kiểm định *AR*(2) cho *p*-value = 0,437, cho thấy không tồn tại tự tương quan bậc hai trong sai số sai phân, qua đó xác nhận tính hợp lệ của các biến công cụ sử dụng trong mô hình. Bên cạnh đó, kiểm định Hansen (*p*-value = 0,287) và kiểm định Difference-in-Hansen (*p*-value = 0,421) đều không có ý nghĩa thống kê, cho thấy không có bằng chứng để bác bỏ giả định ngoại sinh của các công cụ trong phương trình mức cũng như trong hệ thống GMM.

Do đó, kết quả ước lượng SGMM cho thấy đầu tư doanh nghiệp chịu tác động tích cực từ yếu tố tăng trưởng, trong khi các cú sốc theo thời gian có tác động tiêu cực rõ rệt đến quyết định đầu tư. Mô hình đáp ứng đầy đủ các điều kiện chẩn đoán quan trọng của phương pháp GMM động, qua đó khẳng định độ tin cậy của các ước lượng và tạo cơ sở vững chắc cho việc sử dụng phần dư của mô hình này trong các bước phân tích tiếp theo, đặc biệt là trong việc xây dựng thước đo hiệu quả đầu tư (*INVEFF*).

c. Xây dựng biến đại diện hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp (*INVEFF*)

Theo Biddle, Hilary & Verdi (2009), hiệu quả đầu tư được đo lường thông qua mức độ sai lệch của đầu tư thực tế so với mức đầu tư tối ưu. Cụ thể, đầu tư tối ưu được ước lượng từ mô hình hồi quy đầu tư theo cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp:

$$Investment_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Investment_{i,t-1} + \alpha_2 SalesGrowth_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Từ mô hình trên, đầu tư tối ưu được xác định thông qua giá trị dự báo của phương trình ước lượng từ mẫu như sau:

$$\widehat{Investment}_{i,t} = \widehat{\alpha}_0 + \widehat{\alpha}_1 Investment_{i,t-1} + \widehat{\alpha}_2 SalesGrowth_{i,t}$$

Trên cơ sở mô hình đầu tư kỳ vọng, phần dư đầu tư của doanh nghiệp i tại thời điểm t được xác định như sau:

$$\widehat{\varepsilon}_{i,t} = Investment_{i,t} - \widehat{Investment}_{i,t}$$

Dựa vào dấu và độ lớn của phần dư, nghiên cứu phân loại hành vi đầu tư thành hai dạng:

Đầu tư quá mức với phần dư mang giá trị dương: $OverINV_{it} = \max(\widehat{\varepsilon}_{i,t}, 0)$

Cách xây dựng này hàm ý rằng giá trị INVEFF càng lớn thì mức độ kém hiệu quả đầu tư càng cao, bất kể là đầu tư quá mức hay thiếu mức và ngược lại, giá trị INVEFF càng nhỏ thì đầu tư càng tiệm cận mức tối ưu, phản ánh hiệu quả đầu tư cao hơn.

Việc sử dụng INVEFF dựa trên phần dư giúp loại bỏ ảnh hưởng của các yếu tố kinh tế quan sát được lên quyết định đầu tư, từ đó tách bạch phần đầu tư không giải thích được bằng các yếu tố cơ bản, đúng với đo lường hiệu quả đầu tư trong các nghiên cứu thực nghiệm.

Để kiểm định vai trò trung gian của đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức, luận án xây dựng hệ phương trình bằng động gồm ba bước.

(i) Tác động trực tiếp của FRQ đến hiệu quả đầu tư

$$Inveff_{it} = \alpha Inveff_{i,t-1} + \beta FRQ_{it} + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó, X_{it} đại diện tập hợp các biến kiểm soát, ε_{it} là sai số ngẫu nhiên

(ii) Tác động của FRQ đến các biến trung gian

$$OverINV_{it} = \alpha OverINV_{i,t-1} + \beta FRQ_{it} + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$UnderINV_{it} = \alpha UnderINV_{i,t-1} + \beta FRQ_{it} + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó, $OverINV_{it}$ đại diện cho đầu tư quá mức, $UnderINV_{it}$ đại diện cho đầu tư dưới mức, FRQ_{it} là tập hợp các biến chất lượng báo cáo tài chính, X_{it} là tập hợp các biến kiểm soát. Nếu các hệ số α trong mô hình (ii) mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê, điều này cho thấy chất lượng báo cáo tài chính cao giúp hạn chế đầu tư quá mức và/hoặc đầu tư dưới mức.

(iii) Xác định vai trò trung gian

$$Inveff_{it} = \alpha Inveff_{i,t-1} + \beta FRQ_{it} + \gamma OverINV_{it} + \delta UnderINV_{it} + \theta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Vai trò trung gian được xác nhận khi:

- $\gamma < 0$ và/hoặc $\delta < 0$, cho thấy các sai lệch đầu tư làm suy giảm hiệu quả đầu tư;
- Độ lớn và mức ý nghĩa thống kê của β (iii) giảm so với β (i), hàm ý rằng một phần tác động của FRQ đến hiệu quả đầu tư được truyền dẫn thông qua các hành vi đầu tư quá mức/thiếu mức.

TÓM TẮT CUỐI CHƯƠNG

Chương 3 luận án trước hết đã đề xuất mô hình nghiên cứu. Luận án sau đó đã xây dựng hai giả thuyết chính trên cơ sở mô hình nghiên cứu, trong đó tập trung vào tác động của FRQ lên hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp, đồng thời đánh giá tác động trung gian của đầu tư dưới mức và quá mức trong mối quan hệ này.

Để xác định được biến độc lập này, luận án sử dụng phần dư của ba mô hình là FRQ_DD, FRQ_MSNT và FRQ_KASZ. Đối với biến phụ thuộc là Hiệu quả đầu tư, luận án sử dụng phần dư được xác định từ mô hình xác định tổng đồn tích có thể điều chỉnh. Mô hình cũng sử dụng các biến kiểm soát như tuổi doanh nghiệp, tài sản cố định hữu hình, độ biến động của dòng tiền...

Dữ liệu được thu thập từ các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Sau khi thu thập, dữ liệu được xử lý và loại bỏ các outliers, thiếu dữ liệu,... luận án còn lại 558 doanh nghiệp đủ để phân tích kiểm định thống kê. Chương 3 cũng đã đánh giá được các phần dư để làm các biến trong mô hình, từ đó chuẩn bị cho chương 4. Các phương pháp xử lý dữ liệu cũng được đưa ra tại cuối chương 3 trong việc xử lý đầu tư quá mức hay dưới mức.

CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Khái quát về thị trường chứng khoán Việt Nam và các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết

4.1.1. Khái quát quá trình phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam

Thị trường chứng khoán Việt Nam bắt đầu hoạt động chính thức vào ngày 28/7/2000 tại trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Tại phiên giao dịch đầu tiên chỉ có 2 cổ phiếu niêm yết là SAM và REE với giá trị vốn hóa đạt 444 tỷ đồng. Tiếp theo đó, vào ngày 8/3/2005, trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội được thành lập với 5 cổ phiếu niêm yết, vốn hóa đạt khoảng 112 tỷ đồng.

Trải qua hơn 20 năm hình thành và phát triển, quá trình phát triển của thị trường chứng khoán trải qua nhiều biến động và thăng trầm với các mốc sự kiện chính như sau:

Từ khi hình thành đến năm 2005: Có thể nói đây là giai đoạn sơ khai của thị trường chứng khoán Việt Nam. Tại giai đoạn này, mặc dù thị trường chứng khoán mới hình thành và non trẻ. Các nhà đầu tư cũng mới bắt đầu làm quen với thị trường. Giá trị vốn hóa thị trường còn nhỏ, chỉ bằng khoảng 1% GDP.

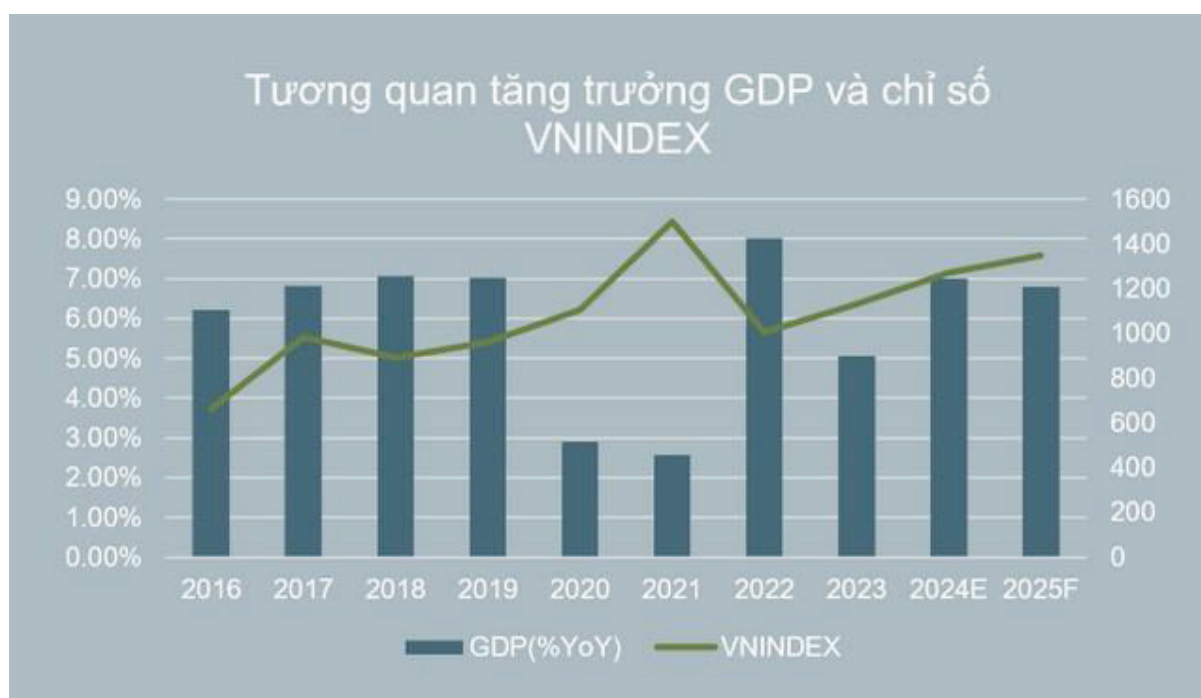
Vào các năm 2005 đánh dấu mốc phát triển cho thị trường chứng khoán Việt Nam với việc thành lập Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam và trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội.

Năm 2006, luật chứng khoán 70/2006/QH11 được thông qua chính là hành lang pháp lý, tạo điều kiện cho thị trường chứng khoán phát triển có định hướng. Số lượng công ty niêm yết, số lượng các nhà đầu tư, quy mô vốn hóa tăng đột biến. VN-Index đạt đỉnh 1.171 điểm vào ngày 12/3/2007. Tuy nhiên, sau đó thị trường bắt đầu không ổn định. Đến cuối năm, chỉ số VN-Index đóng cửa ở 927 điểm và mất 21% so với mức đỉnh.

Đầu năm 2008 với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, các quốc gia trên thế giới bị ảnh hưởng nặng nề và Việt Nam cũng không ngoại lệ. Việt Nam ghi nhận tốc độ lạm phát 19,9% (theo báo cáo của World Bank). Cuối năm 2008, chỉ số VN-index chỉ còn 245,4 điểm. Năm 2010, Quốc hội thông qua luật Chứng khoán sửa đổi nhằm minh bạch và tạo điều kiện cho sự phát triển của thị trường chứng khoán trong nước. Sau đó, thị trường tương đối ổn định và không có sự biến động lớn.

Từ 2017, thị trường chứng khoán phát triển mạnh mẽ và đạt đỉnh mới vào ngày 9/4/2018, Vn-Index chạm đỉnh 1.204,3 điểm. Tuy nhiên, do tác động của các lần tăng lãi suất của Cục dự trữ liên bang Mỹ và sự ảnh hưởng của cuộc chiến tranh thương mại

giữa Mỹ và Trung Quốc cũng phần nào ảnh hưởng tới thị trường chứng khoán Việt Nam. Các nhà đầu tư nước ngoài bán ròng cổ phiếu khiến thị trường biến động. Thống kê cho thấy có 7 phiên trong năm thị trường chứng khoán Việt Nam giảm hơn 3% trong đó có phiên giảm hơn 5%. Tại thời điểm phiên 19/12/2008, Vn-Index giảm hơn 6,6% từ đầu năm. Từ vị trí thị trường chứng khoán tăng trưởng mạnh nhất thế giới, Việt Nam có thời điểm trở thành thị trường giảm mạnh nhất thế giới.



Hình 4.1: Biểu đồ chỉ số VN-index qua các năm⁶

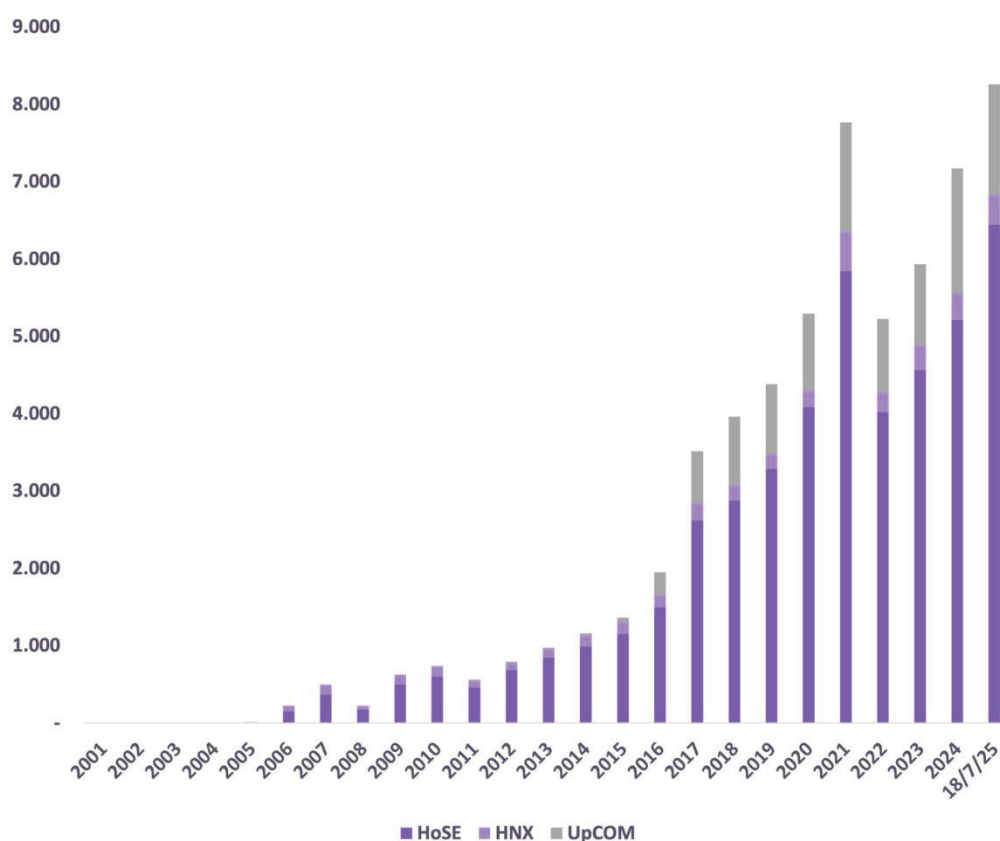
Nguồn: Tổng cục Thống kê (2024)

Từ sau năm 2020, mối quan hệ giữa tăng trưởng GDP và chỉ số VN-Index tại Việt Nam cho thấy sự lệch pha rõ rệt trong ngắn hạn, phản ánh vai trò chi phối của yếu tố tiền tệ, kỳ vọng thị trường và rủi ro hệ thống hơn là nền tảng kinh tế thực. Cụ thể, trong giai đoạn 2020–2021, mặc dù tăng trưởng GDP suy giảm mạnh do tác động của đại dịch COVID-19, VN-Index lại tăng mạnh và đạt mức đỉnh lịch sử, chủ yếu nhờ chính sách tiền tệ nới lỏng, mặt bằng lãi suất thấp và dòng tiền đầu cơ trong nước gia tăng nhanh chóng. Tuy nhiên, đến năm 2022, khi tăng trưởng GDP phục hồi mạnh mẽ, thị trường chứng khoán lại điều chỉnh sâu do tác động của thắt chặt tiền tệ toàn cầu, sự đảo chiều của dòng vốn và các cú sốc về niềm tin liên quan đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp và bất động sản. Bước sang giai đoạn 2023–2025, VN-Index có xu hướng phục hồi thận trọng song hành với tăng trưởng GDP ổn định hơn, cho thấy thị trường đang

⁶ Năm 2025 là ước tính.

dần quay trở lại phản ánh các yếu tố nền tảng, với sự phân hóa rõ nét giữa các doanh nghiệp có chất lượng tài chính tốt và khả năng duy trì dòng tiền bền vững. Nhìn chung, giai đoạn hậu 2020 cho thấy tăng trưởng kinh tế là điều kiện cần nhưng không đủ để thúc đẩy thị trường chứng khoán trong ngắn hạn, trong khi vai trò của thanh khoản, chính sách và kỳ vọng nhà đầu tư trở nên đặc biệt quan trọng.

Cùng với đó, thanh khoản và huy động vốn cũng tăng mạnh, cho thấy sức hấp dẫn của thị trường. Năm 2020, mức vốn hóa thị trường đạt gần 5 triệu tỷ đồng, tăng 14% so với năm 2019; huy động vốn của thị trường chứng khoán đạt 383.600 tỷ đồng, tăng 20%; giá trị giao dịch bình quân năm 2020 đạt trên 7.420 tỷ đồng/phiên, tăng 59,3%. Trong quý I/2021, tổng mức huy động vốn trên thị trường chứng khoán đạt mức 55.562 tỷ đồng, tăng 42% so với cùng kỳ năm 2020; giá trị giao dịch bình quân trên thị trường cổ phiếu đạt 18.907 tỷ đồng/phiên, tăng 155% so với bình quân năm 2020.



Hình 4.2: Giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam qua các năm

Nguồn: Tổng hợp từ Tổng cục Thống kê (2024) và báo cáo của Bộ Tài chính

Từ con số 0 vào những năm 2000, quy mô vốn hóa của thị trường chứng khoán hiện đã vượt mốc 8,2 triệu tỷ đồng, cao nhất trong lịch sử và tương đương khoảng 70%

GDP của Việt Nam năm 2024. Trong đó, giá trị vốn hóa sàn HoSE chiếm hơn 6,4 triệu tỷ đồng, cũng là con số kỷ lục dù chỉ số VN-Index chưa vượt đỉnh.

Vốn hóa thị trường tăng vượt bậc một phần đến từ các doanh nghiệp niêm yết mới, đặc biệt là các “bom tấn”. Cùng với sự đi lên của thị trường, danh sách các doanh nghiệp tỷ USD vốn hóa cũng ngày càng nhiều, có thể kể đến như Vietcombank, Vingroup, Masan, Hòa Phát, FPT, Vinamilk, Gelex,...

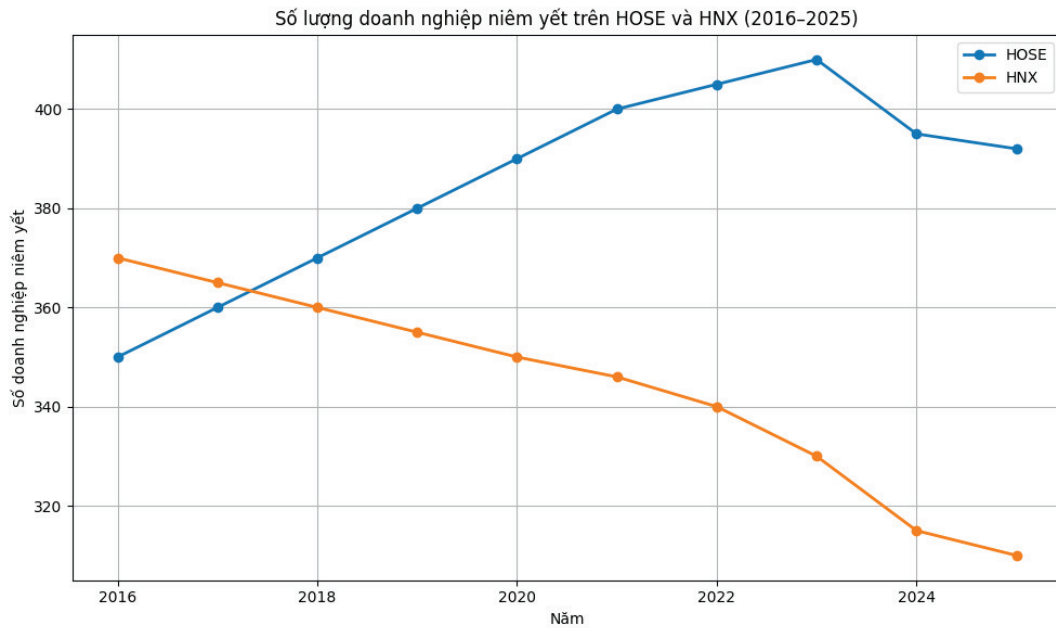
4.1.2. Khái quát về các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Công ty niêm yết là một công ty cổ phần và có thực hiện đăng ký giao dịch cổ phiếu tại thị trường giao dịch tập trung (các sở giao dịch chứng khoán). Theo đó, nếu công ty trở thành công ty niêm yết, công ty sẽ chịu sự quản lý chặt chẽ và tuân thủ các quy định dành riêng cho các công ty niêm yết, đặc biệt là các quy định về việc lập báo cáo định kỳ, lập các báo cáo giải trình cũng như báo cáo thường niên....Như vậy, so với các công ty cổ phần không niêm yết, nhà đầu tư của các công ty niêm yết sẽ có nhiều cơ hội tiếp cận với các thông tin của công ty như các báo cáo tài chính đã được kiểm toán, các báo cáo quản trị....Như vậy, quyền lợi của nhà đầu tư cũng được bảo đảm hơn.

Trong giai đoạn từ năm 2000 -2005, các doanh nghiệp Việt Nam vẫn còn dè dặt việc niêm yết tại thị trường chứng khoán, số lượng niêm yết còn chưa nhiều. Đến năm 2006, với các chính sách, sự kiện quan trọng ảnh hưởng lớn đến nền kinh tế Việt Nam nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng như: Việt Nam gia nhập Tổ chức Thương mại thế giới WTO; chính sách ưu đãi ưu đãi thuế thu nhập cho doanh nghiệp niêm yết trong 2 năm kể từ khi lên niêm yết; Luật chứng khoán ra đời cùng các Nghị định, Thông tư hướng dẫn đã tạo một khung pháp lý vững chắc cho thị trường... đã tạo ra một làn sóng lên sàn ồ ạt của các công ty cổ phần. Số công ty niêm yết mới tăng liên tục. Thị trường cũng chứng kiến những doanh nghiệp có quy mô lớn chào sàn như các mã cổ phiếu: VNM (2008), GAS (2012), BID (2014), VHM (2018), GVR (2019)....

Ngày 26/11/2019, Quốc Hội đã thông qua Luật chứng khoán số 54/2019/QH14, có hiệu lực từ ngày 01/01/2021 thay thế cho Luật Chứng khoán số 70/2006/QH11 và Luật số 62/2010/QH12 sửa đổi, bổ sung một số điều của Chứng khoán 2006. Luật Chứng khoán 2019 được ban hành với nhiều nội dung đã mở ra cơ sở và khung pháp lý hoàn thiện, đồng bộ, tạo điều kiện và đảm bảo nền tảng pháp lý nhằm thu hút các nhà đầu tư trong và ngoài nước cũng như tạo môi trường minh bạch cho các công ty niêm yết hoạt động.

Đến cuối năm 2021, số lượng doanh nghiệp niêm yết tại 2 sàn chứng khoán là 754, giá trị vốn hóa đạt khoảng 9300 triệu tỷ đồng, tăng khoảng 40% so với năm 2020.



Hình 4.3: Số lượng công ty niêm yết trên sàn HOSE và HNX qua các năm

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Số doanh nghiệp niêm yết trên HOSE tăng đều từ năm 2016 và đạt mức cao nhất vào giai đoạn 2022–2023, phản ánh quá trình mở rộng quy mô và vai trò trung tâm của HOSE trong hệ thống thị trường vốn Việt Nam. Tuy nhiên, từ sau năm 2023, số lượng doanh nghiệp niêm yết trên HOSE có xu hướng giảm nhẹ, cho thấy tác động của việc siết chặt điều kiện niêm yết, gia tăng yêu cầu về minh bạch thông tin và quá trình tái cấu trúc thị trường. Ngược lại, số doanh nghiệp niêm yết trên HNX giảm liên tục trong suốt giai đoạn nghiên cứu, phản ánh xu hướng hủy niêm yết, chuyển sàn hoặc chuyển sang giao dịch trên UPCoM, đặc biệt rõ nét từ sau năm 2020. Nhìn chung, sự thay đổi về số lượng doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam đang chuyển dịch từ giai đoạn mở rộng theo chiều rộng sang tập trung nâng cao chất lượng niêm yết và chuẩn mực công bố thông tin.

Thị trường chứng khoán Việt Nam có 2 sàn giao dịch chính với cách thức phân ngành khác nhau. Tại sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX), các công ty được phân ngành theo tiêu chuẩn HaSIC (Tiêu chuẩn phân ngành của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội) gồm 3 cấp ngành với 11 ngành cấp I, 39 ngành cấp II và 193 ngành cấp III. Các ngành chính của HaSIC gồm: nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản; khai khoáng và dầu khí; công nghiệp; xây dựng; vận tải kho bãi; thương mại và dịch vụ lưu trú ăn uống; thông tin, truyền thông và các hoạt động khác; y tế; hoạt động chuyên môn, khoa học và công nghệ, hành chính và dịch vụ hỗ trợ; tài chính; bất động sản.

Tại sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE), các cổ phiếu được phân loại theo chuẩn phân ngành quốc tế GICS (Global Industry Classification Standards - Chuẩn phân ngành toàn cầu). Cấu trúc phân ngành của GICS gồm 10 ngành chính, 23 ngành cấp I, 50 ngành cấp II và 122 ngành cấp III. Các ngành chính của GICS gồm: năng lượng; nguyên vật liệu; công nghiệp; hàng tiêu dùng không thiết yếu; hàng tiêu dùng thiết yếu; chăm sóc sức khỏe; tài chính; công nghệ thông tin; dịch vụ viễn thông; dịch vụ điện nước.

