

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO**

**NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM**

**TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**



**PHAN BÙI GIA THỦY**

**MỐI QUAN HỆ GIỮA ĐẶC ĐIỂM HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ VÀ  
THÔNG TIN BẤT CÂN XỨNG CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT  
TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP.HCM**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG**

**TP. HỒ CHÍ MINH - NĂM 2020**



**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO**

**NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM**

**TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**



**PHAN BÙI GIA THỦY**

**MỐI QUAN HỆ GIỮA ĐẶC ĐIỂM HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ VÀ  
THÔNG TIN BẤT CÂN XỨNG CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT  
TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP.HCM**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ**

**Chuyên ngành: Tài chính ngân hàng**

**MÃ SỐ: 9 34 02 01**

**Người hướng dẫn khoa học:**

**TS. NGÔ VI TRỌNG**

**TS. NGUYỄN TRẦN PHÚC**

**TP. HỒ CHÍ MINH - NĂM 2020**



## **LỜI CAM ĐOAN**

Luận án này chưa từng được trình nộp để lấy học vị tiến sĩ tại bất cứ một trường đại học nào. Luận án này là công trình nghiên cứu riêng của tác giả, kết quả nghiên cứu là trung thực, trong đó không có các nội dung đã được công bố trước đây hoặc các nội dung do người khác thực hiện ngoại trừ các trích dẫn được dẫn nguồn đầy đủ trong luận án.

TP. Hồ Chí Minh, năm 2020

**PHAN BÙI GIA THỦY**

## LỜI CẢM ƠN

Luận án này không thể hoàn thành nếu không có sự giúp đỡ, hỗ trợ, động viên từ gia đình, giảng viên hướng dẫn, các nhà nghiên cứu đầu ngành, ban lãnh đạo nhà trường và những đồng nghiệp thân tình của tôi. Tôi vô cùng biết ơn mọi người đã đi cùng tôi cho đến ngày hôm nay.

Đầu tiên, tôi xin gửi lời tri ân thiêng liêng dành cho người cha quá cố của tôi. Cha tôi không còn nữa nhưng những ảnh hưởng, những lời chỉ dạy của cha sẽ luôn đồng hành cùng tôi suốt cuộc đời. Tôi cũng gửi đến mẹ tôi lời biết ơn sâu sắc nhất. Từ khi cha tôi qua đời, mẹ tôi như là người cha, người thầy và là người bạn thân thiết luôn bên cạnh tôi. Mẹ tôi chăm sóc, dạy bảo tôi khôn lớn, nên người. Mẹ luôn đồng hành cùng tôi, ủng hộ tuyệt đối con đường khoa bảng của tôi. Không có mẹ, ngày hôm nay tôi không là gì cả.

Và tôi gửi lời cảm ơn sâu đậm và chân thành đến giảng viên hướng dẫn của tôi, Tiến sĩ Ngô Vi Trọng. Một người Thầy luôn theo sát, động viên và đốc thúc tôi hoàn thành luận án này. Thầy giúp tôi định hướng nghiên cứu, giải đáp những khó khăn, sửa lỗi từng câu chữ từ bản thảo đầu tiên cho đến luận án hoàn chỉnh. Sự nghiêm cẩn của Thầy giúp tôi lĩnh hội được những chuẩn mực và tính chuyên nghiệp khi dần thân vào sự nghiệp khoa bảng.

Bên cạnh đó, tôi cũng xin gửi lời tri ân đến giảng viên đồng hướng dẫn của tôi, Tiến sĩ Nguyễn Trần Phúc. Một người Thầy hết mực quan tâm đến quá trình thực hiện luận án của tôi. Thầy vô cùng kiên nhẫn và bao dung với những ý tưởng ngô nghê của tôi, từ đó Thầy khuyến bảo và định hướng cho tôi từng bước đi đúng đắn. Tấm lòng rộng mở của Thầy giúp tôi cảm nhận sâu sắc tinh thần học tập suốt đời khi bước vào thế giới khoa học.

Nhân đây, tôi gửi lời cảm ơn đến Phó Giáo sư, Tiến sĩ Nguyễn Mạnh Hùng, Hiệu trưởng trường Đại học Nguyễn Tất Thành; và Phó Giáo sư, Tiến sĩ Bạch Long Giang, Trưởng phòng Phòng Khoa học Công nghệ, trường Đại học Nguyễn Tất Thành đã ủng hộ và tạo mọi điều kiện thuận lợi để tôi thực hiện các dự án nghiên cứu khoa học và tập trung hoàn thành luận án.

Tôi cũng cảm ơn Tiến sĩ Nguyễn Thu Hiền, trường Đại học Bách khoa TP.HCM; Giáo sư, Tiến sĩ Noor Azina Ismail, trường Đại học Malaya, Malaysia; Phó Giáo sư, Tiến sĩ Dương Xuân Trường, trường Đại học Bang Iowa, Mỹ; và các đồng nghiệp, nhà nghiên cứu đã thảo luận và góp ý chuyên môn cho bản thảo nghiên cứu của tôi ở Hội thảo VICIF 2015, ACBES 2018, và VICIF 2019.

Hơn nữa, tôi cảm ơn tập thể giảng viên Khoa Tài chính, Khoa Đào tạo Sau Đại học trường Đại học Ngân hàng TP.HCM đã hỗ trợ và động viên tôi hoàn thành chương trình Nghiên cứu sinh.

Sau cùng, tôi gửi lời cảm ơn đến Thạc sĩ Nguyễn Thanh Hải, Giám đốc Kiểm toán Khối Nguồn vốn và Ngoại hối Ngân hàng TMCP Quốc Tế Việt Nam, nguyên Giám đốc bộ phận Tài chính Doanh nghiệp CTCP Chứng khoán Saigonbank Berjaya. Thạc sĩ Hải đã giúp tôi tiếp cận những văn bản Luật liên quan cũng như chia sẻ những kiến thức thực tế để tôi có thể hoàn thành tốt nhất luận án này.

## TÓM TẮT

Luận án được thực hiện với mục đích đo lường thông tin bất cân xứng và ước lượng mối quan hệ giữa đặc điểm của Hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM.

Kết quả đo lường thông tin bất cân xứng cho thấy, thông tin bất cân xứng của các công ty niêm yết giai đoạn 2009-2015 trong khoảng từ 52.4% đến 73.3% và có xu hướng gia tăng trong giai đoạn 2011-2015, giai đoạn có sự điều chỉnh mở rộng biên độ dao động giá giao dịch cổ phiếu từ 5% lên 7%. Ngoài ra, so với ba mô hình kinh tế lượng đo lường thông tin bất cân xứng bằng cách tách thành phần lựa chọn ngược ra khoảng chênh lệch yết giá, bao gồm: mô hình Glosten và Harris (1988), mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai, và mô hình Kim và Ogden (1996), có thể cho rằng mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo là mô hình phù hợp có khả năng được áp dụng để đo lường thông tin bất cân xứng của các công ty niêm yết trong bối cảnh ở Việt Nam.

Ngoài ra, kết quả ước lượng về mối quan hệ giữa đặc điểm Hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng cho thấy, quy mô Hội đồng quản trị tác động cùng chiều đến thông tin bất cân xứng, trong khi tính độc lập và trình độ học vấn của Hội đồng quản trị tác động ngược chiều nhưng chỉ ở nhóm các công ty không có vốn Nhà nước. Ở khía cạnh khác, loại hình doanh nghiệp có vốn Nhà nước làm thay đổi độ mạnh sự tác động của tính độc lập và trình độ học vấn của Hội đồng quản trị đến thông tin bất cân xứng. Sau cùng, tồn tại một giá trị ngưỡng mà tại đó ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của Hội đồng quản trị đến thông tin bất cân xứng sẽ có chiều hướng khác nhau.



# MỤC LỤC

<b>LỜI CAM ĐOAN</b> .....	<b>i</b>
<b>LỜI CẢM ƠN</b> .....	<b>ii</b>
<b>TÓM TẮT</b> .....	<b>iv</b>
<b>MỤC LỤC</b> .....	<b>v</b>
<b>DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT</b> .....	<b>viii</b>
<b>DANH MỤC BẢNG</b> .....	<b>ix</b>
<b>DANH MỤC HÌNH</b> .....	<b>x</b>

## CHƯƠNG 1

<b>GIỚI THIỆU TỔNG QUAN</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1 Lý do nghiên cứu</b> .....	<b>1</b>
<b>1.2 Mục tiêu nghiên cứu</b> .....	<b>5</b>
<b>1.3 Câu hỏi nghiên cứu</b> .....	<b>6</b>
<b>1.4 Đối tượng nghiên cứu</b> .....	<b>6</b>
<b>1.5 Phạm vi nghiên cứu</b> .....	<b>6</b>
<b>1.6 Phương pháp nghiên cứu</b> .....	<b>7</b>
<b>1.7 Đóng góp của nghiên cứu</b> .....	<b>8</b>
<b>1.8 Cấu trúc của nghiên cứu</b> .....	<b>9</b>

## CHƯƠNG 2

<b>CƠ SỞ LÝ THUYẾT</b> .....	<b>11</b>
<b>2.1 Thông tin bất cân xứng</b> .....	<b>11</b>
2.1.1 Khái niệm.....	11
2.1.2 Phân loại.....	11
2.1.3 Tác động.....	12
<b>2.2 Thông tin bất cân xứng trên thị trường chứng khoán</b> .....	<b>14</b>
2.2.1 Khái niệm.....	14
2.2.2 Cơ sở đo lường.....	14
2.2.3 Phương pháp đo lường.....	15
2.2.4 Các yếu tố ảnh hưởng đến thông tin bất cân xứng.....	25

<b>2.3 Tổng quan các nghiên cứu.....</b>	<b>34</b>
2.3.1 Nghiên cứu về đo lường thông tin bất cân xứng.....	34
2.3.2 Nghiên cứu về mối quan hệ giữa đặc điểm Hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng .....	40
2.3.3 Thảo luận các khoảng trống nghiên cứu có thể được bổ khuyết ở Việt Nam .....	61
<b>2.4 Khung lý thuyết về đặc điểm của Hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng ....</b>	<b>64</b>
2.4.1 Các lý thuyết về Quản trị công ty .....	65
2.4.2 Vai trò của Hội đồng quản trị .....	69
2.4.3 Khung phân tích lý thuyết.....	71
 <b>CHƯƠNG 3</b>	
<b>PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU .....</b>	<b>75</b>
<b>3.1 Mô hình đo lường thông tin bất cân xứng .....</b>	<b>75</b>
3.1.1 Mô hình Glisten và Harris (1988).....	75
3.1.2 Mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo .....	76
3.1.3 Mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai .....	77
3.1.4 Mô hình Kim và Ogden (1996).....	78
<b>3.2 Lựa chọn mô hình đo lường thông tin bất cân xứng phù hợp.....</b>	<b>79</b>
<b>3.3 Khung nghiên cứu thực nghiệm .....</b>	<b>81</b>
<b>3.4 Giả thuyết nghiên cứu.....</b>	<b>82</b>
3.4.1 Quy mô Hội đồng quản trị .....	82
3.4.2 Thành viên Hội đồng quản trị độc lập không điều hành.....	82
3.4.3 Thành viên nữ trong Hội đồng quản trị .....	83
3.4.4 Trình độ học vấn của Hội đồng quản trị .....	84
3.4.5 Quyền kiêm nhiệm.....	85
3.4.6 Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của Hội đồng quản trị.....	85
<b>3.5 Phương pháp nghiên cứu.....</b>	<b>86</b>
3.5.1 Phương pháp chọn mẫu nghiên cứu.....	86
3.5.2 Phương pháp đo lường biến nghiên cứu .....	90
3.5.3 Phương pháp phân tích dữ liệu .....	95

**CHƯƠNG 4**

<b>KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN .....</b>	<b>99</b>
<b>4.1 Đo lường thông tin bất cân xứng .....</b>	<b>99</b>
4.1.1 Mức độ thông tin bất cân xứng .....	99
4.1.2 Mức độ thông tin bất cân xứng đối với mỗi cổ phiếu .....	103
<b>4.2 Đặc điểm Hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng .....</b>	<b>109</b>
4.2.1 Đặc điểm mẫu nghiên cứu.....	109
4.2.2 Kết quả nghiên cứu .....	112
<b>4.3 Thảo luận kết quả.....</b>	<b>119</b>
4.3.1 Đo lường thông tin bất cân xứng .....	119
4.3.2 Mối quan hệ giữa đặc điểm Hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng.....	121

**CHƯƠNG 5 .....** **125****KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH.....** **125**

<b>5.1 Các điểm chính của nghiên cứu .....</b>	<b>125</b>
5.1.1 Đo lường thông tin bất cân xứng .....	125
5.1.2 Đặc điểm Hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng .....	127
<b>5.2 Hàm ý chính sách .....</b>	<b>129</b>
5.2.1 Các nhà hoạch định chính sách .....	129
5.2.2 Các công ty niêm yết.....	131
5.2.3 Các nhà đầu tư chứng khoán .....	133
<b>5.3 Giới hạn và hướng nghiên cứu tiếp theo .....</b>	<b>133</b>
5.3.1 Giới hạn trong nghiên cứu .....	133
5.3.2 Hướng nghiên cứu tiếp theo.....	134
<b>5.4 Kết luận .....</b>	<b>135</b>

**TÀI LIỆU THAM KHẢO .....** **136****PHỤ LỤC 1.....** **154****PHỤ LỤC 2.....** **160****PHỤ LỤC 3.....** **171****CÁC CÔNG TRÌNH KHOA HỌC ĐÃ CÔNG BỐ.....** **175**

## DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

### Danh mục từ viết tắt tiếng Việt

Ký hiệu	Cụm từ tiếng Việt
CBTT	Công bố thông tin
ctg	các tác giả
HĐQT	Hội đồng quản trị
QTCT	Quản trị công ty
TTBCX	Thông tin bất cân xứng

### Danh mục từ viết tắt tiếng Anh

Ký hiệu	Cụm từ tiếng Anh	Cụm từ tiếng Việt
ASC	Adverse Selection Component	Thành phần lựa chọn ngược
FEM	Fixed Effect Model	Mô hình ảnh hưởng cố định
HNX	Hanoi Stock Exchange	Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội
HOSE	Hochiminh Stock Exchange	Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM
REM	Random Effect Model	Mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên

## DANH MỤC BẢNG

<b>Bảng 1.1.</b>	Số lượng các công ty niêm yết có trong mẫu nghiên cứu .....	7
<b>Bảng 2.1.</b>	Tóm tắt kết quả từ các mô hình đo lường thông tin bất cân xứng .....	24
<b>Bảng 2.2.</b>	Các nghiên cứu sử dụng mô hình đo lường thông tin bất cân xứng.....	38
<b>Bảng 2.3.</b>	Tóm tắt các kết quả nghiên cứu thực nghiệm.....	56
<b>Bảng 2.4.</b>	Thực thi vai trò của HĐQT trong việc hạn chế TTBCX.....	71
<b>Bảng 3.1.</b>	Các mô hình đo lường thông tin bất cân xứng được sử dụng .....	79
<b>Bảng 3.2.</b>	Khác biệt giữa các công ty niêm yết trên HOSE và HNX .....	87
<b>Bảng 3.3.</b>	Mô tả các định nghĩa và đo lường các biến nghiên cứu .....	94
<b>Bảng 4.1.</b>	Kết quả hồi quy sử dụng mô hình GH.....	99
<b>Bảng 4.2.</b>	Kết quả hồi quy sử dụng mô hình GKN theo biến chỉ báo .....	100
<b>Bảng 4.3.</b>	Kết quả hồi quy sử dụng mô hình GKN theo hiệp phương sai .....	101
<b>Bảng 4.4.</b>	Kết quả hồi quy sử dụng mô hình KO.....	102
<b>Bảng 4.5.</b>	Thống kê kết quả đo lường ASC cho mỗi cổ phiếu .....	104
<b>Bảng 4.6.</b>	So sánh ASC đối với mẫu nghiên cứu và ASC đối với mỗi cổ phiếu.....	105
<b>Bảng 4.7.</b>	Tương quan giữa các ASC và các yếu tố xác định khác nhau .....	107
<b>Bảng 4.8.</b>	So sánh các yếu tố thay đổi trong giai đoạn điều chỉnh biên độ dao động .....	108
<b>Bảng 4.9.</b>	Thống kê thành phần lựa chọn ngược trung bình qua các năm.....	109
<b>Bảng 4.10.</b>	Thống kê mô tả.....	110
<b>Bảng 4.11.</b>	So sánh các biến quan sát ở công ty có và không có vốn Nhà nước.....	111
<b>Bảng 4.12.</b>	Kiểm định phương sai không đồng nhất của sai số.....	112
<b>Bảng 4.13.</b>	Kiểm định tự tương quan của sai số .....	112
<b>Bảng 4.14.</b>	Ma trận tương quan .....	113
<b>Bảng 4.15.</b>	Kết quả hồi quy .....	114
<b>Bảng 4.16.</b>	Kết quả hồi quy theo loại hình doanh nghiệp khác nhau .....	116
<b>Bảng 4.17.</b>	Kiểm định giá trị ngưỡng của tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT .....	117
<b>Bảng 4.18.</b>	Kết quả hồi quy từng khúc theo phân đoạn ngưỡng .....	118

## DANH MỤC HÌNH

<b>Hình 2.1.</b> Khung phân tích lý thuyết .....	72
<b>Hình 3.1.</b> Khung nghiên cứu thực nghiệm .....	81
<b>Hình 3.2.</b> Chỉ số VNIndex giai đoạn từ 12/2007 đến 12/2016 .....	88
<b>Hình 4.1.</b> Biến động thành phần lựa chọn ngược qua các năm .....	103
<b>Hình 4.2.</b> Biến động thành phần lựa chọn ngược trước và sau khi phân loại.....	106
<b>Hình 5.1.</b> Doanh nghiệp niêm yết đạt chuẩn công bố thông tin qua các năm .....	130

# CHƯƠNG 1

## GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

### 1.1 Lý do nghiên cứu

Thông tin bất cân xứng (TTBCX) và đo lường TTBCX trên thị trường chứng khoán là lĩnh vực thu hút nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu bởi vì tầm quan trọng và tính thời sự của lĩnh vực nghiên cứu này.

Thứ nhất, đo lường TTBCX tạo cơ sở để đánh giá môi trường thông tin của thị trường chứng khoán ở một quốc gia cụ thể. Thực hiện đo lường TTBCX, Affleck-Graves và ctg (1994), Chakravarty và ctg (2005) đã cho thấy các công ty niêm yết ở NYSE có mức độ TTBCX cao hơn so với các công ty niêm yết ở NASDAQ; Huang (2004) chỉ ra một số điểm khác biệt về môi trường thông tin của thị trường chứng khoán ở Đài Loan so với thị trường chứng khoán ở Singapore; và Lai và ctg (2014), với mẫu nghiên cứu gồm 47 quốc gia, đã minh chứng các quốc gia đang phát triển có TTBCX cao hơn so với các quốc gia đã phát triển. Vì vậy, có thể cho rằng, đo lường TTBCX có thể đánh giá được sự phát triển của thị trường chứng khoán ở một quốc gia cụ thể.

Thứ hai, đo lường TTBCX hữu ích trong việc đánh giá hiệu quả chính sách được ban hành bởi cơ quan quản lý thị trường. Chiyachantana và ctg (2004) đã minh chứng TTBCX của các công ty niêm yết ở NYSE giảm một cách đáng kể sau khi Đạo luật quy định công bố thông tin minh bạch của Ủy ban Chứng khoán Mỹ được ban hành. Tương tự, Frijns và ctg (2008) cho thấy, môi trường thông tin ở thị trường chứng khoán New Zealand được cải thiện đáng kể sau khi Bộ luật sửa đổi Luật chứng khoán có hiệu lực. Một chính sách quản lý thị trường khác được tranh luận nhiều đó là chính sách sử dụng biên độ dao động giá. Berkman và Lee (2002) thừa nhận việc sử dụng chính sách thu hẹp biên độ dao động giá có thể hạn chế nguy cơ về rủi ro thông tin. Trong khi đó, Chan và ctg (2005), Kim và Yang (2008) cho rằng sử dụng biên độ dao động giá chưa hẳn là công cụ hiệu quả để hạn chế TTBCX. Có thể nhận định, hiệu quả của một chính sách sau khi được ban hành có thể được đánh giá thông qua việc đo lường TTBCX.

Thứ ba, đo lường TTBCX phụ thuộc vào cách thức lựa chọn phương pháp sử dụng mà điều này chịu ảnh hưởng lớn từ đặc điểm thị trường giao dịch hay bối cảnh của một quốc gia cụ thể. Đơn cử Van Ness và ctg (2001) thực hiện so sánh tính hiệu quả và khả năng áp dụng năm mô hình đo lường TTBCX khác nhau cho các công ty niêm yết ở NYSE, tuy nhiên có

hai trong năm mô hình đưa ra những sai số ước lượng tương đối lớn. Tương tự, De Winne và Majois (2003) áp dụng tám cách thức đo lường khác nhau để đo lường TTBCX cho thị trường chứng khoán Bỉ, tuy nhiên xét tương đối chỉ có hai cách phù hợp có thể được áp dụng cho thị trường giao dịch khớp lệnh như thị trường chứng khoán Bỉ. Có thể nhận thấy, mặc dù tồn tại nhiều cách thức đo lường TTBCX khác nhau tuy nhiên cần cân nhắc lựa chọn phương pháp đo lường thích hợp.

Sau cùng, các phương pháp đo lường TTBCX vẫn được cập nhật và bổ sung cho đến ngày nay. Đơn cử nghiên cứu của Johnson và So (2018) thực hiện đo lường TTBCX trên thị trường chứng khoán Mỹ, các tác giả đưa ra một cách tiếp cận mới và được cho là ưu việt hơn so với cách tiếp cận truyền thống. Đây có thể là hướng mới gợi mở khả năng áp dụng phương pháp này để đo lường TTBCX cho các thị trường khác trong tương lai, đặc biệt là những thị trường có thực hiện giao dịch chứng khoán phái sinh.

Ở góc độ khác, TTBCX là nguyên nhân chính gây ra vấn đề người đại diện (Jensen và Meckling, 1976) và giải pháp cho vấn đề này đòi hỏi một cơ chế quản trị công ty theo thông lệ quốc tế, cụ thể đó là Hội đồng quản trị (HĐQT). HĐQT hoạt động hiệu quả có thể làm giảm vấn đề người đại diện, gia tăng giá trị cho cổ đông, minh bạch công bố thông tin, và hạn chế TTBCX (Kanagaretnam và ctg, 2007; Chen và ctg, 2007; Rutherford và Buchholtz, 2007). Theo Zahra và Pearce (1989), Nicholson và Kiel (2004), Hilb (2012), một trong những nhân tố quan trọng góp phần tạo nên một HĐQT hoạt động hiệu quả đó chính là đặc điểm của HĐQT.

