

CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU VỀ ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU

1.1. Tính cấp thiết của đề tài

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. 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). Nhiều lý thuyết và nghiên cứu gần đây 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.

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 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.

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. 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, 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.

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) có 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.

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.
- Lượng hóa tác động của FRQ tới hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.
- Đưa 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. Đối tượng nghiên cứu và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu: ảnh hưởng của FRQ đến hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

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: chỉ nghiên cứu về quyết định đầu tư của doanh nghiệp (đầu tư vào tài sản, đầu tư dự án, đầu tư vay vốn).

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. 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

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

2.1.1.1. 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.

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.

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.

2.1.1.2. 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.

2.1.2. 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, 2019). 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.

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

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

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.

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 :

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

$\varepsilon_{i,t}$ 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:

$$TA_{i,t} = [(TSNH - \text{Tiền})_{i,t} - (TSNH - \text{Tiền})_{i,t-1} - (\text{Nợ ngắn hạn}_{i,t} - \text{Nợ ngắn hạn}_{i,t-1}) + (\text{Nợ ngắn hạn ngân hàng}_{i,t} - \text{Nợ ngắn hạn ngân hàng}_{i,t-1}) - \text{Khấu hao}_{i,t}] / \text{Tổng tài sản}_{i,t-1}$$

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

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

$PPE_{i,t}$ 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:

$$PPE_{i,t} = \frac{\text{Nguyên giá tài sản cố định}_{i,t}}{\text{Tổng tài sản}_{i,t-1}}$$

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

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

$\varepsilon_{i,t}$ 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:

$$WCA_{i,t} = [(TSNH - \text{Tiền})_{i,t} - (TSNH - \text{Tiền})_{i,t-1} - (\text{Nợ ngắn hạn}_{i,t} - \text{Nợ ngắn hạn}_{i,t-1}) + (\text{Nợ ngắn hạn ngân hàng}_{i,t} - \text{Nợ ngắn hạn ngân hàng}_{i,t-1})] / [(\text{Tổng tài sản}_{i,t} + \text{Tổng tài sản}_{i,t-1})/2]$$

$CFO_{i,t-1}$, $CFO_{i,t}$, $CFO_{i,t+1}$ 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) nhân với (-1).

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

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.

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

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).

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

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 trước¹:

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

$SalesGrowth_{i,t}$ 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.

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

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

¹ 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).

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.

2.3.2. Lý thuyết hợp đồng

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).

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 phán 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

2.3.3. Lý thuyết hợp pháp

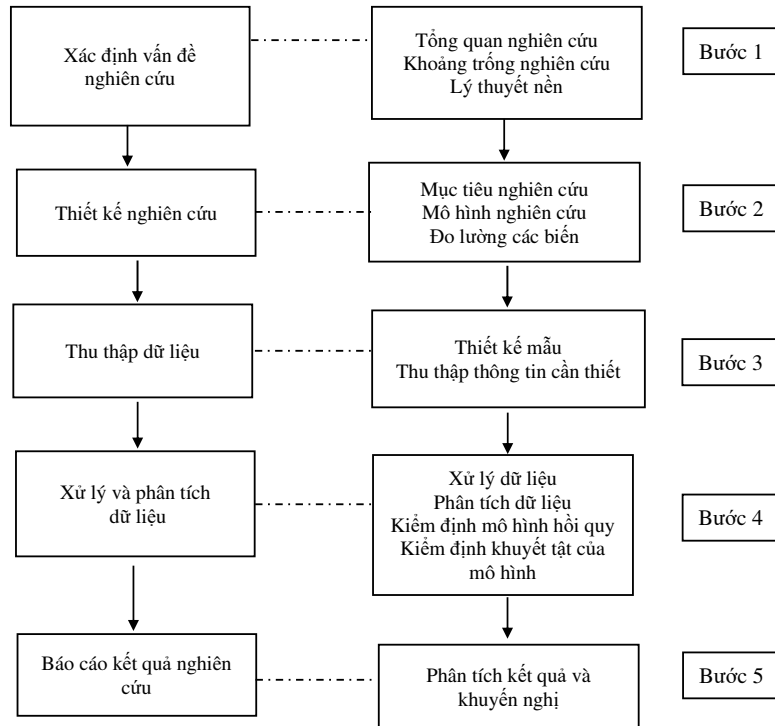
Lý thuyết hợp pháp (Legitimacy theory) cho rằng, hoạt động của tổ chức phải theo các giá trị hay các chuẩn mực xã hội mà tổ chức đó hoạt động (Wellalage & Kumar, 2021) – tức là các tổ chức phải có những chuẩn mực nhất định về báo cáo tài chính, từ đó đưa ra những chuẩn mực về mặt quản trị (Bansal & Clelland,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

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).

CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Quy trình nghiên cứu

Nghiên cứu này được thực hiện theo các bước sau đây



Hình 3.1. Quy trình nghiên cứu

3.2. Phát triển giả thuyết nghiên cứu

3.2.1. Giả thuyết nghiên cứu

Hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp có thể bị ảnh hưởng tiêu cực bởi tình trạng TTBCX giữa nhà quản lý và nhà đầu tư. Trong khi đó, BCTC là công cụ công bố thông tin chủ yếu của doanh nghiệp ra bên ngoài (IASB, 2018). Một số nghiên cứu tiêu biểu như Healy & Palepu (2001), Bushman & Smith (2001), Lambert & Cooper (2000) cho rằng FRQ có thể cải thiện hiệu quả các khoản đầu tư vì thông tin tài chính được các cổ đông sử dụng để giám sát các nhà quản lý và cũng là một nguồn thông tin quan trọng cho các nhà đầu tư. Các nghiên cứu về lý thuyết đại diện cũng ủng hộ cho ý tưởng là FRQ có tác động dương đến hiệu quả đầu tư. Nguyên nhân của việc này được giải thích bởi lý do chủ sở hữu của doanh nghiệp có thêm được thông tin từ người đại diện (các

giám đốc) thông qua thông tin trên báo cáo tài chính (Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1976; Jensen & Meckling, 2019). Kết quả này cũng tương tự như lý thuyết hợp đồng hay lý thuyết hợp pháp (Grossman & Hart, 1986; Hart & Holmström, 1987) bởi cơ chế tác động liên quan đến khả năng huy động vốn hay sử dụng các loại tài sản. Tại các nước có nền kinh tế đang phát triển hoặc kinh tế đang chuyển đổi, việc huy động vốn mới đa phần đến từ ngân hàng (D'Mello & Miranda, 2010; Gomariz & Ballesta, 2014) nên các ngân hàng quan tâm rất lớn đến việc báo cáo tài chính có đúng và đủ hay không. Với các doanh nghiệp có FRQ sẽ được vay vốn với giá ưu đãi hơn, tức là ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả đầu tư. Những bằng chứng trên thị trường của các nước phát triển cho thấy, với việc công bố báo cáo tài chính hướng đến ESG sẽ đảm bảo được khả năng thu hút vốn trong tương lai (Eliwa & cộng sự, 2021; Hennisz & McGlinch, 2019). Do đó, tác giả cho rằng:

H1: FRQ có tác động cùng chiều đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