4.2. Kết quả kiểm định mô hình

4.2.1. Kết quả thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả mẫu nghiên cứu của 558 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được trình bày ở Bảng 4.1.

Bảng 4.1. Kết quả thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

Biến	Số quan sát	GTTB	Độ lệch chuẩn	GTNN	GTLN
id	5.580	500,129	288,233	2	1003
year	5.580	2019,500	2,873	2015	2024
investment	5.580	0,007	0,188	-0,937	8,882
sgt	5.580	0,258	4,255	-2,845	244,456
wca	5.580	-0,005	0,046	-0,609	1,048
cfot	5.580	2,14E+11	1,10E+12	-6,76E+12	1,80E+13
cfot_1	5.580	2,00E+11	1,06E+12	-6,76E+12	1,80E+13
cfotplus1	5.580	2,38E+11	1,24E+12	-1,18E+13	1,99E+13
deltaar	5.580	0,040	0,644	-0,975	35,699
deltasales	5.580	0,095	3,373	-185,731	143,231
ta	5.580	0,064	1,208	-2,941	67,751
ppe	5.580	0,682	0,557	-0,011	6,853
deltacfo	5.580	0,117	0,257	-0,246	13,763
lnage	5.580	3,197	0,624	-0,693	4,779
tang	5.580	0,288	0,233	-0,049	1,583
stdcfo	5.580	0,068	0,075	-0,057	1,351
cfoata	5.580	0,066	0,146	-3,393	1,428

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ STATA17

Bảng 4.1 trình bày kết quả thống kê mô tả đối với mẫu nghiên cứu gồm 558 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2015-2024 với tổng số 5.580 quan sát, tương ứng với dữ liệu bảng cân bằng theo thời gian. Các chỉ tiêu thống kê bao gồm giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất, phản ánh đặc điểm phân bố của các biến trong mô hình nghiên cứu.

Biến investment (đầu tư) có giá trị trung bình là 0,007, cho thấy mức đầu tư ròng của các doanh nghiệp nhìn chung không quá cao trong giai đoạn nghiên cứu. Tuy nhiên, độ lệch chuẩn tương đối lớn (0,188) cùng với giá trị nhỏ nhất là -0,937 và lớn nhất lên tới 8,882 phản ánh sự khác biệt rất lớn trong hành vi đầu tư giữa các doanh nghiệp. Điều này cho thấy sự tồn tại đồng thời của cả hiện tượng đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức, tạo cơ sở phù hợp cho việc phân tích hiệu quả đầu tư trong nghiên cứu.

Biến sgt (tăng trưởng doanh thu) có giá trị trung bình là 0,258, tuy nhiên độ lệch chuẩn rất lớn (4,255) và giá trị cực đại lên tới 244,456, cho thấy tăng trưởng doanh thu giữa các doanh nghiệp có mức độ biến động rất cao. Điều này phản ánh đặc điểm thị trường Việt Nam, nơi các doanh nghiệp chịu ảnh hưởng mạnh từ chu kỳ kinh tế, quy mô nhỏ và mức độ không ổn định trong hoạt động kinh doanh.

Biến wca (vốn lưu động) có giá trị trung bình là -0,005, gần bằng 0, cho thấy nhìn chung các doanh nghiệp duy trì mức vốn lưu động tương đối cân bằng. Tuy nhiên, giá trị nhỏ nhất là -0,609 và lớn nhất là 1,048 cho thấy vẫn tồn tại sự khác biệt đáng kể trong chính sách quản lý vốn lưu động giữa các doanh nghiệp.

Biến cfot (dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tại thời điểm t) có giá trị trung bình là 214 tỷ đồng với độ lệch chuẩn rất lớn (1.100 tỷ đồng). Giá trị nhỏ nhất là -6.760 tỷ đồng và lớn nhất lên tới 18.000 tỷ đồng, phản ánh sự chênh lệch rất lớn về quy mô và hiệu quả tạo dòng tiền giữa các doanh nghiệp niêm yết.

Biến cfot_1 (dòng tiền trễ một kỳ) có đặc điểm thống kê tương tự cfot, cho thấy dòng tiền của doanh nghiệp có tính bền vững nhất định theo thời gian.

Biến cfotplus1 (dòng tiền kỳ t+1) có giá trị trung bình cao hơn (238 tỷ đồng) và độ lệch chuẩn lớn hơn (1.240 tỷ đồng), phản ánh kỳ vọng tăng trưởng dòng tiền trong tương lai, đồng thời cho thấy sự biến động lớn và rủi ro trong khả năng tạo dòng tiền của doanh nghiệp.

Biến deltaar (thay đổi khoản phải thu) có giá trị trung bình là 0,040, với độ lệch chuẩn 0,644 và giá trị lớn nhất lên tới 35,699, cho thấy nhiều doanh nghiệp có sự gia tăng mạnh khoản phải thu, tiềm ẩn rủi ro về chất lượng doanh thu và quản trị tín dụng thương mại.

Biến *deltasales* (thay đổi doanh thu) có giá trị trung bình là 0,095 nhưng độ lệch chuẩn rất lớn (3,373) cùng với giá trị nhỏ nhất -185,731 và lớn nhất 143,231, phản ánh sự biến động mạnh của doanh thu, đặc biệt trong các giai đoạn thị trường biến động hoặc khủng hoảng.

Biến *ta* (tăng trưởng tài sản) có giá trị trung bình là 0,064, độ lệch chuẩn 1,208, cho thấy tốc độ mở rộng tài sản của doanh nghiệp không đồng đều, tồn tại cả những doanh nghiệp mở rộng nhanh và những doanh nghiệp thu hẹp quy mô.

Biến *ppe* (tài sản cố định hữu hình) có giá trị trung bình là 0,682, cho thấy tài sản hữu hình chiếm tỷ trọng đáng kể trong tổng tài sản của doanh nghiệp Việt Nam, phù hợp với đặc điểm các ngành sản xuất, xây dựng và công nghiệp.

Biến *deltacfo* (thay đổi dòng tiền hoạt động) có giá trị trung bình là 0,117, cho thấy xu hướng cải thiện dòng tiền ở nhiều doanh nghiệp, song độ lệch chuẩn 0,257 và giá trị lớn nhất 13,763 phản ánh sự phân hóa mạnh.

Biến *lnage* (logarit tự nhiên của tuổi doanh nghiệp) có giá trị trung bình là 3,197, tương ứng với các doanh nghiệp có thời gian hoạt động tương đối dài. Điều này cho thấy mẫu nghiên cứu chủ yếu bao gồm các doanh nghiệp đã vượt qua giai đoạn khởi nghiệp ban đầu.

Biến *tang* (tỷ trọng tài sản hữu hình) có giá trị trung bình là 0,288, cho thấy tài sản hữu hình chiếm khoảng 28,8% tổng tài sản, phản ánh mức độ thâm dụng vốn cố định vừa phải của các doanh nghiệp niêm yết.

Biến *stdcfo* (độ biến động dòng tiền) có giá trị trung bình là 0,068, phản ánh mức độ rủi ro dòng tiền ở mức trung bình, tuy nhiên giá trị lớn nhất 1,351 cho thấy một số doanh nghiệp có dòng tiền rất bất ổn.

Biến *cfoata* (dòng tiền hoạt động trên tổng tài sản) có giá trị trung bình là 0,066, cho thấy hiệu quả tạo dòng tiền trên tài sản ở mức khiêm tốn, đồng thời tồn tại những doanh nghiệp có hiệu quả rất thấp (giá trị nhỏ nhất -3,393).

Nhìn chung, kết quả thống kê mô tả cho thấy các biến trong mô hình có mức độ phân tán lớn, phản ánh đúng đặc điểm dữ liệu bảng vi mô của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Sự tồn tại của các giá trị cực trị và độ lệch chuẩn cao ở nhiều biến cho thấy khả năng tồn tại vấn đề nội sinh, động học và dị phương sai, từ đó củng cố tính phù hợp của việc sử dụng mô hình bảng động ước lượng bằng GMM (DGMM và SGMM) trong các phân tích tiếp theo.

4.2.2. Tác động trực tiếp của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư

Trước khi tiến hành ước lượng mô hình chính, nghiên cứu dựa trên cơ sở lý thuyết định tính để nhận diện khả năng nội sinh của các biến giải thích trong mô hình hiệu quả đầu tư. Theo lý thuyết tài chính doanh nghiệp, hiệu quả đầu tư phản ánh mức độ doanh nghiệp phân bổ vốn phù hợp với cơ hội tăng trưởng, qua đó hạn chế tình trạng đầu tư quá mức hoặc thiếu đầu tư (Biddle & cộng sự, 2009). Tuy nhiên, hiệu quả đầu tư không chỉ chịu tác động từ các đặc điểm tài chính và thông tin kế toán, mà còn có thể ảnh hưởng ngược trở lại các yếu tố này thông qua cơ chế phản hồi động, làm phát sinh vấn đề nội sinh trong mô hình hồi quy (Wooldridge, 2010).

Kết quả kiểm định (Bảng 4.2) cho thấy mức độ và hình thức nhân quả không đồng nhất giữa các cặp biến. Quan hệ nhân quả hai chiều được ghi nhận rõ ràng đối với FRQ_dd , $lnage$ và $stdcfo$, củng cố lập luận lý thuyết về sự tồn tại của phản hồi ngược và tính nội sinh. Biến Frq_mnst thể hiện quan hệ nhân quả một chiều từ $inveff$, hàm ý rằng hiệu quả đầu tư có thể ảnh hưởng ngược trở lại chất lượng báo cáo tài chính. Một số biến như frq_ka và $cfoata$ không cho thấy bằng chứng nhân quả Granger rõ ràng. Tuy nhiên, điều này không đồng nghĩa với việc các biến này là ngoại sinh, do kiểm định Granger không phản ánh đầy đủ quan hệ đồng thời và dễ bị ảnh hưởng bởi sai số đo lường cũng như độ dài chuỗi thời gian ngắn (Dumitrescu & Hurlin, 2012).

Bảng 4.2: Kết quả kiểm định nhân quả

Cặp biến kiểm định	Hướng kiểm định	p-value	Kết luận
$frq_mnst \leftrightarrow inveff$	$frq_mnst \rightarrow inveff$	0,1125	Không có quan hệ nhân quả
	$inveff \rightarrow frq_mnst$	0,0000	Có quan hệ nhân quả mạnh
$frq_ka \leftrightarrow inveff$	$frq_ka \rightarrow inveff$	0,9487	Không có quan hệ nhân quả
	$inveff \rightarrow frq_ka$	0,6711	Không có quan hệ nhân quả
$frq_dd \leftrightarrow inveff$	$frq_dd \rightarrow inveff$	0,0539	Có quan hệ nhân quả (10%)
	$inveff \rightarrow frq_dd$	0,0560	Có quan hệ nhân quả (10%)
$lnage \leftrightarrow inveff$	$lnage \rightarrow inveff$	0,0000	Có quan hệ nhân quả mạnh
	$inveff \rightarrow lnage$	0,0003	Có quan hệ nhân quả mạnh
$tang \leftrightarrow inveff$	$tang \rightarrow inveff$.	Không xác định
	$inveff \rightarrow tang$.	Không xác định
$stdcfo \leftrightarrow inveff$	$stdcfo \rightarrow inveff$	0,0115	Có quan hệ nhân quả mạnh
	$inveff \rightarrow stdcfo$	0,0393	Có quan hệ nhân quả mạnh
$cfoata \leftrightarrow inveff$	$cfoata \rightarrow inveff$	0,9810	Không có quan hệ nhân quả
	$inveff \rightarrow cfoata$	0,6513	Không có quan hệ nhân quả

Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

Từ kết quả trên cho thấy mô hình hiệu quả đầu tư (inveff) đối mặt với rủi ro nội sinh nghiêm trọng, xuất phát từ quan hệ nhân quả hai chiều, phản hồi ngược và các yếu tố không quan sát được. Do đó, việc sử dụng mô hình bảng động với ước lượng SGMM là cần thiết và phù hợp nhằm đảm bảo tính nhất quán của ước lượng.

Trên cơ sở kết quả kiểm tra nội sinh, nghiên cứu tiến hành ước lượng bốn mô hình bảng động bằng phương pháp SGMM nhằm đánh giá tác động của chất lượng báo cáo tài chính (FRQ) đến hiệu quả đầu tư (INVEFF) của doanh nghiệp. Các mô hình được xây dựng theo các đặc tả khác nhau, bao gồm mô hình đầy đủ với đồng thời ba thước đo FRQ và các mô hình thay thế trong đó các thước đo FRQ được đưa vào theo từng cặp nhằm kiểm định độ bền của kết quả.

Bảng 4.3. So sánh kết quả ước lượng tác động của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư

Nội dung	Mô hình (A) FRQ đầy đủ (frq_dd, frq_mnst, frq_ka)	Mô hình (B) (frq_dd, frq_mnst)	Mô hình (C) (frq_dd, frq_ka)	Mô hình (D) (frq_mnst, frq_ka)
Biến độc lập chính				
frq_dd	+ (p = 0,256, không ý nghĩa)	+ (p = 0,051, có ý nghĩa mức 10%)	+ (p = 0,237, không ý nghĩa)	—
frq_mnst	+ (p = 0,457, không ý nghĩa)	+ (p = 0,021, có ý nghĩa mức 5%)	—	- (p = 0,645, không ý nghĩa)
frq_kazs	+ (p = 0,815, không ý nghĩa)	—	+ (p = 0,237, không ý nghĩa)	+ (p = 0,507, không ý nghĩa)
L. INVEFF	+ (p = 0,205, không ý nghĩa)	+ (p = 0,413, không ý nghĩa)	+ (p = 0,119, không ý nghĩa)	+ (p = 0,102, có ý nghĩa mức 10%)
Biến kiểm soát				
lnage	+ (p = 0,326, không ý nghĩa)	+ (p = 0,696, không ý nghĩa)	+ (p = 0,220, không ý nghĩa)	+ (p = 0,004, có ý nghĩa mức 1%)

Nội dung	Mô hình (A) FRQ đầy đủ (frq_dd, frq_mnst, frq_ka)	Mô hình (B) (frq_dd, frq_mnst)	Mô hình (C) (frq_dd, frq_ka)	Mô hình (D) (frq_mnst, frq_ka)
cfoata	– (p = 0,283, không ý nghĩa)	- (p = 0,012, có ý nghĩa mức 5%)	– (p = 0,250, không ý nghĩa)	– (p = 0,974, không ý nghĩa)
tang	– (p = 0,523, không ý nghĩa)	– (p = 0,206, không ý nghĩa)	– (p = 0,512, không ý nghĩa)	+ (p = 0,306, không ý nghĩa)
stdcfo	+ (p = 0,778, không ý nghĩa)	+ (p = 0,985, không ý nghĩa)	+ (p = 0,556, không ý nghĩa)	+ (p = 0,294, không ý nghĩa)
Kiểm định AR(1)	đạt (p = 0,02)	đạt (p = 0,00)	đạt (p = 0,02)	đạt (p = 0,07)
Kiểm định AR(2)	đạt (p = 0,96)	đạt (p = 0,74)	đạt (p = 0,98)	đạt (p = 0,69)
Hansen test	đạt (p = 0,91)	đạt (p = 0,96)	đạt (p = 0,89)	đạt (p = 0,53)
Difference- in-Hansen	đạt (p = 0,98)	đạt (p = 0,77)	đạt (p = 0,73)	đạt (p = 0,74)
Đánh giá tổng thể	Phù hợp nhưng hiệu ứng FRQ bị “làm mờ”	Mô hình mạnh nhất	Hiệu ứng yếu	FRQ không còn vai trò rõ ràng

Ghi chú: “+” (“–”) thể hiện dấu của hệ số; mức ý nghĩa lần lượt ở 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

Bảng 4.3 trình bày kết quả so sánh các đặc tả mô hình khác nhau nhằm đánh giá độ bền của tác động từ chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư. Mặc dù kết quả ước lượng chưa hoàn toàn đồng nhất giữa các mô hình, bảng kết quả cho thấy một số khuynh hướng nhất quán và có ý nghĩa quan trọng.

Đầu tiên, trong mô hình đầy đủ (Mô hình A), khi đồng thời đưa cả ba thước đo chất lượng báo cáo tài chính (frq_dd, frq_mnst và frq_ka) vào mô hình thì các hệ số ước lượng đều mang dấu dương nhưng không đạt ý nghĩa thống kê. Kết quả này gợi ý khả năng tồn tại hiện tượng chồng lấn thông tin giữa các thước đo FRQ, khiến tác động riêng

re của từng biến khó được nhận diện một cách rõ ràng. Tuy nhiên, các kiểm định chẩn đoán cho thấy mô hình được đặc tả phù hợp, không tồn tại tự tương quan bậc hai và bộ công cụ sử dụng trong SGMM là hợp lệ, cho thấy vấn đề không xuất phát từ phương pháp ước lượng mà chủ yếu đến từ cấu trúc thông tin của các biến FRQ.

Bên cạnh đó, khi các thước đo chất lượng báo cáo tài chính được đưa vào theo từng cặp, tác động của FRQ đến hiệu quả đầu tư trở nên rõ nét hơn. Đáng chú ý, Mô hình (B), khi kết hợp frq_dd và frq_mnst cho kết quả mạnh nhất, biến frq_mnst có tác động dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, trong khi frq_dd đạt ý nghĩa ở mức 10%. Điều này cho thấy hai thước đo này phản ánh các khía cạnh bổ trợ của chất lượng báo cáo tài chính, qua đó góp phần nâng cao hiệu quả đầu tư thông qua việc cải thiện độ tin cậy và tính hữu ích của thông tin kế toán phục vụ quá trình ra quyết định.

Ngược lại, các mô hình có sự xuất hiện của frq_ka (Mô hình C và D) đều cho thấy biến này không có ý nghĩa thống kê, ngay cả khi được kết hợp với các thước đo FRQ khác. Kết quả này hàm ý rằng frq_ka có thể phản ánh một chiều cạnh của chất lượng báo cáo tài chính ít gắn trực tiếp với quyết định đầu tư, hoặc tác động của nó đã bị hấp thụ bởi các thước đo FRQ còn lại khi được đưa vào cùng mô hình.

Xét tổng thể cả bốn mô hình, kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy chất lượng báo cáo tài chính có vai trò cải thiện hiệu quả đầu tư, song mức độ và ý nghĩa của tác động phụ thuộc đáng kể vào cách đo lường FRQ. Việc sử dụng đồng thời mô hình đầy đủ và các mô hình kết hợp theo cặp không chỉ giúp kiểm định độ bền của kết quả, mà còn cho phép nhận diện rõ hơn những kênh thông tin kế toán có ý nghĩa thực chất đối với quyết định đầu tư của doanh nghiệp.

Về mặt động học, hệ số của biến trễ $L.inveff$ trong cả bốn mô hình đều mang dấu dương nhưng không đạt ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy hiệu quả đầu tư không thể hiện tính quán tính mạnh theo thời gian, hàm ý rằng các quyết định đầu tư của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng chủ yếu từ điều kiện thông tin và tài chính tại từng thời điểm, hơn là bị chi phối bởi hiệu quả đầu tư trong quá khứ.

Cuối cùng, tất cả các mô hình đều thỏa mãn đầy đủ các điều kiện chẩn đoán quan trọng của phương pháp System GMM. Cụ thể, kiểm định Arellano-Bond cho thấy tồn tại tự tương quan bậc nhất trong sai phân, phù hợp với kỳ vọng của mô hình bảng động nhưng không phát hiện tự tương quan bậc hai. Đồng thời, kiểm định Hansen và Difference-in-Hansen đều cho giá trị p-value lớn, xác nhận tính hợp lệ của bộ công cụ và giả định ngoại sinh của các biến công cụ. Những kết quả này đảm bảo tính nhất quán và độ tin cậy của các ước lượng, qua đó củng cố cơ sở thực nghiệm cho các kết luận rút ra từ nghiên cứu.

Từ kết quả tại Bảng 4.3, nghiên cứu lựa chọn Mô hình (B) ước lượng bằng phương pháp System GMM làm mô hình phân tích chính cho mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư. Việc lựa chọn này dựa trên cả tiêu chí thống kê, cơ sở lý thuyết và mức độ phù hợp với mục tiêu nghiên cứu.

Thứ nhất, xét về ý nghĩa thống kê tổng thể, mô hình cho giá trị $\text{Prob} > F = 0,024$, cho thấy mô hình đạt ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Điều này hàm ý rằng tập hợp các biến giải thích trong mô hình có khả năng giải thích sự biến động của hiệu quả đầu tư, khắc phục được hạn chế của một số đặc tả trước đó khi mô hình chưa đạt ý nghĩa tổng thể.

Thứ hai, xét về các biến nghiên cứu chính, cả hai thước đo chất lượng báo cáo tài chính là frq_dd và frq_mnst đều mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê (lần lượt ở mức 10% và 5%). Đây là đặc điểm nổi bật của mô hình này so với các đặc tả còn lại, khi các mô hình đưa đồng thời ba thước đo FRQ có xu hướng làm “mờ” tác động riêng lẻ do chồng lấn thông tin, đồng thời, các mô hình có sự xuất hiện của frq_ka không cho thấy bằng chứng thống kê rõ ràng về tác động đến hiệu quả đầu tư. Việc frq_dd và frq_mnst đồng thời có ý nghĩa trong cùng một mô hình cho thấy hai thước đo này phản ánh những khía cạnh bổ trợ của chất lượng báo cáo tài chính, giúp mô hình nhận diện rõ hơn kênh tác động của thông tin kế toán đến quyết định phân bổ vốn. Điều này phù hợp với mục tiêu nghiên cứu là làm rõ vai trò của chất lượng báo cáo tài chính trong việc cải thiện hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

Thứ ba, xét về đặc điểm động của mô hình, biến trễ $L.inveff$ mang dấu dương nhưng không có ý nghĩa thống kê, cho thấy hiệu quả đầu tư không thể hiện tính quán tính mạnh theo thời gian. Kết quả này phù hợp với lập luận rằng các sai lệch đầu tư có xu hướng được điều chỉnh tương đối nhanh khi điều kiện thông tin và tài chính thay đổi, đồng thời củng cố vai trò của chất lượng báo cáo tài chính như một yếu tố quyết định tại từng thời điểm hơn là sự phụ thuộc vào quá khứ.

Thứ tư, về độ tin cậy phương pháp, mô hình thỏa mãn đầy đủ các điều kiện chẩn đoán quan trọng của System GMM. Cụ thể, kiểm định Arellano-Bond cho thấy tồn tại tự tương quan bậc nhất trong sai phân nhưng không tồn tại tự tương quan bậc hai, đảm bảo điều kiện cần cho tính hợp lệ của các biến công cụ. Kiểm định Hansen và Difference-in-Hansen đều cho giá trị p-value lớn, cho thấy không có bằng chứng bác bỏ giả thuyết ngoại sinh của tập công cụ, qua đó đảm bảo tính nhất quán của các ước lượng.

Từ các lập luận trên, Mô hình (B) tại Bảng 4.4 được xem là mô hình phù hợp nhất để phân tích tác động của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư trong nghiên cứu này. Mô hình không chỉ đạt ý nghĩa thống kê tổng thể, mà còn cung cấp bằng chứng kinh tế rõ ràng, ổn định và phù hợp với khung lý thuyết, đồng thời đáp ứng đầy

đủ các yêu cầu kỹ thuật của phương pháp GMM động. Do đó, các thảo luận và hàm ý chính sách trong các phần tiếp theo của luận án sẽ chủ yếu dựa trên kết quả ước lượng từ mô hình này.

Bảng 4.4: Kết quả chạy mô hình (B) ước lượng theo phương pháp SGMM

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM							
Group variable: id				Number of obs	=	4464	
Time variable : year				Number of groups	=	558	
Number of instruments = 29				Obs per group: min	=	8	
F(7, 557)	=	2.32			avg	=	8.00
Prob > F	=	0.024			max	=	9
		Corrected					
inveff	Coefficient	std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]		
inveff							
L1.	0.111223	0.1356879	0.82	0.413	-0.1552995	0.3777454	
frq_dd	0.8805607	0.4509387	1.95	0.051	-0.0051875	1.766309	
	0.0631405	0.0273562	2.31	0.021	0.0094066	0.1168743	
frq_mnst							
lnage	0.0205468	0.0526316	0.39	0.696	-0.0828339	0.1239276	
cfoata	-1.110468	0.440911	-2.52	0.012	-1.976519	-0.2444163	
tang	-0.2048763	0.1616836	-1.27	0.206	-0.5224603	0.1127077	
stdcfo	0.0034564	0.1860073	0.02	0.985	-0.3619051	0.368818	
_cons	0.0507835	0.224506	0.23	0.821	-0.3901983	0.4917654	
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.77					Pr > z = 0.006		
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.33					Pr > z = 0.744		
Sargan test of overid. restrictions: chi2(21) = 27.95					Prob > chi2 = 0.141		
(Not robust, but not weakened by many instruments.)							
Hansen test of overid. restrictions: chi2(21) = 10.86					Prob > chi2 = 0.965		
(Robust, but weakened by many instruments.)							
Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:							
GMM instruments for levels							
Hansen test excluding group: chi2(16) = 8.33					Prob > chi2 = 0.938		
Difference (null H = exogenous): chi2(5) = 2.52					Prob > chi2 = 0.773		

Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

Từ bảng 4.3, Mô hình (B) với phương pháp ước lượng SGMM cho thấy cả hai biến *frq_dd* và *frq_mnst* đều mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê, lần lượt ở mức 10% và 5%, phù hợp với kỳ vọng lý thuyết về vai trò của chất lượng thông tin kế toán đối với hiệu quả đầu tư.

Về đặc điểm động của hiệu quả đầu tư, hệ số của biến trễ *L.inveff* mang dấu dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này cho thấy hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp trong kỳ hiện tại không chịu ảnh hưởng rõ rệt từ mức hiệu quả đầu tư trong quá khứ, hàm ý rằng các sai lệch đầu tư có xu hướng được điều chỉnh tương đối nhanh theo thời gian thay vì kéo dài dai dẳng.

Đối với các biến đại diện cho chất lượng báo cáo tài chính, kết quả cho thấy bằng chứng rõ ràng về vai trò tích cực của thông tin kế toán đối với hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Cụ thể, biến *frq_dd* có hệ số dương và đạt ý nghĩa thống kê ở mức 10% (p-value = 0,051). Điều này cho thấy khi chất lượng báo cáo tài chính được cải thiện theo cách tiếp cận Dechow & Dichev (2008), tức là các khoản dồn tích được gắn kết chặt chẽ hơn với dòng tiền thực, doanh nghiệp có xu hướng giảm mức độ sai lệch đầu tư, qua đó nâng cao hiệu quả đầu tư. Kết quả này phù hợp với lập luận lý thuyết rằng thông tin dồn tích chất lượng cao giúp nhà quản lý và các bên liên quan đánh giá chính xác hơn hiệu quả của các dự án đầu tư.