Nhiều công trình nghiên cứu tập trung vào mối quan hệ giữa đặc điểm của HĐQT và TTBCX theo nhiều khía cạnh khác nhau như: quy mô HĐQT, cấu trúc của HĐQT, đa dạng nữ giới trong HĐQT, trình độ học vấn của HĐQT, quyền kiểm nhiệm, và tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT. Tuy vậy, kết quả về sự tác động của đặc điểm HĐQT đến TTBCX vẫn còn nhiều tranh luận, chưa đồng nhất do có sự khác biệt về đặc trưng của từng quốc gia, giai đoạn nghiên cứu, và phương pháp nghiên cứu. Cụ thể:

- Gia tăng số lượng thành viên HĐQT có thể hạn chế TTBCX (Cai và ctg, 2006; Goh và ctg, 2016), nhưng ngược lại đây là nguyên nhân làm gia tăng chi phí đại diện trong công ty (Florackis, 2008).
- Giữa thành viên HĐQT độc lập không điều hành và TTBCX có mối quan hệ ngược chiều (Barakat và ctg, 2014; Armstrong và ctg, 2014; Elbadry và ctg, 2015), trong trường hợp khác mối quan hệ này không có ý nghĩa (Becker-Blease và Irani, 2008).



- Nữ giới trong HĐQT góp phần hạn chế TTBCX giữa các nhà quản lý bên trong công ty và cổ đông bên ngoài (Abad và ctg, 2017). Bất đồng quan điểm, các tác giả cho rằng đa dạng nữ giới trong HĐQT có thể làm tăng xung đột giữa các cấp quản lý (Richard và ctg, 2004) và giảm sự mạch lạc trong công việc (Jackson và ctg, 2003).
- HĐQT có trình độ học vấn cao có khuynh hướng công bố thông tin nhiều hơn ra bên ngoài (Ahmed và Nicholls, 1994), góp phần gia tăng tính kịp thời và độ tin cậy của thông tin báo cáo tài chính (Yunos và ctg, 2012), do đó hạn chế được TTBCX của công ty (Chemmanur và ctg, 2009). Tuy nhiên nghiên cứu của Haniffa và Cooke (2002) không tìm thấy mối quan hệ giữa trình độ học vấn của HĐQT và TTBCX.
- Tách bạch quyền kiêm nhiệm chức danh chủ tịch HĐQT với tổng giám đốc góp phần gia tăng chức năng giám sát các nhà điều hành và hạn chế TTBCX (Li và ctg, 2008). Trong khi đó, Cai và ctg (2006) không tìm được mối quan hệ giữa quyền kiêm nhiệm và TTBCX.
- Mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX có nhiều kết quả khác nhau, cụ thể tồn tại mối quan hệ tuyến tính (Becker-Blease và Irani, 2008; Barakat và ctg, 2014); mối quan hệ phi tuyến, gồm có: hiệu ứng biên giảm dần (Abad và ctg, 2017) và ảnh hưởng từng phần (Han và ctg, 2014); và không có mối quan hệ (Choi và ctg, 2013).

Bên cạnh kết quả nghiên cứu chưa đồng nhất với nhau, số lượng hạn chế các nghiên cứu đề cập đến tính đa dạng của HĐQT, một trong những đặc điểm quan trọng của HĐQT gồm: thành viên nữ trong HĐQT và trình độ học vấn của HĐQT tác động đến TTBCX.

Ngoài ra, không nhiều nghiên cứu xem xét ảnh hưởng của khả năng hoạt động độc lập và trình độ hiểu biết của các thành viên HĐQT theo đặc trưng riêng của doanh nghiệp hay loại hình doanh nghiệp khác nhau. Cụ thể, số lượng hạn chế các nghiên cứu thực hiện so sánh tính hiệu quả của các thành viên HĐQT độc lập và thành viên HĐQT có trình độ học vấn cao trong việc hạn chế TTBCX ở công ty có vốn Nhà nước so với công ty không có vốn Nhà nước. Hơn nữa, khả năng tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX cũng không nhận được nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu.

Điềm qua một số sự kiện thực tế, thế giới đã chứng kiến nhiều thương vụ bê bối chứng khoán liên quan đến bất cân xứng về thông tin. Điển hình công ty Enron (Mỹ) trong năm 2001, hành động lừa dối cổ đông qua hình thức gian lận báo cáo tài chính đã dẫn đến công ty phải đệ đơn phá sản, đẩy hơn bảy ngàn nhân viên lâm vào cảnh thất nghiệp, và các cổ

đông bị lôi kéo vào thương vụ đầu tư cổ phiếu Enron gánh chịu thiệt hại 74 tỷ USD dẫn đến hoàn toàn trắng tay. Gần đây, bê bối kế toán ở công ty Toshiba (Nhật) trong năm 2015 đã gây ra hàng loạt tổn thất nghiêm trọng. Trước tiên, vụ bê bối gây mất niềm tin đối với các nhà đầu tư, khách hàng, làm lu mờ một thương hiệu với 140 năm lịch sử tồn tại của tập đoàn. Tiếp đó, giá trị cổ phiếu của Toshiba suy giảm 17% giá trị mặc dù chỉ số Nikkei 225 tăng 7.6% và hàng loạt lãnh đạo cấp cao trong HĐQT phải từ chức (Hass và ctg, 2018).

Việt Nam, quốc gia có thị trường chứng khoán được các tổ chức quốc tế xếp hạng là thị trường cận biên (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước - UBCKNN, 2018; Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM - HOSE, 2019), do đó những tổn thất trên thị trường chứng khoán từ những hành vi tung tin đồn, gian lận báo cáo tài chính, không minh bạch trong công bố thông tin không kém phần nghiêm trọng.

Liên quan đến tin đồn, những thiệt hại mang tính hệ thống và nổi bật nhất có thể kể đến thông tin những lần ông Trần Bắc Hà, Chủ tịch Ngân hàng Thương mại Cổ phần Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV) bị bắt. Lần thứ nhất, vốn hóa thị trường tổn thất 1.5 tỷ USD (21/02/2013) và lần thứ hai là 2 tỷ USD (09/08/2017). Liên quan đến gian lận báo cáo tài chính, Tập đoàn Kỹ nghệ Gỗ Trường Thành (TTF) ghi nhận gian dối giá trị hàng tồn kho trong quý 2/2016, và kết quả điều chỉnh khiến doanh nghiệp lỗ 1128 tỷ đồng. Hệ quả là, thị giá TTF giảm sần liên tiếp 24 phiên và mất 81.4% giá trị, từ 43.6 ngàn đồng/cổ phiếu ngày 19/7/2016 xuống còn 8.1 ngàn đồng/cổ phiếu ngày 19/8/2016. Tương tự, CTCP Ntaco (ATA) ghi khống giá trị hàng tồn kho trong báo cáo tài chính cuối năm 2015, và gian lận các khoản chi phí hoạt động doanh nghiệp, dẫn đến thị giá ATA giảm sần liên tiếp 11 phiên, và mất 44% giá trị.

Thương vụ kinh điển nhất và được cho là nơi hội tụ nhiều bê bối, tiêu cực nhất của thị trường chứng khoán Việt Nam, bao gồm: thao túng giá cổ phiếu, gian lận báo cáo tài chính, che đậy công bố thông tin, và lừa đảo nhà đầu tư đó là CTCP Dược phẩm Viễn Đông (DVD). Những vi phạm này làm cho thị giá DVD lao dốc giảm từ 150 ngàn đồng/cổ phiếu ngày 06/09/2010 xuống còn 3.5 ngàn đồng/cổ phiếu tại thời điểm hủy niêm yết ngày 01/09/2011, và Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc điều hành DVD bị bắt giữ và xử lý hình sự.

Mặc dù cơ quan chức năng luôn thể hiện sự quyết tâm nâng cao tính công khai, minh bạch thông tin, và đảm bảo tuân thủ quản trị công ty của các công ty niêm yết bằng cách ban hành Nghị định số 71/2017/NĐ-CP thay thế cho Thông tư 121/2012/TT-BTC hướng dẫn về

quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng, và gia tăng hiệu quả thanh tra, giám sát và cưỡng chế thực thi thông qua việc ban hành Nghị định 145/2016/NĐ-CP sửa đổi và bổ sung một số điều của Nghị định 108/2013/NĐ-CP quy định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán, nhưng những sai phạm trong lĩnh vực chứng khoán luôn diễn biến phức tạp. Theo UBCKNN (2016, 2017 và 2018), các trường hợp xử phạt vi phạm hành chính tăng liên tục trong những năm gần đây. Nếu năm 2016 có 133 trường hợp vi phạm thì năm 2017 con số này đã tăng 162% tương đương 217 trường hợp, và năm 2018 số trường hợp vi phạm là 397 trường hợp, tăng 14%.

Qua các dữ kiện thực tế, có thể nhận định điểm chung của các thương vụ bê bối chứng khoán đó là: (i) trước khi thị giá cổ phiếu giảm sàn hoặc lao dốc hoảng loạn là những đợt tăng giá mạnh, và (ii) thị giá cổ phiếu đã sụt giảm giá trị đáng kể trong thời gian dài trước khi cơ quan chức năng thực hiện công tác cảnh báo hay có biện pháp kiểm soát mạnh hơn. Một khi sự quản lý giám sát của cơ quan chức năng còn hạn chế cũng như độ trễ trong việc cảnh báo và xử phạt, và thực thi vai trò và chức năng của HĐQT không hiệu quả, môi trường thông tin Việt Nam vẫn chưa thật sự minh bạch, tiềm ẩn mức độ TTBCX nghiêm trọng giữa các nhà đầu tư. Chính vì vậy, yêu cầu đánh giá sơ khởi và sau đó hướng đến đề xuất các cơ chế có thể giảm thiểu mức độ rủi ro thông tin của thị trường chứng khoán Việt Nam là điều cấp thiết cần được đáp ứng.

Dựa trên những tranh luận chưa đồng nhất về mặt kết quả nghiên cứu, những khoảng trống nghiên cứu có thể được bỏ khuyết, tính cấp thiết và thời sự từ thực tiễn cũng như hạn chế về mặt số lượng của các nghiên cứu có liên quan ở Việt Nam, việc đo lường TTBCX và ước lượng mối quan hệ giữa đặc điểm của HĐQT và TTBCX của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM rất cần được nghiên cứu và triển khai.

## **1.2 Mục tiêu nghiên cứu**

Mục tiêu tổng quát của luận án đó là tập trung vào nghiên cứu sự tác động của đặc điểm HĐQT đến TTBCX của các công ty niêm yết ở Việt Nam, trên cơ sở đó luận án gợi ý một số chính sách nhằm hạn chế TTBCX. Luận án hướng đến các mục tiêu cụ thể cần đạt được như sau:

- Đo lường mức độ TTBCX của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM.
- Lựa chọn mô hình đo lường TTBCX phù hợp trong bối cảnh ở Việt Nam.

- Xác định và đo lường các yếu tố liên quan đến đặc điểm của HĐQT có khả năng ảnh hưởng đến TTBCX.
- Gợi ý một số chính sách nhằm hạn chế TTBCX.

### 1.3 Câu hỏi nghiên cứu

Câu hỏi nghiên cứu của luận án như sau:

- Biến động về mức độ TTBCX của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM?
- Mô hình đo lường mức độ TTBCX phù hợp có thể được áp dụng trong bối cảnh ở Việt Nam?
- Đặc điểm của HĐQT bao gồm: quy mô HĐQT, thành viên HĐQT độc lập không điều hành, thành viên HĐQT nữ, trình độ học vấn của HĐQT, quyền kiêm nhiệm, và tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT có ảnh hưởng đến TTBCX?
- Tác động của thành viên HĐQT độc lập không điều hành và trình độ học vấn của HĐQT đến TTBCX có phụ thuộc vào loại hình doanh nghiệp có vốn Nhà nước?
- Có tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX?

### 1.4 Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của luận án đó là các yếu tố liên quan đến đặc điểm của HĐQT, bao gồm: quy mô HĐQT, thành viên HĐQT độc lập không điều hành, thành viên HĐQT nữ, trình độ học vấn của HĐQT, quyền kiêm nhiệm, và tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT có khả năng ảnh hưởng đến TTBCX.

### 1.5 Phạm vi nghiên cứu

Phạm vi của luận án được thể hiện ở ba khía cạnh bao gồm: nội dung, không gian, và thời gian nghiên cứu.

Về nội dung: nghiên cứu mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX là nghiên cứu một phía, chỉ xem xét sự tác động một chiều của đặc điểm HĐQT đến TTBCX, không có chiều tác động ngược lại.

Về không gian: mẫu nghiên cứu được thu thập gồm các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE). Các công ty niêm yết trên HOSE phải tuân thủ những quy định về niêm yết khắt khe hơn và có biên độ dao động giá giao dịch cổ phiếu thấp hơn so với các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX). Cụ thể, công ty muốn niêm yết trên HOSE phải có vốn điều lệ tối thiểu 120 tỷ (HNX quy định 30 tỷ); số năm hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần không dưới 2 năm (HNX quy định 1 năm);

phải có lợi nhuận trong 2 năm liền trước và công khai các khoản nợ đối với người có liên quan trong ban điều hành (HNX không quy định khoản này); và biên độ dao động giá ở HOSE luôn nhỏ hơn so với biên độ dao động giá ở HNX. Ngoài ra, mẫu nghiên cứu không bao gồm: (i) các tổ chức tài chính như ngân hàng, bảo hiểm, công ty chứng khoán và các quỹ đầu tư; (ii) các công ty niêm yết có niên độ tài chính không trùng vào thời điểm cuối năm; (iii) các công ty thuộc diện bị cảnh báo, kiểm soát đặc biệt, buộc hủy niêm yết hoặc hủy niêm yết tự nguyện; và (iv) các công ty không công bố thông tin đầy đủ có liên quan đến các đặc điểm của HĐQT. Chi tiết các công ty niêm yết có thể tham khảo ở Phụ lục 3. Bảng 1.1 dưới đây thể hiện số lượng các công ty niêm yết có trong mẫu nghiên cứu.

**Bảng 1.1. Số lượng các công ty niêm yết có trong mẫu nghiên cứu**

<b>Thu thập dữ liệu</b>	<b>Số công ty</b>	<b>Số quan sát</b>
1. Đo lường thông tin bất cân xứng - Không bao gồm các công ty tài chính, thuộc diện cảnh báo, buộc hoặc tự nguyện hủy niêm yết, và niên độ tài chính không trùng cuối năm	174	1106
2. Lựa chọn mô hình đo lường thông tin bất cân xứng phù hợp - Loại 4 quan sát do không thỏa điều kiện đo lường ( $0 < \text{mức độ TTBCX} < 1$ )	174	1102
3. Mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và thông tin bất cân xứng - Loại 13 công ty tương ứng 83 quan sát do công bố thông tin không đầy đủ	161	1019

*Nguồn: Dữ liệu từ mẫu nghiên cứu*

Về thời gian: dữ liệu nghiên cứu được thu thập theo dữ liệu dạng bảng không cân đối, giai đoạn 2009-2015. Lý do chọn giai đoạn này vì từ tháng 10/2009 đến 3/2016, chỉ số VNIndex có xu hướng đi ngang, nằm trong ngưỡng kháng cự và hỗ trợ tương ứng từ 400 đến 600 điểm, do đó không có những biến động đáng kể của thị trường.

## **1.6 Phương pháp nghiên cứu**

Nghiên cứu sử dụng phương pháp định lượng với kỳ vọng đạt được mục tiêu nghiên cứu đã đề ra. Cách thức nghiên cứu được thực hiện như sau:

Để trả lời câu hỏi nghiên cứu thứ nhất, luận án áp dụng các mô hình kinh tế lượng gồm: mô hình Glostten và Harris (1988); George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo; George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai; và Kim và Ogden (1996) để đo lường TTBCX. Kết quả đo lường TTBCX trong giai đoạn nghiên cứu sẽ cho biết sự biến động về mức độ TTBCX của các công ty niêm yết trên HOSE qua các năm.

Để trả lời câu hỏi nghiên cứu thứ hai, trước tiên, bên cạnh so sánh sai số ước lượng từ các mô hình, luận án kiểm tra mức độ tương đồng giữa các mô hình theo cách thức của Van

Ness và ctg (2001), De Winne và Majois (2003), Lamoureux và Wang (2015). Tiếp đến, nghiên cứu áp dụng cách thức của Van Ness và ctg (2001), De Winne và Majois (2003), Lamoureux và Wang (2015) với mục đích kiểm tra mức độ tương đồng giữa các mô hình. Sau cùng, nghiên cứu ước lượng và kiểm định mức độ tương quan giữa các giá trị TTBCX và các yếu tố xác định TTBCX bao gồm: tính thanh khoản của cổ phiếu (Acker và ctg, 2002; Draper và Paudyal, 2008), tỷ lệ nợ (Ross, 1977; Jensen, 1986; Degryse và Jong, 2006), và cơ hội tăng trưởng (Krishnaswami và ctg, 1999; Hegde và McDermott, 2004; Fosu và ctg, 2016); đồng thời kiểm định mức thay đổi TTBCX trước và sau giai đoạn thay đổi biên độ dao động giá giao dịch cổ phiếu (Anshuman và Subrahmanyam, 1999; Berkman và Lee, 2002) với mục đích kiểm tra mô hình nào sẽ có kết quả ước lượng TTBCX phù hợp với lý thuyết kinh tế và các kết quả nghiên cứu thực nghiệm liên quan. Kết quả từ việc đối chiếu, ước lượng và kiểm định sẽ là cơ sở để lựa chọn mô hình đo lường TTBCX phù hợp trong bối cảnh ở Việt Nam.

Để trả lời câu hỏi nghiên cứu thứ ba, luận án sử dụng phương pháp kinh tế lượng, kỹ thuật hồi quy đối với dữ liệu dạng bảng thông qua mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên, để thực hiện hồi quy phương trình với biến phụ thuộc là TTBCX và biến độc lập là các đặc điểm của HĐQT bao gồm: quy mô HĐQT, thành viên HĐQT độc lập không điều hành, thành viên HĐQT nữ, quyền kiêm nhiệm, trình độ học vấn, và tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT.

Để trả lời câu hỏi nghiên cứu thứ tư, luận án sử dụng phương pháp hồi quy theo phương pháp của DeMaris (2004) với biến phụ thuộc là TTBCX và biến độc lập là yếu tố tương tác giữa thành viên HĐQT độc lập không điều hành và loại hình doanh nghiệp có vốn Nhà nước, và yếu tố tương tác giữa trình độ học vấn của HĐQT và loại hình doanh nghiệp có vốn Nhà nước.

Để trả lời câu hỏi nghiên cứu sau cùng, luận án sử dụng phương pháp hồi quy ngưỡng theo phương pháp của Bai và Perron (2003) với biến phụ thuộc là TTBCX và biến ngưỡng là tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT, và phương pháp hồi quy từng khúc theo đề xuất của Morck và ctg (1988), Hermalin và Weisbach (1991).

Kết quả nghiên cứu sẽ là cơ sở cho việc hàm ý một số chính sách nhằm hạn chế TTBCX của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

## **1.7 Đóng góp của nghiên cứu**

Có thể nhận thấy đây là lĩnh vực chưa nhận được nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu vì vậy thực hiện nghiên cứu này có những đóng góp hữu ích và quan trọng.

Đóng góp đầu tiên có thể kể đến đó là nghiên cứu đã đề xuất được mô hình ước lượng TTBCX phù hợp có thể áp dụng để đo lường TTBCX trong bối cảnh ở Việt Nam. Đề xuất này là một bước đệm khơi mở cho nhiều hướng nghiên cứu khác nhau như: đánh giá hiệu quả của việc ban hành chính sách cụ thể liên quan đến thị trường chứng khoán Việt Nam, hoặc so sánh mức độ minh bạch thông tin giữa thị trường Việt Nam và thị trường các quốc gia tương đồng trong cùng khu vực.

Đóng góp thứ hai đó là nghiên cứu cung cấp minh chứng việc mở rộng biên độ dao động giá giao dịch của cổ phiếu từ 5% tăng lên 7% sẽ làm cho mức độ TTBCX gia tăng. Phát hiện này có thể là cơ sở tham khảo hữu ích đối với các nhà hoạch định chính sách ở Việt Nam, đó là cơ quan chức năng nên thật sự cân nhắc trước khi điều chỉnh tăng biên độ dao động giá.

Đóng góp thứ ba đó là nghiên cứu bổ sung thêm một số minh chứng thực nghiệm nổi bật về mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX. Cụ thể, sự tác động của thành viên HĐQT độc lập và trình độ học vấn của HĐQT đến TTBCX chịu sự điều tiết của loại hình doanh nghiệp có vốn Nhà nước. Phát hiện này rất hữu ích đối với doanh nghiệp có vốn Nhà nước trong việc rà soát lại hoạt động trao quyền và nâng cao chất lượng của HĐQT. Ngoài ra, tồn tại một giá trị ngưỡng 1.74% của tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT mà tại đó ảnh hưởng của đặc điểm HĐQT này đến TTBCX sẽ có chiều hướng khác nhau. Phát hiện hữu ích này góp phần gợi ý chính sách liên quan đến hoạt động quản trị công ty. Đó là, bên cạnh việc gắn kết lợi ích giữa cổ đông và thành viên HĐQT, công ty cần đảm bảo cân đối hài hòa giữa lợi ích và trách nhiệm công việc đảm nhận của thành viên HĐQT.

## **1.8 Cấu trúc của nghiên cứu**

Cấu trúc của nghiên cứu được trình bày theo năm chương. Theo đó, các chương có bố cục như sau:

Chương 1: Giới thiệu tổng quan. Nội dung chương này trình bày lý do thực hiện nghiên cứu, mục tiêu nghiên cứu cần đạt được và câu hỏi nghiên cứu cần trả lời. Ngoài ra, đối tượng nghiên cứu, phạm vi nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu, và đóng góp của nghiên cứu cũng được trình bày.

Chương 2: Cơ sở lý thuyết. Nội dung chương này trình bày về lý thuyết TTBCX và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến sự tác động của đặc điểm HĐQT đến TTBCX. Chương này sẽ đánh giá các ưu điểm và hạn chế của các công trình nghiên cứu trước, từ đó chỉ ra các khoảng trống nghiên cứu mà luận án này có thể hoàn thiện trong bối cảnh ở Việt

Nam. Ngoài ra, chương này cũng trình bày cách thức xây dựng khung lý thuyết về mối liên hệ giữa đặc điểm HDQT và TTBCX, từ đó tạo cơ sở cho việc đề xuất mô hình nghiên cứu thực nghiệm.

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu. Nội dung chương này trình bày các phương pháp đo lường TTBCX của các công ty niêm yết trên HOSE, cách thức xây dựng khung nghiên cứu thực nghiệm, và phát triển giả thuyết nghiên cứu về mối quan hệ giữa đặc điểm HDQT và TTBCX. Ngoài ra, phương pháp chọn mẫu, phương pháp đo lường các biến nghiên cứu, và phương pháp phân tích dữ liệu cũng được trình bày trong chương này.

Chương 4: Kết quả nghiên cứu và thảo luận. Nội dung chương này sẽ trình bày kết quả đo lường TTBCX của các công ty niêm yết trên HOSE được áp dụng theo các mô hình khác nhau, từ đó chỉ ra mô hình đo lường TTBCX phù hợp có thể được áp dụng trong bối cảnh ở Việt Nam. Ngoài ra, nội dung chương này cũng trình bày kết quả ước lượng về mối quan hệ giữa đặc điểm HDQT và TTBCX. Phần thảo luận kết quả nghiên cứu cũng được trình bày trong chương này.