FRQ cao giúp giảm bất cân xứng thông tin và chi phí đại diện, từ đó làm suy yếu cả động cơ lẫn khả năng quản trị lợi nhuận và lựa chọn dự án sai lệch, giúp doanh nghiệp ra quyết định đầu tư sát giá trị hơn (D'Mello & Miranda, 2010). Cụ thể, khi báo cáo tài chính minh bạch, dòng tiền và rủi ro dự án được phản ánh chính xác hơn, chi phí vốn giảm và cơ chế giám sát của HĐQT/nhà đầu tư hiệu quả hơn, doanh nghiệp bớt đầu tư dưới mức (do thiếu tín hiệu và bị ràng buộc tài chính) và đầu tư quá mức (do quản trị theo đuổi tăng trưởng hoặc empire-building). Vì vậy, đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức hoạt động như các biến trung gian trên kênh tác động từ FRQ đến hiệu quả đầu tư: FRQ tăng làm tăng lệch lạc đầu tư (under/over) giảm, từ đó giúp phân bổ vốn hiệu quả. Điều này hàm ý kiểm định thực nghiệm có thể triển khai mô hình trung gian, trong đó FRQ dự báo mức lệch lạc đầu tư (giai đoạn 1) và lệch lạc đầu tư dự báo hiệu quả đầu tư sau khi kiểm soát FRQ (giai đoạn 2), qua đó xác nhận kênh truyền dẫn của FRQ tới hiệu quả đầu tư. Biddle & cộng sự (2009) cũng đã chỉ ra vai trò của FRQ trong việc cải thiện hiệu quả đầu tư, cụ thể là giảm thiểu tình trạng đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức của doanh nghiệp, tức là sẽ biết được các doanh nghiệp có NPV và IRR ra sao. Sau này, Biddle & cộng sự (2022) cũng nhận thấy kết quả tương tự khi người điều hành có thể biết được cụ thể họ có bao nhiêu tài sản và có thể đầu tư ra sao. Ngoài ra, một số các nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, FRQ sẽ giúp các chủ thể có thêm khả năng quyết định xem có vay vốn hay không (Ahmed & cộng sự, 2023; Kalash, 2019), tức là sẽ ảnh hưởng đến đầu tư dưới mức hay quá mức. Giả thuyết này được chia thành 2 nhánh:

H2a: Doanh nghiệp có FRQ cao sẽ giảm thiểu vấn đề đầu tư quá mức.

H2b: Doanh nghiệp có FRQ cao sẽ giảm thiểu vấn đề đầu tư dưới mức.

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

Mô hình sử dụng các 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.

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.

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.

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. Dữ liệu và phương pháp xử lý dữ liệu

3.3. Dữ liệu và phương pháp thu thập dữ liệu

3.3.1. Dữ liệu nghiên cứu

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 ICB 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).

3.3.2. Phương pháp xử lý dữ liệu

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).

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

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 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.

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

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.

4.2. Kết quả kiểm định mô hình

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

Nghiên cứu sử dụng kiểm định nhân quả Granger cho dữ liệu bảng theo phương pháp Dumitrescu & Hurlin (2012) nhằm cung cấp bằng chứng định lượng về hướng tác động giữa inveff và các biến giải thích. Kết quả kiểm định 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 4.1: Kết quả kiểm định nhân quả

Cặp biến kiểm định	Hướng kiểm định	p-value	Kết luận
frq_mnst ↔ inveff	frq_mnst → inveff	0,1125	Không có quan hệ nhân quả
	inveff → frq_mnst	0,0000	Có quan hệ nhân quả mạnh
frq_ka ↔ inveff	frq_ka → inveff	0,9487	Không có quan hệ nhân quả
	inveff → frq_ka	0,6711	Không có quan hệ nhân quả
frq_dd ↔ inveff	frq_dd → inveff	0,0539	Có quan hệ nhân quả (10%)
	inveff → frq_dd	0,0560	Có quan hệ nhân quả (10%)
lnage ↔ inveff	lnage → inveff	0,0000	Có quan hệ nhân quả mạnh
	inveff → lnage	0,0003	Có quan hệ nhân quả mạnh
tang ↔ inveff	tang → inveff	.	Không xác định
	inveff → tang	.	Không xác định
stdcfo ↔ inveff	stdcfo → inveff	0,0115	Có quan hệ nhân quả mạnh
	inveff → stdcfo	0,0393	Có quan hệ nhân quả mạnh
cfoata ↔ inveff	cfoata → inveff	0,9810	Không có quan hệ nhân quả
	inveff → 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 4.2. 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%)
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 củ□hệ số; mức ý nghĩ□lần lượt ở 1%, 5% và 10%.
Nguồn: Tác giả thực hiện tính toán từ STATA17

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

Ngoài ra, các mô hình đều thỏa mãn các điều kiện chẩn đoán quan trọng của SGMM. Cụ thể, kiểm định Arellano-Bond cho thấy tồn tại tự tương quan bậc 1 trong sai phân bậc nhất (AR(1)), nhưng không phát hiện tự tương quan bậc 2 (AR(2)), hàm ý mô hình được đặc tả phù hợp. 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, từ đó đảm bảo tính nhất quán của ước lượng.