Biến *frq_mnst* (chất lượng báo cáo tài chính theo mô hình McNichols & Stubben) cho kết quả mạnh và ổn định hơn khi đạt ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Điều này cho thấy chất lượng thông tin kế toán gắn với khả năng dự báo dòng tiền và phản ánh hiệu quả hoạt động thực sự của doanh nghiệp đóng vai trò quan trọng trong việc cải thiện quyết định phân bổ vốn. Khi báo cáo tài chính cung cấp thông tin đáng tin cậy hơn, mức độ bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và các bên liên quan giảm xuống, từ đó nâng cao kỷ luật đầu tư và hiệu quả sử dụng nguồn lực.

Việc *frq_dd* và *frq_mnst* cùng có ý nghĩa thống kê trong cùng một mô hình cho thấy hai thước đo này phản ánh những khía cạnh bổ trợ của chất lượng báo cáo tài chính. Trong khi *frq_dd* nhấn mạnh mức độ chính xác của thông tin dồn tích thì *frq_mnst* phản ánh khả năng liên kết giữa thông tin kế toán và dòng tiền tương lai. Sự kết hợp này giúp mô hình nhận diện rõ hơn vai trò của chất lượng báo cáo tài chính đối với hiệu quả đầu tư, đồng thời hạn chế hiện tượng chồng lấn thông tin khi sử dụng từng thước đo riêng lẻ.

Đối với các biến kiểm soát, biến *cfoata* mang hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Kết quả này phản ánh rằng các doanh nghiệp có dòng tiền hoạt động dồi dào nhưng thiếu cơ chế giám sát hiệu quả có thể đối mặt với nguy cơ đầu tư kém hiệu quả, phù hợp với giả thuyết dòng tiền tự do. Các biến *lnage*, *tang* và *stdcfo* không cho thấy tác động có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả đầu tư trong mô hình này, cho thấy sau khi đã kiểm soát chất lượng báo cáo tài chính và đặc điểm động, các yếu tố này không đóng vai trò quyết định đối với hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

Về các kiểm định chẩn đoán của mô hình, kiểm định Arellano-Bond cho thấy tồn tại tự tương quan bậc nhất trong sai số sai phân (AR(1), p-value = 0,006), trong khi kiểm định AR(2) cho kết quả không có ý nghĩa thống kê (p-value = 0,744). Kết quả này phù hợp với cơ sở lý thuyết của mô hình bằng động sử dụng phương pháp GMM, theo đó sự xuất hiện của tự tương quan bậc nhất trong sai số sai phân là hiện tượng mang tính cơ học do phép lấy sai phân bậc nhất và không được xem là vi phạm giả định của mô hình. Ngược lại, không phát hiện tự tương quan bậc hai cho thấy các biến công cụ trễ được sử dụng là hợp lệ và không tương quan với sai số của phương trình ước lượng.

Bên cạnh đó, do số lượng biến công cụ được sử dụng trong mô hình lớn hơn số biến nội sinh, mô hình tồn tại các ràng buộc thừa (overidentifying restrictions). Kiểm định Hansen được sử dụng nhằm đánh giá tính hợp lệ chung của toàn bộ tập công cụ thông qua việc kiểm tra giả thuyết không rằng các biến công cụ là ngoại sinh, tức không tương quan với sai số ngẫu nhiên của mô hình. Kết quả kiểm định Hansen cho p-value = 0,965 cho thấy không có đủ bằng chứng thống kê để bác bỏ giả thuyết không, qua đó khẳng định rằng tập công cụ được sử dụng là phù hợp và các điều kiện mô-men đặt ra trong mô hình được thỏa mãn.

Đồng thời, kiểm định Difference-in-Hansen được thực hiện nhằm đánh giá riêng tính ngoại sinh của các nhóm công cụ bổ sung trong phương trình mức của System GMM. Kết quả kiểm định cho p-value = 0,773 cho thấy không bác bỏ giả thuyết không rằng các công cụ trong phương trình mức là ngoại sinh. Như vậy, các kiểm định chẩn đoán liên quan đến ràng buộc thừa đều cho kết quả nhất quán, đảm bảo tính hợp lệ của các ước lượng GMM trong mô hình.

Vì vậy, kết quả từ mô hình này cung cấp bằng chứng thực nghiệm thuyết phục cho thấy chất lượng báo cáo tài chính có tác động tích cực đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp, đặc biệt khi chất lượng thông tin được đo lường thông qua các thước đo phản ánh trực tiếp mức độ trung thực của các khoản dồn tích và khoản phải thu. Việc đồng thời đưa *frq_dd* và *frq_mnst* vào mô hình giúp phản ánh đầy đủ hơn các khía cạnh hỗ trợ của chất lượng báo cáo tài chính, qua đó củng cố độ tin cậy của kết luận nghiên cứu về vai trò trung tâm của thông tin kế toán trong việc nâng cao hiệu quả phân bổ vốn của doanh nghiệp.

4.2.3. Tác động của chất lượng báo cáo tài chính đến đầu tư quá mức/dưới mức

a. Tác động của chất lượng báo cáo tài chính đến đầu tư quá mức

Kết quả ước lượng bằng phương pháp System GMM đối với biến phụ thuộc là đầu tư quá mức cho thấy, xét trên tổng thể, mô hình chưa đạt được ý nghĩa thống kê với

giá trị $\text{Prob} > F = 0,494$. Điều này cho thấy tập hợp các biến giải thích được đưa vào mô hình chưa đủ mạnh để giải thích sự biến động của hành vi đầu tư quá mức trong mẫu doanh nghiệp nghiên cứu. Nói cách khác, trong khuôn khổ mô hình hiện tại, chưa thể khẳng định rằng các yếu tố được xem xét có khả năng chi phối đáng kể hiện tượng đầu tư vượt mức dự kiến của doanh nghiệp.

Mặc dù mô hình không đạt ý nghĩa thống kê tổng thể, các kiểm định chẩn đoán của phương pháp System GMM vẫn cho kết quả thỏa mãn đầy đủ các điều kiện kỹ thuật cần thiết. Cụ thể, kiểm định Arellano-Bond cho thấy tồn tại tự tương quan bậc nhất trong sai số sai phân (AR(1) với $p\text{-value} = 0,018$), trong khi không phát hiện tự tương quan bậc hai (AR(2) với $p\text{-value} = 0,495$), phù hợp với giả định cơ bản của mô hình bảng động. Kiểm định Hansen cho $p\text{-value} = 0,986$ cho thấy không có đủ bằng chứng để bác bỏ giả thuyết không về tính ngoại sinh của tập công cụ, đồng thời các kiểm định Difference-in-Hansen đều không có ý nghĩa thống kê, xác nhận tính hợp lệ của các nhóm công cụ con trong cả phương trình sai phân và phương trình mức. Như vậy, có thể khẳng định rằng hạn chế của mô hình không xuất phát từ vấn đề kỹ thuật ước lượng hay vi phạm các giả định của System GMM, mà chủ yếu nằm ở sức mạnh giải thích về mặt kinh tế của các biến đối với hành vi đầu tư quá mức. Điều này gợi ý rằng đầu tư quá mức có thể chịu ảnh hưởng đáng kể từ các yếu tố khác chưa được đưa vào mô hình, chẳng hạn như động cơ quản trị, đặc điểm quản trị doanh nghiệp, áp lực thị trường vốn hoặc các cú sốc đầu tư mang tính đặc thù theo ngành.

Xét riêng các biến đại diện cho chất lượng báo cáo tài chính, các hệ số ước lượng đều mang dấu âm và phù hợp với kỳ vọng lý thuyết. Cụ thể, biến FRQ_DD có hệ số $\beta = -0,839$ và đạt ý nghĩa thống kê ở mức 10% ($p\text{-value} = 0,092$), trong khi biến FRQ_MN có hệ số $\beta = -0,058$ với $p\text{-value} = 0,068$). Kết quả này cho thấy xu hướng cải thiện chất lượng báo cáo tài chính có thể gắn với việc hạn chế đầu tư quá mức thông qua việc giảm bất cân xứng thông tin và kỷ luật hóa các quyết định đầu tư của nhà quản lý. Tuy nhiên, do mô hình không đạt ý nghĩa thống kê tổng thể, nghiên cứu không đưa ra kết luận khẳng định về tác động của chất lượng báo cáo tài chính đối với đầu tư quá mức, mà chỉ xem đây là bằng chứng mang tính gợi ý, cần được kiểm chứng thêm trong các mô hình mở rộng hoặc với các biến kiểm soát bổ sung.

Bảng 4.5: Kết quả chạy mô hình SGMM với đầu tư quá mức

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM							
Group variable: id				Number of obs = 4464			
Time variable : year				Number of groups = 558			
Number of instruments = 29				Obs per group: min = 8			
F(7, 557) = 0.92				avg = 8.00			
Prob > F = 0.494				max = 8			
		Corrected					
overinv	Coefficient	std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]		
overinv							
L1.	0.0848931	0.1051421	0.81	0.42	-0.1216305	0.2914167	
frq_dd	-0.8393897	0.4979912	-1.69	0.092	-1.81756	0.1387806	
frq_mn	-0.0580625	0.0317563	-1.83	0.068	-0.1204392	0.0043143	
lnage	-0.002002	0.0553304	-0.04	0.971	-0.1106837	0.1066797	
cfoata	1.12761	0.525013	2.15	0.032	0.0963628	2.158858	
tang	0.1074405	0.1624866	0.66	0.509	-0.2117209	0.4266019	
stdcfo	-0.0919002	0.1809191	-0.51	0.612	-0.4472673	0.2634668	
_cons	-0.098113	0.2419218	-0.41	0.685	-0.5733037	0.3770777	
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.37					Pr > z = 0.018		
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.68					Pr > z = 0.495		
Sargan test of overid. restrictions: chi2(21) = 27.56					Prob > chi2 = 0.153		
(Not robust, but not weakened by many instruments.)							
Hansen test of overid. restrictions: chi2(21) = 9.39					Prob > chi2 = 0.986		
(Robust, but weakened by many instruments.)							
Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:							
GMM instruments for levels							
Hansen test excluding group: chi2(16) = 7.15					Prob > chi2 = 0.970		
Difference (null H = exogenous): chi2(5) = 2.24					Prob > chi2 = 0.815		

Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

b. Tác động của chất lượng báo cáo tài chính đến đầu tư dưới mức

Trái ngược với kết quả thu được đối với mô hình đầu tư quá mức, mô hình đầu tư dưới mức cho thấy ý nghĩa thống kê tổng thể rất cao với $\text{Prob} > F = 0,000$. Sự khác biệt rõ rệt này cho thấy các biến giải thích được đưa vào mô hình, đặc biệt là các biến đại diện cho chất lượng báo cáo tài chính, có khả năng giải thích tốt hơn hành vi đầu tư dưới mức của doanh nghiệp. Kết quả này củng cố lập luận rằng chất lượng báo cáo tài chính đóng vai trò quan trọng hơn trong việc hạn chế đầu tư dưới mức so với đầu tư quá mức.

Về các kiểm định chẩn đoán, kiểm định Arellano-Bond cho thấy tồn tại tự tương quan bậc nhất trong sai số sai phân (AR(1) với $p\text{-value} = 0,001$), điều này là phù hợp với kỳ vọng trong mô hình bảng động. Đồng thời, kiểm định AR(2) cho $p\text{-value} = 0,929$, cho thấy không tồn tại tự tương quan bậc hai, qua đó xác nhận tính hợp lệ của các biến công cụ được sử dụng. Kiểm định Hansen cho $p\text{-value} = 0,150$, cho thấy không có đủ bằng chứng để bác bỏ giả thuyết không về tính ngoại sinh của tập công cụ, khẳng định cấu trúc công cụ trong mô hình là chấp nhận được.

Xét về tác động của chất lượng báo cáo tài chính, biến đại diện FRQ_DD có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy việc cải thiện chất lượng báo cáo tài chính giúp làm giảm mức độ đầu tư dưới mức của doanh nghiệp. Kết quả này hàm ý rằng thông tin tài chính minh bạch và đáng tin cậy hơn góp phần cải thiện khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp, giảm bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và các nhà cung cấp vốn, từ đó hạn chế tình trạng doanh nghiệp từ bỏ các dự án đầu tư có giá trị hiện tại ròng dương. Cơ chế này đặc biệt phù hợp với lập luận của lý thuyết bất cân xứng thông tin, theo đó đầu tư dưới mức thường bắt nguồn từ hạn chế tài chính và chi phí vốn cao hơn mức tối ưu.

Về đặc điểm động của mô hình, hệ số của biến trễ $L.\text{underinv}$ mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 10% ($\beta = -0,124$; $p\text{-value} = 0,059$), cho thấy tồn tại xu hướng điều chỉnh theo thời gian trong hành vi đầu tư dưới mức. Cụ thể, các doanh nghiệp từng rơi vào tình trạng đầu tư dưới mức trong quá khứ có xu hướng thu hẹp mức độ lệch này trong các kỳ tiếp theo, phản ánh quá trình điều chỉnh dần về mức đầu tư tối ưu khi các ràng buộc tài chính được nới lỏng hoặc điều kiện kinh doanh được cải thiện.

Trong nhóm biến kiểm soát, tuổi doanh nghiệp ($\ln age$) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cho thấy các doanh nghiệp có lịch sử hoạt động lâu năm ít gặp tình trạng đầu tư dưới mức hơn. Kết quả này có thể được giải thích bởi việc các doanh nghiệp trưởng thành thường sở hữu uy tín cao hơn trên thị trường, có lịch sử tín dụng rõ ràng và khả năng tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài tốt hơn, qua đó giảm bớt các rào cản tài chính đối với hoạt động đầu tư.

Kết quả thực nghiệm cho thấy chất lượng báo cáo tài chính đóng vai trò rõ rệt trong việc hạn chế tình trạng đầu tư dưới mức, trong khi bằng chứng về tác động đối với đầu tư quá mức còn tương đối hạn chế và chưa thật sự nhất quán. Do đó, ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp chủ yếu được hiện thực hóa thông qua cơ chế cải thiện môi trường thông tin, nâng cao mức độ minh bạch và giảm bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và các nhà cung cấp vốn. Nhờ đó,

doanh nghiệp có điều kiện tiếp cận nguồn vốn thuận lợi hơn và giảm thiểu các rào cản tài chính, từ đó hạn chế việc từ bỏ các dự án đầu tư có giá trị kinh tế.

Bảng 4.6: Kết quả chạy mô hình SGMM với đầu tư dưới mức

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM						
Group variable: id				Number of obs	=	4464
Time variable : year				Number of groups	=	558
Number of instruments = 29				Obs per group: min	=	8
F(7, 557)	=	7.35		avg	=	8.00
Prob > F	=	0.000		max	=	8
		Corrected				
underinv	Coefficient	std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
underinv						
L1.	-0.1240659	0.0656301	-1.89	0.059	-0.2529786	0.0048468
frq_dd	-0.130168	0.0708338	-1.84	0.067	-0.269302	0.008966
frq_mn	-0.009361	0.0097666	-0.96	0.338	-0.0285448	0.0098228
lnage	-0.0486389	0.0162231	-3	0.003	-0.0805048	-0.0167729
cfoata	0.0179122	0.0638506	0.28	0.779	-0.1075052	0.1433296
tang	0.0269631	0.0443707	0.61	0.544	-0.0601912	0.1141174
stdcfo	-0.0092463	0.0340332	-0.27	0.786	-0.0760953	0.0576028
_cons	0.1733345	0.0661573	2.62	0.009	0.0433861	0.3032828
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -3.33					Pr > z = 0.001	
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.09					Pr > z = 0.150	
Sargan test of overid. restrictions: chi2(21) = 58.53					Prob > chi2 = 0.000	
(Not robust, but not weakened by many instruments.)						
Hansen test of overid. restrictions: chi2(21) = 27.67					Prob > chi2 = 0.150	
(Robust, but weakened by many instruments.)						
Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:						
GMM instruments for levels						
Hansen test excluding group: chi2(16) = 23.50					Prob > chi2 = 0.101	
Difference (null H = exogenous): chi2(5) = 4.17					Prob > chi2 = 0.525	

Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

Ngược lại, đối với các quyết định đầu tư quá mức, vốn thường gắn liền với động cơ theo đuổi lợi ích cá nhân của nhà quản lý hoặc các hành vi đầu tư mang tính cơ hội, vai trò kỷ luật hóa của chất lượng báo cáo tài chính tỏ ra kém hiệu quả hơn. Điều này cho thấy, mặc dù báo cáo tài chính minh bạch có thể góp phần cải thiện chất lượng thông tin, nhưng chưa đủ để kiểm chế hoàn toàn các quyết định đầu tư vượt quá mức tối ưu khi các động cơ đại diện vẫn tồn tại.

Vì vậy, kết quả nghiên cứu nhấn mạnh rằng chất lượng báo cáo tài chính là công cụ quan trọng trong việc nâng cao hiệu quả phân bổ vốn thông qua việc giảm đầu tư dưới mức, trong khi để kiểm soát đầu tư quá mức, cần sự kết hợp của các cơ chế quản trị doanh nghiệp và giám sát bên ngoài mạnh mẽ hơn.

4.2.4. Vai trò trung gian của đầu tư dưới mức trong mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư

Trong nghiên cứu này, hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp được đo lường thông qua mức độ chênh lệch giữa đầu tư thực tế và đầu tư dự kiến. Phần dư của mô hình đầu tư được sử dụng để xác định hai trạng thái: đầu tư quá mức khi phần dư dương và đầu tư dưới mức khi phần dư âm.

Tuy nhiên, kết quả thực nghiệm cho thấy sự khác biệt rõ rệt giữa hai trạng thái này. Cụ thể, trong khi mô hình giải thích đầu tư dưới mức đạt được ý nghĩa thống kê tổng thể và cho thấy mối liên hệ đáng kể với chất lượng báo cáo tài chính, thì mô hình đầu tư quá mức lại không có ý nghĩa thống kê tổng thể. Điều này hàm ý rằng hành vi đầu tư quá mức trong mẫu nghiên cứu không được giải thích một cách hệ thống bởi chất lượng báo cáo tài chính, mà có thể chịu ảnh hưởng nhiều hơn từ các yếu tố khác như động cơ cá nhân của nhà quản lý, chiến lược mở rộng hoặc các cú sốc đặc thù doanh nghiệp.

Trên cơ sở đó, nghiên cứu không đưa biến đầu tư quá mức vào mô hình trung gian, nhằm tránh đưa vào mô hình một biến trung gian thiếu bằng chứng thực nghiệm vững chắc, có thể làm suy giảm sức mạnh thống kê và gây hiện tượng loại bỏ quan sát trong mô hình GMM động.

Về mặt kỹ thuật, việc đồng thời đưa cả biến đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức vào cùng một mô hình với dữ liệu bảng động sẽ dẫn đến sự phân mảnh mẫu quan sát theo dấu của phần dư, gia tăng số lượng công cụ và làm suy yếu kiểm định Hansen trong System GMM. Do đó, để đảm bảo tính nhất quán của mẫu, độ ổn định của bộ công cụ và độ tin cậy của các kiểm định hạn ước lượng, nghiên cứu lựa chọn một biến trung gian duy nhất là đầu tư dưới mức, phù hợp với cả lý thuyết lẫn bằng chứng thực nghiệm.

Từ đó, nghiên cứu xây dựng mô hình kiểm định vai trò trung gian của đầu tư dưới mức trong mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư như sau:

$$Inveff_{it} = \alpha Inveff_{i,t-1} + \beta FRQ_{it} + \gamma UnderINV_{it} + \delta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

$UnderINV_{it}$: đại diện cho mức độ đầu tư dưới mức của doanh nghiệp;

FRQ_{it} : các thước đo chất lượng báo cáo tài chính;

X_{it} : đại diện các biến kiểm soát;

ε_{it} : sai số ngẫu nhiên.

Bảng 4.7: Kết quả chạy mô hình SGMM với biến công cụ

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM							
Group variable: id				Number of obs	=	4464	
Time variable : year				Number of groups	=	558	
Number of instruments = 29				Obs per group: min	=	8	
F(7, 557) = 2.00					avg	=	8.00
Prob > F = 0.044					max	=	8
		Corrected					
inveff	Coefficient	std. err.	T	P> t	[95% conf. interval]		
inveff							
L1.	0.0691123	0.1354276	0.51	0.61	-0.196899	0.3351237	
underinv	-1.366919	1.14359	-1.2	0.232	-3.613195	0.8793563	
frq_dd	0.8225009	0.5431608	1.51	0.131	-0.244393	1.889395	
frq_mn	0.0573507	0.0343322	1.67	0.095	-0.0100856	0.124787	
lnage	-0.0195077	0.0606789	-0.32	0.748	-0.1386951	0.0996797	
cfoata	-1.115046	0.5503144	-2.03	0.043	-2.195991	-0.0341004	
tang	-0.1084081	0.1996822	-0.54	0.587	-0.5006303	0.283814	
stdcfo	0.0955147	0.1799422	0.53	0.596	-0.2579335	0.4489629	
_cons	0.1772348	0.2424931	0.73	0.465	-0.299078	0.6535476	
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.36						Pr > z =	0.018
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.67						Pr > z =	0.504
Sargan test of overid. Restrictions: chi2(20) = 27.43						Prob > chi2 =	0.124
(Not robust, but not weakened by many instruments.)							
Hansen test of overid. Restrictions: chi2(20) = 9.49						Prob > chi2 =	0.977
(Robust, but weakened by many instruments.)							
Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:							
GMM instruments for levels							
Hansen test excluding group: chi2(15) = 6.84						Prob > chi2 =	0.962
Difference (null H = exogenous): chi2(5) = 2.64						Prob > chi2 =	0.755

Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

Kết quả ước lượng bằng phương pháp System GMM cho thấy mô hình đạt ý nghĩa thống kê tổng thể ở mức 5% (Prob > F = 0,044), hàm ý rằng tập hợp các biến giải thích được đưa vào mô hình có khả năng giải thích hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp một cách có ý nghĩa. Các kiểm định hậu ước lượng cho thấy mô hình được

chỉ định phù hợp với kiểm định Arellano-Bond cho sai phân bậc nhất AR(1) có ý nghĩa thống kê trong khi AR(2) không có ý nghĩa ($p\text{-value} = 0,504$), xác nhận không tồn tại tự tương quan bậc hai trong sai số. Đồng thời, kiểm định Hansen cho bộ công cụ ($p\text{-value} = 0,977$) và kiểm định Difference-in-Hansen đều không bác bỏ giả thuyết công cụ ngoại sinh, qua đó khẳng định tính hợp lệ của bộ công cụ và độ tin cậy của ước lượng.

Xét từng biến cụ thể, hệ số của biến trễ *L.inveff* mang dấu dương nhưng không có ý nghĩa thống kê ($p\text{-value} = 0,610$), cho thấy hiệu quả đầu tư trong năm trước không tạo ra quán tính rõ ràng đối với hiệu quả đầu tư hiện tại khi đã kiểm soát các yếu tố khác. Kết quả này hàm ý rằng hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam có xu hướng phụ thuộc nhiều hơn vào các điều kiện tài chính và thông tin hiện tại, thay vì bị chi phối mạnh bởi kết quả đầu tư trong quá khứ.

Biến đầu tư dưới mức mang hệ số âm như kỳ vọng lý thuyết, phản ánh rằng mức độ đầu tư thấp hơn mức tối ưu có xu hướng làm suy giảm hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Tuy nhiên, hệ số này chưa đạt ý nghĩa thống kê ở các mức thông thường ($p\text{-value} = 0,232$). Kết quả này cho thấy, mặc dù đầu tư dưới mức là một kênh tác động hợp lý về mặt lý thuyết, nhưng trong mô hình trung gian tổng thể, tác động trực tiếp của nó đến hiệu quả đầu tư chưa đủ mạnh để khẳng định một cách dứt khoát về mặt thống kê.

Đối với các biến đại diện cho chất lượng báo cáo tài chính, kết quả cho thấy tác động tích cực tương đối rõ nét. Cụ thể, biến FRQ_MN có hệ số dương và đạt ý nghĩa thống kê ở mức 10% ($p\text{-value} = 0,095$), hàm ý rằng khi chất lượng báo cáo tài chính được cải thiện theo cách tiếp cận McNichols & Stubben, hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp có xu hướng tăng lên. Kết quả này phù hợp với lập luận rằng báo cáo tài chính có chất lượng cao giúp giảm bất cân xứng thông tin, hỗ trợ doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn và đưa ra quyết định đầu tư sát với mức tối ưu hơn. Biến FRQ_DD cũng mang dấu dương nhưng chưa đạt ý nghĩa thống kê ($p\text{-value} = 0,131$), cho thấy thước đo này phản ánh tác động tích cực nhưng chưa đủ mạnh trong bối cảnh mô hình trung gian.

Trong nhóm biến kiểm soát, *cfoata* mang hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% ($p\text{-value} = 0,043$). Kết quả này hàm ý rằng dòng tiền nội bộ dồi dào có thể làm gia tăng nguy cơ đầu tư kém hiệu quả, theo đó khi thiếu cơ chế giám sát hiệu quả, doanh nghiệp có thể đầu tư vào các dự án có NPV thấp. Các biến còn lại như *lnage*, *tang* và *stdcfo* không cho thấy tác động có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả đầu tư trong mô hình này.

Từ đó, cho thấy chất lượng báo cáo tài chính, đặc biệt theo thước đo FRQ_MN, có tác động tích cực đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp, ngay cả khi đã kiểm soát yếu tố động và các đặc điểm tài chính khác. Mặc dù biến đầu tư dưới mức chưa thể hiện vai trò trung gian một cách mạnh mẽ về mặt thống kê, dấu của hệ số vẫn phù hợp với kỳ vọng lý thuyết, qua đó gợi ý rằng cải thiện chất lượng báo cáo tài chính có thể góp phần nâng cao hiệu quả đầu tư thông qua việc hạn chế các sai lệch đầu tư, đặc biệt là đầu tư dưới mức.