Chương 5: Kết luận và hàm ý chính sách. Trước tiên, nội dung chương này sẽ tóm tắt lại các điểm chính của nghiên cứu. Tiếp theo, dựa trên kết quả nghiên cứu, các hàm ý chính sách hướng đến các đối tượng liên quan sẽ được trình bày. Sau cùng, nội dung chương này chỉ ra những giới hạn trong nghiên cứu từ đó đề xuất các hướng nghiên cứu tiếp theo.



## CHƯƠNG 2

### CƠ SỞ LÝ THUYẾT

#### 2.1 Thông tin bất cân xứng

##### 2.1.1 Khái niệm

Thông tin bất cân xứng (TTBCX) mô tả hiện tượng mà các chủ thể khác nhau sở hữu các thông tin khác nhau, hoặc các chủ thể tiếp nhận thông tin cả về chất và lượng đều khác nhau (Watts và Zimmerman, 1986). Tổng quát hơn, theo Arnold (2011), TTBCX là thông tin đặc thù liên quan đến giá trị của một loại hàng hóa được giao dịch, và tồn tại một nhóm đối tượng cụ thể có thể tiếp cận được thông tin này trong khi nhóm đối tượng khác thì không.

##### 2.1.2 Phân loại

Căn cứ vào vấn đề phát sinh, Hillier (1997) phân loại TTBCX thành các dạng được trình bày dưới đây như sau:

TTBCX do vấn đề lựa chọn. Người sử dụng hàng hóa hay dịch vụ sẽ không có nhiều thông tin liên quan so với người cung cấp. Do đó, người sử dụng có thể phải nhận lấy những hàng hóa hay dịch vụ kém hoặc không đúng chất lượng như kỳ vọng ban đầu từ người cung cấp. Vấn đề này còn gọi là vấn đề lựa chọn ngược xảy ra trước thời điểm giao dịch.

TTBCX do vấn đề che đậy hành vi. Trong mỗi quan hệ ràng buộc với nhau, một đối tượng có thể thay đổi hành vi so với cam kết ban đầu đối với chủ thể. Rủi ro này tồn tại do chủ thể thiếu thông tin để quan sát những thay đổi trong hành vi của đối tượng có mối quan hệ ràng buộc với chủ thể. Vấn đề này còn được gọi là rủi ro đạo đức.

TTBCX do vấn đề đánh giá hiện trạng. Hai đối tượng cùng nhìn vào một vấn đề phát sinh. Tuy nhiên do chênh lệch về thông tin cũng như hiểu biết mà sẽ có một đối tượng nắm rõ vấn đề đó hơn và có thể đối tượng đó sẽ không thật lòng chia sẻ hoặc làm sai lệch thông tin cho đối tượng khác. Đối tượng muốn đánh giá đúng bản chất của hiện trạng có thể phải tốn kém nhiều chi phí.

TTBCX do vấn đề người đại diện. Vấn đề người đại diện tồn tại khi xung đột về lợi ích giữa cổ đông và người quản lý. Người quản lý có nhiều thông tin về hoạt động của công ty hơn so với người sở hữu và họ sẽ sử dụng thông tin này để tư lợi cá nhân ứng với những tổn thất mà người sở hữu phải gánh chịu. Vấn đề người đại diện còn được thể hiện ở mối quan hệ giữa chính trị gia và cử tri, giữa luật sư và thân chủ, hay giữa bác sĩ và bệnh nhân.

### 2.1.3 Tác động

TTBCX biểu hiện qua hình thức che đậy thông tin (lựa chọn ngược) và che đậy hành vi (rủi ro đạo đức), do đó TTBCX có thể tác động đến doanh nghiệp, tác động đến từng thị trường riêng biệt và tác động đến nền kinh tế.

#### 2.1.3.1 Tác động đến doanh nghiệp

TTBCX có thể tác động đến các quyết định tài chính của doanh nghiệp, bao gồm: quyết định đầu tư, quyết định nguồn vốn, và quyết định phân phối lợi nhuận.

Quyết định đầu tư: Ảnh hưởng đầu tiên của TTBCX đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp được biểu hiện qua vấn đề che đậy thông tin. Doanh nghiệp có thể mua tài sản không đúng như kỳ vọng ban đầu. Ảnh hưởng tiếp theo được biểu hiện qua vấn đề che đậy hành vi, hay rủi ro đạo đức. Khi được hưởng nhiều đặc quyền và đặc lợi, người đại diện công ty có thể đầu tư quá mức thông qua dòng tiền dôi dư từ đó chiếm đoạt dòng tiền dôi dư này (Jensen, 1986), hoặc đầu tư dưới chuẩn để tránh áp lực trả nợ (Jensen và Meckling, 1976; Myers, 1977).

Quyết định nguồn vốn: Xét trên thị trường tín dụng, do thiếu thông tin về doanh nghiệp, người cho vay có thể áp đặt lãi suất vay như nhau áp dụng cho cả doanh nghiệp tốt và doanh nghiệp xấu (Mishkin, 1990; Stiglitz và Weiss, 1981). Kết quả là doanh nghiệp tốt có thể gặp khó khăn trong việc huy động vốn vay vì phải chịu chung mức lãi suất cao tương đồng với doanh nghiệp xấu. Ngoài ra, xét trên thị trường chứng khoán, do hạn chế thông tin nên nhà đầu tư khó phân biệt doanh nghiệp tốt và doanh nghiệp xấu để quyết định đầu tư. Chính vì vậy, một khi mức độ TTBCX nghiêm trọng, doanh nghiệp tốt sẽ gặp khó khăn trong việc phát hành cổ phiếu để huy động vốn trên thị trường chứng khoán.

Quyết định phân phối lợi nhuận: Phân phối lợi nhuận được thể hiện qua hình thức chi trả cổ tức của công ty và có thể chịu sự tác động của TTBCX thông qua hai hình thức khác nhau. Hình thức thứ nhất theo quan điểm phát tín hiệu của John và Williams (1985), Miller và Rock (1985). Các tác giả cho rằng, những công ty chi trả cổ tức cao nhằm phát tín hiệu cho cổ đông biết về dòng tiền hoạt động tốt của công ty. Tuy nhiên, việc phát tín hiệu ở đây với mục đích che đậy hành vi đầu tư dưới chuẩn của công ty. Do đó, công ty có TTBCX cao có khả năng chi trả tỷ lệ cổ tức cao. Trong khi đó, hình thức thứ hai theo quan điểm trật tự phân hạng của Myers và Majluf (1984). Theo các tác giả, chính sách chi trả cổ tức có thể được sử dụng để kiểm soát vấn đề đầu tư dưới chuẩn bắt nguồn từ TTBCX. Do đó, khi TTBCX cao mức chi trả cổ tức được điều chỉnh giảm.

### 2.1.3.2 Tác động đến thị trường

Các thị trường chịu sự tác động của TTBCX bao gồm: (i) thị trường tài chính, doanh nghiệp tốt có khả năng khó huy động vốn vay do lãi suất vay cao áp dụng chung cho cả doanh nghiệp tốt và doanh nghiệp xấu (Stiglitz và Weiss, 1981); (ii) thị trường hàng hóa, sản phẩm tốt bị sản phẩm xấu đánh bật ra khỏi thị trường (Akerlof, 1970); (iii) thị trường lao động, người lao động có năng lực cao có thể nhận mức lương chi trả bằng với người lao động có năng lực thấp (Spence, 1973); và (iv) thị trường bảo hiểm, công ty bảo hiểm có thể cung cấp dịch vụ bảo hiểm cho khách hàng có nhiều rủi ro về sức khỏe hay mức phí bảo hiểm được áp dụng chung cho các khách hàng có rủi ro cao và thấp về sức khỏe. Kết quả là, thị trường đã thất bại, hoạt động không hiệu quả, và những đối tượng thực sự có nhu cầu giao dịch dần rời bỏ thị trường.

### 2.1.3.3 Tác động đến nền kinh tế

TTBCX có thể tác động đến nền kinh tế và gây ra suy thoái kinh tế nghiêm trọng. Mishkin (1990) đã chỉ ra những cuộc khủng hoảng kinh tế trong giai đoạn 1857-1914 là do TTBCX trong các mối quan hệ vay vốn giữa chủ nợ và người đi vay và trong các thương vụ bê bối của các công ty tài chính. Theo tác giả, TTBCX xảy ra trước những cú sốc suy giảm giá trị tài sản, lãi suất gia tăng và khủng hoảng ngân hàng. Ngoài ra, nguyên nhân chính của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu bắt đầu từ giai đoạn cuối năm 2007 chính là do TTBCX phát sinh trong mối quan hệ giao dịch giữa các đối tượng đi vay, tổ chức cấp tín dụng, tổ chức quản lý và định giá tài sản, chất lượng nguồn tài sản thế chấp (tài sản chứng khoán hóa) và nhà đầu tư với nhau (Ashcraft và Schuermann, 2008). Tính nghiêm trọng của TTBCX và kém minh bạch trong cơ chế giám sát các quá trình chứng khoán hóa các nguồn tài sản thế chấp đã làm cho bong bóng giá tài sản đổ vỡ ở Mỹ và lan rộng ra phạm vi toàn cầu. Kết quả là, nền kinh tế bị đóng băng, trì trệ trong nhiều năm liền không những ở Mỹ mà lan rộng ra sang các quốc gia khác.

Có thể nhận thấy TTBCX đa phần ảnh hưởng xấu đến các hoạt động giao dịch. Tuy nhiên, trong phạm vi nhất định, TTBCX cũng có ảnh hưởng tích cực đến sự phát triển của nền kinh tế. Cụ thể, một đối tượng với hiểu biết chuyên sâu về lĩnh vực nghề nghiệp có thể giúp cho một đối tượng khác gia tăng tri thức mà ban đầu không thuộc phạm vi hiểu biết của họ. Ví dụ, bác sỹ có thể giúp cho bệnh nhân hiểu cách phòng bệnh và cách chữa bệnh thường gặp mà trước đây người bệnh không hề biết rõ. Các trường hợp khác như dịch vụ tư vấn đầu tư chứng khoán với nhà đầu tư, luật sư với người sử dụng dịch vụ tư vấn luật, giảng

viên với sinh viên cũng có thể được áp dụng để giải thích cho lợi điểm của TTBCX. Tuy nhiên, tác động tích cực của TTBCX chỉ xảy ra khi dung hòa được lợi ích giữa chủ thể và người đại diện.

## **2.2 Thông tin bất cân xứng trên thị trường chứng khoán**

### **2.2.1 Khái niệm**

TTBCX khi thực hiện giao dịch cổ phiếu trên thị trường chứng khoán phản ánh một đối tượng hoặc nhóm đối tượng sở hữu những thông tin đặc thù và quan trọng về công ty và chưa được công ty công bố ra đại chúng, trong khi các nhà đầu tư khác không thể tiếp cận thông tin này (Chae, 2005).

### **2.2.2 Cơ sở đo lường**

Cơ sở đo lường TTBCX khi thực hiện giao dịch cổ phiếu trên thị trường chứng khoán được xác định dựa trên các yếu tố thu nhập từ giao dịch, cân đối thu nhập và chi phí, và thông tin chuỗi đặt lệnh. Cơ sở đo lường TTBCX chi tiết có thể tham khảo ở Phụ lục 1.

#### **2.2.2.1 Thu nhập từ giao dịch**

Thu nhập từ giao dịch xuất hiện khi nhà đầu tư có thông tin liên quan đến giá cổ phiếu trong tương lai và họ sử dụng thông tin này để giao dịch với nhà tạo lập thị trường nhằm thu lợi (Bagehot, 1971). Nhà tạo lập thị trường sẽ chịu tổn thất khi giao dịch với nhà đầu tư có thông tin. Tuy nhiên, nhà tạo lập thị trường sẽ chuyển những tổn thất này sang các nhà đầu tư thanh khoản, những người sẵn sàng trả phí để chuyển cổ phiếu sang tiền mặt hay ngược lại. Thu nhập từ giao dịch của nhà đầu tư có thông tin tương ứng với mức tổn thất, một dạng chi phí mà nhà đầu tư không có thông tin phải gánh chịu.

#### **2.2.2.2 Cân đối thu nhập và chi phí**

Nhà tạo lập thị trường sẽ đối diện với việc giảm lợi nhuận nếu thiết lập khoảng chênh lệch yết giá quá lớn dẫn đến nhà đầu tư thanh khoản sẽ hạn chế giao dịch hoặc nếu khoảng chênh lệch giá quá hẹp dẫn đến không hấp dẫn nhà đầu tư có thông tin (Copeland và Galai, 1983). Theo các tác giả, nhà tạo lập thị trường sẽ cân đối giữa thu nhập và chi phí thông qua điều chỉnh giá đặt mua và giá đặt bán sao cho thu nhập có được do giao dịch với nhà đầu tư thanh khoản lớn hơn hoặc bằng mức chi phí phát sinh do giao dịch với nhà đầu tư có thông tin. Quá trình điều chỉnh này phụ thuộc vào xác suất giao dịch tiếp theo sẽ là nhà đầu tư có thông tin, xác suất giao dịch tại giá đặt mua và giá đặt bán của nhà đầu tư không có thông tin và khoảng thời gian yết giá trong quá trình giao dịch giữa nhà tạo lập thị trường và nhà đầu tư có thông tin. Copeland và Galai (1983) cho rằng, xác suất nhà đầu tư có thông tin

giao dịch và/hoặc thời gian nhà tạo lập thị trường giao dịch với nhà đầu tư có thông tin gia tăng sẽ làm tăng khoảng chênh lệch yết giá.

### 2.2.2.3 Thông tin chuỗi đặt lệnh

Chuỗi thông tin đặt lệnh có thể phát ra tín hiệu đến nhà tạo lập thị trường về khả năng thay đổi giá cổ phiếu giao dịch (Glosten và Milgrom, 1985). Số lượng lệnh giao dịch thay đổi không đáng kể đối với nhà đầu tư không có thông tin trong khi số lượng này sẽ thay đổi phụ thuộc vào chất lượng thông tin (tốt hoặc xấu) về giá cổ phiếu trong tương lai mà nhà đầu tư có thông tin nắm giữ. Một lệnh mua tiếp diễn là tín hiệu cho biết khả năng tăng giá cổ phiếu. Tương tự, một lệnh bán tiếp diễn là tín hiệu cho biết khả năng giảm giá cổ phiếu. Do đó, theo Glosten và Milgrom (1985), bên cạnh xác suất nhà đầu tư có thông tin thực hiện giao dịch, chuỗi thông tin đặt lệnh cũng là nhân tố làm thay đổi khoảng chênh lệch yết giá.

Điểm nổi bật ở các nghiên cứu của Bagehot (1971), Copeland và Galai (1983), Glosten và Milgrom (1985) đó là, TTBCX khi thực hiện giao dịch cổ phiếu trên thị trường chứng khoán được biểu hiện thông qua thành phần lựa chọn ngược tiềm ẩn trong khoảng chênh lệch yết giá mà nhà đầu tư không có thông tin phải gánh chịu.

## 2.2.3 Phương pháp đo lường

TTBCX khi thực hiện giao dịch cổ phiếu trên thị trường chứng khoán được đo lường thông qua các phương pháp sau.

### 2.2.3.1 Phương pháp đối chiếu với giá chuẩn

TTBCX được đo lường bằng sai lệch giữa giá giao dịch và giá chuẩn của cổ phiếu giao dịch. Giá chuẩn là mức giá mà người mua hoặc người bán dễ dàng chấp nhận giao dịch. Ở mức tương đối, giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán có thể đại diện cho giá chuẩn. Sai lệch giữa giá giao dịch và giá chuẩn của cổ phiếu càng lớn đồng nghĩa với TTBCX càng cao. Cụ thể, TTBCX được đo lường qua các đại lượng dưới đây.

- **Chênh lệch yết giá tương đối**

Đây là cách đo lường tương đối đơn giản dựa trên cơ sở thu nhập từ giao dịch của nhà đầu tư có thông tin. Chênh lệch yết giá tương đối được Venkatesh và Chiang (1986) đo lường theo công thức sau:

$$Spread_t = \frac{Ask_t - Bid_t}{Mid_t} \quad (2.1)$$

Trong đó: *Spread* là chênh lệch yết giá tương đối; *Ask* là giá đặt mua; *Bid* là giá đặt bán; *Mid* là giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán.

Ưu điểm của cách đo lường này đó là đơn giản được nhiều tác giả sử dụng tuy nhiên nhược điểm đó là kết quả ước lượng mức độ TTBCX có thể quá mức nếu giá giao dịch được thực hiện trong khoảng chênh lệch yết giá.

- **Chênh lệch yết giá hiệu quả**

Cách đo lường này hạn chế việc đánh giá quá mức mức độ TTBCX từ chênh lệch yết giá tương đối. Chênh lệch yết giá hiệu quả được Lee (1993) đo lường theo công thức sau:

$$ES_t = 2 \times Q_t \times \frac{P_t - Mid_t}{Mid_t} \quad (2.2)$$

Trong đó: *ES* là chênh lệch yết giá hiệu quả; *P* là giá giao dịch của cổ phiếu; *Mid* là giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán; *Q* là biến chỉ báo giao dịch có giá trị +1 nếu giao dịch được thực hiện bởi lệnh mua, ngược lại có giá trị -1 nếu giao dịch được thực hiện bởi lệnh bán; nhân tử 2 phản ánh mức chi phí mà người giao dịch phải chịu khi thực hiện lệnh mua và bán đồng thời cùng một thời điểm.

Ưu điểm của cách đo lường này đó là có thể đánh giá TTBCX khi giá giao dịch được thực hiện bên trong và bên ngoài khoảng chênh lệch yết giá. Tuy nhiên nhược điểm đó là chỉ đề cập đến giá giao dịch ở thời điểm dạng tĩnh, chưa đề cập đến yếu tố thời gian có thể gây ra bất cân đối lưu lượng lệnh đặt và phát sinh TTBCX.

- **Chênh lệch tác động giá**

Chênh lệch tác động giá được căn cứ trên cơ sở cân đối thu nhập và chi phí của nhà tạo lập thị trường và thông tin chuỗi đặt lệnh. Chênh lệch tác động giá được Huang và Stoll (1996), Barakat và ctg (2014) đo lường theo công thức sau:

$$PI_t = 2 \times Q_t \times \frac{P_{t+\tau} - Mid_t}{Mid_t} \quad (2.3)$$

Trong đó: *PI* là chênh lệch tác động giá; *P* là giá giao dịch của cổ phiếu; *Mid* là giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán;  $\tau$  là khoảng thời gian trong quá trình giao dịch được tính theo 5, 10, 15, 30 hay 60 phút; *Q* là biến chỉ báo giao dịch có giá trị +1 nếu giao dịch được thực hiện bởi lệnh mua, ngược lại có giá trị -1 nếu giao dịch được thực hiện bởi lệnh bán; nhân tử 2 phản ánh mức chi phí mà người giao dịch phải chịu khi thực hiện lệnh mua và bán đồng thời cùng một thời điểm.

Ưu điểm của cách đo lường này đó là đề cập đến yếu tố thời gian giao dịch  $\tau$ , phản ánh bất cân đối lưu lượng lệnh đặt. Đây là một dạng biểu hiện của TTBCX, bởi vì bất cân đối lưu lượng lệnh đặt có thể đẩy giá tăng đối với cổ phiếu được định giá thấp và kéo giá giảm đối với cổ phiếu được định giá cao. Tuy nhiên, nhược điểm đó là kết quả ước lượng có thể khác nhau khi lựa chọn khoảng thời gian khác nhau. Ngoài ra, thu thập dữ liệu theo khung thời gian ngắn trong ngày có phần hạn chế, nhất là các quốc gia có thị trường chứng khoán đang phát triển.

Tổng quan, mặc dù đo lường TTBCX theo phương pháp đối chiếu giá chuẩn có ưu điểm đó là đơn giản và dễ dàng đo lường TTBCX riêng cho từng cổ phiếu nhưng cần lưu ý khi sử dụng phương pháp này như sau: Thứ nhất, phương pháp này đo lường TTBCX trong tổng thể chi phí giao dịch. Nói cách khác, phương pháp này chưa tách thành phần lựa chọn ngược ra khoảng chênh lệch yết giá. Do đó, để sử dụng phương pháp này một cách hiệu quả cần kết hợp với phương pháp phân tích sự kiện. Thứ hai, sử dụng phương pháp này cần thu thập dữ liệu giá giao dịch trong ngày. Sau cùng, phương pháp này có hạn chế đó là ước lượng TTBCX cho tổng thể thị trường trở nên khó khăn hơn.

### 2.2.3.2 Phương pháp kinh tế lượng

Đo lường TTBCX được sử dụng theo phương pháp kinh tế lượng với mục đích tách thành phần chi phí lựa chọn ngược ra khoảng chênh lệch yết giá. Phương pháp này có lợi điểm đó là có thể đo lường TTBCX cho tổng thể thị trường. Chi tiết đo lường có thể tham khảo ở Phụ lục 2.

- **Mô hình Glosten và Harris (1988)**

Glosten và Harris (1988) (gọi tắt là mô hình GH) xây dựng mô hình kinh tế lượng để ước lượng thành phần lựa chọn ngược cho thị trường chứng khoán Mỹ với mẫu nghiên cứu gồm 250 công ty niêm yết trên NYSE, giai đoạn từ 01/12/1981 đến 31/01/1983. Thành phần chi phí lựa chọn ngược theo mô hình GH là 35.4%.

*Cơ sở xây dựng mô hình:* Mô hình GH được xây dựng dựa trên cơ sở cân đối giữa thu nhập và chi phí. Nhà tạo lập thị trường thiết lập khoảng chênh lệch yết giá gồm: (i) thành phần chi phí xử lý đặt lệnh và chi phí tích trữ nhằm duy trì hoạt động ( $C_t = c_0 + c_1 V_t$ ) và (ii) thành phần lựa chọn ngược ( $Z_t = z_0 + z_1 V_t$ ) nhằm cân đối rủi ro khi giao dịch với nhà đầu tư có thông tin. Hai thành phần này là hàm tuyến tính với khối lượng giao dịch ( $V_t$ ).

Ngoài ra, dựa trên cơ sở thông tin chuỗi đặt lệnh với biên chỉ báo giao dịch ( $Q_t$ ), gọi  $\bar{V}$  là khối lượng cổ phiếu giao dịch trung bình, mô hình GH xác định mức độ lựa chọn ngược ( $\alpha$ )

như sau:  $\alpha = [2(z_0 + z_1 \bar{V})] / [2(c_0 + c_1 \bar{V}) + 2(z_0 + z_1 \bar{V})]$ . Trong đó:  $c_0, c_1, z_0$ , và  $z_1$  là hệ số hồi quy được xác định từ phương trình sau:

$$\Delta P_t = c_0 \Delta Q_t + c_1 \Delta(Q_t V_t) + z_0 Q_t + z_1 Q_t V_t + \varepsilon_t \quad (2.4)$$

*Điều kiện áp dụng:* Áp dụng mô hình GH nên sử dụng dữ liệu giao dịch trong ngày để tận dụng ưu điểm của biến chỉ báo (Neal và Wheatley, 1998; Ahn và ctg, 2000). Tuy nhiên, dữ liệu giao dịch trong ngày không phải lúc nào cũng sẵn có, tốn nhiều chi phí để thu thập hoặc chỉ có thể thu thập trong khoảng thời gian giới hạn. Do đó De Jong và Rindi (2009) đề xuất có thể sử dụng dữ liệu giá đóng cửa và khối lượng giao dịch cuối ngày để thay thế cho dữ liệu giá giao dịch trong ngày.