Bảng 4.3: Kết quả chạy mô hình 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.

Tổng hợp lại, 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.

4.2.2. 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

Các biến đại diện cho chất lượng báo cáo tài chính (FRQ) đều mang dấu âm (FRQ_DD với $\beta = -0,839$ và p-value = 0,092; FRQ_MN với $\beta = -0,058$ và p-value = 0,068), các hệ số này đều có ý nghĩa thống kê ở mức 10% và dấu của hệ số phù hợp với kỳ vọng lý thuyết, cho thấy xu hướng cải thiện chất lượng báo cáo tài chính có thể gắn với việc giảm đầu tư quá mức. Tuy nhiên, do mô hình không đạt ý nghĩa thống kê tổng thể, nghiên cứu không đưa ra kết luận chắc chắn về tác động của chất lượng báo cáo tài chính đối với đầu tư quá mức, mà chỉ xem đây là bằng chứng gợi ý.

Bảng 4.4: 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
overinv	Coefficient	Corrected 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 quá mức

Trái ngược với kết quả đối với đầu tư quá mức, mô hình đầu tư dưới mức cho thấy mô hình có ý nghĩa thống kê tổng thể (Prob > F = 0,000). Sự khác biệt 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.

Kết quả kiểm định Arellano-Bond cho thấy AR(1) có ý nghĩa thống kê (p-value = 0,001), phù hợp với kỳ vọng và AR(2) không có ý nghĩa thống kê (p-value = 0,929), xác nhận không tồn tại tự tương quan bậc hai. Kiểm định Hansen cho p-value = 0,150, cho thấy bộ công cụ được chấp nhận.

Bảng 4.5: 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

Kết quả thực nghiệm cho thấy chất lượng báo cáo tài chính có vai trò rõ rệt trong việc hạn chế đầu tư dưới mức, trong khi bằng chứng đối với đầu tư quá mức còn hạn chế. Điều này cho thấy tác động của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư chủ yếu phát huy thông qua việc cải thiện khả năng tiếp cận vốn và giảm rào cản thông tin, hơn là thông qua việc kiểm chế hoàn toàn các hành vi đầu tư mang tính cơ hội của nhà quản lý.

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 4.2 (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).

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.

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).

5.1.2. Tình hình kinh tế Việt Nam

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.

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

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

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

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

Thứ tư, hoàn thiện hệ thống kiểm soát nội bộ để gia tăng độ tin cậy của báo cáo tài chính

Thứ năm, tăng cường khả năng chống chịu tài chính để hỗ trợ đầu tư bền vững

Thứ sáu, thận trọng trong lựa chọn công ty kiểm toán để đảm bảo tính độc lập và khách quan

Thứ bảy, tích hợp báo cáo tài chính và báo cáo phát triển bền vững theo chuẩn quốc tế

Thứ tám, ứng dụng công nghệ số trong quản trị và lập báo cáo tài chính

Thứ chín, tăng cường trách nhiệm giải trình của Ban điều hành và Hội đồng quản trị

Thứ mười, thực hiện đánh giá nội bộ định kỳ về chất lượng báo cáo tài chính

5.2.2. Đối với các công ty kiểm toán

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

Thứ hai, tham gia chủ động vào quá trình chuyển đổi chuẩn mực báo cáo tài chính từ VAS sang IFRS/VFRS

Thứ ba, thúc đẩy minh bạch và trách nhiệm giải trình thông qua giám sát đa tầng đối với hoạt động kiểm toán

Thứ tư, thúc đẩy chuyển đổi số và ứng dụng công nghệ trong quy trình kiểm toán

Thứ năm, tăng cường đào tạo và luân chuyển kiểm toán viên theo hướng chuyên ngành hóa

Thứ sáu, thiết lập hệ thống giám sát chất lượng độc lập cấp quốc gia đối với công ty kiểm toán

5.2.3. Đối với các sàn giao dịch chứng khoán

Tăng cường vai trò giám sát và kiểm soát công bố thông tin tài chính của doanh nghiệp niêm yết

Thứ hai, các sàn nên áp dụng cơ chế phân tầng niêm yết dựa trên chất lượng công bố thông tin.

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.

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.

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.