Tổng hợp các kết quả thực nghiệm cho thấy chất lượng báo cáo tài chính có tác động trực tiếp và nhất quán đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Đồng thời, bằng chứng thực nghiệm cũng gợi ý rằng đầu tư dưới mức có thể đóng vai trò là một kênh truyền dẫn trong mối quan hệ này, mặc dù vai trò trung gian chưa được xác nhận đầy đủ về mặt thống kê trong mô hình tổng thể. Do đó, có thể kết luận rằng tác động của FRQ đến hiệu quả đầu tư chủ yếu mang tính trực tiếp, đồng thời được hỗ trợ bởi các cơ chế gián tiếp liên quan đến sai lệch đầu tư.

4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

4.3.1. Thảo luận về tác động của FRQ đến hiệu quả đầu tư

Dựa vào kết quả tại bảng 4.3 (mô hình B), FRQ cao hơn sẽ cải thiện hiệu quả đầu tư và giả thuyết H1 được chấp nhận một phần. Như vậy, đây là kết quả tương đồng với các nghiên cứu trước đây, tương ứng với các lý thuyết gốc như lý thuyết đại diện (Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1976; Jensen & Meckling, 2019), lý thuyết hợp đồng hay lý thuyết hợp pháp (Grossman & Hart, 1986; Hart & Holmström, 1987) và những bằng chứng thời điểm gần đây (Eliwa & cộng sự, 2021; Henisz & McGlinch, 2019).

Như vậy, việc cải thiện chất lượng báo cáo tài chính (BCTC) như là một yếu tố chủ chốt gia tăng hiệu quả đầu tư ở doanh nghiệp Việt Nam. Việc này xuất phát từ một số nguyên nhân sau:

Thứ nhất, chất lượng báo cáo tài chính cao đóng vai trò quan trọng trong việc giảm thiểu tình trạng bất cân xứng thông tin giữa ban lãnh đạo doanh nghiệp và các nhà đầu tư cũng như các chủ thể cung ứng vốn. Khi báo cáo tài chính được lập và công bố một cách minh bạch, nhất quán và phản ánh trung thực tình hình tài chính của doanh nghiệp, các bên liên quan có thể tiếp cận được thông tin đầy đủ hơn về khả năng sinh lợi, mức độ rủi ro cũng như triển vọng tăng trưởng trong tương lai. Nhờ đó, quá trình phân bổ nguồn vốn trong nền kinh tế trở nên minh bạch và hiệu quả hơn, hạn chế tình trạng dòng vốn bị phân bổ sai lệch do thiếu thông tin hoặc thông tin không đáng tin cậy.

Một số bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam cũng ủng hộ mạnh mẽ cho lập luận này. Cụ thể, các nghiên cứu của Hoàng Thị Phương Anh và cộng sự (2017a) và Nguyễn Hương Giang (2017), khi xem xét các doanh nghiệp thuộc một số ngành đặc thù như ngành may mặc và ngành xây dựng, đã chỉ ra rằng chất lượng báo cáo tài chính có mối quan hệ tích cực với khả năng tiếp cận vốn và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Trong các ngành này, đặc điểm chu kỳ sản xuất dài, nhu cầu vốn lớn và mức độ rủi ro cao khiến các ngân hàng và nhà đầu tư đặc biệt quan tâm đến tính minh bạch và độ tin cậy của thông tin tài chính. Do đó, các doanh nghiệp có báo cáo tài chính chất lượng cao thường nhận được sự đánh giá tích cực hơn từ các tổ chức tín dụng.

Quan trọng hơn, chất lượng báo cáo tài chính tốt góp phần làm gia tăng niềm tin của ngân hàng đối với doanh nghiệp, từ đó giúp doanh nghiệp tiếp cận được nguồn vốn vay với chi phí thấp hơn và kỳ hạn dài hơn. Việc tiếp cận được nguồn vốn ổn định và dài hạn không chỉ giúp doanh nghiệp giảm áp lực thanh khoản trong ngắn hạn mà còn tạo điều kiện thuận lợi cho việc triển khai các dự án đầu tư có quy mô lớn và thời gian thu hồi vốn dài. Qua đó, chất lượng báo cáo tài chính không chỉ tác động đến quyết định cấp vốn của ngân hàng mà còn gián tiếp cải thiện hiệu quả đầu tư và năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp trong dài hạn.

Trong hệ thống tài chính Việt Nam, ngân hàng vẫn là kênh cung cấp vốn chủ yếu cho khu vực doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp vừa và nhỏ. Tuy nhiên, để được tiếp cận vốn tín dụng với chi phí hợp lý, ngân hàng cần có cơ sở rõ ràng để đánh giá mức độ an toàn và khả năng trả nợ của khách hàng. Một BCTC chất lượng cao – tức là trung thực, kịp thời và tuân thủ chuẩn mực kế toán – sẽ phản ánh rõ năng lực tài chính, hiệu quả kinh doanh, mức độ rủi ro và dòng tiền của doanh nghiệp. Nhờ vậy, các tổ chức tín dụng có thể ra quyết định cho vay dựa trên thông tin đáng tin cậy, giảm thiểu rủi ro tín dụng. Theo khảo sát của Ngân hàng Nhà nước (2024), có tới 41% tổ chức tín dụng cho rằng thiếu minh bạch thông tin tài chính là nguyên nhân khiến doanh nghiệp khó tiếp cận vốn ngân hàng. Do đó, khi doanh nghiệp duy trì hệ thống kế toán chặt chẽ, kiểm toán độc lập định kỳ và minh bạch trong trình bày thông tin, họ sẽ dễ được ngân hàng chấp nhận vay vốn với lãi suất thấp hơn, thời hạn dài hơn hoặc được ân hạn gốc ban đầu. Điều này có ý nghĩa rất lớn trong giai đoạn lãi suất biến động, khi chi phí sử dụng vốn là yếu tố then chốt quyết định hiệu quả đầu tư. Tận dụng vốn vay giá rẻ để mở rộng sản xuất, đầu tư đổi mới công nghệ hay tài trợ dự án sinh lời cao là chiến lược giúp nhiều doanh nghiệp Việt vượt khó sau đại dịch. Tóm lại, chất lượng BCTC càng cao thì khả năng vay vốn ngân hàng càng tốt, chi phí vốn càng thấp – qua đó, làm tăng hiệu quả đầu

tư của doanh nghiệp một cách rõ rệt.

Thứ hai, chất lượng báo cáo tài chính cao giúp doanh nghiệp phát hành trái phiếu hiệu quả hơn, huy động được dòng tiền dài hạn với chi phí thấp do đây là kênh truyền dẫn.

Trong bối cảnh thị trường tài chính Việt Nam đang phát triển nhanh, doanh nghiệp ngày càng chú trọng tới việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp như một kênh huy động vốn quan trọng, đặc biệt là vốn trung – dài hạn. Tuy nhiên, sau các vụ vỡ nợ trái phiếu năm 2022 (như vụ Tân Hoàng Minh, Vạn Thịnh Phát), thị trường đang dần siết chặt lại, nhà đầu tư ngày càng yêu cầu cao hơn về tính minh bạch và năng lực tài chính của doanh nghiệp phát hành. Một báo cáo tài chính được kiểm toán độc lập, trình bày đầy đủ các rủi ro, cơ cấu nợ, khả năng trả lãi và gốc, sẽ là công cụ thiết yếu để tạo dựng lòng tin với nhà đầu tư. Theo Nghị định 65/2022/NĐ-CP, doanh nghiệp muốn phát hành trái phiếu riêng lẻ phải đảm bảo các nghĩa vụ công bố thông tin định kỳ, định giá trái phiếu hợp lý và có xếp hạng tín nhiệm nếu cần. Những điều này chỉ có thể thực hiện tốt khi doanh nghiệp có nền tảng kế toán chất lượng và báo cáo trung thực. Khi nhà đầu tư cảm thấy tin tưởng vào độ tin cậy của thông tin tài chính, họ sẵn sàng mua trái phiếu với lãi suất thấp hơn, thời hạn dài hơn và yêu cầu ít tài sản đảm bảo hơn. Điều này cực kỳ quan trọng với các doanh nghiệp có dự án đầu tư cần thời gian thu hồi vốn dài. Một báo cáo minh bạch sẽ không chỉ giúp phát hành trái phiếu dễ dàng hơn mà còn tạo điều kiện để tái cơ cấu nợ hoặc gọi vốn bổ sung trong tương lai. Vì vậy, chất lượng BCTC là điều kiện tiên quyết để doanh nghiệp tận dụng kênh nợ phi ngân hàng, tối ưu chi phí vốn và nâng cao hiệu quả đầu tư.

Thứ ba, chất lượng báo cáo tài chính giúp chính người chủ doanh nghiệp ra quyết định đầu tư chính xác hơn.

Không phải nhà đầu tư hay ngân hàng, chính người quản lý – điều hành doanh nghiệp mới là người cần thông tin tài chính chất lượng nhất để ra quyết định phân bổ vốn đầu tư. Một BCTC phản ánh sai lệch, mập mờ hay thiếu cập nhật có thể khiến ban lãnh đạo đưa ra quyết định sai lầm: đầu tư vào dự án vượt khả năng tài chính, chọn sai thời điểm tài trợ, hoặc phân bổ nguồn lực kém hiệu quả. Đặc biệt trong bối cảnh môi trường kinh doanh biến động (chi phí đầu vào tăng, tỷ giá thay đổi, cầu thị trường khó dự đoán), doanh nghiệp cần hệ thống kế toán theo dõi sát dòng tiền, tài sản cố định, chi phí tài trợ vốn và rủi ro đầu tư. Ví dụ, nếu báo cáo không phản ánh đúng khấu hao tài sản hoặc chi phí nợ vay, chủ doanh nghiệp có thể đánh giá sai suất sinh lời của dự án. Tại Việt Nam, nhiều doanh nghiệp nhỏ hiện nay vẫn dựa vào báo cáo nội bộ sơ sài hoặc báo cáo phục vụ mục đích thuế, trong khi các khoản đầu tư lại ngày càng phức tạp và cần tính toán hiệu quả dài hạn (Vũ Thị Thanh Huyền & Trần Việt Thảo, 2024; Sáng

kiến Tài chính Công bằng Việt Nam, 2024). Do đó, việc đầu tư vào hệ thống kế toán chất lượng cao, thuê kiểm toán chuyên nghiệp và phân tích dữ liệu tài chính định kỳ sẽ giúp người chủ doanh nghiệp ra các quyết định đầu tư chính xác hơn: chọn đúng dự án có suất sinh lời cao, biết dừng các dự án lỗ, tối ưu cơ cấu tài trợ giữa vốn vay và vốn tự có. Đây chính là nền tảng để gia tăng hiệu quả đầu tư một cách bền vững và phù hợp với năng lực tài chính thực tế.

Thứ tư, chất lượng báo cáo tài chính là một phần trong cam kết trách nhiệm xã hội, giúp doanh nghiệp xây dựng niềm tin và gia tăng lợi ích với các bên liên quan.

Trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (CSR) không còn là khẩu hiệu, mà ngày nay được các đối tác – từ nhà cung cấp, khách hàng đến nhà đầu tư – coi là yếu tố then chốt để đánh giá độ tin cậy của một doanh nghiệp (Khúc Thế Anh & cộng sự, 2024). Trong đó, minh bạch tài chính chính là tiêu chí đầu tiên. Một doanh nghiệp công bố báo cáo tài chính kịp thời, chính xác và được kiểm toán nghiêm túc sẽ chứng minh rằng họ sẵn sàng chịu trách nhiệm với cộng đồng và xã hội. Khi đó, họ dễ dàng đạt được sự tin tưởng của đối tác, thu hút nhà đầu tư chiến lược, được ưu tiên trong lựa chọn nhà cung cấp hoặc đối tác liên doanh. Trong nhiều lĩnh vực như sản xuất xuất khẩu, bất động sản, tài chính, minh bạch tài chính còn là điều kiện bắt buộc để tuân thủ các tiêu chuẩn ESG (môi trường – xã hội – quản trị). Ở Việt Nam, các doanh nghiệp như Vinamilk, FPT, REE, hay Vĩnh Hoàn đều có điểm ESG cao, công bố báo cáo bền vững kèm BCTC chi tiết, nhờ đó thu hút được nhiều quỹ đầu tư nước ngoài. Ngoài ra, doanh nghiệp minh bạch cũng dễ tiếp cận các nguồn vốn xanh hoặc ưu đãi như khoản vay ESG từ IFC, ADB, BIDV hoặc MB (Ngân hàng Nhà nước, 2019; Trần Thị Thanh Tú & cộng sự, 2020). Chất lượng BCTC tốt không chỉ là hình thức tuân thủ mà còn là lời cam kết về đạo đức kinh doanh, từ đó giúp doanh nghiệp hưởng lợi ích phi tài chính như uy tín thương hiệu, sự ủng hộ của chính quyền địa phương và sự gắn bó của người lao động. Những yếu tố này tuy khó lượng hóa nhưng lại có giá trị lớn trong việc nâng cao hiệu quả đầu tư dài hạn.

4.3.2. Thảo luận về tác động của FRQ đến đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức

Kết quả tại bảng 4.3 cho thấy, giả thuyết H2a về đầu tư quá mức không được ủng hộ, nhưng giả thuyết H2b về đầu tư dưới mức thì có. H2a không được ủng hộ bởi những nghiên cứu của Biddle & cộng sự (2009), Biddle & cộng sự (2022), nhưng một số nghiên cứu tại thị trường mới nổi (Ahmed & cộng sự, 2023; Kalash, 2019) cũng nhận thấy kết quả tương ứng. Tại Việt Nam, kết quả này có thể giải thích trên những khía cạnh như sau:

Thứ nhất, chất lượng FRQ giúp ngân hàng – nguồn cấp vốn chủ yếu tại Việt Nam – xác định chính xác nhu cầu vốn đầu tư, từ đó giới hạn tình trạng đầu tư dưới mức, tức là xác định chính xác các doanh nghiệp cần bao nhiêu vốn, bởi đa phần các doanh nghiệp đều thiếu vốn, không dám đầu tư nhiều.

Ở Việt Nam, hơn 70% vốn tín dụng của doanh nghiệp đến từ hệ thống ngân hàng thương mại (Phan Thị Thu Hà, 2019; Võ Đức Thọ, 2021). Trong bối cảnh đó, việc doanh nghiệp trình bày một báo cáo tài chính minh bạch, chính xác và đầy đủ sẽ giúp ngân hàng đánh giá chính xác năng lực tài chính hiện tại, dòng tiền hoạt động, mức độ rủi ro và hiệu quả các dự án đầu tư của doanh nghiệp. Khi đó, ngân hàng không chỉ xét duyệt một khoản vay cụ thể mà còn xây dựng hạn mức tín dụng phù hợp, ngăn chặn tình trạng doanh nghiệp mang tính đầu cơ, đồng thời cản trở trong việc xác định nhu cầu vốn vay. Ví dụ, tại các doanh nghiệp bất động sản Việt Nam giai đoạn 2016–2021, nhiều dự án bị đình trệ hoặc bỏ hoang vì chủ đầu tư sử dụng đòn bẩy tín dụng vượt khả năng tài chính, phần lớn rơi vào nhóm không có kiểm toán độc lập hoặc che giấu thông tin quan trọng như dòng tiền âm, khoản phải thu lớn. Trong khi đó, các ngân hàng như Vietcombank, Techcombank đã tăng cường sử dụng dữ liệu FRQ trong xét duyệt cho vay theo hướng thận trọng và dựa vào hồ sơ kiểm toán nghiêm ngặt. Điều này làm giảm đáng kể rủi ro cấp vốn sai đối tượng và hạn chế tình trạng đầu tư vượt mức tối ưu. Do đó, chỉ có tình trạng đầu tư dưới mức mà không có đầu tư quá mức.

Theo Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, tính đến cuối năm 2024, khoảng 70% nguồn vốn đầu tư của doanh nghiệp vẫn đến từ tín dụng ngân hàng. Tuy nhiên, một khảo sát từ VCCI năm 2024 cho biết có tới 41% doanh nghiệp vừa và nhỏ gặp khó khăn khi tiếp cận vốn do thiếu minh bạch thông tin tài chính (Ngân hàng Nhà nước, 2024). Hệ thống FRQ tốt giúp ngân hàng xác lập hạn mức tín dụng chính xác hơn, đặc biệt trong các ngành có rủi ro cao như bất động sản và xây dựng.

Thứ hai, báo cáo tài chính chất lượng buộc doanh nghiệp phải tự cân đối dòng vốn, hạn chế hành vi đầu tư quá mức bằng vốn đất đỏ hoặc kém hiệu quả.

Trong môi trường chi phí vốn tăng cao và khả năng tiếp cận tín dụng bị siết chặt như năm 2023–2024, việc đầu tư vượt quá năng lực tài chính thực tế có thể khiến doanh nghiệp rơi vào trạng thái mất cân đối tài chính nghiêm trọng (Phùng Mai Lan & cộng sự, 2022). Một BCTC chất lượng cao sẽ buộc chủ doanh nghiệp và đội ngũ điều hành phải phân tích kỹ phân vốn dư ra, tính toán khả năng sinh lời kỳ vọng của từng dự án và đánh giá tác động đến cơ cấu nợ.

Báo cáo ngành năm 2023 từ Bộ Kế hoạch và Đầu tư chỉ ra rằng gần 30% doanh nghiệp sản xuất tại miền Nam đầu tư vượt mức trong giai đoạn 2020–2021 nhưng không thu được lợi nhuận kỳ vọng, do không dự báo được chi phí vốn và nhu cầu thị trường sau COVID-19 (World Bank, 2020; World Bank, 2023). Những doanh nghiệp có báo cáo tài chính được kiểm toán định kỳ giảm được rủi ro đầu tư sai lệch tới 18% theo thống kê của Viện Kế toán và Kiểm toán Việt Nam (Bộ Lao động - Thương binh và Xã hội, 2022; Bộ Lao động - Thương binh và Xã hội, 2023; Bộ Lao động - Thương binh và Xã hội, 2024).

Ví dụ, một doanh nghiệp ngành chế biến gỗ ở Bình Dương từng mở rộng nhà máy mới vào năm 2021 với kỳ vọng tăng trưởng xuất khẩu, nhưng sau đó rơi vào tình trạng thua lỗ vì thị trường Mỹ và EU giảm đơn hàng. Khi xem lại báo cáo kiểm toán năm 2022, khoản đầu tư này bị đánh giá là vượt quá năng lực tài trợ vốn, với thời gian thu hồi gấp đôi dự kiến ban đầu. Nhờ hệ thống kế toán quản trị được cải thiện, từ năm 2023 trở đi, doanh nghiệp chỉ triển khai các dự án mới khi tìm được nguồn vốn giá rẻ như vay ưu đãi từ Quỹ phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa (SMEDF) hoặc chương trình tín dụng xanh từ ADB (Sáng kiến Tài chính Công bằng Việt Nam, 2024).

Điều này cho thấy FRQ không chỉ giúp quản trị rủi ro tài chính mà còn điều tiết hành vi đầu tư hợp lý hơn, nhất là trong bối cảnh lãi suất, tỷ giá và nhu cầu tiêu dùng đều biến động mạnh.

Thứ ba, chất lượng FRQ giúp doanh nghiệp phát hiện tình trạng đầu tư dưới mức – tức là không tận dụng hết tiềm năng sinh lời, từ đó tái phân bổ nguồn lực hiệu quả.

Trong thực tế, đầu tư dưới mức thường khó nhận diện hơn đầu tư quá mức vì doanh nghiệp có thể không nhận ra rằng mình đang bỏ lỡ cơ hội sinh lời. Một hệ thống báo cáo tài chính chất lượng sẽ cung cấp đầy đủ thông tin về chi phí cơ hội, suất sinh lời kỳ vọng và hiệu suất sử dụng tài sản hiện có (Nguyễn Trọng Nghĩa, 2022). Nhờ đó, ban điều hành có thể phát hiện các lĩnh vực tiềm năng chưa được khai thác đúng mức hoặc các bộ phận đang hoạt động dưới công suất tối ưu. Ví dụ, nhiều doanh nghiệp dệt may tại Việt Nam giai đoạn 2020–2022 đã giảm mạnh đầu tư vào máy móc thiết bị tự động hoá do lo ngại chi phí cao, nhưng sau đó bị bỏ lại phía sau khi các đơn hàng quốc tế yêu cầu truy xuất nguồn gốc và sản xuất theo chuẩn ESG.

Ví dụ, trong báo cáo của Hiệp hội Dệt may Việt Nam (VITAS) năm 2022, nhiều doanh nghiệp đầu tư dưới mức 20–30% so với công suất tối ưu do lo ngại chi phí đầu tư. Sau khi cải tiến kế toán quản trị, các doanh nghiệp như May 10, Vinatex đã tăng đầu tư máy móc, cải thiện lợi nhuận biên từ 8% lên 12% chỉ sau một năm (Tô Trung Thành & Nguyễn Quỳnh Trang, 2023).

Những doanh nghiệp có hệ thống kế toán quản trị bài bản (như May Sài Gòn, Vinatex) đã sớm nhận ra tình trạng đầu tư thiếu hụt này nhờ phân tích công suất máy, chi phí đơn hàng và tỉ suất lợi nhuận gộp theo phân khúc. Từ đó, họ có cơ sở để tái đầu tư đúng chỗ, nâng cao hiệu quả hoạt động và giữ chân khách hàng quốc tế. FRQ trong trường hợp này đóng vai trò như “công cụ cảnh báo sớm”, giúp doanh nghiệp không bỏ lỡ cơ hội tái đầu tư đúng lúc, đúng nơi.

Thứ tư, các chính sách hỗ trợ của Nhà nước sẽ phát huy hiệu quả cao hơn nếu doanh nghiệp có hệ thống báo cáo minh bạch và hoạt động vì mục tiêu xã hội.

Từ năm 2022, Chính phủ Việt Nam triển khai nhiều chương trình tín dụng ưu đãi và hỗ trợ thuế cho doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV), đặc biệt là các doanh nghiệp theo đuổi chiến lược phát triển xanh hoặc có yếu tố đổi mới sáng tạo. Tuy nhiên, để tiếp cận được các chính sách này, doanh nghiệp bắt buộc phải có hệ thống báo cáo minh bạch, đầy đủ thông tin theo quy định của Bộ Tài chính, bao gồm cả phần đánh giá tác động môi trường và xã hội nếu có. Điều này đồng nghĩa với việc FRQ càng cao thì cơ hội được Nhà nước ưu tiên hỗ trợ càng lớn. Theo thống kê của Bộ Kế hoạch và Đầu tư năm 2023, chỉ khoảng 7% DNNVV tiếp cận được các chương trình tín dụng xanh hoặc gói hỗ trợ số hoá – phần lớn thuộc nhóm có báo cáo kiểm toán và thực hiện đầy đủ nghĩa vụ thuế.

Ví dụ, doanh nghiệp sản xuất gạch không nung tại Đồng Nai được vay ưu đãi 4% lãi suất trong 3 năm nhờ có báo cáo tài chính đạt chuẩn IFRS và hồ sơ dự án rõ ràng. Rõ ràng, minh bạch tài chính không chỉ giúp doanh nghiệp nội bộ kiểm soát tốt hơn mà còn là “giấy thông hành” để tiếp cận các nguồn lực ưu đãi công. Điều này làm giảm rủi ro đầu tư dưới mức do thiếu vốn, đồng thời khuyến khích doanh nghiệp mở rộng hoạt động trong khuôn khổ rủi ro được kiểm soát tốt hơn.

Thứ năm, công chúng và nhà đầu tư ngày càng quan tâm tới FRQ như tiêu chí sàng lọc các dự án có NPV cao và khả năng tạo giá trị dài hạn.

Trong nền kinh tế thông tin, dữ liệu tài chính minh bạch không chỉ phục vụ cho nội bộ mà còn là công cụ kết nối doanh nghiệp với cộng đồng, đặc biệt là nhà đầu tư cá nhân và tổ chức. Khi doanh nghiệp công bố báo cáo đầy đủ, dễ hiểu và phản ánh đúng tình hình tài chính, nhà đầu tư sẽ dễ dàng định giá được từng dự án cụ thể, ước tính dòng tiền kỳ vọng và xác định các cơ hội đầu tư có NPV cao. Đây là điều kiện quan trọng để huy động vốn từ công chúng, tránh tình trạng doanh nghiệp bị định giá thấp dẫn đến đầu tư dưới mức hoặc phải chi trả lãi suất cao để bù rủi ro thông tin. Thị trường chứng khoán Việt Nam hiện có khoảng 1.800 công ty niêm yết và đăng ký giao dịch, nhưng chỉ

khoảng 20% công ty được các tổ chức đầu tư đánh giá cao về tính minh bạch (theo báo cáo của FiinRatings năm 2023). Những công ty như FPT, REE, Vinamilk, Dược Hậu Giang... có điểm FRQ cao đều thu hút dòng vốn dài hạn và có khả năng triển khai dự án lớn với chi phí vốn thấp. Trong khi đó, các doanh nghiệp thiếu minh bạch thường phải gánh mức chi phí vốn cao hơn, hoặc bị bỏ qua khi kêu gọi đầu tư. Do vậy, nâng cao chất lượng BCTC không chỉ giúp doanh nghiệp điều tiết nội bộ mà còn tiếp cận được các nguồn lực thị trường hiệu quả hơn, từ đó khắc phục cả tình trạng đầu tư thừa và thiếu.

TÓM TẮT CUỐI CHƯƠNG

Trên cơ sở kết quả phân tích dữ liệu luận án chương này đã trình bày khái quát về thị trường chứng khoán Việt Nam và các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết. Luận án dành nhiều thời lượng để trình bày dưới dạng bảng các kết quả kiểm định giả thuyết: (1) Kết quả giả thuyết tác động của FRQ đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp; (2) Kết quả giả thuyết tác động của FRQ đến hiệu quả đầu tư quá mức; (3) Kết quả giả thuyết tác động của FRQ đến hiệu quả đầu tư dưới mức.

Phần cuối của chương 4 luận án đã thảo luận kết quả nghiên cứu, bằng cách so sánh kết quả nghiên cứu với các nghiên cứu trước kia để nêu rõ được điểm mới của luận án. Các thảo luận không chỉ tập trung vào các biến độc lập mà còn giải thích bổ sung các ảnh hưởng của biến kiểm soát sử dụng trong mô hình.