*Ưu điểm:* Mô hình GH đóng góp quan trọng trong việc xác định mức độ TTBCX được đại diện qua thành phần lựa chọn ngược. Hơn nữa, đây là mô hình sơ khởi có đề cập đến ảnh hưởng của khối lượng giao dịch cổ phiếu lên các thành phần của chênh lệch giữa giá đặt mua và giá đặt bán. Không những vậy, mô hình đã khơi mở nhiều công trình nghiên cứu khác có liên quan đến việc xác định mức độ lựa chọn ngược sau này.

*Nhược điểm:* Mô hình GH chưa đề cập cách xác định biến chỉ báo giao dịch một cách trực tiếp và cũng không đề xuất bước trung gian để xác định biến chỉ báo giao dịch. Ngoài ra, giả định khối lượng cổ phiếu giao dịch tuyến tính với thành phần lựa chọn ngược trong mô hình GH không thể áp dụng chung cho mỗi cổ phiếu riêng biệt.

#### • **Mô hình Stoll (1989)**

Một cách tiếp cận mới nhằm đo lường TTBCX có thể kể đến Stoll (1989) (gọi tắt là mô hình Stoll). Với mẫu nghiên cứu gồm các công ty niêm yết trên NASDAQ giai đoạn từ tháng 10 đến 12/1984, ước lượng thành phần chi phí lựa chọn ngược trong mô hình Stoll là 43%.

*Cơ sở xây dựng mô hình:* Trên cơ sở cân đối giữa thu nhập và chi phí, nhà tạo lập thị trường sẽ thiết lập khoảng chênh lệch yết giá ( $S$ ) để thu được lợi nhuận. Khoảng chênh lệch yết giá trong mô hình Stoll gồm có ba thành phần: thành phần xử lý đặt lệnh và thành phần tích trữ ( $S_r$ ) và thành phần lựa chọn ngược. Do đó, thành phần chi phí lựa chọn ngược sẽ bằng  $S - S_r$ .

Cơ sở tiếp theo để xây dựng mô hình đó là thông tin chuỗi đặt lệnh. Tự bản thân giao dịch sẽ phát ra một thông tin về khả năng tăng hay giảm giá cổ phiếu. Gọi  $\pi$  là xác suất của giao dịch không tiếp diễn theo sau giao dịch trước đó và  $\partial$  là tỷ trọng thay đổi giá trong trường hợp giao dịch tiếp diễn. Thành phần lựa chọn ngược sẽ được tính theo phương trình dưới đây:



$$S - S_r = [1 - 2(\pi - \partial)]S \quad (2.5)$$

Ước lượng  $\pi$  và  $\partial$  bằng cách hồi quy phương trình hiệp phương sai của giá giao dịch ( $Cov_T = a_0 + a_1 S^2 + u$ ) và hiệp phương sai của thay đổi giá đặt mua hoặc giá đặt bán ( $Cov_Q = b_0 + b_1 S^2 + v$ ) theo bình phương khoảng chênh lệch yết giá. Trong đó:  $Cov_T \equiv cov(\Delta P_t, \Delta P_{t+1})$  với  $P_t$  là giá giao dịch tại thời điểm  $t$ ;  $Cov_Q \equiv cov(\Delta Q_t, \Delta Q_{t+1})$  với  $Q_t$  là đại lượng có thể đại diện cho giá đặt mua ( $B_t$ ) hoặc giá đặt bán ( $A_t$ ) ở thời điểm  $t$ ;  $a_0$  và  $b_0$  là hằng số;  $a_1 = \partial^2(1 - 2\pi) - \pi^2(1 - 2\partial)$  và  $b_1 = \partial^2(1 - 2\pi)$  là hệ số hồi quy;  $u$  và  $v$  là sai số ngẫu nhiên.

*Điều kiện áp dụng:* Mô hình Stoll được áp dụng thích hợp trong điều kiện số liệu ước lượng cần được thu thập theo dữ liệu trong ngày, dữ liệu giao dịch với tần suất cao với chuỗi thời gian dài và có số quan sát lớn để có thể khắc phục lượng thông tin bị tiêu hao về quy trình thiết lập giá và ảnh hưởng của các giao dịch trước đến các dữ liệu yết giá tiếp theo (Brooks và Masson, 1996; Menyah và Paudyal, 2000).

*Ưu điểm:* Mô hình Stoll đã đưa ra một hướng nhìn mới khi tách chênh lệch giữa giá đặt mua và giá đặt bán thành ba thành phần riêng biệt (chi phí đặt lệnh, chi phí tích trữ, và chi phí lựa chọn ngược). Đồng thời mô hình Stoll gợi mở ra hướng nghiên cứu mới theo hiệp phương sai để ước lượng TTBCX.

*Nhược điểm:* Kết quả ước lượng có thể bị chệch khi sử dụng mô hình Stoll bởi vì mô hình ước lượng thực hiện các phép biến đổi không tuyến tính của các tham số tuyến tính. Nhược điểm này có thể được khắc phục với điều kiện số liệu nghiên cứu cần thu thập theo dữ liệu giao dịch trong ngày và chuỗi thời gian giao dịch đủ lớn. Điều này chỉ thích hợp áp dụng cho các thị trường chứng khoán đã phát triển.

- **Mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo**

Mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo (gọi tắt là mô hình GKN theo biến chỉ báo) đã đưa ra cách tiếp cận mới trong việc xây dựng mô hình ước lượng hiệu quả và không chệch các thành phần chênh lệch yết giá.

*Cơ sở xây dựng mô hình:* Mô hình GKN theo biến chỉ báo được xây dựng dựa trên cơ sở cân đối giữa thu nhập và chi phí. Nhà tạo lập thị trường thiết lập khoảng chênh lệch yết giá gồm hai thành phần: thành phần chi phí xử lý đặt lệnh và thành phần lựa chọn ngược nhằm cân đối rủi ro khi giao dịch với nhà đầu tư có thông tin.

Ngoài ra, dựa trên cơ sở thông tin chuỗi đặt lệnh, mô hình GKN theo biến chỉ báo xác định mức độ lựa chọn ngược thông qua phương trình hồi quy sau:

$$2RD_t = a_0 + a_1 (S_q)[Q_t - Q_{t-1}] + \varepsilon_t \quad (2.6)$$

Trong đó:  $RD_{it}$  là sai lệch giữa thay đổi giá giao dịch và thay đổi giá đặt mua;  $S_q$  là khoảng chênh lệch yết giá;  $Q_t$  là biến chỉ báo giao dịch, có giá trị +1 nếu giao dịch được khởi xướng bởi người mua tại thời điểm  $t$ , ngược lại có giá trị -1 nếu giao dịch được khởi xướng bởi người bán;  $a_1$  là thành phần chi phí xử lý đặt lệnh, khi đó thành phần lựa chọn ngược được tính bằng  $1 - a_1$ .

*Điều kiện áp dụng:* Mô hình GKN theo biến chỉ báo có thể sử dụng dữ liệu giao dịch trong ngày hoặc đóng cửa cuối ngày và khoảng chênh lệch yết giá là không đổi để ước lượng TTBCX.

*Ưu điểm:* Mô hình GKN theo biến chỉ báo khắc phục được giả định từ mô hình GH khi cho rằng thành phần chi phí lựa chọn ngược chịu ảnh hưởng bởi khối lượng cổ phiếu giao dịch. Đây là giả định không phải lúc nào cũng đúng khi áp dụng riêng cho từng cổ phiếu.

*Nhược điểm:* Mô hình GKN theo biến chỉ báo (còn được gọi là mô hình GKN bổ sung) chỉ được sử dụng rộng rãi khi Neal và Wheatley (1998) đề nghị cách xác định biến chỉ báo  $Q_t$ . Ngoài ra, Kim và Ogden (1996) cũng đã chỉ ra giá đặt mua của cổ phiếu không phải là một đại lượng đại diện tốt cho giá trị cơ sở của cổ phiếu.

- **Mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai**

Mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai (gọi tắt là mô hình GKN theo hiệp phương sai) ước lượng TTBCX bằng cách hồi quy phương trình biến phụ thuộc là hiệp phương sai giữa  $RD_{it}$  và  $RD_{it-1}$  (với  $RD_{it}$  là sai lệch giữa thay đổi giá giao dịch và thay đổi giá đặt mua) theo biến độc lập là khoảng chênh lệch yết giá. Với mẫu nghiên cứu các công ty niêm yết trên NASDAQ giai đoạn 1983-1987, thành phần chi phí lựa chọn ngược được ước lượng theo mô hình GKN theo hiệp phương sai là 8.5% (áp dụng cho mẫu số liệu giao dịch theo ngày) và 10.3% (áp dụng cho mẫu số liệu giao dịch theo tuần).

*Cơ sở xây dựng mô hình:* Mô hình GKN theo hiệp phương sai cũng được xây dựng dựa trên cơ sở cân đối giữa thu nhập và chi phí của nhà tạo lập thị trường và thông tin chuỗi đặt lệnh. Mô hình GKN theo hiệp phương sai xác định mức độ lựa chọn ngược thông qua phương trình hồi quy sau:

$$S_i^{GKN} = b_0 + b_1 S_{qi} + \varepsilon_i \quad (2.7)$$

Trong đó:  $S_i^{GKN} = 2\sqrt{-Cov(RD_{it}, RD_{it-1})}$  được áp dụng theo phương pháp của Roll (1984), với  $RD_{it} = \pi_i (S_{qi}/2)[Q_{it} - Q_{it-1}]$ ;  $S_{qi}$  là khoảng chênh lệch yết giá;  $b_1$  là hệ số ước lượng tỷ trọng thành phần chi phí xử lý đặt lệnh vĩnh và hiệu quả do khắc phục được các nhược điểm từ mô hình Stoll. Thành phần chi phí lựa chọn ngược có giá trị là  $1 - b_1$ .

*Điều kiện áp dụng:* Đo lường TTBCX áp dụng mô hình GKN theo hiệp phương sai thích hợp sử dụng dữ liệu giá giao dịch trong ngày và khoảng chênh lệch yết giá là không đổi.

*Ưu điểm:* Mô hình GKN theo hiệp phương sai đã khắc phục được yếu tố tự tương quan dương của mức sinh lợi kỳ vọng khác nhau theo thời gian (hạn chế trong mô hình Roll, 1984) và điều chỉnh các phép biến đổi không tuyến tính của các tham số tuyến tính (hạn chế trong mô hình Stoll).

*Nhược điểm:* Mô hình GKN theo hiệp phương sai có nhược điểm đó là giả định giá đặt mua có thể đại diện cho giá trị cơ sở của cổ phiếu và khoảng chênh lệch yết giá là không đổi. Tuy nhiên, Kim và Ogden (1996) đã chỉ ra những giả định này có thể bị vi phạm và làm chệch kết quả ước lượng thành phần lựa chọn ngược.

- **Mô hình Lin, Sanger và Booth (1995)**

Mô hình Lin, Sanger và Booth (1995) (gọi tắt là mô hình LSB) được kế thừa và phát triển từ mô hình Stoll (1989), Huang và Stoll (1994). Mô hình LSB ước lượng TTBCX bằng cách hồi quy biến phụ thuộc là sai lệch giữa giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán theo biến độc lập là khoảng chênh lệch yết giá hiệu quả. Với mẫu nghiên cứu gồm 150 cổ phiếu các công ty niêm yết trên NYSE năm 1988, thành phần lựa chọn ngược được ước lượng trong mô hình LSB là 45.2%.

*Cơ sở xây dựng mô hình:* Dựa trên cơ sở cân đối giữa thu nhập và chi phí, nhà tạo lập thị trường sẽ điều chỉnh giá đặt mua và bán nhằm cân đối các khoản chi phí và thu lợi. Ngoài ra, trên cơ sở thông tin chuỗi đặt lệnh, lệnh mua (bán) được thực hiện có thể ảnh hưởng đến việc điều chỉnh giá đặt mua (bán). Mô hình LSB xác định mức độ lựa chọn ngược thông qua phương trình hồi quy sau:

$$Mid_{t+1} - Mid_t = \lambda(P_t - Mid_t) + \varepsilon_{t+1} \quad (2.8)$$

Trong đó:  $Mid_t = (Ask_t + Bid_t)/2$  là giá trị trung bình của giá đặt mua ( $Bid_t$ ) và giá đặt bán ( $Ask_t$ );  $P_t$  là giá giao dịch được thực hiện;  $\lambda$  là tỷ trọng trong khoảng chênh lệch giữa  $P_t$  và  $Mid_t$  phản ánh: (i) sự điều chỉnh mức thay đổi của giá đặt mua và giá đặt bán và (ii) thành phần lựa chọn ngược mà nhà tạo lập thị trường sẽ chuyển sang cho các nhà đầu tư không có thông tin. Do đó,  $\lambda$  là thành phần lựa chọn ngược được ước lượng theo mô hình LSB.

*Điều kiện áp dụng:* Mô hình LSB có thể sử dụng dữ liệu giao dịch trong ngày hoặc đóng cửa cuối ngày để ước lượng TTBCX phát sinh khi thực hiện giao dịch cổ phiếu trên thị trường chứng khoán.

*Ưu điểm:* Mô hình LSB có ưu điểm đó là đơn giản và dễ sử dụng. Ngoài ra, sử dụng mô hình LSB không cần quan tâm đến giá trị cụ thể của biến chỉ báo giao dịch như các mô hình theo biến chỉ báo khác.

*Nhược điểm:* Đối với mô hình LSB, thành phần lựa chọn ngược được ước lượng trong khoảng chênh lệch yết giá hiệu quả. Trong khi đối với các mô hình khác, thành phần lựa chọn ngược được ước lượng trong khoảng chênh lệch yết giá tương đối. Do đó, việc so sánh kết quả ước lượng TTBCX theo mô hình LSB với các mô hình khác sẽ có những hạn chế nhất định.

• **Mô hình Kim và Ogden (1996)**

Mô hình Kim và Ogden (1996) (gọi tắt là mô hình KO) điều chỉnh và bổ sung mô hình GKN theo hiệp phương sai trong việc đo lường thành phần lựa chọn ngược. Với mẫu nghiên cứu gồm 1871 số quan sát các công ty niêm yết trên NYSE và AMEX trong năm 1993, thành phần chi phí lựa chọn ngược được ước lượng trong mô hình KO là 59.3%.

*Cơ sở xây dựng mô hình:* Tương tự như mô hình GKN theo hiệp phương sai, mô hình KO cũng được xây dựng dựa trên cơ sở cân đối giữa thu nhập và chi phí của nhà tạo lập thị trường và thông tin chuỗi đặt lệnh. Mô hình KO xác định mức độ lựa chọn ngược thông qua phương trình hồi quy sau:

$$S_i^{KO} = \beta_0 + \beta_1 \sqrt{\bar{S}_{qi}^2} + \varepsilon_i \quad (2.9)$$

Trong đó:  $S_i^{KO} = 2\sqrt{-Cov(RD_{Mit}, RD_{Mit-1})}$ , với  $RD_{Mit}$  là sai lệch giữa  $R_{Tit}$  (thay đổi giá cổ phiếu giao dịch) và  $R_{Mit}$  (thay đổi giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán);  $\bar{S}_{qi}^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T S_{qit}^2$  thay thế cho  $E(S_{qit}^2)$  nhằm khắc phục giả định khoảng chênh lệch yết giá không thay đổi;  $\beta_1$  là hệ số ước lượng đại diện cho tỷ trọng thành phần chi phí xử lý đặt lệnh. Do đó thành phần lựa chọn ngược có giá trị là  $1 - \beta_1$ .

*Điều kiện áp dụng:* Mô hình KO sử dụng dữ liệu giao dịch trong ngày đối với thị trường khớp giá chủ yếu ở thị trường đã phát triển và dữ liệu đóng cửa cuối ngày đối với thị trường khớp lệnh chủ yếu ở thị trường đang phát triển.

*Ưu điểm:* Mô hình KO có ưu điểm đó là: (i) chỉ ra được giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán là đại lượng đại diện tốt cho giá trị cơ sở của cổ phiếu; và (ii) loại bỏ được yếu tố thời gian có thể làm sai lệch chênh lệch yết giá.

*Nhược điểm:* Nhược điểm trong mô hình KO đó là việc thiết lập mô hình dựa trên những kỹ thuật tính toán phức tạp. Ngoài ra, khi sử dụng dữ liệu đóng cửa cuối ngày, kết quả ước lượng trong mô hình KO không khác biệt so với mô hình GKN theo hiệp phương sai (Strother và ctg, 2009).

- **Mô hình Madhavan, Richardson và Roomans (1997)**

Mô hình Madhavan, Richardson và Roomans (1997) (gọi tắt là mô hình MRR) xây dựng mô hình cấu trúc cho việc ước lượng thành phần lựa chọn ngược trong khoảng chênh lệch yết giá. Bằng cách thu thập dữ liệu giao dịch trong ngày, gồm năm khoảng thời gian từ 9:30-10:00; 10:00-11:30; 11:30-2:00; 2:00-3:30; và 3:30-4:00 của 274 cổ phiếu các công ty niêm yết trên NYSE giai đoạn năm 1990. Kết quả ước lượng mức độ TTBCX trong mô hình MRR có giá trị từ 36.01%-51.07%.

*Cơ sở xây dựng mô hình:* Dựa trên cơ sở thông tin chuỗi đặt lệnh và cân đối giữa thu nhập và chi phí, mô hình MRR đo lường mức độ thành phần lựa chọn ngược thông qua phương trình hồi quy sau:

$$\Delta P_t = (\Phi + \theta)Q_t - (\Phi + \rho\theta)Q_{t-1} + \varepsilon_t + \zeta_t - \zeta_{t-1} \quad (2.10)$$

Trong đó:  $P_t$  là giá giao dịch cổ phiếu;  $Q_t$  là biến chỉ báo giao dịch;  $\varepsilon_t$  là thông tin mới được công bố;  $\rho = E[Q_t Q_{t-1}] / var[Q_{t-1}]$  là đại lượng biểu thị cho hiện tượng tự tương quan bậc nhất của biến chỉ báo giao dịch hay chuỗi đặt lệnh;  $\Phi$  là các khoản chi phí bao gồm: phí cung cấp dịch vụ, phí tích trữ cổ phiếu, phí rủi ro tiềm ẩn cho mỗi lần giao dịch để vận hành thị trường;  $\theta$  là thành phần lựa chọn ngược.

Mô hình MRR sử dụng phương pháp GMM để hồi quy phương trình (2.10) nhằm ước lượng các tham số  $\theta$  (mức độ TTBCX) và  $\Phi$  (chi phí vận hành thị trường). Theo đó, thành phần lựa chọn ngược  $r$  trong mô hình MRR được tính theo công thức:  $r = 2\theta / [2(\theta + \Phi)]$ .

*Điều kiện áp dụng:* Trong mô hình MRR, thông tin mới được công bố và chuỗi đặt lệnh là hai nhân tố quan trọng được đề cập trong quá trình thiết lập mô hình. Ngoài ra, những thay đổi trong hai nhân tố trên, đặc biệt là thay đổi trong chuỗi đặt lệnh chỉ được phản ánh đúng khi quá trình giao dịch diễn ra trong ngày. Do đó, mô hình MRR thích hợp sử dụng dữ liệu giao dịch trong ngày để đo lường TTBCX và chủ yếu là đo lường TTBCX ở các quốc gia đã phát triển.

*Ưu điểm:* Mô hình MRR có ưu điểm đó là đã xét đến hai yếu tố: (i) lợi thế về thông tin nắm giữ và (ii) tương quan của chuỗi đặt lệnh theo thời gian có thể ảnh hưởng đến TTBCX. Hơn nữa, mô hình MRR sử dụng dữ liệu giao dịch trong ngày với ưu điểm so sánh được sự

khác biệt về mức độ TTBCX theo từng giai đoạn giao dịch trong ngày. Ngoài ra, mô hình MRR áp dụng kỹ thuật kinh tế lượng hiện đại (phương pháp GMM) giúp cho các tham số ước lượng có tính vững và không chệch trong việc đo lường thành phần lựa chọn ngược.

*Nhược điểm:* Mô hình MRR được cho là phức tạp khi thiết lập và áp dụng. Hơn nữa, mô hình MRR ít khi được áp dụng cho các quốc gia ở thị trường đang phát triển bởi vì rất khó tiếp cận và thu thập được dữ liệu giao dịch trong ngày.

Tổng quan, các mô hình sử dụng phương pháp kinh tế lượng đo lường TTBCX khi thực hiện giao dịch cổ phiếu trên thị trường chứng khoán có những ưu điểm, nhược điểm, và điều kiện áp dụng khác nhau tùy thuộc vào cơ sở xây dựng mô hình (thu nhập từ giao dịch, cân đối thu nhập và chi phí, hay thông tin chuỗi đặt lệnh) và khả năng tiếp cận dữ liệu giao dịch (dữ liệu giao dịch trong ngày hay đóng cửa cuối ngày) của nhà nghiên cứu. Mặc dù ưu điểm của mô hình sau bổ sung cho một số nhược điểm của mô hình trước nhưng có hạn chế là mức độ áp dụng phức tạp và tính phổ quát không cao.

Bảng 2.1 dưới đây sẽ tóm tắt lại những điểm chính của các mô hình này, bao gồm: phạm vi nghiên cứu, kết quả nghiên cứu, đánh giá những ưu nhược điểm, và điều kiện áp dụng các mô hình kinh tế lượng như đã đề cập trên.

**Bảng 2.1. Tóm tắt kết quả từ các mô hình đo lường thông tin bất cân xứng**

STT	Mô hình	Thị trường	Giai đoạn	Kết quả (ASC)	Ưu điểm	Nhược điểm	Điều kiện áp dụng <sup>(*)</sup>
1	GH	NYSE	01/12/1981-31/01/1983	35.4%	Đơn giản, dễ sử dụng, tính phổ biến cao	Chưa chỉ ra cách đo lường trực tiếp biến chỉ báo	Dữ liệu giao dịch trong ngày hoặc đóng cửa cuối ngày
2	Stoll	NASDAQ	10/1984-12/1984	43.0%	Không cần sử dụng biến chỉ báo	Biến đổi phi tuyến cho các tham số tuyến tính	Dữ liệu trong ngày với chuỗi thời gian tương đối dài và số quan sát lớn
3	GKN	NASDAQ	01/1983-12/1987	8.5% <sup>(a)</sup> 10.3% <sup>(b)</sup>	Khắc phục sai lệch trong mô hình Stoll	Kết quả ước lượng có thể bị chệch do vi phạm các giả định	Dữ liệu đóng cửa cuối ngày đối với thị trường khớp lệnh, hoặc trong ngày đối với thị trường khớp giá
4	LSB	NYSE	1998	39.2%	Đơn giản, dễ sử dụng, tính phổ biến cao	Hạn chế so sánh kết quả với các mô hình khác	Dữ liệu giao dịch trong ngày hoặc đóng cửa cuối ngày
5	KO	NYSE AMEX	1993	59.3%	Khắc phục sai lệch trong mô hình GKN	Phức tạp, tính phổ quát trong áp dụng chưa nhiều	Dữ liệu giao dịch trong ngày hoặc đóng cửa cuối ngày
6	MRR	NYSE	1990	36.0%-51.1%	Các tham số ước lượng vững	Mô hình ước lượng phức tạp	Dữ liệu trong ngày

Ghi chú: ASC: thành phần lựa chọn ngược; <sup>(\*)</sup> có bổ sung; <sup>(a)</sup> dữ liệu theo ngày; <sup>(b)</sup> dữ liệu theo tuần.