CHƯƠNG 5: CÁC GIẢI PHÁP ĐỀ XUẤT, HÀM Ý CHÍNH SÁCH VÀ KẾT LUẬN

5.1. Tình hình chung về môi trường kinh doanh trong nước và quốc tế

5.1.1. Tình hình kinh tế thế giới

Bất ổn địa chính trị, xung đột quân sự ngày càng leo thang tại một số quốc gia, khu vực, tiềm ẩn nhiều rủi ro, đe dọa sự ổn định, phát triển toàn cầu; thiên tai, biến đổi khí hậu tiếp tục tác động nặng nề (Su & cộng sự, 2020). Nhiều nền kinh tế lớn, đối tác thương mại, đầu tư chủ yếu của nước ta phục hồi chậm, tiếp tục thắt chặt chính sách tiền tệ; tỷ giá đồng USD và giá vàng tăng mạnh; giá dầu thô, hàng hóa cơ bản, dịch vụ vận tải... biến động mạnh (Bougrea & Vermeiren, 2025).

Đặc biệt, căng thẳng địa chính trị và xung đột vũ trang ở châu Âu và Trung Đông làm tăng chi phí sản xuất, nhất là chi phí vận tải, chi phí giá năng lượng, giá lương thực và nhiều nguyên liệu đầu vào; tăng chi phí và rủi ro về tỷ giá, thanh toán quốc tế và vị thế đồng USD; tăng áp lực lạm phát và tăng sự phân mảnh công nghệ, đứt gãy các chuỗi cung ứng truyền thống; trong khi giảm tổng cầu, tổng đầu tư các nền kinh tế khu vực và thế giới... (Ozili & Ndah, 2024)

Cuộc bầu cử ở Mỹ vào đầu tháng 11 năm 2024 đã đưa ra những ảnh hưởng lớn đến kinh tế thế giới. Ông Trump trở thành tổng thống nước Mỹ nhiệm kỳ tiếp theo. Điều này ảnh hưởng đến kinh tế Việt Nam như việc ông Trump đưa ra những yêu cầu về bảo vệ kinh tế Mỹ, chấm dứt hỗ trợ đối với chiến tranh tại Ukraine sẽ làm cho kinh tế Việt Nam trở lên năng động hơn vì đã ký được đối tác chiến lược toàn diện với nước này. Điều đó có nghĩa là những xu hướng kinh tế sẽ dần trở nên ủng hộ Việt Nam. Nhiều quốc gia có thêm động lực mới từ cơ hội giảm lạm phát, lãi suất và nới lỏng dần chính sách tài chính - tiền tệ, cùng sự gia tăng trở lại nhu cầu tiêu dùng ở một số thị trường lớn trên thế giới.

Xu hướng gia tăng áp lực từ hàng rào bảo hộ, sự phân mảnh địa kinh tế ngày càng sâu sắc, với nhiều hạn chế hơn về thương mại, về hợp tác đa phương trong việc cung cấp hàng hóa công, về dịch chuyển vốn xuyên biên giới, công nghệ, lao động và thanh toán quốc tế, trong khi tăng yêu cầu phát triển kinh tế xanh, bảo vệ môi trường... vừa là cơ hội cho một số nước, vừa là thách thức cho hầu hết các quốc gia, vùng lãnh thổ.

Trong bối cảnh kinh tế toàn cầu đang trải qua nhiều biến động, tương lai ngành ngân hàng sẽ biến chuyển mạnh mẽ từ năm 2026 trở đi. Dự báo rằng lãi suất vay sẽ giảm

đáng kể cùng với việc lạm phát trở lại gần mức mục tiêu, ngành ngân hàng sẽ phải thích nghi với những thay đổi trong hành vi chi tiêu của người tiêu dùng và đầu tư kinh doanh. Sự phục hồi kinh tế ở các khu vực châu Âu, Mỹ, và nhiều nước khác, đi kèm với xu hướng nới lỏng chính sách tiền tệ, sẽ mở ra cơ hội mới cho ngành ngân hàng, từ việc tăng trưởng tín dụng đến cải tiến các dịch vụ tài chính đáp ứng nhu cầu đa dạng của thị trường (Ercan & Ercan, 2025). Cụ thể hơn:

Vào năm 2026, tăng trưởng dự kiến sẽ duy trì ở mức 1,8 phần trăm, vì sự chậm lại hơn nữa trong chi tiêu tài chính bù đắp cho sự gia tăng khiêm tốn trong chi tiêu của người tiêu dùng và đầu tư kinh doanh. Vào cuối năm 2026, lãi suất vay dự kiến sẽ giảm đáng kể khi lạm phát trở lại gần mức mục tiêu.

Vào năm 2023, châu Âu đã phải đối mặt với điều kiện tín dụng chặt chẽ, dẫn đến tăng trưởng kinh tế chậm lại nghiêm trọng, chủ yếu do xuất khẩu yếu và giá năng lượng cao. Khối lượng thương mại của khu vực đồng euro đã giảm lần đầu tiên trong một năm, phản ánh sức cạnh tranh xuất khẩu suy yếu trong bối cảnh giá năng lượng tăng cao. Tuy nhiên, đã có những dấu hiệu tích cực khi tăng trưởng dường như đã chạm đáy, mặc dù sự phục hồi chưa đồng đều giữa các ngành và quốc gia (Carvelli & cộng sự, 2024; Checo & cộng sự, 2024). Sang năm 2024, hoạt động dịch vụ được dự báo sẽ có sự cải thiện, nhưng sự hồi phục này lại bị ảnh hưởng bởi hoạt động công nghiệp yếu, đặc biệt là trong lĩnh vực sản xuất tại Đức.

Từ năm 2025 về sau, khi các chính sách lãi suất thấp hơn được áp dụng cùng với sự hấp thụ các quỹ của EU, tăng trưởng sẽ được cải thiện với tốc độ 1,4%. Đến năm 2026, hoạt động kinh tế trong khu vực dự kiến sẽ mở rộng với tốc độ ổn định khoảng 1,3%, nhờ vào những cải cách trong kế hoạch NextGenerationEU. Đồng thời, lạm phát ở khu vực này cũng đã giảm nhanh chóng, từ mức đỉnh 10,6% vào tháng 10 năm 2022 xuống còn 2,6% vào giữa năm 2024 (State Bank of Vietnam, 2023). Mỹ cũng đang trong một quá trình điều chỉnh lãi suất. Tỷ lệ lạm phát dự kiến sẽ giảm xuống còn 2,1% vào năm 2029, sau một năm 2022 đầy biến động với lạm phát cao lên tới 8%. Dự báo cho thấy rằng trong năm 2024, giá cả sẽ có sự tăng nhẹ 2,9%, và mức lạm phát sẽ duy trì ở mức cao trong suốt năm 2023, trước khi giảm xuống còn khoảng 2% mỗi năm từ 2025 đến 2028.

Tương tự, Trung Quốc cũng đang chứng kiến sự giảm tốc trong tăng trưởng, với dự báo chỉ còn 4% vào năm 2026. Các yếu tố như nợ công gia tăng, đầu tư yếu kém và những trở ngại do thay đổi nhân khẩu học đang đặt ra áp lực lớn lên nền kinh tế. Để giải quyết tình hình, lần đầu tiên sau 14 năm, Trung Quốc đã quyết định nới lỏng chính sách tiền tệ, hạ lãi suất và nới lỏng tỷ lệ dự trữ bắt buộc nhằm kích thích tăng trưởng.

Ở Vương Quốc Anh, dự báo lãi suất sẽ giữ ở mức cao trong khoảng 3-4% trong 5 năm tới. Ngân hàng trung ương của nước này có kế hoạch thực hiện một hoặc hai lần cắt giảm lãi suất vào cuối năm 2024, nhằm đưa lãi suất trung bình xuống còn khoảng 4,5%. Triển vọng cho năm 2025 cho thấy khả năng lãi suất sẽ tiếp tục giảm thêm, trong khi đến năm 2026, một số nguồn dự báo rằng lãi suất có thể ổn định ở mức 3,5%.

Ngoài ra, nhiều ngân hàng trung ương ở Canada, New Zealand và một số quốc gia khác cũng đang có xu hướng nới lỏng chính sách tiền tệ để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tất cả những yếu tố này đều chỉ ra rằng ngành ngân hàng sẽ phải đối mặt với một tương lai đầy thách thức nhưng cũng không kém phần thú vị, nơi sự phục hồi và cạnh tranh sẽ phụ thuộc vào khả năng thích ứng với các điều kiện kinh tế toàn cầu đang thay đổi.

5.1.2. Tình hình kinh tế Việt Nam

Dự báo GDP Việt Nam trong năm 2025 có khả năng đạt từ 5,5% đến 6,0%, mặc dù một số ý kiến cho rằng điều này thấp hơn so với kỳ vọng ban đầu từ 6,5% đến 7%. Những áp lực về sản xuất cũng đã được phản ánh qua con số giảm 1,2% trong sản lượng công nghiệp tháng 9 năm 2024 (Tổng cục thống kê, 2024). Tháng 10/2024, Ngân hàng thế giới dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2024 sẽ đạt 6,1% trong năm 2024 và tăng lên 6,5% sang năm 2025.

Từ góc nhìn dài hạn, tốc độ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam có khả năng đạt trung bình 7,5% mỗi năm trong giai đoạn 2026-2030, với mức bình quân giai đoạn 2021-2030 có thể đạt khoảng 6,75%. Mặc dù con số này thấp hơn mục tiêu 7% được đặt ra trong Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn 2021-2030, GDP bình quân đầu người vào năm 2030 dự kiến sẽ đạt khoảng 7.500 USD, đồng thời quy mô GDP của cả nước có khả năng đạt 800 tỷ USD, gấp 2,4 lần so với năm 2020. Một điều tích cực là theo dự báo của IMF, tới năm 2027, Việt Nam sẽ vượt Indonesia, đứng vị trí thứ 5 trong khu vực Đông Nam Á về GDP bình quân đầu người với 6.682 USD, tăng 2.957 USD so với năm 2021, đồng thời Việt Nam sẽ bắt kịp Thái Lan về quy mô GDP danh nghĩa với 690 tỷ USD và cạnh tranh vị trí thứ hai khu vực ASEAN, trong khi Thái Lan ghi nhận quy mô GDP danh nghĩa dự báo đạt 693 tỷ USD.

Cùng với sự chuyển dịch hiệu quả cơ cấu kinh tế, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo đang đóng vai trò then chốt trong tăng trưởng. Sự phát triển mạnh mẽ của khoa học, công nghệ và đổi mới sáng tạo sẽ trợ giúp nâng cao năng suất lao động, dự kiến đạt khoảng 400 triệu đồng mỗi lao động vào năm 2030, tương đương với 14,8 nghìn USD. Nền tảng cải tiến môi trường kinh doanh cũng đang được cải thiện liên tục, phần đầu

hướng đến việc lọt vào nhóm 30 quốc gia hàng đầu về chất lượng môi trường kinh doanh trên thế giới, điều này sẽ góp phần lớn vào sự tăng trưởng bền vững của nền kinh tế Việt Nam trong tương lai.

Đối với hoạt động ngân hàng, NHNN dự báo trong năm 2025, ngoại trừ nhóm NHTM cổ phần nhỏ dự báo mặt bằng lãi suất huy động vốn (-0,12%) và cho vay (-0,07%) giảm nhẹ trong năm này, 5/6 nhóm TCTD (gồm nhóm NHTMNN, NH mua 0 đồng, NHTM cổ phần lớn, ngân hàng nước ngoài và công ty tài chính) dự báo “tăng nhẹ” trong năm 2025 (bình quân kỳ vọng tăng 0,3 - 0,54% đối với lãi suất huy động vốn và tăng từ 0,2 - 0,47% đối với lãi suất cho vay) so với năm 2024.

5.1.3. Các quy định về minh bạch báo cáo tài chính tại Việt Nam

Các quy định về báo cáo tài chính từ Chuẩn mực Kế toán (VAS 21...), chuẩn mực kiểm toán (VSA 250, VSA 220), Luật Kiểm toán Độc lập, Quyết định 345/QĐ-BTC và các thông tư chuyên ngành đã tạo nên một khung pháp lý chặt chẽ yêu cầu doanh nghiệp và kiểm toán viên tuân thủ nghiêm túc khi lập, trình bày và kiểm toán BCTC. Mỗi văn bản đều nhằm bảo đảm tính trung thực, minh bạch và chất lượng thông tin tài chính, từ đó nâng cao hiệu quả quản trị và niềm tin thị trường. Hiện tại, các quy định về báo cáo tài chính như sau:

Theo Chuẩn mực kế toán số 21 – Trình bày BCTC, được ban hành theo Quyết định 234/2003/QĐ-BTC ngày 30/12/2003 của Bộ Tài chính, mục đích của chuẩn mực là quy định nguyên tắc lập và trình bày BCTC nhằm phản ánh trung thực, hợp lý tình hình tài chính, kết quả hoạt động và luồng tiền của doanh nghiệp. Doanh nghiệp phải đảm bảo BCTC “trình bày phù hợp với Chuẩn mực và Chế độ kế toán Việt Nam”. Nếu có sự lựa chọn chính sách kế toán khác với VAS, phải thuyết minh đầy đủ, song nếu vi phạm nguyên tắc VAS sẽ không được xem là tuân thủ. Luật Kế toán 2024 tiếp tục quy định việc tuân thủ đầy đủ các chuẩn mực VAS và các chuẩn mực liên quan, đồng thời yêu cầu giải trình các thông tin trọng yếu giúp người đọc hiểu rõ tình hình doanh nghiệp.

Một ví dụ cụ thể là phân loại tài sản và nợ phải trả (ngắn hạn – dài hạn), phải được phân loại theo khả năng thanh toán trong vòng 12 tháng hoặc chu kỳ kinh doanh.

Chuẩn mực kiểm toán Việt Nam số 250 (VSA 250), ban hành kèm Thông tư 214/2012/TT-BTC, quy định rằng kiểm toán viên và doanh nghiệp kiểm toán phải xác định trách nhiệm “xem xét tính tuân thủ pháp luật và các quy định” trong quá trình kiểm toán BCTC. Phạm vi bao gồm:

Ban Giám đốc có trách nhiệm đảm bảo mọi số liệu, thuyết minh trong BCTC tuân thủ luật pháp. Kiểm toán viên phải thu thập bằng chứng đủ để xác định các hành vi

không tuân thủ có thể gây sai sót trọng yếu, duy trì thái độ hoài nghi nghề nghiệp. Trường hợp phát hiện sai phạm nghiêm trọng, kiểm toán viên phải áp dụng hình thức ý kiến ngoại trừ hoặc từ chối đưa ra ý kiến và báo cáo cơ quan có thẩm quyền.

Luật số 67/2011/QH12 còn quy định nguyên tắc kiểm toán viên phải “tuân thủ chuẩn mực kiểm toán và chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp kế toán, kiểm toán Việt Nam”. Điều này khẳng định yếu tố tuân thủ VAS, VSA và chuẩn mực đạo đức trong tất cả các hoạt động kiểm toán.

Quyết định 345/QĐ-BTC ngày 16/3/2020 phê duyệt “Đề án áp dụng chuẩn mực BCTC tại Việt Nam”. Theo đó: Giai đoạn tự nguyện áp dụng IFRS từ 2022 – 2025, áp dụng cho doanh nghiệp quy mô lớn, niêm yết, tập đoàn Nhà nước. Từ đầu năm 2025, sẽ chính thức áp dụng Chuẩn mực Báo cáo Tài chính Việt Nam (VFRS), thiết kế theo IFRS nhưng phù hợp với đặc thù Việt Nam. Cả VFRS và IFRS đều là bộ khung pháp lý doanh nghiệp phải tuân thủ khi lập và trình bày BCTC.

Ngoài ra, các quy định chuyên ngành như Thông tư của Ngân hàng Nhà nước (ví dụ 49/2014/TT-NHNN) yêu cầu tổ chức tín dụng nộp BCTC bán niên đã soát xét trong vòng 45 ngày, và BCTC năm đã kiểm toán trong 90 ngày từ ngày kết thúc năm tài chính. Chuẩn mực kiểm toán VSA 220 yêu cầu doanh nghiệp kiểm toán tuân thủ chất lượng nội bộ và chuẩn mực ngành nghề.

Trong thời gian tới, các văn bản quy phạm pháp luật hướng đến đảm bảo chất lượng báo cáo tài chính như sau:

Thứ nhất, dự thảo Thông tư kiểm soát chất lượng dịch vụ kiểm toán

Bộ Tài chính đang lấy ý kiến dự thảo Thông tư về kiểm soát chất lượng dịch vụ kiểm toán, ban hành trên cơ sở Luật Kiểm toán độc lập 2011 và Nghị định 118/2008/NĐ-CP. Dự thảo này quy định chặt chẽ hệ thống quản lý chất lượng nội bộ tại các công ty kiểm toán, bao gồm: yêu cầu xây dựng manual quy trình kiểm soát chất lượng, đánh giá thường xuyên việc tuân thủ VSA 220 (chuẩn mực kiểm toán về kiểm soát chất lượng nội bộ), bổ sung quy chế trách nhiệm của người chịu trách nhiệm kiểm soát chất lượng, cũng như cơ chế xử lý khi xảy ra sai sót do kiểm toán. Mục tiêu chính nhằm đảm bảo các báo cáo tài chính (BCTC) sau kiểm toán phản ánh trung thực, khách quan và giảm thiểu rủi ro sai sót nghiệp vụ.

Thứ hai, dự thảo Chuẩn mực quản lý chất lượng (VSQM1, VSQM2, VSA 220)

Hiệp hội Kiểm toán viên hành nghề Việt Nam (VACPA) đã trình Bộ Tài chính ba dự thảo chuẩn mực: VSQM1, VSQM2 và cập nhật VSA 220. Trong đó, VSQM1 và

VSQM2 quy định chi tiết về hệ thống kiểm soát chất lượng tổng thể và trên từng engagement kiểm toán. Nội dung bao gồm cấu trúc, chính sách, thủ tục giám sát chất lượng nghiệp vụ; trách nhiệm đánh giá độc lập và cải thiện liên tục. Việc này hướng tới mục tiêu nâng cao chất lượng kiểm toán, từ đó góp phần bảo đảm tính đáng tin cậy của BCTC được công bố tại doanh nghiệp.

Thứ ba, các thay đổi trong khuôn khổ pháp lý và giám sát thị trường tài chính, tiêu biểu là dự thảo Thông tư sửa đổi các chỉ tiêu an toàn tài chính đối với tổ chức chứng khoán, cho thấy vai trò ngày càng quan trọng của chất lượng báo cáo tài chính trong việc phản ánh đúng năng lực tài chính thực sự của doanh nghiệp. Cụ thể, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước phối hợp với Bộ Tài chính đang lấy ý kiến đối với dự thảo Thông tư sửa đổi Thông tư 91/2020/TT-BTC, nhằm bổ sung và hoàn thiện hệ thống chỉ tiêu an toàn tài chính áp dụng cho các công ty chứng khoán.

Một trong những điểm mới đáng chú ý của dự thảo là việc mở rộng phạm vi và mức độ chi tiết của các chỉ tiêu được sử dụng trong tính toán vốn khả dụng, bao gồm việc xem xét đầy đủ hơn lợi nhuận sau thuế chưa phân phối, cổ phiếu quỹ, trái phiếu chuyển đổi, cũng như việc áp dụng hệ số rủi ro chi tiết hơn đối với từng loại tài sản. Những điều chỉnh này phản ánh nỗ lực của cơ quan quản lý trong việc tăng cường giám sát rủi ro tài chính, hạn chế khả năng che giấu rủi ro thông qua các kỹ thuật kế toán hoặc cấu trúc tài chính phức tạp, đồng thời giảm thiểu tình trạng “đẹp hóa” báo cáo tài chính vốn có thể làm sai lệch việc đánh giá sức khỏe tài chính của doanh nghiệp.

Từ góc độ nghiên cứu, các thay đổi này cho thấy chất lượng báo cáo tài chính không chỉ là vấn đề tự nguyện nhằm nâng cao tính minh bạch đối với nhà đầu tư, mà còn trở thành một yêu cầu mang tính bắt buộc trong khuôn khổ quản lý an toàn hệ thống. Khi các chỉ tiêu an toàn tài chính được thiết kế theo hướng phản ánh sát hơn giá trị kinh tế thực của doanh nghiệp, các tổ chức chứng khoán buộc phải nâng cao chất lượng ghi nhận, đo lường và công bố thông tin tài chính. Điều này góp phần làm giảm khoảng cách giữa giá trị sổ sách và năng lực tài chính thực tế, qua đó nâng cao hiệu quả giám sát của cơ quan quản lý, nhà đầu tư và các tổ chức cung ứng vốn.

Hơn nữa, trong bối cảnh thị trường tài chính Việt Nam đang phát triển và ngày càng hội nhập sâu với thị trường khu vực và quốc tế, việc siết chặt các chỉ tiêu an toàn tài chính còn có ý nghĩa quan trọng trong việc nâng cao kỷ luật thị trường và củng cố niềm tin của nhà đầu tư. Khi báo cáo tài chính phản ánh trung thực và đầy đủ hơn mức độ rủi ro cũng như khả năng chịu đựng rủi ro của các tổ chức chứng khoán, các quyết định đầu tư và phân bổ vốn sẽ trở nên thận trọng và hiệu quả hơn. Qua đó, các thay đổi về mặt thể chế này gián tiếp củng cố vai trò của chất lượng báo cáo tài chính như một

cơ chế then chốt trong việc hạn chế hành vi quản trị lợi nhuận, nâng cao tính minh bạch và cải thiện hiệu quả đầu tư trên thị trường tài chính Việt Nam.

Thứ tư, các cải cách liên quan đến chế độ báo cáo thống kê trong ngành Tài chính cũng góp phần quan trọng vào việc nâng cao chất lượng báo cáo tài chính một cách gián tiếp nhưng mang tính hệ thống. Cụ thể, Bộ Tài chính đã công bố dự thảo Thông tư quy định Chế độ báo cáo thống kê ngành Tài chính, với mục tiêu thiết lập một khuôn khổ thống nhất về danh mục chỉ tiêu, biểu mẫu báo cáo, nội dung thông tin, thời hạn nộp báo cáo, cũng như hình thức gửi và xác thực dữ liệu. Những quy định này hướng đến việc chuẩn hóa quy trình thu thập và xử lý dữ liệu trong toàn bộ hệ thống tài chính công, qua đó nâng cao tính nhất quán và độ tin cậy của thông tin được công bố.

Điểm nhấn quan trọng của dự thảo là việc đề cao các nguyên tắc “đầy đủ – chính xác – kịp thời” trong hoạt động báo cáo thống kê, đồng thời yêu cầu các đơn vị báo cáo sử dụng hệ thống điện tử tích hợp nhằm đảm bảo tính minh bạch, khả năng truy xuất và kiểm tra chéo dữ liệu. Việc áp dụng các nền tảng công nghệ thông tin thống nhất không chỉ giúp giảm thiểu sai sót trong quá trình tổng hợp số liệu mà còn hạn chế khả năng điều chỉnh dữ liệu mang tính chủ quan, từ đó góp phần nâng cao kỷ luật báo cáo và chất lượng thông tin đầu vào.

Mặc dù trọng tâm của dự thảo là báo cáo thống kê phục vụ công tác quản lý và hoạch định chính sách, cơ chế này có tác động lan tỏa tích cực đến chất lượng báo cáo tài chính. Cụ thể, dữ liệu thống kê đầy đủ, chính xác và kịp thời tạo nền tảng quan trọng cho việc tổng hợp, phân tích và lập báo cáo tài chính ở cấp độ ngành và toàn hệ thống tài chính công. Khi dữ liệu đầu vào được chuẩn hóa và kiểm soát chặt chẽ, các báo cáo tài chính tổng hợp sẽ phản ánh sát hơn thực trạng tài chính và hiệu quả sử dụng nguồn lực công, qua đó nâng cao độ tin cậy của thông tin tài chính đối với các bên liên quan.

Từ góc độ nghiên cứu, các cải cách về chế độ báo cáo thống kê cho thấy vai trò ngày càng rõ nét của thể chế trong việc nâng cao chất lượng báo cáo tài chính không chỉ ở cấp độ doanh nghiệp mà còn ở cấp độ hệ thống. Việc tăng cường minh bạch và khả năng truy xuất thông tin thông qua báo cáo thống kê điện tử giúp giảm bất cân xứng thông tin giữa cơ quan quản lý và các chủ thể sử dụng thông tin, đồng thời tạo áp lực tuân thủ đối với các đơn vị báo cáo. Qua đó, chất lượng báo cáo tài chính tổng thể của khu vực tài chính công được cải thiện, góp phần nâng cao hiệu quả giám sát tài chính và hiệu quả phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế.

Như vậy, các quy định về báo cáo tài chính đã được chuẩn hóa, và ngày càng kiểm soát chặt chẽ.

5.2. Các hàm ý chính sách nhằm nâng cao chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp

5.2.1. Đối với các doanh nghiệp niêm yết

Kết quả mô hình cho thấy rằng, FRQ có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp cũng giúp giảm đầu tư dưới mức, đồng thời đầu tư dưới mức là kênh truyền dẫn. Do vậy, để tăng chất lượng báo cáo tài chính cho các doanh nghiệp Việt Nam trong bối cảnh phải tham gia sâu vào nền kinh tế thế giới cũng như áp dụng các tiêu chuẩn quốc tế và các dự thảo được ban hành, luận án đưa ra các hàm ý đối với doanh nghiệp niêm yết như sau:

Thứ nhất, nâng cao đạo đức nghề nghiệp và trình độ chuyên môn trong doanh nghiệp

Một trong những yếu tố căn cốt để đảm bảo chất lượng báo cáo tài chính chính là đạo đức nghề nghiệp và trình độ chuyên môn của những người trực tiếp lập, kiểm soát và phê duyệt các thông tin tài chính. Trong bối cảnh hội nhập sâu rộng và yêu cầu minh bạch ngày càng cao từ phía nhà đầu tư, các doanh nghiệp niêm yết cần xây dựng một nền văn hóa doanh nghiệp lấy tính liêm chính làm nền tảng. Lãnh đạo doanh nghiệp không thể coi việc lập báo cáo tài chính chỉ là nhiệm vụ của bộ phận kế toán, mà cần hiểu và giám sát chất lượng thông tin một cách chủ động, có chiến lược. Việc đào tạo liên tục cho đội ngũ kế toán – kiểm toán nội bộ không chỉ giúp cập nhật kịp thời các thay đổi trong hệ thống chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS) và tiến tới VFRS (từ năm 2025), mà còn giúp nâng cao tư duy phân tích và phản biện thông tin tài chính – yếu tố quan trọng để kiểm soát rủi ro trong các quyết định đầu tư. Theo thống kê của Bộ Tài chính, hiện nay vẫn còn hơn 40% doanh nghiệp niêm yết có sai sót trọng yếu trong báo cáo tài chính được kiểm toán do thiếu hiểu biết hoặc cố tình vi phạm nguyên tắc kế toán. Do vậy, một chiến lược đào tạo dài hạn, đi kèm cam kết đạo đức từ cấp cao nhất là điều kiện tiên quyết để cải thiện chất lượng thông tin và hỗ trợ ra quyết định đầu tư hiệu quả.

Thứ hai, tuân thủ đầy đủ các quy định về kế toán và minh bạch hệ thống số liệu

Một chính sách quan trọng cần thúc đẩy là khuyến khích doanh nghiệp niêm yết tuân thủ chặt chẽ các quy định của pháp luật về kế toán, đặc biệt là Luật Kế toán 2015, Chuẩn mực Kế toán Việt Nam (VAS), và các Thông tư hướng dẫn của Bộ Tài chính (đặc biệt là Thông tư 200/2014/TT-BTC, Thông tư 96/2020/TT-BTC). Việc hạch toán đúng bản chất nghiệp vụ kinh tế phát sinh, thay vì chạy theo lợi nhuận kế toán ngắn hạn, sẽ giúp phản ánh chính xác năng lực tài chính và hiệu quả kinh doanh – yếu tố thiết yếu để đánh giá các dự án đầu tư. Nhiều doanh nghiệp hiện vẫn lẩn lộn giữa quy định kế toán và quy định thuế, dẫn đến tình trạng làm sai lệch dòng tiền hay lợi nhuận thực tế.

Bên cạnh đó, việc lựa chọn phần mềm kế toán cũng là vấn đề đáng lưu ý. Doanh nghiệp cần sử dụng các phần mềm đã được kiểm định, có tính năng tự động kiểm soát và truy vết dữ liệu, nhằm đảm bảo sự nhất quán và chính xác của thông tin tài chính. Khi chất lượng thông tin đầu vào được đảm bảo, hiệu quả sử dụng báo cáo tài chính trong phân tích dự án đầu tư cũng sẽ tăng đáng kể.

Thứ ba, tăng cường mức độ công khai và khả năng tiếp cận thông tin cho nhà đầu tư

Để hỗ trợ các quyết định đầu tư hiệu quả, doanh nghiệp niêm yết cần nâng cao mức độ công khai, minh bạch và đúng hạn trong công bố thông tin tài chính. Báo cáo tài chính không nên chỉ là tài liệu “đối phó” để nộp cho cơ quan quản lý, mà phải trở thành kênh truyền tải thông tin chiến lược tới cổ đông và nhà đầu tư tiềm năng. Thuyết minh báo cáo tài chính cần rõ ràng, cụ thể, phản ánh đúng những biến động trọng yếu về doanh thu, chi phí, tài sản và rủi ro. Theo báo cáo từ HOSE, hiện vẫn còn nhiều công ty niêm yết công bố báo cáo tài chính muộn hoặc thiếu chi tiết, làm giảm niềm tin thị trường. Việc cập nhật định kỳ thông tin tài chính giữa kỳ (quý) kèm các bản tin phân tích hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ giúp nhà đầu tư đánh giá đúng tiềm năng sinh lời, từ đó thu hút dòng vốn dài hạn. Tăng tính minh bạch thông qua các kênh công bố (website, báo cáo thường niên, họp phân tích nhà đầu tư) cũng là cách để tăng xếp hạng tín nhiệm của doanh nghiệp trên thị trường.

Thứ tư, hoàn thiện hệ thống kiểm soát nội bộ để gia tăng độ tin cậy của báo cáo tài chính

Hệ thống kiểm soát nội bộ (KSNB) đóng vai trò cốt lõi trong việc bảo đảm tính chính xác và minh bạch của báo cáo tài chính, từ đó hỗ trợ ra quyết định đầu tư đúng đắn. Các doanh nghiệp niêm yết cần xây dựng một hệ thống KSNB theo hướng tuân thủ chặt chẽ các nguyên tắc của Chuẩn mực kiểm toán Việt Nam (VSA 315, VSA 265), cũng như các khung kiểm soát quốc tế như COSO. Điều này bao gồm thiết lập một môi trường kiểm soát minh bạch, đánh giá rủi ro tài chính và phi tài chính một cách thường xuyên, củng cố hệ thống thông tin – truyền thông nội bộ, và thực hiện giám sát liên tục đối với các quy trình kế toán then chốt. Nhiều vụ việc gian lận báo cáo tài chính trong thời gian qua (như Tân Hoàng Minh, FLC...) cho thấy rõ sự yếu kém hoặc cố tình vô hiệu hóa KSNB, gây ra tổn thất lớn cho nhà đầu tư. Do đó, nhà quản trị cần chủ động đưa KSNB vào chiến lược quản trị rủi ro tổng thể, giao quyền rõ ràng cho các bộ phận kiểm soát nội bộ độc lập, và thiết lập cơ chế kiểm tra chéo định kỳ giữa các phòng ban tài chính – kế toán – đầu tư. Khi hệ thống KSNB hoạt động hiệu quả, báo cáo tài chính

sẽ trở thành nguồn dữ liệu tin cậy, qua đó nâng cao hiệu quả phân tích và lựa chọn dự án đầu tư.

Thứ năm, tăng cường khả năng chống chịu tài chính để hỗ trợ đầu tư bền vững

Chất lượng báo cáo tài chính không chỉ phụ thuộc vào yếu tố kỹ thuật kế toán, mà còn liên quan mật thiết đến “sức khỏe tài chính thực chất” của doanh nghiệp. Do đó, song song với việc lập báo cáo chính xác, doanh nghiệp niêm yết cần triển khai các biện pháp nâng cao năng lực tài chính nhằm đảm bảo khả năng thực thi các dự án đầu tư. Một số biện pháp có thể kể đến gồm: kiểm soát nợ vay hiệu quả, thiết lập hạn mức rủi ro tài chính phù hợp, trích lập dự phòng đầy đủ cho các khoản phải thu khó đòi và đầu tư tài chính không hiệu quả. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cần tích cực xây dựng quỹ dự phòng tài chính để đối phó với biến động vĩ mô, lãi suất, tỷ giá hoặc khủng hoảng chuỗi cung ứng. Khi cấu trúc tài chính lành mạnh, dòng tiền ổn định, doanh nghiệp sẽ chủ động hơn trong các quyết định đầu tư dài hạn, và báo cáo tài chính sẽ phản ánh chính xác năng lực đầu tư hiện tại – tránh tình trạng “làm đẹp” số liệu để gọi vốn trong ngắn hạn. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng cần thể hiện đầy đủ các chính sách quản trị rủi ro trong thuyết minh báo cáo tài chính để nhà đầu tư đánh giá toàn diện hơn về tính bền vững của các dự án.

Thứ sáu, thận trọng trong lựa chọn công ty kiểm toán để đảm bảo tính độc lập và khách quan

Cuối cùng, một chính sách không thể thiếu nhằm nâng cao chất lượng báo cáo tài chính là lựa chọn công ty kiểm toán một cách thận trọng, dựa trên tiêu chí năng lực chuyên môn, uy tín thị trường và mức độ độc lập, thay vì chỉ dựa vào chi phí kiểm toán thấp. Theo Luật Kiểm toán độc lập 2011 và Nghị định 17/2012/NĐ-CP, các doanh nghiệp niêm yết bắt buộc phải kiểm toán báo cáo tài chính bởi các công ty có đủ điều kiện hành nghề và nằm trong danh sách do Bộ Tài chính công bố. Tuy nhiên, thực tế cho thấy một số doanh nghiệp vẫn lựa chọn kiểm toán viên có mức phí rẻ hơn, dẫn đến chất lượng kiểm toán không đảm bảo, bỏ qua các dấu hiệu sai sót hoặc gian lận trọng yếu. Đây là một rủi ro lớn cho nhà đầu tư khi ra quyết định dựa vào thông tin tài chính đã được “kiểm toán nhưng không thực chất”. Do đó, các cổ đông, ban kiểm soát và hội đồng quản trị doanh nghiệp cần đưa ra quy trình chọn lựa kiểm toán độc lập minh bạch, có tham chiếu đến uy tín của kiểm toán viên trên thị trường (ví dụ như Big4, hoặc các công ty đạt xếp hạng A theo phân loại của VACPA). Ngoài ra, doanh nghiệp nên yêu cầu kiểm toán viên trình bày rõ các rủi ro phát hiện được, báo cáo các điểm kiểm soát yếu trong thư quản lý, đồng thời công bố công khai kết quả kiểm toán để tăng tính trách nhiệm giải trình.

Thứ tư, tích hợp báo cáo tài chính và báo cáo phát triển bền vững theo chuẩn quốc tế

Trong bối cảnh dòng vốn đầu tư quốc tế ngày càng chú trọng đến ESG (Environmental – Social – Governance), các doanh nghiệp niêm yết cần chủ động tích hợp thông tin phi tài chính vào hệ thống báo cáo, đặc biệt là theo các chuẩn mực như GRI, SASB, TCFD, hoặc IFRS S1/S2. Việc chỉ công bố báo cáo tài chính đơn thuần đã không còn đủ để thuyết phục các nhà đầu tư tổ chức, đặc biệt là các quỹ đầu tư nước ngoài. Bằng cách tích hợp báo cáo phát triển bền vững với báo cáo tài chính (integrated reporting), doanh nghiệp có thể chứng minh rằng hiệu quả tài chính đi cùng với hiệu quả môi trường – xã hội, từ đó nâng cao khả năng gọi vốn, tăng giá trị thị trường và tạo niềm tin dài hạn với cổ đông. Đây cũng là hướng đi phù hợp với lộ trình áp dụng VFRS tại Việt Nam từ năm 2025.

Thứ tám, ứng dụng công nghệ số trong quản trị và lập báo cáo tài chính

Việc số hóa công tác kế toán – tài chính giúp doanh nghiệp giảm thiểu sai sót, nâng cao tốc độ lập báo cáo và hỗ trợ ra quyết định theo thời gian thực. Các doanh nghiệp niêm yết nên đầu tư mạnh mẽ vào ERP (Enterprise Resource Planning), BI (Business Intelligence) hoặc các nền tảng tự động hoá kế toán (RPA) để chuẩn hóa quy trình thu thập – xử lý – lập báo cáo tài chính. Ngoài ra, công nghệ blockchain và phân tích dữ liệu lớn (big data) cũng có thể được áp dụng để tăng độ minh bạch, phát hiện bất thường, và dự báo rủi ro tài chính. Số hóa không chỉ là xu hướng tất yếu mà còn giúp doanh nghiệp duy trì tính cạnh tranh và minh bạch trong mắt nhà đầu tư.

Thứ chín, tăng cường trách nhiệm giải trình của Ban điều hành và Hội đồng quản trị

Một báo cáo tài chính chất lượng cao không chỉ là sản phẩm của bộ phận kế toán mà còn là trách nhiệm tập thể của Ban điều hành và Hội đồng quản trị (HĐQT). Doanh nghiệp cần xác lập rõ vai trò giám sát tài chính của HĐQT, đặc biệt là ủy ban kiểm toán nội bộ, nhằm đảm bảo các quyết định tài chính – kế toán được thẩm tra, phản biện và công bố đúng chuẩn mực. Trong nhiều trường hợp, HĐQT thiếu kiến thức tài chính hoặc buông lỏng giám sát dẫn đến sai sót, thậm chí gian lận, trong báo cáo tài chính. Do đó, doanh nghiệp nên mời các thành viên HĐQT độc lập có chuyên môn tài chính sâu và tổ chức định kỳ các buổi đào tạo cho HĐQT và ban điều hành về các thay đổi trong chuẩn mực kế toán, kiểm toán, và quy định công bố thông tin.

Thứ mười, thực hiện đánh giá nội bộ định kỳ về chất lượng báo cáo tài chính

Một sáng kiến hữu hiệu nữa là thiết lập quy trình tự đánh giá nội bộ hằng năm về chất lượng báo cáo tài chính, bao gồm các tiêu chí như: mức độ chính xác, đầy đủ, kịp thời; khả năng truy xuất nguồn dữ liệu; độ tin cậy của phần mềm kế toán; sự tuân thủ chuẩn mực; và mức độ hài lòng của nhà đầu tư. Doanh nghiệp có thể áp dụng mô hình kiểm định nội bộ (internal quality assessment), mời chuyên gia tư vấn độc lập đánh giá định kỳ, hoặc thiết lập bộ chỉ số đo lường chất lượng thông tin tài chính (Financial Information Quality Index). Những đánh giá này sẽ giúp doanh nghiệp nhận diện điểm yếu và cải thiện trước khi cơ quan kiểm toán hoặc nhà đầu tư phát hiện ra các sai sót nghiêm trọng.

5.2.2. Đối với các công ty kiểm toán

Chất lượng báo cáo tài chính của các doanh nghiệp được hình thành bởi chính doanh nghiệp đó, nhưng sẽ được kiểm toán bởi các công ty kiểm toán. Do vậy, để đảm bảo được chất lượng báo cáo tài chính nhằm giúp doanh nghiệp có thể tiếp cận vốn, các công ty kiểm toán có thể:

Thứ nhất, nâng cao chất lượng kiểm toán độc lập thông qua đạo đức nghề nghiệp, năng lực chuyên môn và quản lý rủi ro nhân sự

Kiểm toán độc lập đóng vai trò “người gác cổng” cuối cùng trước khi báo cáo tài chính được công bố ra công chúng, do đó chất lượng kiểm toán có tác động trực tiếp đến mức độ minh bạch, tin cậy của thông tin tài chính trên thị trường. Các công ty kiểm toán cần thực hiện nghiêm túc các chuẩn mực kiểm toán Việt Nam (VSA), đặc biệt là VSA 200, VSA 220 và VSA 230 – liên quan đến quy trình, đạo đức nghề nghiệp và tài liệu kiểm toán. Đồng thời, cần tăng cường bồi dưỡng kiến thức chuyên sâu về ngành, công cụ kiểm toán số, và kỹ năng phát hiện gian lận cho kiểm toán viên. Theo báo cáo của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, vẫn còn tình trạng các kiểm toán viên tham gia đồng thời nhiều hợp đồng kiểm toán, không đủ thời gian đánh giá rủi ro và bằng chứng kiểm toán một cách thận trọng, dẫn đến sai sót trọng yếu bị bỏ qua. Vì vậy, các công ty kiểm toán cần siết chặt quy định về quản lý thời lượng và số lượng nhiệm vụ kiểm toán mà mỗi kiểm toán viên đảm nhận, đồng thời thiết lập hệ thống kiểm soát chất lượng nội bộ chặt chẽ (theo VSQM1, VSQM2). Chỉ khi chất lượng kiểm toán được đảm bảo, báo cáo tài chính mới thực sự phản ánh trung thực và hợp lý tình hình tài chính – kinh doanh của doanh nghiệp, từ đó nâng cao hiệu quả đầu tư trên thị trường.

Thứ hai, tham gia chủ động vào quá trình chuyển đổi chuẩn mực báo cáo tài chính từ VAS sang IFRS/VFRS

Trước lộ trình áp dụng Chuẩn mực Báo cáo tài chính Việt Nam (VFRS) theo Quyết định 345/QĐ-BTC, các công ty kiểm toán cần đóng vai trò dẫn dắt và tư vấn kỹ thuật cho doanh nghiệp trong quá trình chuyển đổi. Cụ thể, kiểm toán viên phải đánh giá năng lực tài chính, đặc điểm hoạt động và mức độ sẵn sàng chuyển đổi của từng doanh nghiệp để xây dựng lộ trình IFRS phù hợp cho từng ngành. Điều này bao gồm việc:

- Thiết kế mẫu báo cáo tài chính IFRS/VFRS chuyên biệt theo từng lĩnh vực (sản xuất, ngân hàng, bất động sản,...),
- Hướng dẫn doanh nghiệp xây dựng sổ tay chính sách kế toán phù hợp,
- Hỗ trợ tái cấu trúc quy trình lập báo cáo, quy trình ghi nhận – đo lường – trình bày thông tin,
- Tư vấn triển khai các hệ thống ERP, phần mềm kế toán tích hợp IFRS.

Việc chuyển đổi IFRS không chỉ là bài toán kỹ thuật mà còn là thay đổi nhận thức và tư duy quản trị. Vì vậy, công ty kiểm toán cần đóng vai trò “đồng hành chuyên môn” dài hạn, chứ không chỉ đơn thuần là bên xác nhận số liệu. Sự hỗ trợ kịp thời và chất lượng của công ty kiểm toán sẽ giúp doanh nghiệp tránh sai sót, tiết kiệm chi phí chuyển đổi và rút ngắn thời gian thích nghi với các yêu cầu mới của thị trường tài chính toàn cầu.

Thứ ba, thúc đẩy minh bạch và trách nhiệm giải trình thông qua giám sát đa tầng đối với hoạt động kiểm toán

Một điểm yếu cố hữu trong thị trường kiểm toán Việt Nam là thiếu cơ chế giám sát chéo và minh bạch hóa kết quả kiểm toán. Để khắc phục, các công ty kiểm toán cần chủ động phối hợp với doanh nghiệp và cơ quan quản lý để thiết lập các cơ chế giám sát đa tầng trong quy trình kiểm toán. Cụ thể:

- Tăng cường vai trò của ủy ban kiểm toán thuộc Hội đồng quản trị trong việc phê duyệt phạm vi, kế hoạch và đánh giá chất lượng kiểm toán,
- Tổ chức định kỳ các cuộc đối thoại minh bạch giữa kiểm toán viên – ban điều hành – cổ đông để trình bày rủi ro, sai sót và khuyến nghị,
- Thúc đẩy việc công bố công khai các phát hiện quan trọng trong thư quản lý sau kiểm toán, bên cạnh báo cáo kiểm toán chính thức.

Các công ty kiểm toán cũng nên thực hiện đánh giá độc lập sau mỗi nhiệm kỳ kiểm toán (ví dụ mỗi 2–3 năm) để đảm bảo tính khách quan, đồng thời đề xuất cải thiện cho kỳ kiểm toán tiếp theo. Ở cấp thị trường, có thể đề xuất thiết lập bảng xếp hạng tín nhiệm chất lượng kiểm toán của các công ty kiểm toán, dựa trên mức độ tuân thủ chuẩn mực, thời gian phát hiện sai sót và mức độ công khai phát hiện trọng yếu – điều mà hiện nay vẫn còn bỏ ngỏ tại Việt Nam. Khi kiểm toán được đặt trong hệ thống giám sát minh bạch, báo cáo tài chính được xác nhận sẽ mang lại độ tin cậy cao hơn, từ đó hỗ trợ tốt hơn cho nhà đầu tư và thị trường vốn.

Thứ tư, thúc đẩy chuyển đổi số và ứng dụng công nghệ trong quy trình kiểm toán

Trong bối cảnh dữ liệu doanh nghiệp ngày càng phức tạp và khối lượng thông tin tài chính gia tăng, các công ty kiểm toán cần đẩy mạnh ứng dụng công nghệ vào quy trình kiểm toán. Cụ thể, nên triển khai các công cụ kiểm toán số (audit analytics), phần mềm phân tích dữ liệu lớn (Big Data), trí tuệ nhân tạo (AI) để tự động hóa các khâu kiểm tra số liệu, phát hiện sai lệch bất thường và nâng cao khả năng khoanh vùng rủi ro. Ngoài ra, công nghệ blockchain, nếu được áp dụng phù hợp, có thể giúp kiểm toán viên xác minh dữ liệu giao dịch gần như theo thời gian thực mà không phụ thuộc hoàn toàn vào tài liệu cung cấp bởi khách hàng. Việc áp dụng công nghệ không chỉ giúp tiết kiệm thời gian và chi phí, mà còn gia tăng độ tin cậy và minh bạch trong kết luận kiểm toán – nhất là trong bối cảnh các báo cáo tài chính đang chuyển sang IFRS với độ phức tạp cao hơn. Vì vậy, các công ty kiểm toán cần được khuyến khích đầu tư vào hạ tầng công nghệ, đào tạo nhân lực công nghệ tài chính, và hợp tác với các công ty công nghệ để phát triển công cụ kiểm toán chuyên sâu theo ngành.

Thứ năm, tăng cường đào tạo và luân chuyển kiểm toán viên theo hướng chuyên ngành hóa

Một trong những vấn đề lớn hiện nay là nhiều kiểm toán viên thực hiện kiểm toán đa ngành mà thiếu chuyên sâu, dẫn đến việc bỏ sót các rủi ro mang tính đặc thù của từng lĩnh vực (như ngân hàng, bất động sản, sản xuất, logistics,...). Để cải thiện điều này, các công ty kiểm toán nên áp dụng mô hình chuyên môn hóa theo ngành: kiểm toán viên không chỉ được phân công theo khách hàng, mà còn được đào tạo và luân chuyển theo ngành kinh tế cụ thể để hiểu rõ bản chất nghiệp vụ, quy trình hoạt động, và rủi ro đặc thù của từng lĩnh vực. Ngoài ra, có thể thiết lập các chứng chỉ hành nghề kiểm toán chuyên ngành, ví dụ như “kiểm toán viên lĩnh vực ngân hàng – tài chính”, hoặc “kiểm toán viên IFRS lĩnh vực bất động sản”, tương tự như các chuẩn quốc tế của ICAEW hay

ACCA. Việc chuyên môn hóa không chỉ tăng độ chính xác và chất lượng kiểm toán mà còn gia tăng giá trị tư vấn mà kiểm toán viên có thể mang lại cho doanh nghiệp.

Thứ sáu, thiết lập hệ thống giám sát chất lượng độc lập cấp quốc gia đối với công ty kiểm toán

Hiện nay, việc giám sát hoạt động của các công ty kiểm toán tại Việt Nam chủ yếu do Bộ Tài chính, VACPA và một phần từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước thực hiện, tuy nhiên vẫn còn phân tán và thiếu cơ chế đánh giá định lượng công khai. Một chính sách quan trọng cần xem xét là thiết lập một Ủy ban Giám sát Chất lượng Kiểm toán Quốc gia (tương tự PCAOB ở Mỹ hoặc FRC ở Anh) – một cơ quan độc lập, có quyền thanh tra định kỳ các công ty kiểm toán, công bố công khai kết quả đánh giá, và xử lý vi phạm nghiêm minh. Hệ thống này có thể áp dụng các tiêu chí như: mức độ tuân thủ chuẩn mực, số lần bị từ chối báo cáo kiểm toán, thời gian trung bình kiểm toán, hay mức độ hài lòng của khách hàng. Một hệ thống như vậy sẽ giúp thiết lập mặt bằng chất lượng kiểm toán đồng đều hơn, khuyến khích cạnh tranh lành mạnh dựa trên chuyên môn, chứ không phải dựa trên giảm giá dịch vụ.

5.2.3. Đối với các sàn giao dịch chứng khoán

Tất cả các doanh nghiệp được nghiên cứu trong bài đều được niêm yết trên HoSE, HNX. Do vậy, để tăng cường chất lượng báo cáo tài chính, một số hàm ý được nêu ra như sau:

Tăng cường vai trò giám sát và kiểm soát công bố thông tin tài chính của doanh nghiệp niêm yết

Trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam đang ngày càng hội nhập sâu rộng với khu vực và thế giới, chất lượng công bố thông tin tài chính của doanh nghiệp niêm yết trở thành một trong những yếu tố then chốt ảnh hưởng đến niềm tin và hành vi của nhà đầu tư, đặc biệt là các định chế tài chính lớn. Mặc dù trong những năm gần đây, công tác quản trị công ty, công bố thông tin và lập báo cáo tài chính đã có cải thiện tích cực, nhưng thực tế vẫn tồn tại không ít trường hợp sai sót, chậm trễ, thậm chí gian lận trong công bố báo cáo tài chính đã kiểm toán. Các vụ việc liên quan đến thao túng báo cáo tài chính hay "làm đẹp số liệu" trước thời điểm phát hành cổ phiếu hoặc tăng vốn đã ít nhiều ảnh hưởng tiêu cực đến uy tín của thị trường.

Do đó, các sở giao dịch chứng khoán cần chủ động thực hiện các chính sách giám sát chủ động và chế tài răn đe nghiêm khắc đối với hành vi công bố sai lệch, thiếu minh bạch báo cáo tài chính. Trước tiên, cần phối hợp với Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán

Nhà nước và các cơ quan thanh tra để xây dựng cơ sở dữ liệu theo dõi lịch sử công bố thông tin tài chính, đồng thời đánh dấu các doanh nghiệp từng vi phạm chuẩn mực báo cáo – làm căn cứ xếp hạng tín nhiệm công bố thông tin.

Thứ hai, các sàn nên áp dụng cơ chế phân tầng niêm yết dựa trên chất lượng công bố thông tin: những doanh nghiệp công bố báo cáo tài chính đúng hạn, được kiểm toán bởi các tổ chức uy tín, và không có sai sót bị truy thu hồi... sẽ được ưu tiên trong phân bảng niêm yết, truyền thông và quảng bá đối tác đầu tư nước ngoài. Việc này tạo động lực khuyến khích doanh nghiệp minh bạch hóa thông tin, thay vì chỉ trông chờ vào sự cưỡng chế của pháp luật.

Ngoài ra, các sàn cũng cần thiết lập hệ thống cảnh báo sớm, phân tích định lượng các dấu hiệu bất thường trong báo cáo tài chính như: tỷ lệ lợi nhuận đột biến, chênh lệch dòng tiền – lợi nhuận, thay đổi đột ngột cơ cấu tài sản – vốn, số ngày tồn kho – công nợ bất thường... Khi phát hiện tín hiệu rủi ro, sàn có thể yêu cầu doanh nghiệp giải trình, tạm hoãn giao dịch, hoặc chuyển bảng nếu cần thiết. Việc minh bạch hóa quy trình giám sát này sẽ giúp nhà đầu tư đánh giá được độ tin cậy của báo cáo tài chính từng doanh nghiệp, từ đó giảm thiểu hành vi đầu cơ dựa trên thông tin sai lệch.

Đặc biệt, các sàn chứng khoán cần tăng cường vai trò phối hợp với công ty kiểm toán: đề xuất cơ chế sàn chứng khoán xác nhận chất lượng kiểm toán viên tham gia kiểm toán doanh nghiệp niêm yết, yêu cầu thuyết minh sâu hơn đối với các ý kiến kiểm toán ngoại trừ, hoặc công bố công khai thư quản lý kèm theo báo cáo tài chính được kiểm toán. Điều này không chỉ góp phần gia tăng chất lượng kiểm toán mà còn là cơ sở để nhà đầu tư hiểu rõ rủi ro tiềm ẩn trong từng doanh nghiệp.