Nguồn: *Glosten và Harris (1988); Stoll (1989); George, Kaul và Nimalendran (1991); Lin, Sanger và Booth (1995); Kim và Ogden (1996); Madhavan, Richardson và Roomans (1997)*

Do lường TTBCX khi thực hiện giao dịch cổ phiếu trên thị trường chứng khoán giúp cho việc đánh giá những tác động tiêu cực của TTBCX đến thị trường chứng khoán thuận lợi hơn. Tác động tiêu cực nổi bật của TTBCX đó là làm tăng khoảng chênh lệch yết giá (Lee và ctg, 1993). Một khi bất lợi về thông tin cổ phiếu giao dịch với các nhà đầu tư có thông tin, nhà tạo lập thị trường sẽ mở rộng biên độ yết giá nhằm bù đắp những tổn thất của họ khi giao dịch với nhà đầu tư có thông tin.

Một tác động tiêu cực nổi bật khác của TTBCX đó là làm giảm tính thanh khoản của cổ phiếu giao dịch thể hiện qua ba hình thức. Thứ nhất, nhà tạo lập thị trường sẽ giảm số lượng cung cổ phiếu ra bên ngoài nhằm đánh giá rủi ro về thông tin trước khi điều chỉnh khoảng chênh lệch yết giá (Kavajecz, 1999). Thứ hai, nhà đầu tư có xu hướng hạn chế giao dịch cổ phiếu khi mà lượng thông tin về cổ phiếu đó không thể tiếp cận được (Van Ness và ctg, 2001). Sau cùng, cơ quan chức năng có biện pháp đưa cổ phiếu vi phạm công bố thông tin (CBTT) vào diện kiểm soát đặc biệt theo hình thức chỉ được giao dịch trong phiên chỉ định (Han và ctg, 2014). Kết quả là, lượng cổ phiếu được giao dịch ở những công ty có rủi ro thông tin sẽ suy giảm đáng kể.

## **2.2.4 Các yếu tố ảnh hưởng đến thông tin bất cân xứng**

McConnell và ctg (2012) nhấn mạnh, TTBCX là một trong những dạng thất bại hay khuyết tật của thị trường, làm cho các nguồn lực khan hiếm của xã hội không được phân bổ hiệu quả. Do đó, cần có vai trò giám sát thị trường của các cơ quan chức năng nhằm điều chỉnh khuyết tật của thị trường, hạn chế TTBCX. Ngoài ra, sự phát triển của thị trường chứng khoán và mô hình giao dịch của thị trường có thể ảnh hưởng đến TTBCX (Lai và ctg, 2014; Chakravarty và ctg, 2005). Bên cạnh đó, các yếu tố bên ngoài của doanh nghiệp và những yếu tố liên quan đến đặc điểm của doanh nghiệp có khả năng ảnh hưởng đến TTBCX.

### **2.2.4.1 Vai trò giám sát thị trường của cơ quan chức năng**

Theo Mishkin (2012), các nhà đầu tư chứng khoán gặp khó khăn khi đánh giá đúng về tình trạng tốt hay xấu của cổ phiếu công ty. Những công ty xấu có động cơ phát ra những thông tin không đúng ra thị trường với mong muốn tạo hình ảnh tốt từ đó gia tăng giá cổ phiếu. Ngoài ra, các quốc gia có mức độ tham nhũng cao và tuân thủ pháp luật kém sẽ tiềm ẩn nguy cơ thao túng giá (Kim và Park, 2010). Hơn nữa, một khi thị trường chứng khoán khủng hoảng, nhất là ở thị trường đang phát triển, tâm lý hoảng loạn và hành vi phản ứng quá mức của nhà đầu tư lan rộng (Kim và ctg, 2013). Trong trường hợp này, hoạt động giám sát thị trường của cơ quan chức năng giữ vai trò quan trọng (Fabozzi và Drake, 2009). Rõ

ràng, nếu không có những quy định pháp luật, biện pháp hành chính cụ thể của cơ quan chức năng, thì các giao dịch nội bộ, hành vi thao túng giá hay những phản ứng quá mức của nhà đầu tư có thể gây ra ảnh hưởng xấu đến thị trường. Những quy định pháp luật tích cực trong việc giám sát thị trường có tác dụng tạo thanh khoản cho thị trường, gia tăng tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu, và phản ánh đúng giá trị cổ phiếu công ty (Beny, 2005), giảm chi phí sử dụng vốn (Bhattacharya và Daouk, 2002), và gia tăng mức độ CBTT của doanh nghiệp ra bên ngoài (Bushman và ctg, 2005).

Một trong những hoạt động hữu hiệu và quan trọng nhất của cơ quan chức năng trong việc giám sát thị trường đó là quy định CBTT đối với các công ty niêm yết. Nghiên cứu của Eleswarapu và ctg (2004), Jiang và Kim (2005) đã cho thấy, sau khi quy định CBTT minh bạch của Mỹ có hiệu lực từ tháng 10/2000, thì môi trường thông tin ở Mỹ được cải thiện tốt hơn, chi phí giao dịch và TTBCX có xu hướng suy giảm. Một nghiên cứu tương tự của Frijns và ctg (2008) áp dụng cho thị trường New Zealand, các tác giả sử dụng hai mô hình tách bạch các thành phần chênh lệch yết giá để đo lường TTBCX trước và sau giai đoạn Luật Chứng khoán sửa đổi quy định về giao dịch nội bộ, và cổ đông lớn có hiệu lực từ tháng 12/2002. Kết quả cho thấy, TTBCX sau giai đoạn tháng 12/2002 giảm đáng kể và có mức ý nghĩa so với giai đoạn trước đó. Các tác giả kết luận, về tổng quan, việc ban hành quy định mới, tích cực có tác dụng cải thiện chất lượng môi trường thông tin ở New Zealand. Không những vậy, Choi và ctg (2010) nghiên cứu thị trường chứng khoán Trung Quốc giai đoạn 1995-2003 và đã tìm thấy, từ giai đoạn 2001-2003, giai đoạn có nhiều sự thay đổi trong môi trường định chế tổ chức, quản trị công ty, và khuôn khổ pháp lý ở Trung Quốc. Việc ban hành những quy định trong giai đoạn này đã có tác động tích cực trong việc giảm thiểu TTBCX khi so với giai đoạn trước đó. Những minh chứng từ các nghiên cứu vừa đề cập trên đã cho thấy, tính thanh khoản, môi trường thông tin, và chất lượng thị trường sẽ chịu ảnh hưởng đáng kể bởi những quy định từ chính phủ trong việc quản lý và giám sát vĩ mô thị trường.

Ngoài quy định về CBTT, một công cụ khác để điều tiết vĩ mô thị trường chứng khoán của nhà quản lý thị trường đó là điều chỉnh biên độ dao động giá. Thay đổi biên độ dao động giá sẽ có những tác động khác nhau đối với thị trường chứng khoán. Cụ thể, thu hẹp biên độ có tác động làm giảm biến động giá cổ phiếu (Chen, 1993; Lee và Kim, 1995), giúp thị trường không bị giảm giá sâu nhất là trong giai đoạn khủng hoảng (Rhee và Chang, 1993) và có hiệu quả trong việc hạn chế thao túng giá ở các quốc gia có mức độ tham nhũng



cao và tuân thủ pháp luật kém (Kim và Park, 2010). Tuy nhiên nhược điểm là làm cho bước giá cổ phiếu chậm chuyển dịch đến vị thế cân bằng (Kim và Rhee, 1997). Trong khi mở rộng biên độ dao động giá với mục đích tăng tính hấp dẫn cho thị trường song có nhược điểm làm tăng biến động giá cổ phiếu và thành phần lựa chọn ngược đối với giao dịch chứng khoán (Anshuman và Subrahmanyam, 1999). Lee và Chou (2004) phân tích biên độ dao động giá trong ngày giao dịch ở thị trường chứng khoán Đài Loan và tìm thấy rằng, cổ phiếu có giá dao động kịch trần hay sàn biên độ sẽ có mức độ TTBCX cao hơn so với cổ phiếu có giá dao động trong biên độ. Những minh chứng từ các nghiên cứu vừa đề cập trên cho thấy, tính thanh khoản, môi trường thông tin và chất lượng thị trường sẽ chịu ảnh hưởng đáng kể bởi những quy định từ chính phủ trong việc quản lý và giám sát vĩ mô thị trường, cụ thể là những quy định về CBTT đầy đủ và minh bạch và sử dụng chính sách thu hẹp biên độ dao động giá.

#### **2.2.4.2 Sự phát triển của thị trường chứng khoán**

TTBCX ở quốc gia có thị trường chứng khoán đã phát triển có thể khác biệt so với TTBCX ở quốc gia có thị trường đang phát triển. Ở các thị trường đã phát triển (ví dụ như Anh, Mỹ, Hong Kong, hay Nhật Bản), lịch sử hình thành, truyền thống hoạt động, và kinh nghiệm giám sát thị trường tồn tại lâu đời, và những quy định khắt khe về điều kiện niêm yết làm cho tính thanh khoản và yếu tố minh bạch trong các giao dịch trở nên hiệu quả hơn. Trong khi đó, ở các thị trường đang phát triển, hệ thống giám sát và những quy định pháp luật về các hoạt động giao dịch chưa được hoàn thiện và kém hiệu quả (Cumming và ctg, 2011). Ngoài ra, ở các nước đang phát triển, chuẩn mực báo cáo kiểm toán không theo thông lệ quốc tế, và rất khó dự báo trước những thay đổi do yếu tố tham nhũng và chính trị (Chen và ctg 2010). Chính vì vậy, ở thị trường đang phát triển, TTBCX có xu hướng cao hơn so với TTBCX ở thị trường đã phát triển. Minh chứng cho nhận định này, Bacidore và Sofianos (2002) đã chỉ ra chi phí giao dịch, biến động suất sinh lợi cổ phiếu, và thành phần lựa chọn ngược có mức độ cao nhất ở các công ty niêm yết trên thị trường mới nổi. Ngoài ra, Lai và ctg (2014) đã cho thấy, TTBCX ở thị trường mới nổi là 31.4%, trong khi ở thị trường đã phát triển mức độ này đạt 28.4%.

#### **2.2.4.3 Mô hình giao dịch của thị trường chứng khoán**

Thị trường chứng khoán hoạt động theo một trong hai mô hình giao dịch khác nhau, bao gồm: mô hình giao dịch khớp lệnh (mô hình mà lệnh giao dịch của người đầu tư được khớp trực tiếp với nhau và không có sự tham gia của các nhà tạo lập thị trường), ví dụ: NASDAQ,

London sau ngày 10/10/1997, Nhật Bản, Hong Kong, Việt Nam, và mô hình giao dịch khớp giá (có sự hiện diện của những nhà tạo lập thị trường) ví dụ: London trước ngày 10/10/1997, NYSE/AMEX. Cũng có trường hợp đặc biệt, một số thị trường hoạt động theo cơ chế giao dịch lưỡng tính (ví dụ: NYSE/AMEX là một trường hợp đặc biệt). Đặc trưng nổi bật ở thị trường chứng khoán hoạt động theo mô hình giao dịch khớp lệnh đó là cung cấp yếu tố minh bạch, trong khi đặc trưng ở mô hình giao dịch khớp giá đó là gia tăng tính thanh khoản cho thị trường. Chính vì đặc trưng của từng thị trường hoạt động theo mô hình giao dịch khác nhau sẽ ảnh hưởng đến TTBCX theo các mức độ khác nhau (Ahn và ctg, 2002; Strother và ctg, 2009). Nghiên cứu của Affleck-Graves và ctg (1994), Van Ness và ctg (2002), Chakravarty và ctg (2005) đã chỉ ra, cùng xét chung cho các công ty niêm yết ở thị trường chứng khoán Mỹ tuy nhiên những công ty niêm yết trên NASDAQ (thị trường khớp lệnh) có mức độ TTBCX thấp hơn so với những công ty niêm yết trên NYSE/AMEX (thị trường khớp giá).

#### **2.2.4.4 Biến động giá cổ phiếu**

Biến động giá cổ phiếu thường gia tăng trong suốt giai đoạn thị trường theo xu hướng tăng hoặc giảm và được xem là mức độ rủi ro khi đầu tư vào cổ phiếu. Khi một cổ phiếu chịu nhiều sự phản ánh bởi thông tin nội bộ (mật) sẽ có nhiều biến động về suất sinh lợi cổ phiếu (Bhushan, 1989; Moyer và ctg 1989). Bởi vì theo Wang (1993), các nhà đầu tư sở hữu nhiều thông tin khác nhau về cổ phiếu giao dịch, do đó sẽ tồn tại mức biến động về suất sinh lợi cổ phiếu khác nhau. Kết quả là biến động giá cổ phiếu càng cao, lợi nhuận giao dịch dựa trên thông tin nội bộ càng lớn. Chính vì vậy, biến động giá cổ phiếu có mối quan hệ cùng chiều với TTBCX. Minh chứng cho các quan điểm vừa đề cập, nghiên cứu của Chung và ctg (2010), Barakat và ctg (2014) đã cho thấy biến động giá cổ phiếu làm gia tăng TTBCX.

Trong khi đó, tác động cùng chiều của biến động giá cổ phiếu đến TTBCX còn nhiều tranh luận. Nghiên cứu của Li và Wu (2006) đã không tìm thấy mối quan hệ nào giữa biến động giá cổ phiếu và thành phần lựa chọn ngược. Các tác giả cho rằng, biến động giá cổ phiếu có thể hàm chứa lượng thông tin nhiều và thông tin nhiều này không thể phản ánh hoặc là một thành phần khác nằm ngoài TTBCX. Hơn nữa, Chordia và ctg (2001), Narayan và ctg (2015) cũng đã tìm thấy ảnh hưởng ngược chiều của biến động giá cổ phiếu đến TTBCX. Theo cách diễn giải của các tác giả, biến động giá cổ phiếu nhỏ, trong trường hợp khác, còn có khả năng cổ phiếu của công ty đó ít được giao dịch có thể do sự ngờ vực quá lớn về thông tin hoạt động của công ty đó từ phía nhà đầu tư. Nghiên cứu của Ali và ctg

(2017) cũng đã minh chứng rõ nét về sự tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa biến động giá cổ phiếu và TTBCX.

#### **2.2.4.5 Tính thanh khoản cổ phiếu**

Cổ phiếu được xem là thanh khoản nếu các nhà đầu tư có thể dễ dàng mua hoặc bán một lượng lớn cổ phiếu tại mức chi phí giao dịch hợp lý (Harris, 1991). Tính thanh khoản cổ phiếu được xem là một trong những nhân tố quan trọng có thể ảnh hưởng đến TTBCX (Van Ness và ctg, 2001; Chae, 2005) bởi vì rất ít nhà đầu tư sẽ chấp nhận giao dịch cổ phiếu khi mà lượng thông tin về cổ phiếu đó không thể tiếp cận được. Theo Lee và ctg (1993), một khi nhà tạo lập thị trường nhận ra hiện hữu một số lượng lớn các giao dịch được thực hiện chủ yếu theo tin nội bộ, họ sẽ phản ứng bằng cách gia tăng khoảng chênh lệch yết giá đồng thời giảm số lượng cổ phiếu giao dịch. Tương tự, Kavajecz (1999) thừa nhận rằng tính thanh khoản cổ phiếu được sử dụng như một khả năng lựa chọn bởi nhà tạo lập thị trường để giải quyết các rủi ro có liên quan đến sự kiện thông tin. Theo tác giả, khi có sự xuất hiện của nhà đầu tư theo tin, nhà tạo lập thị trường sẽ giảm số lượng giao dịch để hạn chế chi phí lựa chọn ngược. Ủng hộ cho các quan điểm trên, nghiên cứu thực nghiệm của Acker và ctg (2002), Draper và Paudyal (2008) cũng đã chỉ ra tính thanh khoản của cổ phiếu có mối quan hệ ngược chiều với TTBCX.

#### **2.2.4.6 Cơ hội tăng trưởng**

Cơ hội tăng trưởng là cơ hội để đầu tư vào những dự án có khả năng sinh lợi. Rủi ro tiềm ẩn ở những công ty có cơ hội tăng trưởng cao đó là những yếu tố lượng giá không chắc chắn liên quan đến các dự án đầu tư hay cơ hội tăng trưởng mới (Core, 2001; D'Mello và Ferris, 2000). Ở những công ty có cơ hội tăng trưởng cao, các nhà quản lý có nhiều thông tin đặc thù về các cơ hội đầu tư hơn so với cổ đông bên ngoài (Smith và Watts, 1992). Do vậy, giao dịch cổ phiếu chủ yếu được thực hiện theo tin nội bộ giữa các nhà đầu tư có thông tin với nhau. Chính vì vậy, Krishnaswami và ctg (1999) thừa nhận, công ty có cơ hội tăng trưởng cao tiềm ẩn TTBCX và phát sinh vấn đề lựa chọn ngược nhiều hơn so với công ty có cơ hội tăng trưởng thấp. Ngoài ra, theo lý thuyết tâm lý và tài chính hành vi, Daniel và Titman (2001) cho rằng, cổ đông, những người đầu tư vào công ty có cơ hội tăng trưởng cao có khuynh hướng tự tin thái quá trong việc đánh giá các thông tin lưỡng nghĩa hoặc mơ hồ và phản ứng quá mức đối với các thông tin chưa được kiểm chứng, hay còn gọi là tin đồn. Khuynh hướng mang tính hành vi quá mức này là nguyên nhân phát sinh rủi ro thành phần lựa chọn ngược.

### 2.2.4.7 Quy mô hoạt động

Quy mô hoạt động công ty, một trong những đặc điểm của doanh nghiệp thường được đo lường thông qua các chỉ số như: doanh thu, số lao động, vốn đầu tư, tổng tài sản, lợi nhuận hay mức độ vốn hóa thị trường. Theo Vermaelen (1981), TTBCX thường có xu hướng giảm theo sự phát triển của quy mô hoạt động công ty. Lý giải quan điểm này, Demsetz (1986) cho rằng, việc tiếp cận hay thu thập thông tin ở những công ty có quy mô nhỏ gặp nhiều khó khăn. Trong khi, những nhà phân tích hay các phương tiện truyền thông thường đăng thông tin liên quan đến các công ty có quy mô lớn (Chiang và Venkatesh, 1988). Ngoài ra, những công ty lớn còn được xem là trưởng thành, đã xây dựng được những chính sách và thực hiện CBTT phù hợp, và nhận được nhiều sự quan tâm từ thị trường và các cơ quan chức năng (Diamond và Verrecchia, 1991). Kết quả là những công ty có quy mô lớn có TTBCX thấp hơn so với các công ty có quy mô nhỏ (Greenstein và Sami, 1994). Nghiên cứu của Kanagaretnam và ctg (2007), Charoenwong và ctg (2011), Elbadry và ctg (2015) đã tìm thấy quy mô công ty tác động ngược chiều đến TTBCX.

Một nghiên cứu thực nghiệm của Cai và ctg (2006) cho kết quả trái ngược. Theo đó, quy mô công ty có mối quan hệ cùng chiều với TTBCX mặc dù kết quả này chưa đủ sức thuyết phục. Có thể do Cai và ctg (2006) đo lường quy mô công ty bằng cách sử dụng tổng doanh thu hoạt động mà đặc điểm này có thể làm sai lệch hay che đậy chất lượng nguồn thu của doanh nghiệp.

### 2.2.4.8 Hình thức sở hữu của cổ đông đặc biệt

Hình thức sở hữu doanh nghiệp của cổ đông đặc biệt là một đặc điểm doanh nghiệp tuy nhiên lại có mối liên quan đến các hoạt động của Hội đồng quản trị (HDQT). Cụ thể, các hoạt động của HDQT có thể bị chi phối hoặc chịu ảnh hưởng bởi những công ty có sự hiện diện của cổ đông nhà nước, cổ đông nước ngoài, hay cổ đông tổ chức, và nhất là khi những cổ đông này giữ vai trò là cổ đông chi phối hay kiểm soát các hoạt động công ty.

- **Sở hữu nhà nước**

Sở hữu nhà nước hay những công ty có vốn nhà nước luôn nhận được nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu kinh tế. Các công ty nhà nước có thể gia tăng quyền kiểm soát doanh nghiệp thông qua việc bổ nhiệm nhân sự chính phủ (nhà quản lý cấp cao, các thành viên HDQT) theo hướng trực tiếp hoặc các biện pháp hành chính theo hướng gián tiếp. Các công ty nhà nước thường kém hiệu quả về hệ thống quản trị nguồn nhân lực mà hệ thống này có thể kết nối giữa hiệu quả công việc và thăng tiến cá nhân. Do đó, tồn tại vấn đề lựa

chọn ngược giữa các nhà quản lý thật sự có năng lực với nhau ở những công ty có vốn nhà nước lớn (Sun và Tong, 2003). Lựa chọn ngược giữa các nhà quản lý này tạo ra sự sai lệch giữa quyền kiểm soát và sở hữu, sai lệch trong minh bạch thông tin, và gây ra TTBCX. Do vậy, các công ty có vốn nhà nước cao không tự nguyện công bố thông tin đầy đủ, đặc biệt khi các cổ đông có thông tin sẽ chiếm đoạt lợi ích của các cổ đông khác. Kết quả là mức độ TTBCX gia tăng ở những công ty có vốn nhà nước lớn (Attig và ctg, 2006). Nghiên cứu các công ty ở Trung Quốc, một thị trường mới nổi trong giai đoạn 1995-2000, Choi và ctg (2010) cho thấy, những doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nhà nước càng lớn, mức độ TTBCX càng cao.

Một cách giải thích khác theo quan điểm cho rằng, với vai trò tối đa hóa phúc lợi và an sinh xã hội, công ty nhà nước luôn mong muốn gia tăng tính minh bạch trong CBTT của doanh nghiệp hướng đến đại chúng. Với vai trò là cổ đông giám sát, nhà nước dễ dàng và hiệu quả hơn trong việc giám sát các hoạt động của nhà quản lý và do đó giảm thiểu vấn đề người đại diện (Hope và ctg, 2011). Ngoài ra, cổ đông nhà nước có thể thực hiện các hoạt động đầu tư dài hạn, điều này hữu ích trong việc xây dựng các mối quan hệ với các tổ chức tín dụng và các bên liên quan. Trong trường hợp này, mục đích tối đa hóa phúc lợi xã hội, thực hiện an sinh, đầu tư dài hạn, và gia tăng giám sát của công ty nhà nước sẽ làm gia tăng minh bạch thị trường và hạn chế TTBCX. Minh chứng cho quan điểm này là nghiên cứu của Borisava và ctg (2015) cho các quốc gia khối Châu Âu. Các tác giả đã tìm thấy các công ty có vốn nhà nước cao, hay nhiều thành viên HĐQT là nhân sự của Nhà nước sẽ hạn chế rất đáng kể TTBCX.