Cuối cùng, chế tài xử lý vi phạm cần rõ ràng, công khai và nghiêm khắc, không chỉ dừng ở mức phạt tiền hành chính, mà cần áp dụng biện pháp đình chỉ giao dịch tạm thời, hạ bậc xếp hạng tín nhiệm thông tin hoặc chuyển cổ phiếu sang diện cảnh báo đặc biệt. Một số thị trường như Singapore hoặc Hàn Quốc đã áp dụng rất hiệu quả các hình thức này để duy trì niềm tin thị trường. Việt Nam hoàn toàn có thể học hỏi và nội luật hóa các biện pháp tương tự.

Quy trình giám sát công bố thông tin tài chính của doanh nghiệp niêm yết có thể thực hiện như sau:

Bước 1: Thiết lập hệ thống tiếp nhận và phân tích tự động

Các Sở giao dịch chứng khoán (HOSE, HNX) cần phát triển hệ thống phần mềm chuyên trách để:

- Tự động tiếp nhận báo cáo tài chính định kỳ (quý, bán niên, năm)
- So sánh với các kỳ trước và dữ liệu ngành. Mẫu này có thể xem tại bảng 5.1.
- Gắn nhãn cảnh báo theo tiêu chí định lượng

Bước 2: Phân loại doanh nghiệp theo mức độ rủi ro thông tin

Dựa trên lịch sử công bố, độ trễ, số lần bị yêu cầu giải trình, tần suất có ý kiến kiểm toán ngoại trừ hoặc từ chối. Các nhóm có thể phân loại như sau:

- Nhóm A: Minh bạch, công bố đúng hạn, kiểm toán sạch
- Nhóm B: Có dấu hiệu rủi ro thấp đến trung bình, từng bị yêu cầu bổ sung thông tin
- Nhóm C: Rủi ro cao, công bố chậm, có gian lận, kiểm toán có ngoại trừ nghiêm trọng

Bước 3: Yêu cầu giải trình và xử lý

Doanh nghiệp nhóm B, C sẽ bị đưa vào danh sách giám sát trọng điểm. Sở giao dịch có thể yêu cầu:

- Nộp báo cáo giải trình bổ sung trong vòng 3–5 ngày
- Cung cấp thư quản lý của kiểm toán (management letter)
- Tạm dừng giao dịch nếu quá hạn hoặc cố tình cung cấp sai lệch

Bước 4: Công khai hóa đánh giá minh bạch

Công bố định kỳ bảng xếp hạng minh bạch công bố thông tin theo ngành. Gắn hạng đánh giá ngay trên trang hồ sơ cổ phiếu (tương tự mô hình của SGX, Bursa Malaysia).

Bảng 5.1. Mẫu bảng đánh giá mức độ minh bạch báo cáo tài chính (theo ngành)

Tiêu chí	Trọng số	Doanh nghiệp sản xuất	Doanh nghiệp bất động sản
Nộp báo cáo tài chính đúng hạn (quý, năm)	15	✓	✓
Ý kiến kiểm toán sạch (không ngoại trừ)	20	✓	✓
Công khai đầy đủ thuyết minh	15	Chi phí NVL, giá vốn	Quỹ đất, hàng tồn kho
Giải trình biến động bất thường	10	Biến động doanh thu, LN	Lợi nhuận từ chuyển nhượng
Công bố thư quản lý kiểm toán	10	✓	✓
Công bố BCTC định dạng XBRL/chuẩn IFRS	10	✓	✓
Đối chiếu báo cáo quản trị - tài chính	10	Chi phí QLDN, nợ phải thu	Dòng tiền và chi phí lãi vay
Công bố lộ trình áp dụng VFRS/IFRS	5	✓	✓

Nguồn: Đề xuất của tác giả

5.2.4. Đối với các cơ quan quản lý Nhà nước

Thứ nhất, các tiêu chí thuộc tính chất lượng thông tin quy định trong khuôn mẫu kế toán của các tổ chức nghề nghiệp FASB, IASB sẽ hướng đến mục tiêu xử lý và trình bày BCTC đảm bảo chất lượng. Do đó, Bộ Tài chính cần tiếp tục hoàn thiện hệ thống chuẩn mực kế toán Việt Nam theo hướng phù hợp với thông lệ quốc tế, đặt trong Chuẩn mực chung (VAS 01) cần có mục riêng trình bày rõ những quy định cụ thể về các tiêu chí thuộc tính chất lượng thông tin tạo điều kiện để các DN có căn cứ nền tảng hướng đến đảm bảo chất lượng thông tin BCTC. Từ những chuẩn mực BCTC được ban hành, các doanh nghiệp cần được cơ quan quản lý hướng dẫn thực hiện công tác BCTC một cách đúng đắn. Thông tin tài chính sẽ là nền tảng để người sử dụng báo cáo tài chính đưa ra các quyết định phân bổ nguồn lực. Thông tin tài chính có chất lượng có thể giúp quá trình phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế trở nên hiệu quả hơn.

Thứ hai, Bộ Tài chính cần hoàn thiện khuôn khổ pháp luật kiểm toán, tăng cường quản lý, nâng cao hiệu quả, chất lượng của kiểm toán độc lập; thường xuyên kiểm tra, giám sát và công bố danh sách các công ty kiểm toán đủ uy tín, năng lực, đảm bảo chất lượng kiểm toán. Đồng thời, có chế tài cụ thể, nghiêm khắc với những công ty kiểm toán có BCTC họ kiểm toán bị phát hiện không trung thực.

Thứ ba, các cơ quan quản lý Nhà nước cần gia tăng kiểm soát từ bên ngoài đối với chất lượng kiểm toán. Trên thực tế, ở các quốc gia có nền kiểm toán phát triển, Nhà nước thường giao quyền nhiều hơn cho chính các công ty kiểm toán trong kiểm soát chất lượng kiểm toán hoặc thực hiện các cuộc kiểm soát chéo giữa các công ty kiểm toán. Tuy nhiên ở Việt Nam việc trao quyền tự kiểm soát vẫn khó có thể thực hiện bởi uy tín của các công ty kiểm toán vẫn chưa được coi là vấn đề hàng đầu. Do đó, việc tăng cường kiểm soát từ bên ngoài đối với chất lượng kiểm toán sẽ góp phần làm gia tăng chất lượng thông tin BCTC được kiểm toán.

Thứ tư, với sự phát triển không ngừng của khoa học, công nghệ... việc các doanh nghiệp sử dụng phần mềm kế toán trong công tác kế toán ngày càng nhiều. Do đó, Nhà nước cần nghiên cứu ban hành các quy định cụ thể về kiểm tra việc tuân thủ các tiêu chí về chất lượng phần mềm kế toán, cũng như triển khai các quy định về kiểm định chất lượng phần mềm kế toán góp phần gia tăng chất lượng thông tin BCTC.

Thứ năm, môi trường pháp lý là nền tảng cho việc ghi chép, lập báo cáo tài chính cho các doanh nghiệp, các chính sách thuế và chuẩn mực kế toán chi phối tới việc lập báo cáo tài chính của các doanh nghiệp, do đó, tác giả đề xuất cơ quan thuế cần có sự điều chỉnh để có sự hòa hợp giữa quy định của thuế và chuẩn mực kế toán, tạo thuận lợi

cho các doanh nghiệp trong việc lập báo cáo. Bên cạnh đó, Nhà nước cũng cần có chế tài xử phạt nghiêm khắc với những doanh nghiệp có hành vi vi phạm về công bố thông tin BCTC không trung thực.

Hiện nay, Việt Nam vẫn chưa có quy định cụ thể về yêu cầu doanh nghiệp phải công bố thông tin theo chuẩn mực kế toán quốc tế. Và đây chính là lỗ hổng để nhiều doanh nghiệp có thể xây dựng báo cáo tài chính theo chuẩn mực riêng, theo ý chí của người chủ doanh nghiệp. Nhận diện được những vấn đề nhà đầu tư đang phải đối diện, Bộ Tài chính đã có lộ trình áp dụng chuẩn mực kế toán quốc tế IFRS. Từ năm 2022 đến năm 2025, các doanh nghiệp có nhu cầu và đủ nguồn lực có thể áp dụng chuẩn mực này để lập báo cáo tài chính hợp nhất. Giai đoạn từ năm 2025 trở đi sẽ là bắt buộc với nhiều công ty. Nhìn chung, việc chuyển đổi và áp dụng các chuẩn mực BCTC quốc tế đối với việc lập BCTC của các doanh nghiệp niêm yết là rất cần thiết.

(i) Trong giai đoạn đầu tiên, Bộ Tài chính cần ban hành và hoàn thiện các quy định pháp lý và kế toán, cụ thể là xây dựng và ban hành chuẩn mực kế toán công Việt Nam, ban hành thông tư hướng dẫn việc cung cấp thông tin tài sản kết cấu hạ tầng; công bố bản dịch IFRS ra tiếng Việt, đào tạo nguồn nhân lực, xây dựng các hướng dẫn áp dụng IFRS.

(ii) Trong giai đoạn thứ hai, trên cơ sở đánh giá tình hình thực hiện áp dụng IFRS của các giai đoạn 1, Bộ Tài chính căn cứ nhu cầu, khả năng sẵn sàng của các doanh nghiệp, pháp luật có liên quan và tình hình thực tế, quy định phương án, thời điểm bắt buộc áp dụng IFRS để lập BCTC hợp nhất cho từng nhóm doanh nghiệp, đảm bảo tính hiệu quả và khả thi. Hiện tại, Việt Nam có 3 loại văn bản quy phạm pháp luật và cơ chế tài chính dẫn đến sự chòng chéo, không nhất quán trong cách thức tiếp cận và áp dụng các chính sách này, do nhà nước và doanh nghiệp chưa nắm rõ phạm vi áp dụng của chuẩn mực BCTC. Vì vậy, Việt Nam cần tiếp tục rà soát, ban hành các quy định liên quan, đưa ra thông tư, chỉ dẫn cụ thể để tạo sự nhất quán, bình đẳng trong việc áp dụng và thực thi pháp luật.

KẾT LUẬN

Hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng của nhiều nhân tố khác nhau và mang tính chất phức tạp. Điều này đòi hỏi các nhà quản trị, điều hành doanh nghiệp phải nắm vững vấn đề cốt lõi về bản chất để có thể nâng cao và cải thiện hiệu quả đầu tư. Trong nhiều nhân tố ảnh hưởng, chất lượng báo cáo tài chính là một nhân tố quan trọng và cho tới nay ở Việt Nam chưa có nhiều nghiên cứu, hoặc có nhưng kết quả chưa nhất quán, thậm chí là trái chiều nhau.

Luận án này trước hết đã tổng hợp và hệ thống những vấn đề lý luận cơ bản về mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp dựa trên các lý thuyết nền tảng là lý thuyết đại diện, lý thuyết hợp đồng và lý thuyết hợp pháp,... Tiếp theo, đề tài xây dựng mô hình hồi quy về tác động FRQ đến chất lượng hiệu quả đầu tư. Nguồn dữ liệu trong bài được thu thập từ FiinPro nhưng không bao gồm các doanh nghiệp ngành tài chính và ngành viễn thông. Kết quả chỉ ra chất lượng báo cáo tài chính có tác động tích cực đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Cụ thể, các doanh nghiệp có chất lượng báo cáo tài chính tốt hơn sẽ góp phần nâng cao hiệu quả đầu tư, làm giảm tình trạng đầu tư quá mức và tác động đáng kể đến đầu tư dưới mức.

Luận án sau đó nghiên cứu tác động chi tiết của FRQ đến đầu tư quá mức hoặc đầu tư dưới mức, tiêu chí đánh giá hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy rằng FRQ có ảnh hưởng đến đầu tư dưới mức cũng như tác động trung gian của đầu tư dưới mức trong mối quan hệ giữa FRQ và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra những nhân tố tác động đến chất lượng báo cáo tài chính, góp phần đưa ra những chính sách hợp lý để cải thiện chất lượng báo cáo tài chính.

Luận án này đã giải quyết được những mục tiêu nghiên cứu đặt ra, chỉ rõ được chiều tác động của các nhân tố trong mô hình đến hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp. Nghiên cứu cũng đề xuất một số khuyến nghị đến các cơ quan quản lý nhà nước và các nhà quản trị doanh nghiệp nói chung trong việc thực hiện nâng cao chất lượng thông tin tài chính, cải thiện hiệu quả đầu tư. Các khuyến nghị được đưa ra có thể là những gợi ý hữu ích cho doanh nghiệp, các cơ quan quản lý nhà nước, và các quốc gia có điều kiện tương đồng với nền kinh tế và hệ thống kế toán Việt Nam.

Mặc dầu vậy, luận án vẫn còn một số hạn chế, bao gồm:

Thứ nhất, một số biến kiểm soát mặc dù trong tổng quan nghiên cứu có, nhưng tác giả không đưa vào, ví dụ chỉ tiêu Kỳ hạn nợ của công ty, hoặc chỉ tiêu ROA. Cụ thể:

Kỳ hạn nợ của công ty (STDebt) đã được nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng có mối tương quan với hiệu quả đầu tư. Trong tình trạng bất cân xứng thông tin, theo quan điểm của người đi vay thì những công ty với các dự án tốt sẽ thích kỳ hạn nợ ngắn hơn để giảm thiểu những vấn đề do bất cân xứng thông tin gây nên (Jun & Jen, 2003; Muttakin & cộng sự, 2020). Mặt khác, khi xuất hiện vấn đề bất cân xứng thông tin thì việc sử dụng nợ ngắn hạn là phù hợp hơn nợ dài hạn để quản trị công ty nếu xét theo quan điểm của người cho vay (Gomariz & Ballesta, 2014; Ratajczak & Mikołajewicz, 2021). Nhưng khi xuất dữ liệu của Việt Nam, tác giả gặp phải vấn đề: quy định về nợ thay đổi. Trước năm 2016, thời hạn nợ căn cứ vào thời gian ban đầu (nhất là khi vay ngân hàng). Nhưng sau đó, lại căn cứ vào thời gian đáo hạn. Ví dụ, nếu khoản vay có thời hạn vay ban đầu là 2 năm, nhưng thời gian đáo hạn là 6 tháng thì trước năm 2016, ngân hàng sẽ tính vào trung hạn, còn sau 2016 sẽ tính vào ngắn hạn. Vì không có sự thông nhất này nên không tính được hết các kỳ hạn nợ của doanh nghiệp.

Lợi nhuận (ROA) có những kết quả trái ngược khi nghiên cứu về ảnh hưởng của nó đến mối quan hệ điều tiết giữa chất lượng BCTC và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Ví dụ, kết quả nghiên cứu Aygun & cộng sự (2014) cho thấy giữa hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được tính bằng ROA có mối quan hệ tích cực với hành vi quản trị lợi nhuận có nghĩa ROA càng lớn thì chất lượng BCTC càng thấp. Kết quả nghiên cứu Alves (2014) và Alkdai & Hanefah (2012) cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa lợi nhuận và chất lượng BCTC. Tuy nhiên, khi xuất báo cáo về ROA của các doanh nghiệp từ FiinPro, một số doanh nghiệp có ROA âm, một số doanh nghiệp khác khi có lợi nhuận trước thuế âm lại để ROA bằng 0. Tra ngược lại lợi nhuận trước thuế, cũng có 1 số doanh nghiệp để lợi nhuận trước thuế bằng 0, do đó, dữ liệu về ROA không chuẩn xác.

Thứ hai, sau khi thay đổi quy định về việc sử dụng IFRS (phù hợp với tình hình Việt Nam), dữ liệu có thể thu thập được từ nhiều nước khác nhau trên thế giới. Việc đối chiếu giữa từng nước trong từng giai đoạn chưa được thực hiện.

Bên cạnh đó, một số ngành nghề có mức độ rủi ro cao về gian lận báo cáo tài chính hoặc thường xuyên thực hiện các hành vi điều chỉnh lợi nhuận (earnings management) nhằm cải thiện hình ảnh tài chính và nâng cao chỉ số FRQ. Điều này có thể dẫn đến việc FRQ không phản ánh đầy đủ chất lượng thông tin thực sự mà doanh nghiệp cung cấp cho nhà đầu tư. Do đó, trong các nghiên cứu tiếp theo, cần đi sâu hơn vào việc kiểm soát hành vi gian lận và điều chỉnh lợi nhuận, chẳng hạn như phân loại doanh nghiệp theo mức độ quản trị lợi nhuận, hoặc sử dụng các thước đo FRQ nâng cao nhằm phản ánh chính xác hơn chất lượng báo cáo tài chính. Ngoài ra, nghiên cứu trong

tương lai cũng có thể xem xét vai trò điều tiết của đặc thù ngành nghề đối với mối quan hệ giữa FRQ và kết quả đầu tư.

Mặc dù FRQ tốt giúp cải thiện tính minh bạch và giảm bất cân xứng thông tin, song vấn đề tiếp cận nguồn tài trợ cho các dự án xanh và phát triển bền vững đang ngày càng được quan tâm. Trên thực tế, nhiều doanh nghiệp dù có hệ thống báo cáo tài chính minh bạch vẫn gặp khó khăn trong việc huy động vốn cho các dự án thân thiện với môi trường do các rào cản về chính sách, chi phí đầu tư ban đầu cao hoặc tiêu chí đánh giá khắt khe từ các tổ chức tài chính. Vì vậy, các nghiên cứu tiếp theo cần mở rộng mô hình phân tích bằng cách tích hợp yếu tố tài chính xanh (green finance), xem xét vai trò của FRQ trong việc hỗ trợ doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn cho các dự án xanh, cũng như tác động của các chính sách tín dụng bền vững đến quyết định đầu tư. Hướng nghiên cứu này không chỉ có ý nghĩa học thuật mà còn mang tính thực tiễn cao trong bối cảnh nền kinh tế đang chuyển dịch theo hướng phát triển bền vững.

Tác giả coi đây là những khoảng trống tiềm tàng cho nghiên cứu trong tương lai.

**DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU
CỦA TÁC GIẢ LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN**

1. Nguyen Phuong Linh, Nguyen Thi Bao Ngoc, Ha Le Thanh Tam, Tran Anh Thu, Pham Kim Huyen, Nguyen Thi Hau (2022), ‘The impact of financial reporting quality on investment efficiency of listed food enterprises in Viet Nam’, *Conference Proceedings 5th International Conference on Contemporary Issues in Economics, Management and Business*, pp.87-102, National Economics University Publishing House.
2. Nguyen Phuong Linh, Pham Duc Cuong, Nguyen Duc Nam (2020), ‘Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Vietnamese Firms’, *The 8th International Conference on Finance, Accounting and Auditing (ICFAA 2025)*, pp.1112-1129.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Aghion, P. & Holden, R. (2011), 'Incomplete contracts and the theory of the firm: What have we learned over the past 25 years?', *Journal of Economic Perspectives*, 25(2), 181-197.
2. Agudelo, M. A. L., Jóhannsdóttir, L. & Davíðsdóttir, B. (2019), 'A literature review of the history and evolution of corporate social responsibility', *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 4(1), 1-23.
3. Ahmed, A. M., Nugraha, D. P. & Hágen, I. (2023), 'The Relationship between Capital Structure and Firm Performance: The Moderating Role of Agency Cost', *Risks*, 11(6), 102.
4. Ahmed, A. S., Li, Y. & Xu, N. (2020), 'Tick size and financial reporting quality in small-cap firms: Evidence from a natural experiment', *Journal of Accounting Research*, 58(4), 869-914.
5. Aifuwa, H. O., Embele, K. & Saidu, M. (2018), 'Ethical accounting practices and financial reporting quality', *EPRA Journal of Multidisciplinary Research*, 4(12), 31-44.
6. Aivazian, V. A., Ge, Y. & Qiu, J. (2005), 'The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence', *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 277-291.
7. Akerlof, G. A. (1978), 'The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism', Trong *Uncertainty in economics*, P. Diamond & M. Rothschild (Biên soạn), Nhà xuất bản Elsevier, 235-251.
8. Akhter, F., Hossain, M. R., Elrehail, H., Rehman, S. U. & Almansour, B. (2023), 'Environmental disclosures and corporate attributes, from the lens of legitimacy theory: A longitudinal analysis on a developing country', *European Journal of Management and Business Economics*, 32(3), 342-369.
9. Al Farooque, O., Buachoom, W. & Sun, L. (2020), 'Board, audit committee, ownership and financial performance—emerging trends from Thailand', *Pacific Accounting Review*, 32(1), 54-81.
10. Alkdai, H. K. & Hanefah, M. M. (2012), 'Board of directors' characteristics and value relevance of accounting information in Malaysian shariah-compliant companies: a panel data analysis', *Economics and Finance Review*, 2(6), 31-44.

11. Almeida, H. & Campello, M. (2007), 'Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment', *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460.
12. Alves, S. (2014), 'The effect of board independence on the earnings quality: evidence from portuguese listed companies', *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 8(3), 23-44.
13. Amit, R. & Schoemaker, P. J. H. (1993), 'Strategic assets and organizational rent', *Strategic management journal*, 14(1), 33-46.
14. Aygun, M., Ic, S. & Sayim, M. (2014), 'The effects of corporate ownership structure and board size on earnings management: Evidence from Turkey', *International Journal of Business and Management*, 9(12), 123-132.
15. Ball, R. & Shivakumar, L. (2005), 'Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness', *Journal of accounting and economics*, 39(1), 83-128.
16. Bansal, P. & Clelland, I. (2004), 'Talking trash: Legitimacy, impression management, and unsystematic risk in the context of the natural environment', *Academy of management journal*, 47(1), 93-103.
17. Barnett, M. L. & Salomon, R. M. (2012), 'Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance', *Strategic management journal*, 33(11), 1304-1320.
18. Barney, J. (1991), 'Firm resources and sustained competitive advantage', *Journal of management*, 17(1), 99-120.
19. Barth, M. E., Landsman, W. R. & Lang, M. H. (2008), 'International accounting standards and accounting quality', *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.
20. Beck, T., Demirguc-Kunt, A. & Martinez Peria, M. S. (2006), 'Banking services for everyone? Barriers to bank access and use around the world', *The World Bank Economic Review*, 22(3), 397-430.
21. Berger, A. N. & Udell, G. F. (1995), 'Relationship lending and lines of credit in small firm finance', *Journal of business*, 351-381.
22. Bergh, D. D., Connelly, B. L., Ketchen Jr, D. J. & Shannon, L. M. (2014), 'Signalling theory and equilibrium in strategic management research: An

- assessment and a research agenda', *Journal of management Studies*, 51(8), 1334-1360.
23. Berkovitch, E. & Kim, E. H. (1990), 'Financial contracting and leverage induced over-and under-investment incentives', *The Journal of Finance*, 45(3), 765-794.
 24. Bhattacharya, N., Black, E. L., Christensen, T. E. & Larson, C. R. (2003), 'Assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP operating earnings', *Journal of accounting and economics*, 36(1-3), 285-319.
 25. Biddle, G. C., Hilary, G. & Verdi, R. S. (2009), 'How does financial reporting quality relate to investment efficiency?', *Journal of accounting and economics*, 48(2-3), 112-131.
 26. Biddle, G. C., Ma, M. L. & Song, F. M. (2022), 'Accounting conservatism and bankruptcy risk', *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 37(2), 295-323.
 27. Blundell, R. & Bond, S. (1998), 'Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models', *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143.
 28. Bộ Lao động - Thương binh và Xã hội (2022), *Niên giám thống kê Lao động, Người có công và Xã hội năm 2021*, Nhà xuất bản Lao động - Xã hội, Hà Nội.
 29. Bộ Lao động - Thương binh và Xã hội (2023), *Niên giám thống kê Lao động, Người có công và Xã hội năm 2022*, Nhà xuất bản Lao động - Xã hội, Hà Nội.
 30. Bộ Lao động - Thương binh và Xã hội (2024), *Niên giám thống kê Lao động, Người có công và Xã hội năm 2023*, Nhà xuất bản Lao động - Xã hội, Hà Nội.
 31. Bolton, P. & Dewatripont, M. (2004), *Contract theory*, MIT press, USA.
 32. Bontis, N. (1998), 'Intellectual capital: an exploratory study that develops measures and models', *Management Decision*, 36(2), 63-76.
 33. Bougrea, A. & Vermeiren, M. (2025), 'Rolling out the Wall Street Consensus? Multilateral development banks and the trilemma of private capital mobilization', *Competition & Change*, 10245294251343426.
 34. Bushman, R. M. & Smith, A. J. (2001), 'Financial accounting information and corporate governance', *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 237-333.
 35. Carvelli, G., Bartoloni, E. & Baussola, M. (2024), 'Monetary policy and innovation in Europe: an SVAR approach', *Finance Research Letters*, 66, 105730.

36. Casey, C. & Bartczak, N. (1985), 'Using operating cash flow data to predict financial distress: Some extensions', *Journal of Accounting Research*, 384-401.
37. Chaney, P. K. & Lewis, C. M. (1995), 'Earnings management and firm valuation under asymmetric information', *Journal of Corporate Finance*, 1(3-4), 319-345.
38. Chatfield, C. & Xing, H. (2019), *The analysis of time series: an introduction with R*, Chapman and hall/CRC, New York.
39. Checo, A., Grigoli, F. & Sandri, D. (2024), *Monetary policy transmission in emerging markets: proverbial concerns, novel evidence*, Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, BIS.
40. Chen, F., Hope, O.-K., Li, Q. & Wang, X. (2011), 'Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets', *The accounting review*, 86(4), 1255-1288.
41. Christelis, D., Jappelli, T. & Padula, M. (2010), 'Cognitive abilities and portfolio choice', *European Economic Review*, 54(1), 18-38.
42. Clarkson, M. B. (2016), *A stakeholder framework for analysing and evaluating corporate social performance*, University of Toronto Press,
43. Cleary, S. (1999), 'The relationship between firm investment and financial status', *The Journal of Finance*, 54(2), 673-692.
44. Coles, J. L., Daniel, N. D. & Naveen, L. (2008), 'Boards: Does one size fit all?', *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356.
45. Costello, A. M. & Wittenberg-Moerman, R. (2011), 'The impact of financial reporting quality on debt contracting: Evidence from internal control weakness reports', *Journal of Accounting Research*, 49(1), 97-136.
46. Cusmano, L. (2018), *SME and Entrepreneurship Financing: The Role of Credit Guarantee Schemes and Mutual Guarantee Societies in supporting finance for small and medium-sized enterprises*, OECD SME and Entrepreneurship Papers.
47. D'Mello, R. & Miranda, M. (2010), 'Long-term debt and overinvestment agency problem', *Journal of Banking & Finance*, 34(2), 324-335.
48. Dechow, P., Ge, W. & Schrand, C. (2010), 'Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences', *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 344-401.

49. Dechow, P. M. & Dichev, I. D. (2002), 'The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors', *The accounting review*, 77(s-1), 35-59.
50. Đỗ Hồng Nhung (2021), *Giáo trình Phân tích Tài chính*, NXB Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
51. Doval, E. & Negulescu, O. (2014), 'A model of green investments approach', *Procedia Economics Finance*, 15, 847-852.
52. Dumitrescu, E.-I. & Hurlin, C. (2012), 'Testing for Granger non-causality in heterogeneous panels', *Economic Modelling*, 29(4), 1450-1460.
53. Dương Đức Lân (2020), 'Lợi tức, rủi ro trong hoạt động đầu tư', Trong *Giáo trình Quản trị tài chính doanh nghiệp*, Phạm Quang Trung & Lê Thị Bích Ngọc (Biên soạn), Nhà xuất bản Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
54. Eliwa, Y., Aboud, A. & Saleh, A. (2021), 'ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries', *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097.
55. Enders, W. (2008), *Applied econometric time series*, John Wiley & Sons,
56. Ercan, A. B. & Ercan, M. (2025), 'The Nexus between Renewable Energy, Economic Growth, and Carbon Dioxide Emissions: Evidence from MS-VAR and MS-Granger Causality Methods', *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 9(4), 678-699.
57. Fama, E. F. (1980), 'Agency problems and the theory of the firm', *Journal of political Economy*, 88(2), 288-307.
58. Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983), 'Separation of ownership and control', *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
59. Fatima, T. & Elbanna, S. (2023), 'Corporate social responsibility (CSR) implementation: A review and a research agenda towards an integrative framework', *Journal of business ethics*, 183(1), 105-121.
60. Fedorovich, V. O. & Fedorovich, T. (2020), 'The value of a firm: asymmetric information in economic value added Measurement', *Дайджест-финансы*, 25(1 (253)), 53-67.
61. Freeman, R. E. (1999), 'Divergent stakeholder theory', *Academy of management review*, 24(2), 233-236.

62. Geng, Z. & van Bremen, M. (2013), 'Political connections and investment efficiency: Evidence from Chinese listed private firms', Đại học Master thesis. Tilburg University. 2013. 45 p. URL: <http://arno.uvt.nl>
63. Gomariz, M. F. C. & Ballesta, J. P. S. (2014), 'Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency', *Journal of Banking & Finance*, 40, 494-506.
64. Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003), 'Corporate governance and equity prices', *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.
65. Grant, R. M. (1991), 'The resource-based theory of competitive advantage: implications for strategy formulation', *California management review*, 33(3), 114-135.
66. Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1986), 'The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration', *Journal of political Economy*, 94(4), 691-719.
67. Gujarati, D. N. & Porter, D. C. (2003), *Basic econometrics (ed.)*, McGraw-Hill, New York.
68. Hart, O. & Holmström, B. (1987), 'The theory of contracts', Kỷ yếu hội thảo: *Advances in economic theory: Fifth world congress*.
69. Hart, O. & Moore, J. (1990), 'Property Rights and the Nature of the Firm', *Journal of political Economy*, 98(6), 1119-1158.
70. Hart, O. & Moore, J. (1994), 'A theory of debt based on the inalienability of human capital', *The quarterly journal of economics*, 109(4), 841-879.
71. Hart, O., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997), 'The proper scope of government: theory and an application to prisons', *The quarterly journal of economics*, 112(4), 1127-1161.
72. He, Z., O'Connor, F. & Thijssen, J. (2018), 'Is gold a Sometime Safe Haven or an Always Hedge for equity investors? A Markov-Switching CAPM approach for US and UK stock indices', *International Review of Financial Analysis*, 60, 30-37.
73. Healy, P. M. & Palepu, K. G. (2001), 'Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature', *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440.
74. Henisz, W. J. & McGlinch, J. (2019), 'ESG, material credit events, and credit risk', *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), 105-117.

75. Herath, S. K. & Albarqi, N. (2017), 'Financial reporting quality: A literature review', *International Journal of Business Management and Commerce*, 2(2), 1-14.
76. Hillman, A. J. & Dalziel, T. (2003), 'Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives', *Academy of management review*, 28(3), 383-396.
77. Hoàng Thị Phương Anh, Lê Thu Nga & Nguyễn Thị Ánh (2017a), 'Tác động của nợ ngắn hạn lên chất lượng đầu tư của doanh nghiệp ngành may', *Tạp chí Tài chính Doanh nghiệp*, Số tháng 8/2017, 14 - 18.
78. Hoàng Thị Phương Anh, Vũ Minh Hà & Nguyễn Thị Thu Hồng (2017b), 'Ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính và nợ ngắn hạn đến hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE)', *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, 13(1), 66-82.
79. Holmström, B. (1999), 'Managerial incentive problems: A dynamic perspective', *The Review of Economic Studies*, 66(1), 169-182.
80. Hovakimian, G. (2011), 'Financial constraints and investment efficiency: Internal capital allocation across the business cycle', *Journal of financial intermediation*, 20(2), 264-283.
81. Islam, S. (2012), 'Manufacturing firms' cash holding determinants: Evidence from Bangladesh', *International Journal of Business and Management*, 7(6), 172 - 184.
82. Jagannathan, R. & Wang, Z. (1996), 'The conditional CAPM and the cross-section of expected returns', *The Journal of Finance*, 51(1), 3-53.
83. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
84. Jensen, M. C. (1986), 'Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers', *The American economic review*, 76(2), 323-329.
85. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (2019), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', Trong *Corporate Governance*, Nhà xuất bản Gower, 77-132.
86. Jun, S.-G. & Jen, F. C. (2003), 'Trade-off model of debt maturity structure', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20(1), 5-34.

87. Kalash, İ. (2019), 'Firm leverage, agency costs and firm performance: An empirical research on service firms in Turkey', *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi*, 8(1), 624-636.
88. Kasznik, R. (1999), 'On the association between voluntary disclosure and earnings management', *Journal of Accounting Research*, 37(1), 57-81.
89. Khan, S. Z., Yang, Q. & Waheed, A. (2019), 'Investment in intangible resources and capabilities spurs sustainable competitive advantage and firm performance', *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(2), 285-295.
90. Khúc Thế Anh, Phùng Thành Quang, Mai Đức Dương & Nguyễn Thị Mai Hương (2024), 'Trách nhiệm xã hội doanh nghiệp và lòng trung thành của khách hàng cá nhân sử dụng dịch vụ ngân hàng số', *Tạp chí Ngân hàng*, 10(2024), 18 - 26.
91. Kothari, S. P., Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2005), 'Performance matched discretionary accrual measures', *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.
92. Kyle, A. S. (1985), 'Continuous auctions and insider trading', *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 53(6), 1315-1335.
93. Lambert, D. M. & Cooper, M. C. (2000), 'Issues in supply chain management', *Industrial marketing management*, 29(1), 65-83.
94. Lara, J. M. G., Osma, B. G. & Penalva, F. (2016), 'Accounting conservatism and firm investment efficiency', *Journal of accounting and economics*, 61(1), 221-238.
95. Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P. D. (2003), 'Earnings management and investor protection: an international comparison', *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527.
96. Liu, L., Zhao, Z., Zhang, M. & Zhou, D. (2022), 'Green investment efficiency in the Chinese energy sector: Overinvestment or underinvestment?', *Energy Policy*, 160, 112694.
97. Mac an Bhaird, C. & Lucey, B. (2010), 'Determinants of capital structure in Irish SMEs', *Small Business Economics*, 35(3), 357-375.
98. McNichols, M. F. & Stubben, S. R. (2008), 'Does earnings management affect firms' investment decisions?', *The accounting review*, 83(6), 1571-1603.
99. Meyer, J. P., Stanley, D. J., Herscovitch, L. & Topolnytsky, L. (2002), 'Affective, continuance, and normative commitment to the organization: A meta-analysis of

- antecedents, correlates, and consequences', *Journal of Vocational Behavior*, 61(1), 20-52.
100. Miller, M. H. & Rock, K. (1985), 'Dividend policy under asymmetric information', *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
 101. Minton, B. A. & Schrand, C. (1999), 'The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing', *Journal of Financial Economics*, 54(3), 423-460.
 102. Modigliani, F. & Brumberg, R. (1954), 'Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data', *Post-keynesian economics*, 1(1), 388-436.
 103. Morgado, A. & Pindado, J. (2003), 'The underinvestment and overinvestment hypotheses: An analysis using panel data', *European Financial Management*, 9(2), 163-177.
 104. Muttakin, M. B., Mihret, D., Lemma, T. T. & Khan, A. (2020), 'Integrated reporting, financial reporting quality and cost of debt', *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 517-534.
 105. Myers, S. C. (1977), 'Determinants of corporate borrowing', *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
 106. Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984), 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
 107. Nanda, A. (1996), 'Resources, capabilities and competencies', *Organizational learning and competitive advantage*, 1, 93-120.
 108. Naseem, T., Shahzad, F., Asim, G. A., Rehman, I. U. & Nawaz, F. (2020), 'Corporate social responsibility engagement and firm performance in Asia Pacific: The role of enterprise risk management', *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 501-513.
 109. Ngân hàng Nhà nước (2019), *Hỗ trợ đầu tư xanh tại Việt Nam: Vai trò của Tổ chức tài chính xanh*, Vivid Economics, GBRW, The Asia Foudation chuẩn bị để báo cáo cho Ngân hàng Nhà nước, Hà Nội.

110. Ngân hàng Nhà nước (2024), *Báo cáo Tình hình thực hiện Chiến lược tài chính toàn diện quốc gia đến năm 2025, định hướng đến năm 2030 của năm 2023*, Hà Nội.
111. Nguyễn Hương Giang (2017), 'Chi phí sử dụng nợ và ảnh hưởng của nó lên chất lượng đầu tư của các công ty ngành xây dựng', *Tạp chí Thương mại*, 177, 8-96.
112. Nguyễn Ngọc Thụy Vy (2021), 'Mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính, năng lực quản lý và hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam', *Tạp chí Tài chính*, 27 (tháng 12/2021), 31-322.
113. Nguyễn Thị Kim Cúc & Nguyễn Thị Kim Loan (2021), 'Chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam: Vai trò điều tiết của nữ giám đốc điều hành', *Tạp chí Kinh tế Châu Á - Thái Bình Dương*, 586, 48-50.
114. Nguyễn Thị Loan, Lê Thị Tuyết Hoa & Nguyễn Việt Hồng Anh (2019a), 'Tác động của chất lượng báo cáo tài chính và kỳ hạn nợ đến hiệu quả đầu tư: Nghiên cứu tại doanh nghiệp Việt Nam', *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính - Marketing*, 53, 1-18.
115. Nguyễn Thị Loan, Lê Thị Tuyết Hoa & Nguyễn Việt Hồng Anh (2019b), 'Mối quan hệ giữa kỳ hạn nợ và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp xuất nhập khẩu, bằng chứng từ Việt Nam', *Tạp chí phát triển kinh tế*, 212, 41 - 49.
116. Nguyen, T. N. & Nguyen, C. T. (2021), 'Firm performance: the moderation impact of debt and dividend policies on overinvestment', *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 28(1), 47-63.
117. Nguyễn Trọng Nghĩa (2022), 'Tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam', *Phát triển Khoa học & Công nghệ: Khoa học - Kinh tế - Luật và Khoa học Quản lý (ĐHQG TP. Hồ Chí Minh)*, 1(2022), 2208-2219.
118. Nguyễn Văn Thắng (2014), *Giáo trình Thực hành nghiên cứu trong Kinh tế và Quản trị Kinh doanh*, NXB Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
119. Nuruzzaman, N., Singh, D. & Gaur, A. S. (2020), 'Institutional support, hazards, and internationalization of emerging market firms', *Global Strategy Journal*, 10(2), 361-385.
120. Ozili, P. K. & Ndash, H. (2024), 'Impact of financial development on bank profitability', *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 40(2), 238-262.

121. Penrose, E. T. (1959), 'The Theory of the Growth of the Firm. New York: John Wiley & Sons Inc', *Penrose, E. T.*, 1, 1-23.
122. Pham, Q. T., Ho, X. T., Nguyen, T. P. L., Pham, T. H. Q. & Bui, A. T. (2021), 'Financial reporting quality in pandemic era: case analysis of Vietnamese enterprises', *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-23.
123. Phạm Quang Trung & Lê Thị Bích Ngọc (2019), *Giáo trình Quản trị Tài chính doanh nghiệp*, NXB Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
124. Phan Thị Thu Hà (2019), 'Phát triển tín dụng chính thức nhằm hạn chế tín dụng đen ở Việt Nam', *Ngân hàng*, 24 (2019), 18-24.
125. Phùng Mai Lan, Nguyễn Thùy Trang & Nguyễn Khắc Minh (2022), 'Lan tỏa FDI và khả năng hấp thụ của các doanh nghiệp ngành công nghiệp chế biến chế tạo Việt Nam – phân tích hồi quy ngưỡng', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 302(2), 3 - 13.
126. Rao, R. S., Chandy, R. K. & Prabhu, J. C. (2008), 'The fruits of legitimacy: Why some new ventures gain more from innovation than others', *Journal of marketing*, 72(4), 58-75.
127. Ratajczak, P. & Mikołajewicz, G. (2021), 'The impact of environmental, social and corporate governance responsibility on the cost of short-and long-term debt', *Economics and Business Review*, 7(2), 74-96.
128. Richardson, S. (2006), 'Over-investment of free cash flow', *Review of accounting studies*, 11, 159-189.
129. Ross, S. A., Westerfield, R., Jaffe, J. F., Jordan, B. D., Jaffe, J. & Jordan, B. (2019), *Corporate finance*, McGraw-Hill Education, USA.
130. Sakawa, H. & Watanabel, N. (2020), 'Institutional ownership and firm performance under stakeholder-oriented corporate governance', *Sustainability*, 12(3), 1021.
131. Sáng kiến Tài chính Công bằng Việt Nam (2024), *Hàm ý chính sách: hướng tới tài chính bền vững: cam kết môi trường – xã hội – quản trị (ESG) trong ngành ngân hàng*, Link trích dẫn trực tiếp tại <https://vietnam.fairfinanceasia.org/2024/02/20/ham-y-chinh-sach-huong-toi-tai-chinh-ben-vung-cam-ket-moi-truong-xa-hoi-quan-tri-esg-trong-nganh-ngan-hang/>.

132. Schwartz, A. & Scott, R. E. (2003), 'Contract theory and the limits of contract law', *Yale LJ*, 113, 541 - 568.
133. Shahzad, F., Rehman, I. U., Colombage, S. & Nawaz, F. (2019a), 'Financial reporting quality, family ownership, and investment efficiency: An empirical investigation', *Managerial Finance*, 45(4), 513-535.
134. Shahzad, F., Rehman, I. U., Hanif, W., Asim, G. A. & Baig, M. H. (2019b), 'The influence of financial reporting quality and audit quality on investment efficiency: Evidence from Pakistan', *International Journal of Accounting & Information Management*, 27(4), 600-614.
135. Siregar, S. V. & Nuryanah, S. (2019), 'Financial reporting quality, audit quality, and investment efficiency: Evidence from indonesia', *ICSTES*, Official URL: <https://eudl.eu/doi/10.4108/eai.4121-4111-2018.2282299>.
136. State Bank of Vietnam (2023), *The context of credit institutions in Vietnam in 2023 (Vietnamese version)*, NEU Press, Hanoi.
137. Stiglitz, J. E. & Weiss, A. (1981), 'Credit rationing in markets with imperfect information', *The American economic review*, 71(3), 393-410.
138. Su, C.-W., Qin, M., Tao, R., Shao, X.-F., Albu, L. L. & Umar, M. (2020), 'Can Bitcoin hedge the risks of geopolitical events?', *Technological Forecasting and Social Change*, 159, 120182.
139. Sun, J. & Liu, G. (2014), 'Audit committees' oversight of bank risk-taking', *Journal of Banking & Finance*, 40, 376-387.
140. Sunshine, J. & Tyler, T. R. (2003), 'The role of procedural justice and legitimacy in shaping public support for policing', *Law society review*, 37(3), 513-548.
141. Tô Trung Thành & Nguyễn Quỳnh Trang (2023), 'Tác động của đầu tư trực tiếp nước ngoài đối với năng suất các nhân tố tổng hợp của các doanh nghiệp công nghiệp hỗ trợ nội địa', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 314, 2 - 12.
142. Tổng cục Thống kê (2020a), *Tình hình kinh tế xã hội*, Linh truy xuất trực tiếp tại <https://www.gso.gov.vn/default.aspx?tabid=621>.
143. Tổng cục Thống kê (2020b), *Niên giám Thống kê (từ 2010 đến 2020)*, Thống kê, Hà Nội.
144. Tổng cục Thống kê (2024), *Niên giám Thống kê 2023*, Nhà xuất bản Thống Kê, Hà Nội.

145. Trần Thị Thanh Tú, Nguyễn Thị Minh Huệ & Đỗ Hồng Nhung (2020), *Phát triển hệ thống tài chính xanh nhằm thúc đẩy kinh tế xanh ở Việt Nam*, Đề tài Nhà nước KX.01.27/16.20 do Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội chủ trì, Hà Nội.
146. Trần Thị Thùy Linh & Mai Hoàng Hạnh (2015), 'Chất lượng báo cáo tài chính và kỳ hạn nợ ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp Việt Nam', *Tạp chí phát triển kinh tế*, 10, 27-50.
147. Trần Thọ Đạt (2018), *Kinh tế Việt Nam 2017 và triển vọng 2018*, Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
148. Tyler, T. R. & Fagan, J. (2008), 'Legitimacy and cooperation: Why do people help the police fight crime in their communities', *Ohio St. J. Crim. L.*, 6, 231.
149. Verdi, R. S. (2006), 'Financial reporting quality and investment efficiency', *Available at SSRN 930922*.
150. Võ Đức Thọ (2021), 'Đa dạng hóa, hiệu quả và rủi ro tại các Ngân hàng thương mại Việt Nam', Luận án Tiến sĩ Kinh tế, Đại học Đại học Kinh tế TP. HCM.
151. Vũ Duy Hào & Trần Minh Tuấn (2017), *Giáo trình Tài chính Doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
152. Vũ Ngọc Xuân (2016), 'Lý thuyết hành vi người sản xuất', Trong *Giáo trình Kinh tế học, tập 1*, Vũ Kim Dũng & Nguyễn Văn Công (Biên soạn), Nhà xuất bản NXB Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
153. Vũ Thị Thanh Huyền & Trần Việt Thảo (2024), 'Ảnh hưởng của sự tham gia chuỗi giá trị toàn cầu với sự phát triển của các doanh nghiệp nhỏ và vừa ngành công nghiệp chế biến chế tạo Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 325, 22 - 31.
154. Wellalage, N. H. & Kumar, V. (2021), 'Environmental performance and bank lending: Evidence from unlisted firms', *Business Strategy and the Environment*, 30(7), 3309-3329.
155. Wooldridge, J. M. (2010), *Econometric analysis of cross section and panel data*, MIT press,
156. World Bank (2020), *COVID-19 Policy Response Notes for Vietnam*, World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/33998>, Hanoi, Vietnam.
157. World Bank (2023), *The Global State of Financial Inclusion and Consumer Protection, 2022, soạn*): Nhà xuất bản World Bank.

158. Yin, R. K. (2015), *Qualitative research from start to finish*, Guilford publications, New York.
159. Zerbib, O. D. (2020), 'A sustainable capital asset pricing model (S-CAPM): Evidence from green investing and sin stock exclusion', Kỷ yếu hội thảo: *Proceedings of Paris December 2020 Finance Meeting EUROFIDAI-ESSEC*, Paris.
160. Zhang, C. & Zheng, N. (2020), 'The financial investment decision of non-financial firms in China', *The North American Journal of Economics Finance*, 53, 101215.

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Kết quả chạy mô hình (A) theo phương pháp ước lượng SGMM

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM							
Group variable: id				Number of obs	=	4464	
Time variable: year				Number of groups	=	558	
Number of instruments = 29				Obs per group: min	=	8	
Wald chi2(12) = 2.09					avg	=	8.00
Prob > chi2 = 0.035					max	=	8
		Corrected					
inveff	Coefficient	std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]		
inveff							
L1.	0.1234576	0.0972319	1.27	0.205	-0.0675284	0.3144436	
frq_dd	0.4703053	0.413271	1.14	0.256	-0.3414548	1.282065	
frq_mn	0.0290698	0.0390241	0.74	0.457	-0.0475826	0.1057222	
frq_ka	0.0056421	0.0241341	0.23	0.815	-0.0417629	0.0530472	
lnage	0.0359096	0.0365065	0.98	0.326	-0.0357976	0.1076168	
cfoata	-0.5578812	0.5186751	-1.08	0.283	-1.57668	0.4609172	
tang	-0.095534	0.1493021	-0.64	0.523	-0.388798	0.19773	
stdcfo	0.0329832	0.1170401	0.28	0.778	-0.1969107	0.262877	
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.24						Pr > z =	0.025
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.05						Pr > z =	0.960
Sargan test of overid. restrictions: chi2(20) = 50.10						Prob > chi2 =	0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)							
Hansen test of overid. restrictions: chi2(20) = 12.15						Prob > chi2 =	0.911
(Robust, but weakened by many instruments.)							
Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:							
GMM instruments for levels							
Hansen test excluding group: chi2(15) = 11.40						Prob > chi2 =	0.724
Difference (null H = exogenous): chi2(5) = 0.75						Prob > chi2 =	0.980

Phụ lục 2: Kết quả chạy mô hình (B) theo phương pháp ước lượng SGMM

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM						
Group variable: id				Number of obs	=	4464
Time variable: year				Number of groups	=	558
Number of instruments = 29				Obs per group: min	=	8
Wald chi2(12) = 2.32				avg	=	8.00
Prob > chi2 = 0.024				max	=	8
		Corrected				
inveff	Coefficient	std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
inveff						
L1.	0.111223	0.1356879	0.82	0.413	-0.1552995	0.3777454
frq_dd	0.8805607	0.4509387	1.95	0.051	-0.0051875	1.766309
frq_mn	0.0631405	0.0273562	2.31	0.021	0.0094066	0.1168743
lnage	0.0205468	0.0526316	0.39	0.696	-0.0828339	0.1239276
cfoata	-1.110468	0.440911	-2.52	0.012	-1.976519	-0.2444163
tang	-0.2048763	0.1616836	-1.27	0.206	-0.5224603	0.1127077
stdcfo	0.0034564	0.1860073	0.02	0.985	-0.3619051	0.368818
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.77					Pr > z = 0.006	
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.33					Pr > z = 0.744	
Sargan test of overid. restrictions: chi2(21) = 27.95					Prob > chi2 = 0.141	
(Not robust, but not weakened by many instruments.)						
Hansen test of overid. restrictions: chi2(21) = 10.86					Prob > chi2 = 0.965	
(Robust, but weakened by many instruments.)						
Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:						
GMM instruments for levels						
Hansen test excluding group: chi2(16) = 8.33					Prob > chi2 = 0.938	
Difference (null H = exogenous): chi2(5) = 2.52					Prob > chi2 = 0.773	

Phụ lục 3: Kết quả chạy mô hình (C) theo phương pháp ước lượng SGMM

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM						
Group variable: id				Number of obs	=	4464
Time variable: year				Number of groups	=	558
Number of instruments = 29				Obs per group: min	=	8
Wald chi2(12) = 2.12				avg	=	8.00
Prob > chi2 = 0.040				max	=	8
		Corrected				
inveff	Coefficient	std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
inveff						
L1.	0.1302656	0.1012658	1.29	0.199	-0.0686439	0.3291752
frq_dd	0.4382577	0.3703821	1.18	0.237	-0.2892587	1.165774
frq_ka	0.0276609	0.0233593	1.18	0.237	-0.0182221	0.073544
lnage	0.041035	0.0334164	1.23	0.22	-0.0246025	0.1066725
cfoata	-0.4984564	0.4327353	-1.15	0.25	-1.348449	0.3515361
tang	-0.0909929	0.1385141	-0.66	0.512	-0.3630668	0.1810811
stdcfo	0.0754362	0.1279579	0.59	0.556	-0.1759029	0.3267752
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.26					Pr > z = 0.024	
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.02					Pr > z = 0.986	
Sargan test of overid. restrictions: chi2(21) = 42.25					Prob > chi2 = 0.004	
(Not robust, but not weakened by many instruments.)						
Hansen test of overid. restrictions: chi2(21) = 13.48					Prob > chi2 = 0.891	
(Robust, but weakened by many instruments.)						
Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:						
GMM instruments for levels						
Hansen test excluding group: chi2(16) = 10.67					Prob > chi2 = 0.829	
Difference (null H = exogenous): chi2(5) = 2.81					Prob > chi2 = 0.730	

Phụ lục 4: Kết quả chạy mô hình (D) theo phương pháp ước lượng SGMM

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM						
Group variable: id				Number of obs	=	4464
Time variable: year				Number of groups	=	558
Number of instruments = 29				Obs per group: min	=	8
Wald chi2(12) = 2.83				avg	=	8.00
Prob > chi2 = 0.007				max	=	8
		Corrected				
inveff	Coefficient	std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
inveff						
L1.	0.1721457	0.1050967	1.64	0.102	-0.0342887	0.3785801
frq_mn	-0.012335	0.0267229	-0.46	0.645	-0.064825	0.0401549
frq_ka	0.0151943	0.0228839	0.66	0.507	-0.029755	0.0601436
lnage	0.0707076	0.0246117	2.87	0.004	0.0223644	0.1190507
cfoata	-0.0034944	0.1086858	-0.03	0.974	-0.2169786	0.2099898
tang	0.066698	0.0651021	1.02	0.306	-0.0611777	0.1945737
stdcfo	0.1076633	0.1024773	1.05	0.294	-0.093626	0.3089526
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -1.78					Pr > z = 0.075	
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.40					Pr > z = 0.691	
Sargan test of overid. restrictions: chi2(21) = 71.33					Prob > chi2 = 0.000	
(Not robust, but not weakened by many instruments.)						
Hansen test of overid. restrictions: chi2(21) = 19.80					Prob > chi2 = 0.534	
(Robust, but weakened by many instruments.)						
Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:						
GMM instruments for levels						
Hansen test excluding group: chi2(16) = 17.07					Prob > chi2 = 0.381	
Difference (null H = exogenous): chi2(5) = 2.73					Prob > chi2 = 0.742	