- ***Sở hữu nước ngoài***

Nhà đầu tư nước ngoài trong một số trường hợp được xem là bất lợi về thông tin hơn so với nhà đầu tư trong nước. Như Choe và ctg (2005) đã chỉ ra, ở Hàn Quốc các nhà đầu tư nước ngoài sẽ bất lợi về thông tin hơn so với các nhà đầu tư trong nước, và họ phải mất nhiều chi phí hơn để tìm kiếm thông tin. Vì vậy, ở những công ty có sự hiện diện của nhà đầu tư nước ngoài, những yêu cầu về gia tăng CBTT luôn được chú trọng. Nghiên cứu các công ty niêm yết ở Trung Quốc, Sami và Zhou (2004) cho thấy, các thông tin kế toán ở thị trường cổ phiếu B (các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư) có chất lượng cao hơn so với thị trường cổ phiếu A (các nhà đầu tư trong nước giao dịch). Ở thị trường cổ phiếu B, các cổ đông nước ngoài sử dụng báo cáo kiểm toán theo chuẩn mực kiểm toán quốc tế, và các công ty kiểm toán đa phần là những công ty lớn có danh tiếng thực hiện kiểm toán cho công ty họ. Trong

khi ở thị trường cổ phiếu B, đa phần các công ty sử dụng báo cáo kiểm toán theo chuẩn mực kiểm toán trong nước. Chính vì vậy, công ty có sở hữu nước ngoài cao có thể giúp cải thiện môi trường thông tin của các công ty niêm yết và hạn chế TTBCX (Jiang và Kim, 2004). Tương tự, Holm và Scholer (2010) đã chỉ ra, những công ty có nhiều thành viên HĐQT là người nước ngoài, và nhiều tỷ lệ sở hữu vốn của cổ đông nước ngoài sẽ gia tăng tính minh bạch cho công ty.

Tuy nhiên, nhiều quan điểm cho rằng nhà đầu tư nước ngoài cũng có hành vi theo đuổi lợi ích cá nhân dựa trên khả năng tìm kiếm và sở hữu những thông tin đặc thù (Grinblatt và Keloharju, 2000) và sử dụng những thông tin này để thu lợi bằng cách đầu cơ cổ phiếu. Nhất là ở các thị trường mới nổi, nhà đầu tư nước ngoài thường tận dụng tối đa lợi thế thông tin đặc thù nắm giữ nhằm tư lợi cá nhân hơn là gia tăng minh bạch cho thị trường. Đồng tình với các quan điểm vừa đề cập, Choi và ctg (2013) đã chỉ ra, các công ty niêm yết ở Trung Quốc có tỷ lệ sở hữu cổ đông nước ngoài cao có mức độ TTBCX nghiêm trọng.

#### • *Sở hữu tổ chức*

Sở hữu tổ chức phản ánh mức tỷ lệ sở hữu cổ phiếu được nắm giữ bởi cổ đông tổ chức hoặc số lượng các nhà đầu tư tổ chức. Cổ đông tổ chức được cho là các nhà đầu tư chuyên nghiệp, giúp giám sát, hỗ trợ, và định hướng chiến lược cho công ty. Ngoài ra, cổ đông tổ chức còn được cho là kênh gắn kết công ty với môi trường bên ngoài thông qua CBTT đại chúng. Vì vậy, cổ đông tổ chức được kỳ vọng là cơ chế làm giảm thiểu TTBCX giữa các nhà quản lý (nhà đầu tư có thông tin) và nhà đầu tư bên ngoài (nhà đầu tư không có thông tin). Theo nghiên cứu của Ayers và Freeman (2003), ở những công ty với tỷ lệ sở hữu vốn của cổ đông tổ chức cao, các thông tin liên quan đến giá trị cổ phiếu sẽ được phản ánh nhanh hơn so với các công ty khác. Nghiên cứu của Jennings và ctg (2002) cũng đã tìm thấy, TTBCX sẽ giảm khi sở hữu cổ phiếu của cổ đông tổ chức gia tăng. Tương tự, O'Neill và Swisher (2003) đã cho thấy, mức độ TTBCX và những giao dịch nội bộ ở những công ty có tỷ lệ sở hữu cổ phiếu lớn của cổ đông tổ chức sẽ thấp hơn so với những công ty khác. Ngoài ra, nghiên cứu của Jiang và Kim (2005) cũng cho thấy tỷ lệ sở hữu vốn của cổ đông tổ chức có mối quan hệ ngược chiều với TTBCX.

Tuy nhiên, cổ đông tổ chức không phải là một nhóm đồng nhất do đó có thể ảnh hưởng khác nhau đến TTBCX phụ thuộc vào thành phần và cách thức đầu tư của họ. Wang và Zhang (2009) đã cho thấy, về tổng quan sở hữu cổ phiếu của cổ đông tổ chức làm hạn chế TTBCX. Nhưng khi các tác giả tách sở hữu cổ phiếu của cổ đông tổ chức thành hai nhóm:

Nhóm thứ nhất, nhóm cổ đông tổ chức ngắn hạn là nhóm có tần suất giao dịch nhiều vì vậy phản ứng rất mạnh với TTBCX, và không tham gia hoạt động quản trị công ty. Nhóm thứ hai, nhóm cổ đông lâu dài là nhóm có đặc điểm ngược lại với nhóm thứ nhất. Kết quả hồi quy sau khi tách nhóm cho thấy, TTBCX sẽ giảm (gia tăng) khi tỷ lệ sở hữu cổ phiếu được nắm giữ ở nhóm thứ nhất (thứ hai) gia tăng.

#### **2.2.4.9 Tỷ lệ nợ**

Huy động vốn từ nợ vay được xem là cơ chế giám sát nhằm hạn chế các nhà quản lý trong việc lạm dụng dòng tiền tự do (Jensen và Meckling, 1976). Ngoài ra, tài trợ từ nợ vay có mức độ ưu tiên hơn so với tài trợ từ phát hành cổ phiếu và được xem là cơ chế phát tín hiệu tích cực đến các nhà đầu tư (Myers và Majluf, 1984). Theo lý thuyết người đại diện, giám sát từ chủ nợ buộc các nhà quản lý phải hoạt động hiệu quả hơn, tập trung vào những dự án sinh lợi tốt hơn để trước tiên là đủ khả năng trả nợ vay sau đó là gia tăng giá trị cho công ty dựa trên lá chắn thuế. Trong khi theo lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết phát tín hiệu, chi phí huy động vốn vay từ nợ kinh tế hơn so với chi phí tài trợ vốn từ phát hành cổ phiếu. Đồng thời công ty lựa chọn tài trợ bằng vốn vay tương ứng với một tín hiệu tích cực rằng: (i) sự cam kết với những khoản chi trả cố định của công ty được đảm bảo và (ii) giá cổ phiếu công ty bị định giá thấp do đó hứa hẹn một sự tăng giá trong tương lai. Ngược lại, nếu công ty huy động vốn bằng việc phát hành cổ phiếu, điều này gây ra những nghi ngại không những cổ phiếu đang được định giá cao, có nguy cơ bị pha loãng mà còn công ty đang gặp khó khăn và muốn tìm kiếm thêm cổ đông để chia sẻ rủi ro.

Do đó, sử dụng nợ vay so với phát hành cổ phiếu ngoài việc công ty sẽ tối thiểu hóa chi phí CBTT tốt hơn (Fama, 1985) mà thêm một điểm nhấn nữa đó là người cho vay được quyền truy cập những thông tin nội bộ của công ty. Đặc quyền này gia tăng khả năng giám sát hiệu quả các hoạt động của công ty, ngăn ngừa các nhà quản lý lạm dụng hoặc sử dụng sai mục đích dòng tiền tự do và buộc công ty cung cấp nhiều thông tin hoạt động hơn cho người cấp vốn vay (Ross, 1977; Jensen, 1986). Các nghiên cứu ủng hộ lợi ích của việc tài trợ từ nợ vay đã chỉ ra nợ vay có thể ngăn chặn vấn đề tự ý ra quyết định của nhà quản lý và hạn chế TTBCX (Degryse và Jong, 2006), góp phần làm giảm chi phí thu thập và xử lý thông tin liên quan đến công ty (Florackis, 2008).

Trong khi đó, với một góc nhìn khác, Stulz (1990) cho rằng nhiều công ty có hiệu quả hoạt động kém thường sử dụng nguồn tài trợ nợ để bù đắp cho dòng tiền hoạt động. Hơn nữa, sử dụng nợ quá mức có thể tiềm ẩn phát sinh chi phí khôn khéo tài chính hay xấu hơn là

chi phí phá sản trong công ty. Lúc này, tỷ lệ nợ có khả năng làm giảm hiệu quả hoạt động công ty hơn là hạn chế TTBCX. Nghiên cứu của Cai và ctg (2006) đã chỉ ra tỷ lệ nợ không có mối quan hệ với TTBCX.

## **2.3 Tổng quan các nghiên cứu**

### **2.3.1 Nghiên cứu về đo lường thông tin bất cân xứng**

Trong phần này các nghiên cứu áp dụng mô hình kinh tế lượng để đo lường TTBCX sẽ được tổng lược. Sử dụng mô hình kinh tế lượng có ưu điểm nổi bật đó là đo lường được mức độ TTBCX của một thị trường chứng khoán cụ thể và không giới hạn trong việc sử dụng dữ liệu giao dịch cuối ngày hoặc trong ngày, từ đó có thể so sánh và/hoặc đánh giá được môi trường thông tin của từng thị trường với nhau. Ngoài ra, bài học kinh nghiệm về đo lường TTBCX ở một số quốc gia trên thế giới cũng sẽ được trình bày trong phần này.

#### **2.3.1.1 Các nghiên cứu áp dụng mô hình đo lường thông tin bất cân xứng**

Affleck-Graves và ctg (1994) sử dụng mô hình Stoll và mô hình GKN theo hiệp phương sai để ước lượng thành phần lựa chọn ngược của các công ty niêm yết trên NYSE&AMEX và NASDAQ/NMS giai đoạn từ tháng 3 đến tháng 4/1985. Theo đó, kết quả cho thấy, nếu áp dụng mô hình Stoll, thành phần lựa chọn ngược ở NYSE&AMEX chiếm 50% và ở NASDAQ/NMS chiếm 36% và nếu áp dụng GKN theo hiệp phương sai, thành phần lựa chọn ngược ở NYSE&AMEX chiếm 29.4% và ở NASDAQ/NMS chiếm 9.7%. Kết quả của tác giả đã chỉ ra sự khác biệt về thành phần lựa chọn ngược của các công ty niêm yết ở hai sàn giao dịch.

Neal và Wheatley (1998) mở rộng mô hình GH và GKN theo biến chỉ báo bằng cách đưa 2 biến giả về thời gian giao dịch vào mô hình nhằm kiểm soát các mốc thời gian giao dịch trong ngày. Với bộ dữ liệu được thu thập từ 17 quỹ đóng và 17 cổ phiếu kiểm soát có cùng giá trị thị trường, cùng khối lượng giao dịch và cùng niêm yết trên NYSE&AMEX trong năm 1988, thành phần lựa chọn ngược của các quỹ đóng là 19.01% và của cổ phiếu kiểm soát là 33.68% (sử dụng GH) và thành phần lựa chọn ngược của các Quỹ đóng là 52.49% và của cổ phiếu kiểm soát là 64.81% (sử dụng GKN theo biến chỉ báo). Ưu điểm của Neal và Wheatley (1998) đã áp dụng cách thức của Lee và Ready (1991) để đo lường biến chỉ báo mà các nghiên cứu trước đây (như GH và GKN) không đề cập. Ngoài ra, các tác giả cũng chỉ ra những nhược điểm từ mô hình GKN theo hiệp phương sai, bao gồm: (i) dữ liệu về giá đóng cửa sẽ không phù hợp trong việc ước lượng mô hình thay vào đó là sử dụng dữ liệu



giá trong ngày và (ii) mức độ chênh lệch gia tăng trong việc ước lượng hiệp phương sai của sai lệch về lợi nhuận cổ phiếu trong ngày.

Chỉ tập trung vào mô hình đo lường TTBCX theo hiệp phương sai, Menyah và Paudyal (2000) áp dụng mô hình Stoll, GKN theo hiệp phương sai, và KO để ước lượng TTBCX ở thị trường chứng khoán Luân Đôn. Sử dụng dữ liệu giao dịch trong ngày của 819 công ty, trong giai đoạn từ 01/1995 đến 12/1995, mức độ TTBCX tương ứng là 53.7% (áp dụng Stoll); 20.9% (áp dụng GKN theo hiệp phương sai); và 38.1% (áp dụng KO). Ưu điểm trong nghiên cứu của Menyah và Paudyal (2000) đó là sử dụng dữ liệu giao dịch trong ngày, mẫu nghiên cứu lớn và chuỗi thời gian dài. Brooks và Masson (1996) cho rằng, hạn chế khi áp dụng mô hình Stoll sẽ không đáng kể khi mẫu nghiên cứu lớn và không chênh lệch khi chuỗi thời gian dài. Tuy nhiên, nhược điểm của nghiên cứu đó là các tác giả sử dụng phương pháp GMM kết hợp mô hình Stoll để ước lượng TTBCX nhưng chưa chỉ ra yếu tố gây ra nội sinh và tính thuyết phục của biến nội sinh trong mô hình. Hạn chế này có thể làm cho kết quả ước lượng TTBCX áp dụng mô hình Stoll cao hơn hẳn so với kết quả áp dụng hai mô hình còn lại.

Một nghiên cứu đo lường TTBCX áp dụng nhiều mô hình có thể đề cập đến Van Ness và ctg (2001). Các tác giả áp dụng mô hình GH, GKN theo biến chỉ báo, LSB và MRR để đo lường TTBCX cho 856 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Mỹ giai đoạn 04/1999-06/1999. Kết quả đo lường mức độ TTBCX của Van Ness và ctg (2001) lần lượt là 38.9% (áp dụng GH); 47.6% (áp dụng GKN theo biến chỉ báo); 45.4% (áp dụng LSB); và 73.2% (áp dụng MRR). Không dừng lại đó, các tác giả thực hiện tiếp một công đoạn đó là đánh giá tính hiệu quả của các mô hình bằng cách hồi quy các biến tài chính doanh nghiệp (bao gồm: biến động giá cổ phiếu, khối lượng giao dịch cổ phiếu, đòn bẩy tài chính doanh nghiệp, sai số trong dự báo lợi nhuận doanh nghiệp, mức phân tán trong dự báo lợi nhuận, thị giá trên giá trị sổ sách, tài sản vô hình và chi phí nghiên cứu phát triển) với mức độ TTBCX được áp dụng theo các mô hình khác nhau. Tuy nhiên kết quả hồi quy không nhất quán với nhau. Van Ness và ctg (2001) khuyến nghị rằng, cần cân nhắc khi áp dụng mô hình đo lường TTBCX. Không phủ nhận những đóng góp của các tác giả, tuy nhiên các tác giả sử dụng các biến tài chính áp dụng cho tất cả các công ty trong mẫu nghiên cứu, mẫu có thể bao gồm các công ty tài chính và phi tài chính. Các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính sẽ có đặc thù riêng so với các công ty còn lại. Do đó, hạn chế này có thể gây ra độ nhiễu trong kết quả nghiên cứu.

Một nghiên cứu của Ahn và ctg (2002) áp dụng mô hình GH và MRR đồng thời sử dụng dữ liệu giao dịch trong ngày để ước lượng TTBCX của 225 công ty niêm yết ở Nhật giai đoạn từ 05/01/2000 đến 31/3/2000. Kết quả ước lượng TTBCX khi áp dụng hai mô hình GH và MRR lần lượt là 29.4%-37.4% và 48.8%-57.1%. Điểm nổi bật của nghiên cứu này đó là các tác giả sử dụng dữ liệu giao dịch trong ngày để ước lượng TTBCX và tìm được TTBCX ở thị trường chứng khoán Tokyo theo dạng hình chữ U. Kết quả này khác với kết quả nghiên cứu trong mô hình MRR, đó là TTBCX trong mô hình MRR giảm dần theo thời gian giao dịch.

Với mục đích so sánh TTBCX ở hai sàn giao dịch, NYSE/AMEX và NASDAQ trong giai đoạn 02/1998-04/1998, Van Ness và ctg (2002) sử dụng mô hình Stoll và GKN theo hiệp phương sai để ước lượng TTBCX. Kết quả ước lượng cho thấy mức độ TTBCX ở NYSE/AMEX và NASDAQ sử dụng mô hình Stoll lần lượt là 53.0% và 46.0%. Trong khi đó, áp dụng mô hình GKN theo hiệp phương sai, kết quả này lần lượt là 28.0% và 14.0%. Có thể nhận thấy, việc áp dụng mô hình Stoll thường cho kết quả ước lượng TTBCX cao vượt trội hơn so với áp dụng các mô hình khác.

Chakravarty và ctg (2005) sử dụng mô hình GKN theo biến chỉ báo và LSB để ước lượng TTBCX của các công ty niêm yết ở NYSE và NASDAQ, giai đoạn từ 01/01/2001 đến 26/01/2001. Kết quả cho thấy, TTBCX ở hai thị trường NYSE và NASDAQ lần lượt là 45.5% và 19.9% khi sử dụng mô hình GKN theo biến chỉ báo, 42.9% và 18.2% khi sử dụng mô hình LSB. Trong nghiên cứu này, có thể nhận thấy với khoản thời gian ngắn, kết quả ước lượng TTBCX từ mô hình GKN theo biến chỉ báo tương đối giống với kết quả từ mô hình LSB.

Tương tự như Ahn và ctg (2002), Frijns và ctg (2008) cũng áp dụng mô hình GH và MRR để ước lượng TTBCX cho các công ty niêm yết ở New Zealand giai đoạn từ 06/2001 đến 08/2004. Kết quả ước lượng TTBCX lần lượt là 28.2% (theo mô hình GH) và 58.0% (theo mô hình MRR). Mở rộng phạm vi nghiên cứu, Frijns và ctg (2008) tiến hành đánh giá hiệu quả bộ luật sửa đổi hoạt động thị trường chứng khoán (Securities Market Amendment Act - SMAA) được ban hành trong năm 2002 ở New Zealand bằng cách ước lượng TTBCX ở thị trường New Zealand trong giai đoạn từ 12/2002 đến 08/2004. Kết quả ước lượng cho thấy TTBCX trong giai đoạn này có giá trị 27.8% (theo mô hình GH) và 55.2% (theo mô hình MRR). Kết quả này cho thấy đạo luật SMAA hiệu quả trong việc hạn chế TTBCX ở New Zealand.

Áp dụng mô hình GH để thực hiện nghiên cứu đo lường TTBCX ở Việt Nam, Nguyễn Trọng Hoài và Lê An Khang (2008) đo lường TTBCX đại diện qua thành phần lựa chọn ngược của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) giai đoạn từ 01/2007 đến 12/2007. Kết quả nghiên cứu cho thấy thành phần lựa chọn ngược ở giai đoạn này rất cao, chiếm 89.7%. Điều này có thể lý giải bởi ảnh hưởng của giai đoạn nghiên cứu. Đây là khoản thời gian thị trường có nhiều biến động với VN-Index lập đỉnh kỷ lục vào ngày 12 tháng 3 (đạt 1170.67 điểm) và sau đó lao dốc trầm trọng do tác động của khủng hoảng kinh tế thế giới và các quy định về khuôn khổ pháp lý cho thị trường chứng khoán Việt Nam chưa đầy đủ.

Charoenwong và ctg (2011) áp dụng mô hình LSB để ước lượng TTBCX của 37 công ty niêm yết ở Singapore giai đoạn 04/10/2002-31/10/2003. Kết quả ước lượng cho thấy TTBCX có giá trị 31.8%. Tuy nhiên, với số lượng các công ty trong mẫu nghiên cứu không đủ lớn, kết quả này chưa thể đại diện đầy đủ về mức độ TTBCX đối với thị trường chứng khoán Singapore.

Một nghiên cứu gần đây của Lamoureux và Wang (2015), các tác giả sử dụng mô hình GH, GKN theo biến chỉ báo và LSB để ước lượng TTBCX của 137 công ty niêm yết trên NYSE giai đoạn từ 01/11/1990 đến 31/01/1991. Kết quả ước lượng TTBCX được áp dụng theo các mô hình GH, mô hình GKN theo biến chỉ báo, và mô hình LSB lần lượt là 23.25%, 71.43% và 38.95%. Có thể nhận thấy, khi áp dụng mô hình GKN theo biến chỉ báo, kết quả ước lượng TTBCX có giá trị phóng đại hơn so với kết quả ước lượng khi áp dụng hai mô hình còn lại.

Thêm một nghiên cứu đo lường TTBCX ở Việt Nam đó là nghiên cứu của Nguyễn Văn Ngãi và ctg (2016). Các tác giả sử dụng ba mô hình GH, LSB và KO để ước lượng TTBCX của các công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn từ 01/12/2012 đến 31/05/2013. Kết quả ước lượng TTBCX lần lượt là 77.0%, 70.3% và 69.2% tương ứng theo ba mô hình GH, LSB và KO. Đây là nghiên cứu bổ sung về mặt kết quả cho nghiên cứu của Nguyễn Trọng Hoài và Lê An Khang (2008). Qua đó, so với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, TTBCX ở Việt Nam giai đoạn năm 2013 đã giảm đáng kể.

Bảng 2.2 dưới đây sẽ tóm tắt lại các nghiên cứu thực nghiệm áp dụng các mô hình sử dụng phương pháp kinh tế lượng để đo lường TTBCX khi thực hiện giao dịch cổ phiếu trên thị trường chứng khoán.

**Bảng 2.2. Các nghiên cứu sử dụng mô hình đo lường thông tin bất cân xứng**

STT	Nghiên cứu	Mô hình áp dụng	Thị trường	Kết quả
1	Affleck-Graves và ctg (1994)	Stoll	NYSE và AMEX (03/1985 - 04/1985)	50.0%
			NASDAQ/NMS (03/1985 - 04/1985)	36.0%
		GKN theo hiệp phương sai	NYSE và AMEX (03/1985 - 04/1985)	29.4%
			NASDAQ/NMS (03/1985 - 04/1985)	9.7%
2	Neal và Wheatley (1998)	GH	17 Quỹ đóng ở NYSE và AMEX (1998)	19.0%
			17 Cổ phiếu kiểm soát ở NYSE và AMEX (1998)	33.7%
		GKN theo biến chỉ báo	17 Quỹ đóng ở NYSE và AMEX (1998)	52.5%
			17 Cổ phiếu kiểm soát ở NYSE và AMEX (1998)	64.8%
3	Menyah và Paudyal (2000)	Stoll	London (01/1995-12/1995)	53.7%
		GKN theo hiệp phương sai	London (01/1995-12/1995)	20.9%
		KO	London (01/1995-12/1995)	38.1%
4	Van Ness và ctg (2001)	GH	NYSE (04/1999 - 06/1999)	38.9%
		GKN theo biến chỉ báo	NYSE (04/1999 - 06/1999)	47.6%
		LSB	NYSE (04/1999 - 06/1999)	45.4%
		MRR	NYSE (04/1999 - 06/1999)	73.2%
5	Ahn và ctg (2002)	GH	Tokyo (05/01/2000 - 31/3/2000)	29.4%-37.4%
		MRR	Tokyo (05/01/2000 - 31/3/2000)	48.8%-57.1%
6	Van Ness và ctg (2002)	Stoll	NYSE/AMEX (02/1998 - 04/1998)	53.0%
			NASDAQ (02/1998 - 04/1998)	46.0%
		GKN theo hiệp phương sai	NYSE/AMEX (02/1998 - 04/1998)	28.0%
			NASDAQ (02/1998 - 04/1998)	14.0%
7	Chakravarty và ctg (2005)	GKN theo biến chỉ báo	NYSE (01/01/2001 - 26/01/2001)	45.5%
			NASDAQ (01/01/2001 - 26/01/2001)	19.9%
		LSB	NYSE (01/01/2001 - 26/01/2001)	42.9%
			NASDAQ (01/01/2001 - 26/01/2001)	18.2%

8	Frijns và ctg (2008)	GH	New Zealand (06/2001 - 08/2004)	28.2%
			New Zealand (12/2002 - 08/2004)	27.8%
		MRR	New Zealand (06/2001 - 08/2004)	58.0%
			New Zealand (12/2002 - 08/2004)	55.2%
9	Nguyễn Trọng Hoài và Lê An Khang (2008)	GH	HOSE (01/2007 - 12/2007)	89.7%
10	Charoenwong và ctg (2011)	LSB	Singapore (04/10/2002 - 31/10/2003)	31.8%
11	Lamoureux và Wang (2015)	GH	NYSE (01/11/1990 - 31/01/1991)	23.2%
		GKN theo biên chỉ báo	NYSE (01/11/1990 - 31/01/1991)	71.4%
		LSB	NYSE (01/11/1990 - 31/01/1991)	38.9%
12	Nguyễn Văn Ngãi và ctg (2016)	GH	HOSE (01/12/2012 - 31/05/2013)	77.0%
		LSB	HOSE (01/12/2012 - 31/05/2013)	70.3%
		KO	HOSE (01/12/2012 - 31/05/2013)	69.2%

*Nguồn: Các nghiên cứu được đề cập trong bảng*

### 2.3.1.2 Bài học kinh nghiệm

Qua lược khảo nhiều nghiên cứu ứng dụng các mô hình đo lường TTBCX, có thể tổng kết những kinh nghiệm của các nhà nghiên cứu trong việc đo lường TTBCX ở một số quốc gia trên thế giới như sau:

Đa phần các nghiên cứu thực hiện đo lường TTBCX ở các quốc gia đã phát triển (chủ yếu ở Mỹ, Anh, khối Châu Âu, Hong Kong và Nhật Bản) bởi vì cách tiếp cận và thu thập dữ liệu nghiên cứu không quá khó khăn, đặc biệt là dữ liệu trong ngày giao dịch. Theo đó, những mô hình như GH, GKN theo biên chỉ báo, LSB và MRR thường được sử dụng để đo lường TTBCX ở các quốc gia đã phát triển. Ngoài ra, mô hình Stoll, GKN theo hiệp phương sai và KO ít được áp dụng bởi vì mô hình Stoll và GKN theo hiệp phương sai gặp nhiều vấn đề trong giả định và mô hình KO sử dụng các phép tính phức tạp. Trong khi đó, ở các quốc gia đang phát triển, lĩnh vực nghiên cứu này ít được sự quan tâm từ các nhà nghiên cứu.

Mặt khác, nếu xem xét các quốc gia có thị trường chứng khoán giao dịch theo dạng thị trường khớp lệnh (Hy Lạp, Singapore, Hong Kong và Nhật) thì các mô hình GH, GKN, LSB, KO, MRR thường được sử dụng. Bởi vì ở thị trường khớp lệnh, thành phần chi phí tích trữ trong khoảng chênh lệch yết giá không đáng kể so với ở thị trường khớp giá. Trong

đó, mô hình MRR đa phần được sử dụng cho dữ liệu giao dịch trong ngày (xem Ahn và ctg, 2002; Frijns và ctg, 2008; Angelidis và Benos, 2009) tuy nhiên những dữ liệu này rất khó thu thập ở các quốc gia đang phát triển. Đối với thị trường khớp lệnh, De Winne và Majois (2003) đã chỉ ra, nếu phải lựa chọn thì hạn chế sử dụng mô hình GKN theo hiệp phương sai, thay vào đó mô hình LSB thích hợp được sử dụng trong việc đo lường TTBCX.

Đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, đây là thị trường đang phát triển với cơ chế giao dịch chứng khoán hoạt động theo thị trường khớp lệnh, có biên độ dao động giá theo quy định của cơ quan quản lý thị trường, chưa có các tổ chức hoạt động như nhà tạo lập thị trường, và hạn chế trong việc tiếp cận dữ liệu giao dịch trong ngày. Do đó ước lượng TTBCX của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam có thể áp dụng mô hình GH, GKN theo biến chỉ báo, GKN theo hiệp phương sai, và KO bởi vì thuận lợi trong việc tiếp cận dữ liệu thống kê đặt lệnh và thống kê giao dịch đóng cửa cuối ngày. Ngoài ra, đo lường TTBCX đối với mỗi cổ phiếu vẫn có thể sử dụng được các mô hình vừa đề cập này, nhưng đối với mô hình GKN theo hiệp phương sai và mô hình KO, chỉ có thể sử dụng phương pháp gần đúng theo đề xuất của Jones và ctg (1994), Kim và Ogden (1996).

### **2.3.2 Nghiên cứu về mối quan hệ giữa đặc điểm Hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng**

Trong phần này, nghiên cứu sẽ tổng lược những quan điểm, tranh luận, và kết quả thực nghiệm liên quan đến mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX, tiếp sau đó là thảo luận về các nghiên cứu thực nghiệm có liên quan.

#### **2.3.2.1 Mối quan hệ giữa đặc điểm Hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng**

Jensen và Meckling (1976) đã chỉ ra TTBCX là nguyên nhân chính gây ra vấn đề người đại diện và giải pháp cho vấn đề này đòi hỏi một cơ chế quản trị công ty (QTCT) hoạt động theo thông lệ quốc tế, cụ thể đó là HĐQT. Theo Kanagaretnam và ctg (2007), Chen và ctg (2007), Rutherford và Buchholtz (2007), HĐQT hoạt động hiệu quả có thể làm giảm vấn đề người đại diện, gia tăng giá trị cho cổ đông, minh bạch CBTT, và hạn chế TTBCX. Một trong những nhân tố quan trọng góp phần tạo nên một HĐQT hoạt động hiệu quả đó chính là đặc điểm của HĐQT (Zahra và Pearce, 1989; Nicholson và Kiel, 2004, Hilb, 2012). Các đặc điểm của HĐQT thường hay được đề cập đến trong các chủ đề nghiên cứu tài chính doanh nghiệp và lĩnh vực QTCT bao gồm: Quy mô HĐQT, thành viên HĐQT độc lập không điều hành, thành viên nữ trong HĐQT, trình độ học vấn của HĐQT, quyền kiêm nhiệm, và tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT.

- ***Quy mô Hội đồng quản trị***

Quy mô HĐQT có thể ảnh hưởng đến các hoạt động của HĐQT bao gồm hoạt động giám sát, định hướng chiến lược, và CBTT. Quá nhiều thành viên trong HĐQT sẽ phát sinh nhiều chi phí đối với công ty như chi phí lương thưởng, chi phí đồng thuận, chi phí hội họp, chi phí điều phối công việc và trao đổi thông tin. Vì vậy quan điểm phổ biến cho rằng “tinh gọn mới hiệu quả” đã gia tăng đáng kể khi đề cập đến quy mô HĐQT. Có hai nguyên do để ủng hộ cho quan điểm này. Thứ nhất, chi phí trực tiếp để duy trì một HĐQT có nhiều thành viên sẽ tốn kém. Và thứ hai, chi phí gián tiếp phát sinh như tính quan liêu gia tăng, bộ máy công kênh ít cởi mở, ra quyết định chậm chạp và ngại chấp nhận rủi ro khi công ty có quy mô HĐQT lớn.

Jensen (1993) ủng hộ quan điểm cho rằng, nhiều thành viên trong HĐQT sẽ làm giảm cách nhìn nhận đúng về hiệu quả quản trị, và làm giảm khả năng giám sát của HĐQT trong việc hạn chế sự lẩn át của các nhà điều hành. Do đó, quy mô HĐQT lớn có thể làm cho khả năng điều phối, truyền thông, và ra quyết định trở nên công kênh, kém năng động hơn so với quy mô HĐQT nhỏ. Yermack (1996) nghiên cứu 452 doanh nghiệp thuộc ngành công nghiệp lớn ở Mỹ trong giai đoạn 1984-1991, tác giả tìm thấy tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa quy mô HĐQT và giá trị công ty. Nói cách khác, công ty có quy mô HĐQT nhỏ sẽ hoạt động hiệu quả hơn so với công ty có quy mô HĐQT lớn. Kết quả về mối quan hệ ngược chiều này vẫn không thay đổi khi tác giả thực hiện kiểm soát các yếu tố ngành, quy mô công ty, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của cổ đông nội bộ, cơ hội tăng trưởng, và các đặc điểm QTCT khác.

Tuy nhiên, các nhà nghiên cứu theo lý thuyết ràng buộc các nguồn lực cho rằng, quy mô HĐQT lớn sẽ đóng vai trò tích cực vốn dĩ của nó (Pfeffer và Salancik, 1978; Dalton và ctg, 1999; Hillman và ctg, 2009). Dalton và ctg (1999) cho rằng, HĐQT có quy mô lớn chiếm lợi thế trong việc nắm bắt và xây dựng hệ thống thông tin hoạt động liên tục và do đó lưu lượng thông tin được truyền tải xuyên suốt hơn. Ngoài ra, tác giả còn nhấn mạnh, HĐQT có quy mô lớn có nhiều trách nhiệm hơn trong việc giám sát, kỷ luật và miễn nhiệm những cá nhân điều hành kém hiệu quả để đảm bảo rằng các nhà điều hành này luôn hướng đến lợi ích cho cổ đông. Không những vậy, các nhà điều hành sẽ nhận được những lời tư vấn, những định hướng tốt hơn khi HĐQT có quy mô lớn.

Ủng hộ quan điểm tích cực của HĐQT có quy mô lớn, Anderson và ctg (2004) thừa nhận, giới đầu tư tin rằng các doanh nghiệp có quy mô HĐQT lớn hơn sẽ có cấu trúc tài chính

được điều hành tốt hơn, dẫn đến những công ty đó sẽ giảm thiểu được chi phí vay mượn hơn. Tương tự, Adams và Mehran (2005) nghiên cứu 35 ngân hàng cổ phần thương mại ở Mỹ trong giai đoạn 1959-1999, cũng chỉ ra rằng không có mối quan hệ ngược chiều giữa quy mô HĐQT và hiệu quả hoạt động công ty. Các kết quả tương tự được thảo luận từ Kyereboah-Coleman và Biekpe (2006) cho rằng, lợi thế chính của các công ty khi có nhiều các thành viên HĐQT chính là việc tiếp nhận các thông tin, điều này giúp cho họ nắm giữ nhiều tác nhân ảnh hưởng đến giá trị công ty như là giá cả sản phẩm, công nghệ kỹ thuật, quy luật điều lệ và việc mua bán sáp nhập. Làm rõ hơn về mối quan hệ giữa quy mô HĐQT với TTBCX, Cai và ctg (2006) thực hiện nghiên cứu gần 114 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Luân Đôn giai đoạn 1999-2003 và đã tìm thấy quy mô HĐQT có mối quan hệ ngược chiều với TTBCX.

Các mặt ưu điểm và nhược điểm về quy mô HĐQT vẫn tiếp tục được bàn luận cho đến ngày hôm nay. Các kết quả cụ thể vẫn chưa thật sự thống nhất vì đặc trưng riêng của từng doanh nghiệp. Tuy nhiên, các nhà nghiên cứu, những người hoạt động thực tế, và nhà chính sách khuyến nghị, các công ty nên có một cấu trúc HĐQT thích hợp để HĐQT có thể thực hiện hiệu quả vai trò giám sát, tư vấn và định hướng chiến lược hiệu quả.

- ***Thành viên Hội đồng quản trị độc lập không điều hành***

Tính độc lập trong HĐQT được đại diện bởi tỷ lệ các thành viên HĐQT độc lập không điều hành. Thành viên HĐQT độc lập là những người không chịu sự ràng buộc mang tính cá nhân và tài chính ngoại trừ đại diện cho cổ đông và thù lao chi trả (Combined Code, 1998). Ngoài ra, thành viên HĐQT độc lập không được có mối quan hệ họ hàng với các nhà quản lý bên trong, hoặc các trường hợp mà theo đó làm ảnh hưởng đến các quyết định, đánh giá độc lập của họ.

Thành viên HĐQT độc lập là những cá nhân có tầm ảnh hưởng do những kinh nghiệm, sự hiểu biết và thành công của họ trong việc tiếp cận thông tin và các nguồn lực quan trọng khác bên ngoài (Kesner và Johnson, 1990; Wiersema và Bantel, 1992; Goodstein và ctg, 1994). Theo Fama và Jensen (1983), Forker (1992), HĐQT có nhiều thành viên độc lập, sẽ có nhiều quyền lực để buộc các nhà quản lý cung cấp nhiều thông tin hơn, gia tăng hiệu quả CBTT, và hạn chế sự tư lợi của các nhà quản lý trong việc tư hữu thông tin. Ủng hộ lập luận này, Chen và Jaggi (2000) tìm thấy công ty có tỷ lệ lớn các thành viên HĐQT độc lập sẽ có mức độ CBTT cao. Làm rõ vai trò của thành viên HĐQT độc lập, Han và ctg (2014) nghiên cứu các công ty sai phạm CBTT được cung cấp từ hệ thống DART của Cơ quan Giám sát



Tài chính Hàn Quốc, giai đoạn 2001-2012. Kết quả nghiên cứu cho thấy, suất sinh lợi cổ phiếu của các công ty có trong danh sách sai phạm CBTT đều bị suy giảm sau khi công ty công bố kết quả hoạt động kinh doanh thường niên. Tuy nhiên, ở những công ty có HĐQT hoạt động với tính độc lập cao, mức độ suy giảm suất sinh lợi cổ phiếu nhỏ hơn so với các công ty có HĐQT hoạt động ít độc lập.

Không những vậy, Elbadry và ctg (2015) nghiên cứu 324 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Luân Đôn giai đoạn 2004-2010, tổng cộng có 1042 số quan sát. Kết quả cho thấy, tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập có mối quan hệ ngược chiều với chênh lệch giữa giá đặt mua và đặt bán, mức biến động giá giao dịch cổ phiếu, và có mối quan hệ cùng chiều với khối lượng giao dịch cổ phiếu. Tựu trung, các tác giả kết luận thành viên HĐQT độc lập là một nhân tố xây dựng tính độc lập, hoạt động hiệu quả trong HĐQT, giữ vai trò quan trọng trong việc kiểm soát vấn đề người đại diện và TTBCX, gia tăng niềm tin của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán.

Tuy nhiên, nhược điểm của thành viên HĐQT độc lập đó là hạn chế chuyên môn về hoạt động của doanh nghiệp so với các nhà quản lý trực tiếp điều hành công ty. Do đó hành động giám sát quá mức của thành viên HĐQT độc lập có thể xảy ra để bù đắp cho những hiểu biết giới hạn trong chuyên môn này (Baysinger và Butler, 1985; Haniffa và Cooke, 2002). Một khi giám sát quá mức sẽ tạo ra nhiều chi phí tiềm ẩn như các nhà quản lý có khuynh hướng thụ động, hành động gượng ép, và không dám chấp nhận rủi ro. Ngoài ra, dựa trên “giả thuyết chi phí giám sát” được đề xướng từ Demsetz và Lehn (1985), đối với công ty có TTBCX cao, công việc giám sát các nhà quản lý từ HĐQT sẽ gánh chịu mức chi phí lớn hơn so với các công ty có TTBCX thấp. Bởi vì ở những công ty có TTBCX cao, hành động của các nhà quản lý rất khó quan sát trong khi thông tin về cơ hội tăng trưởng, dự án phát triển công ty đều do các nhà quản lý nắm giữ do đó công ty phải mất nhiều chi phí giám sát. Theo Anderson và ctg (1993), các chi phí giám sát này có thể là chi phí kiểm toán nội bộ, chi phí kiểm toán định kỳ bên ngoài, và thù lao HĐQT. Ủng hộ giả thuyết này, Cai và ctg (2015) nghiên cứu các công ty được cung cấp bởi tổ chức IRRC (Investor Responsibility Research Center) giai đoạn 1998-2003, tổng cộng có đến 15211 số quan sát. Kết quả cho thấy, những công ty đối diện với TTBCX cao thường hạn chế tập trung vào vai trò giám sát của HĐQT, tương ứng với một tỷ lệ thấp các thành viên HĐQT độc lập. Thay vào đó, công ty sẽ lựa chọn một cơ chế quản trị khác đó là cơ chế khích lệ thông qua thù lao, lương thưởng theo hiệu quả.

Sự tác động của tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập không điều hành đến TTBCX chưa đi đến thống nhất và còn nhiều tranh luận. Chiều hướng của sự tác động này phụ thuộc vào đặc trưng của từng công ty, cụ thể đó là tính nghiêm trọng của vấn đề người đại diện đòi hỏi cơ chế giám sát, hay mức độ TTBCX cần cơ chế kích lệ để thúc đẩy chia sẻ thông tin.

- ***Thành viên nữ trong Hội đồng quản trị***

Trong những năm gần đây, xuất hiện nhiều yêu cầu đặt ra cho công ty ở các nước phát triển như Anh và Mỹ đó là gia tăng tính đa dạng trong HĐQT. Đơn cử như ở Anh, bản báo cáo của Higgs (2003) đã khuyến nghị rằng các công ty hiện nay có xu hướng thừa nhận sự đa dạng sẽ giúp cho HĐQT hoạt động hiệu quả hơn. Sự hiện diện của nữ giới trong HĐQT là một trong những đại diện chính bởi tính đa dạng trong hoạt động của HĐQT. Tuy nhiên, các nghiên cứu về sự hiện diện của nữ giới trong HĐQT có nhiều kết quả khác nhau. Nghiên cứu của Adams và Ferreira (2004) cho thấy, các công ty với nhiều thành viên nữ trong HĐQT sẽ làm giảm biến động giá cổ phiếu của công ty, gia tăng các khoản chi trả thù lao dựa trên hiệu quả hoạt động của họ. Đồng quan điểm, Farrell và Hersch (2005) kết luận gia tăng nữ giới sẽ cải thiện tốt hiệu quả hoạt động kinh doanh, bởi vì nữ giới có xu hướng tận tụy trong hoạt động của HĐQT để đạt hiệu quả tốt hơn cho công ty và góp phần làm giảm vấn đề đại diện, cũng như TTBCX trong công ty. Cai và ctg (2006) đã minh chứng rất thuyết phục về sự đóng góp của thành viên HĐQT nữ trong việc hạn chế TTBCX. Bằng việc đo lường TTBCX được đại diện bởi các thành phần lựa chọn ngược, và được ước lượng theo ba mô hình khác nhau, kết quả nghiên cứu ở cả ba mô hình đều cho thấy gia tăng nữ giới trong HĐQT góp phần làm giảm mức độ lựa chọn ngược.

Ngoài ra, theo Joy (2008), sự tham gia của thành viên HĐQT nữ cải thiện hiệu quả truyền thông của công ty ra đại chúng, đến các nhà đầu tư, tạo điều kiện thuận lợi cho việc thu thập thông tin cụ thể và có giá trị liên quan đến công ty. Ủng hộ quan điểm của Joy (2008), kết quả nghiên cứu của Adams và Ferreira (2009) cho thấy, nữ giới có nhiều khả năng được bổ nhiệm vào vị trí giám sát hơn như vị trí ban quản trị công ty và ban kiểm soát, mà chức năng của các ban này liên quan trực tiếp đến gia tăng tính minh bạch hoạt động công ty. Srinidhi và ctg (2011) chỉ ra, đa dạng nữ giới có mối quan hệ cùng chiều với chất lượng dòng tiền, và hiệu quả kiểm toán. Nalikka (2009) đưa ra các minh chứng khuyến nghị đa dạng nữ giới ảnh hưởng đến CBTT tự nguyện của công ty qua báo cáo thường niên. Trong khi đó, nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã minh chứng chất lượng CBTT có mối quan hệ ngược chiều với TTBCX (Welker, 1995; Healy và ctg, 1999; Heflin và ctg, 2005; Brown và Hillegeist,

2007). Do đó, đa dạng nữ giới sẽ giúp cải thiện và gia tăng chất lượng CBTT của công ty và hạn chế TTBCX.

Gul và ctg (2011), Gul và ctg (2013) sử dụng thông tin giá cổ phiếu và phân tích dự báo dòng tiền, cung cấp minh chứng đa dạng nữ giới trong HĐQT dẫn đến hạn chế mức độ TTBCX. Một nghiên cứu hết sức thuyết phục nữa về mối quan hệ giữa nữ giới với TTBCX có thể kể đến Abad và ctg (2017). Các tác giả đo lường TTBCX theo chênh lệch giữa giá đặt mua và giá đặt bán, mô hình Huang và Stoll (1996), mô hình PIN (Easley và ctg, 1996) và thực hiện đo lường mức độ đa dạng của nữ giới bằng tỷ lệ nữ giới trong HĐQT, chỉ số đa dạng của Blau (1977), và chỉ số Shannon (1948). Nghiên cứu 99 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Tây Ban Nha giai đoạn 2004-2009, kết quả nghiên cứu của các tác giả cho thấy đa dạng nữ giới luôn tác động ngược chiều với TTBCX ở tất cả các mô hình.

Có thể nhận thấy, phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm đều đánh giá cao vai trò của nữ giới không chỉ gia tăng tính minh bạch cho công ty, hạn chế TTBCX mà còn gia tăng hiệu quả hoạt động cho công ty.

- ***Trình độ học vấn của Hội đồng quản trị***

Theo báo cáo của Ủy ban Cadbury (1992), nền tảng đào tạo chuyên sâu của các thành viên HĐQT là một yếu tố quan trọng và rất cần thiết cho HĐQT để tiếp cận, suy xét và phân tích các tình huống phát sinh bên ngoài. Haniffa và Cooke (2002) cho rằng, nền tảng giáo dục của thành viên HĐQT sẽ là một nhân tố giải thích quan trọng liên quan đến hoạt động CBTT, và TTBCX của công ty. Nếu các thành viên HĐQT có nhiều hiểu biết chuyên sâu về kế toán, tài chính, và nền tảng kinh doanh, họ có khuynh hướng công bố nhiều thông tin hơn nhằm gia tăng hình ảnh công ty, và mức tín nhiệm của HĐQT. Cụ thể hơn, kiến thức về tài chính, quản trị của các thành viên HĐQT được phản ánh qua việc cung cấp thông tin trong các báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của công ty. Các nhà quản lý có trình độ học vấn cao, được đào tạo bài bản và chuyên sâu sẽ có khuynh hướng CBTT nhiều hơn ra bên ngoài, đồng nghĩa với việc hạn chế TTBCX của công ty (Ahmed và Nicholls, 1994). Đồng quan điểm, Chemmanur và ctg (2009) nghiên cứu các công ty phát hành thêm cổ phiếu từ nguồn dữ liệu SDC của Thomson Reuters giai đoạn 1993-1997 tổng cộng 1630 số quan sát. Các tác giả đã tìm thấy ban lãnh đạo có chất lượng cao (bao gồm: có bằng MBA, CPA, có kinh nghiệm điều hành và giữ những chức vụ quan trọng trước khi gia nhập công ty) sẽ hạn chế TTBCX. Ngoài ra, theo nghiên cứu của Yunos (2012), thành viên HĐQT có chuyên môn trong lĩnh vực tài chính góp phần gia tăng tính kịp thời và độ tin cậy của thông tin báo cáo

tài chính. Không những vậy, Lewis và ctg (2014) nghiên cứu 589 công ty ở Mỹ giai đoạn từ 2002-2008 tổng cộng 2157 số quan sát, và đã tìm thấy nhà quản lý có học vị thạc sỹ quản trị kinh doanh có trách nhiệm với việc CBTT hơn.

Trái ngược với những quan điểm cho rằng, thành viên HĐQT có trình độ học vấn cao sẽ hạn chế TTBCX thì nghiên cứu của Haniffa và Cooke (2002) đã không tìm được sự ảnh hưởng của các thành viên HĐQT được đào tạo trong lĩnh vực kinh doanh và/hoặc kế toán đến mức độ CBTT. Một kết quả tương tự, Cai và ctg (2006) đã không tìm thấy mối quan hệ nào giữa thành viên HĐQT có nền tảng giáo dục cao với TTBCX. Một nghiên cứu thú vị hơn của Bathula và Gaur (2011), tác giả nghiên cứu 61 công ty niêm yết ở New Zealand giai đoạn 2004-2007 và tìm thấy có mối quan hệ ngược chiều giữa các thành viên HĐQT có bằng Tiến sĩ và hiệu quả hoạt động công ty. Có thể cho rằng đây là một phát hiện khá ngạc nhiên và thú vị. Bathula và Gaur (2011) nhận định, các thành viên HĐQT có học vị tiến sĩ, có kỹ năng nghiên cứu và phân tích không mang lại giá trị cho công ty. Theo các tác giả, kỹ năng nghiên cứu và phân tích thật sự cần thiết cho công ty nhưng không nhất thiết các thành viên HĐQT phải có một chất lượng học thuật ở mức độ cao như vậy.

- ***Quyền kiêm nhiệm***

Một khía cạnh khác liên quan đến tính độc lập của HĐQT đó là việc tách bạch quyền kiêm nhiệm giữa chủ tịch HĐQT và tổng giám đốc điều hành. Các nghiên cứu thực nghiệm dần làm rõ hơn về mối quan hệ giữa quyền kiêm nhiệm với hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty.

Rechner và Dalton (1991) điều tra 141 công ty trong suốt 6 năm, giai đoạn 1978-1983. Các tác giả phát hiện những công ty nhất quán việc duy trì cấu trúc quản lý độc lập, tách biệt hẳn công việc của chủ tịch HĐQT với tổng giám đốc sẽ có hiệu quả hoạt động tốt hơn những công ty thực hiện quyền kiêm nhiệm. Daily và Dalton (1994) nghiên cứu những công ty giai đoạn 5 năm và 3 năm trước khi các công ty này bị phá sản ở thời điểm năm 1990. Các tác giả đã tìm thấy những công ty không tách biệt quyền kiêm nhiệm có mối quan hệ với khả năng phá sản cao. Theo Cai và ctg (2006), ở các nước phát triển như vương quốc Anh, cấu trúc lãnh đạo trong HĐQT được khuyến cáo phải độc lập, tách rời vai trò riêng biệt giữa chủ tịch HĐQT và tổng giám đốc điều hành. Theo đó, chủ tịch HĐQT phụ trách các hoạt động liên quan đến QTCT, trong khi tổng giám đốc điều hành quản lý các hoạt động kinh doanh hằng ngày của doanh nghiệp. Theo quan điểm người đại diện (Jensen và Meckling, 1976), tách bạch quyền kiêm nhiệm sẽ hạn chế tập trung quá nhiều quyền lực vào

một cá nhân, hạn chế lạm quyền và tự ý ra quyết định, góp phần giám sát hiệu quả chức năng quản trị. Ngoài ra, việc tách bạch chức danh chủ tịch HĐQT với tổng giám đốc sẽ hữu ích trong việc giám sát hiệu quả quản trị và gia tăng chất lượng CBTT. Nghiên cứu của Forker (1992), Gul và Leung (2004) cho thấy, những công ty mà vai trò của chủ tịch HĐQT và tổng giám đốc được kiêm nhiệm bởi một cá nhân sẽ có mức độ thấp về CBTT, đồng nghĩa với ở những công ty này có TTBCX cao.

Mặc dù theo quan điểm người đại diện, hiệu quả hoạt động công ty sẽ gia tăng khi có sự tách biệt quyền kiêm nhiệm, nhưng các nhà nghiên cứu vẫn chưa đi đến kết luận chung. Cụ thể, chưa thể kết luận ở những công ty hiện hữu chủ tịch HĐQT không kiêm nhiệm chức vụ tổng giám đốc sẽ có hiệu quả tốt hơn ở những công ty tồn tại quyền kiêm nhiệm. Donaldson và Davis (1991) cho rằng, tổng giám đốc là những nhà quản trị và công việc quản trị của tổng giám đốc sẽ thuận lợi nhất khi cấu trúc QTCT trao cho họ các quyền hành và khả năng tự quyết cao. Theo cấu trúc này, khi tổng giám đốc cũng là chủ tịch HĐQT, cá nhân đó sẽ sẵn lòng làm việc nhiều hơn cho công ty. Công việc quản trị sẽ tối đa hóa những hữu dụng của các nhà quản lý khi họ đạt được mục tiêu cho tổ chức hơn là mục đích tư lợi cá nhân (Davis và Schoorman, 1997). Tác giả cũng cho rằng, quyền kiêm nhiệm tạo ra một phong thái lãnh đạo rõ ràng và dứt khoát trong việc định hình chiến lược và thực thi chiến lược công ty. Do đó, quyền kiêm nhiệm sẽ tạo ra giá trị và hiệu quả hoạt động công ty tốt hơn. Nghiên cứu của Haniffa và Cooke (2002) cho thấy một kết quả thú vị khi mà chủ tịch HĐQT không phải là người kiêm nhiệm, người trực tiếp điều hành công ty, thì công ty đó có chất lượng CBTT rất thấp. Kết quả hàm ý, những công ty mà hiện hữu cá nhân chỉ giữ một chức vụ chủ tịch HĐQT duy nhất, không tham gia điều hành thì công ty đó sẽ có mức độ TTBCX cao.

Có thể nhận thấy, trong khi lý thuyết người đại diện đồng tình việc tách biệt chức danh chủ tịch HĐQT với tổng giám đốc, thì lý thuyết quản trị có quan điểm ngược lại, ủng hộ quyền kiêm nhiệm. Quan điểm phản bác cũng như ủng hộ quyền kiêm nhiệm từ hai lý thuyết này tồn tại là do đặc trưng nền kinh tế của từng quốc gia, truyền thống hoạt động của công ty, mức nghiêm trọng của vấn đề người đại diện, và khác biệt về hành vi của các thành viên HĐQT.

- ***Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của Hội đồng quản trị***

Việc tách bạch giữa quyền sở hữu vốn và kiểm soát khi công ty chuyển sang hình thức đại chúng đã làm xuất hiện vấn đề người đại diện giữa cổ đông với các nhà quản lý. Do đó,

Fama và Jensen (1983) cho rằng, cổ đông cần bổ nhiệm và lập ra HĐQT như một cơ chế giám sát để giảm thiểu xung đột lợi ích xuất phát từ lợi ích giữa cổ đông và các nhà điều hành không đồng nhất với nhau. Ở góc độ nào đó, mặc dù HĐQT đại diện cho cổ đông nhưng cũng đơn thuần là người thừa hành (người đại diện). Chính vì vậy, để HĐQT hoạt động một cách hiệu quả, giải quyết tốt vấn đề người đại diện, Jensen và Meckling (1976) khuyến nghị nên gắn lợi ích giữa cổ đông với HĐQT thông qua tỷ lệ sở hữu vốn. Tỷ lệ sở hữu vốn được xem là một cơ chế kích lệ của QTCT mà cơ chế này sẽ ràng buộc và hướng các nhà quản lý theo đuổi lợi ích chung của cổ đông (quan điểm “cùng lợi ích”). Với tỷ lệ sở hữu vốn cao, HĐQT sẽ giảm thiểu chi phí người đại diện, hạn chế xung đột tiềm ẩn giữa cổ đông với các nhà quản lý, kích lệ chia sẻ thông tin và hạn chế biến động giá cổ phiếu.

Becker-Blease và Irani (2008) cho rằng, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT như một cơ chế QTCT hướng đến gắn kết lợi ích của cổ đông và các nhà quản lý, giúp công ty tiếp cận thị trường vốn tốt hơn và làm giảm vấn đề lựa chọn ngược hiệu quả hơn. Một nghiên cứu liên quan đến sở hữu cổ phiếu, Han và ctg (2014) đã chỉ ra, những công ty bị Sở giao dịch Chứng khoán Hàn Quốc đưa vào danh sách sai phạm CBTT, giai đoạn 2001-2012 phải gánh chịu sự suy giảm về suất sinh lợi cổ phiếu. Các tác giả hàm ý, ban quản trị của các công ty đó đã lợi dụng TTBCX bao hàm trong việc sai phạm CBTT để chiếm đoạt lợi ích cổ đông. Tuy nhiên, ở những công ty có tỷ lệ sở hữu cổ phiếu thuộc cấp quản lý cao, mức độ suy giảm về giá trị công ty ít hơn so với các công ty có tỷ lệ sở hữu cổ phiếu thuộc cấp quản lý thấp. Hơn nữa, trong môi trường TTBCX, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu thuộc cấp quản lý có mối quan hệ cùng chiều với lợi nhuận tích lũy sau ngày công bố kết quả hoạt động kinh doanh thường niên. Kết quả nghiên cứu của Han và ctg (2014) đã đưa đến kết luận, sở hữu cổ phiếu của cấp quản lý là một biện pháp hữu hiệu trong việc giảm thiểu TTBCX. Do đó, gắn kết lợi ích giữa các nhà quản lý với cổ đông, đồng nghĩa đây là cơ chế QTCT hiệu quả, và hữu ích trong việc ngăn chặn tổn thất về lợi ích cổ đông từ sai phạm CBTT.

Tuy nhiên, ngoài những mặt tích cực, việc sở hữu vốn của HĐQT cũng phải gánh chịu những chi phí từ những thành viên HĐQT chỉ chăm lo cho lợi ích của riêng mình (quan điểm “không cùng lợi ích”) và điều này dẫn đến ngăn cản lợi ích tập thể. Theo quan điểm “không cùng lợi ích”, vấn đề người đại diện sẽ gia tăng khi cấp quản lý sở hữu cổ phiếu đến một tỷ lệ nào đó, có đủ quyền lực bình bầu, đảm bảo được vị trí an toàn của họ trong công ty. Từ đó, các nhà quản lý có thể tránh được sự giám sát từ cổ đông và ít chịu kỷ luật từ thị trường bên ngoài để tự do làm theo ý mình (Morck và ctg, 1988). Gray và ctg (1984) đã chỉ

ra rằng, các nhà quản lý sẽ CBTT nhiều hơn khi việc CBTT có lợi ích cho họ. Nếu các nhà quản lý nhận được thù lao thông qua hình thức sở hữu cổ phiếu thì họ có khuynh hướng làm sai lệch CBTT để làm cho việc CBTT nhận được nhiều hoặc ít sự quan tâm hơn so với kỳ vọng (Verrecchia, 2001). Trong một số trường hợp, các nhà quản lý có xu hướng CBTT ra bên ngoài khi giá trị cổ phiếu bị thị trường định giá sai, với mục đích gia tăng lợi ích cá nhân của nhà quản lý trong khi cổ đông có thể chịu thiệt hại vì độ trễ của CBTT (Dedman, 2004). Kết quả nghiên cứu của Elbadry và ctg (2015) đã cho thấy, nhà quản lý sở hữu tỷ lệ cổ phiếu cao sẽ làm giảm tính thanh khoản của cổ phiếu. Các tác giả kết luận, một khi nhà quản lý tập trung quyền sở hữu cổ phiếu sẽ có động cơ hoạt động theo lợi ích của nhóm cổ đông lớn dựa trên sự chiếm đoạt lợi ích của cổ đông nhỏ lẻ. Chính vì vậy, gia tăng tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của các thành viên HĐQT có mối quan hệ cùng chiều với TTBCX.

### **2.3.2.2 Thảo luận các nghiên cứu thực nghiệm liên quan**

Một nghiên cứu tiêu biểu trong việc ước lượng mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX có thể kể đến Cai và ctg (2006). Các tác giả thực hiện phân tích 114 công ty niêm yết ở Anh giai đoạn 1999-2003, sử dụng các mô hình của Glostten và Harris (1988), Lin và ctg (1995), Huang và Stoll (1997) để ước lượng TTBCX đại diện cho biến phụ thuộc. Kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô HĐQT, tỷ lệ nữ giới trong HĐQT, và quyền kiêm nhiệm tác động ngược chiều đến TTBCX. Trong khi đó, tỷ lệ thành viên HĐQT là cổ đông sáng lập theo hình thức gia đình có mối quan hệ cùng chiều với TTBCX. Cai và ctg (2006) đã thành công trong việc sử dụng nhiều mô hình tách biệt thành phần lựa chọn ngược để đo lường TTBCX, và chỉ ra một số đặc điểm của HĐQT có ảnh hưởng đến TTBCX. Tuy nhiên, các tác giả chưa tìm thấy sự tác động của thành viên HĐQT độc lập, trình độ học vấn của HĐQT, và tỷ lệ sở hữu của HĐQT đến TTBCX. Ngoài ra, một đặc điểm khác của HĐQT như nhiệm kỳ chưa được tác giả đề cập.

Sử dụng mẫu các công ty niêm yết ở Mỹ, Kanagaretnam và ctg (2007) mong muốn trả lời câu hỏi liệu QTCT có làm giảm TTBCX xung quanh thời điểm công bố lợi nhuận. Các tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện và chênh lệch yết giá để xác định biến phụ thuộc TTBCX xung quanh thời điểm CBTT, và phân tích các nhân tố để tạo nhân tố QTCT thông qua xác định các đặc điểm HĐQT. Có tất cả ba nhân tố QTCT, gồm F1: nhóm HĐQT độc lập (thành viên HĐQT độc lập, thành viên Ban kiểm soát độc lập, thành viên HĐQT không điều hành và không có mối quan hệ cá nhân/thân thuộc với bên ngoài); F2: nhóm cấu trúc HĐQT (quy mô HĐQT, sự hiện diện của Ủy ban điều hành, quản trị, tuyển dụng, và độ

tuổi nghỉ hưu của HĐQT); F3: nhóm hoạt động của HĐQT (các phiên họp của HĐQT, các phiên họp của Ban Kiểm soát). Ngoài ra, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cấp quản lý cũng được nghiên cứu. Kết quả hồi quy theo OLS và 2SLS đều cho thấy, nhân tố F1, F3, và tỷ lệ sở hữu vốn cấp quản lý có mối quan hệ ngược chiều với TTBCX. Lợi điểm trước tiên của các tác giả đó là sử dụng phương pháp phân tích các nhân tố để đo lường các nhân tố đặc điểm HĐQT để đại diện cho nhóm QTCT. Tiếp theo, các tác giả sử dụng phương pháp sự kiện để đo lường TTBCX xung quanh thời điểm CBTT được sử dụng. Đây là thời điểm mà Lee và ctg (1993) cho rằng TTBCX có nhiều biến động nhất. Tuy nhiên, hạn chế trong nghiên cứu đó là, nghiên cứu chưa thể hiện kết quả của các đặc điểm HĐQT cấu thành nhóm F1, F2, và F3 là thang đó tốt, và mỗi quốc gia khác nhau sẽ có đặc điểm HĐQT khác nhau nên sẽ hạn chế khi đưa các nhân tố đặc điểm HĐQT chung vào một nhóm QTCT cụ thể.

Cũng sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để xác định TTBCX như nghiên cứu của Kanagaretnam và ctg (2007), tuy nhiên Becker-Blease và Irani (2008) sử dụng lợi nhuận bất thường tích lũy sau sự kiện công bố phát hành thêm cổ phiếu,  $CAR[0, +1]$ . Kết quả hồi quy cho 144 sự kiện công bố phát hành thêm cổ phiếu, giai đoạn 1996-2001 cho thấy, những công ty có HĐQT hoàn toàn độc lập và tỷ lệ sở hữu cấp quản lý cao sẽ hạn chế ảnh hưởng tiêu cực của sự kiện phát hành thêm cổ phiếu đến giá cổ phiếu công ty. Có thể cho rằng nghiên cứu của Becker-Blease và Irani (2008) đã gợi ra một hướng mới về cách xem xét TTBCX không chỉ ở thời điểm công bố kết quả hoạt động kinh doanh mà còn có thể ở thời điểm phát hành thêm cổ phiếu, thời điểm mà nhà đầu tư có nhiều thông tin hơn sẽ thu lợi trên những tổn thất của nhà đầu tư ít thông tin. Tuy nhiên, nghiên cứu của các tác giả chưa xét đến tính đa dạng của HĐQT như một nhân tố QTCT có thể làm giảm TTBCX.

Không sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, Choi và ctg (2010) thực hiện nghiên cứu chuyên sâu hơn về hình thức cấu trúc sở hữu, bao gồm: sở hữu cổ phiếu của nước ngoài, sở hữu cổ phiếu của nhà nước, sở hữu cổ phiếu của cấp quản lý, sở hữu cổ phiếu của tổ chức, và sở hữu cổ phiếu của cổ đông lớn ảnh hưởng như thế nào đến TTBCX (được đo lường bằng chênh lệch yết giá và mô hình GKN). Với bộ dữ liệu gồm 1219 công ty niêm yết ở Trung Quốc, giai đoạn 1995-2003, kết quả hồi quy theo phương pháp 3SLS cho thấy tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của cổ phiếu của nước ngoài, nhà nước, và tổ chức làm gia tăng TTBCX trong giai đoạn 1995-2000 (giai đoạn trước quy định cải cách về định chế tổ chức ở Trung Quốc). Tuy nhiên, trong giai đoạn 2001-2003 (giai đoạn sau quy định cải cách về định chế tổ chức ở Trung Quốc), các hình thức về cấu trúc sở hữu này tác động đến TTBCX



hầu như không đáng kể. Các tác giả đã thành công trong việc đưa ra những minh chứng tác động của hình thức cấu trúc sở hữu đến TTBCX, và đánh giá tính hiệu quả của việc ban hành chính sách về định chế tổ chức ở Trung Quốc. Song, hạn chế của Choi và ctg (2010) đó là, sử dụng chênh lệch yết giá tương đối chưa thật sự phản ánh đầy đủ TTBCX, và không thể hiện rõ việc sử dụng mô hình GKN theo phương pháp nào (biến chỉ báo hay hiệp phương sai) để đo lường TTBCX. Không những vậy, các tác giả chưa trình bày rõ mức độ phù hợp của mô hình thực nghiệm theo phương pháp 3SLS.

Cùng với hướng nghiên cứu của Kanagaretnam và ctg (2007) liên quan đến lĩnh vực chất lượng QTCT, Chung và ctg (2010) đặt ra nghi vấn, liệu QTCT theo thông lệ tốt sẽ gia tăng tính thanh khoản trong giao dịch cổ phiếu và từ đó làm giảm TTBCX. Các tác giả sử dụng 24 chỉ mục liên quan đến QTCT (bao gồm: 1 chỉ mục về ban kiểm soát, 11 chỉ mục về HĐQT, 7 chỉ mục về quyền của cổ đông, 1 chỉ mục về thù lao lương thưởng, 3 chỉ mục về quyền sở hữu cổ phiếu, và 1 chỉ mục về hợp nhất theo luật định) để đại diện cho chỉ số QTCT (G-Index) và các chỉ tiêu về giá giao dịch được phân loại thành hai nhóm, nhóm 1 (bao gồm: chênh lệch yết giá tương đối, chênh lệch yết giá hiệu quả, chỉ số chất lượng thị trường) đại diện cho yếu tố thanh khoản và nhóm 2 (bao gồm: chỉ số tác động giá giao dịch, và chỉ số xác suất xảy ra giao dịch dựa trên thông tin) đại diện cho TTBCX. Với mẫu nghiên cứu cho các công ty ở Mỹ, kết quả cho thấy G-Index càng lớn sẽ gia tăng tính thanh khoản và hạn chế TTBCX trong giao dịch cổ phiếu của công ty. Hiện hữu một số điểm cần tranh luận về nghiên cứu của Chung và ctg (2010). Về mặt đóng góp quan trọng, các tác giả sử dụng chỉ số G-Index được xây dựng dựa trên thông lệ tốt về QTCT đã phản ánh sức khỏe về hoạt động QTCT của doanh nghiệp một cách tổng thể, và toàn diện. Tuy nhiên, về mặt phân biệt, đánh giá G-Index sẽ có những giới hạn bao gồm: (i) không phản ánh được tính riêng biệt, sự tác động của từng yếu tố QTCT đến tính thanh khoản, (ii) Các tác giả trích suất 24 chỉ mục liên quan từ 51 chỉ mục được cung cấp bởi Sở giám sát các Nhà giao dịch Tổ chức (Institutional Shareholder Service - ISS) để xác lập G-Index, do đó kết quả sẽ chịu ảnh hưởng yếu tố chủ quan và cảm tính, và có thể hạn chế trong việc áp dụng chỉ số này cho các quốc gia khác do tính đặc trưng của mỗi thị trường.

Thêm một nghiên cứu cũng hướng đến lĩnh vực chất lượng QTCT và sử dụng phương pháp chấm điểm xếp hạng QTCT, Charoenwong và ctg (2011) sử dụng 57 câu hỏi cho 7 tiêu chí lớn liên quan đến thông lệ QTCT (bao gồm: 9 câu hỏi thuộc tiêu chí quy định; 10 câu hỏi thuộc tiêu chí minh bạch; 8 câu hỏi thuộc tiêu chí độc lập; 8 câu hỏi thuộc tiêu chí

trách nhiệm giải trình; 6 câu hỏi thuộc trách nhiệm với bên ngoài; 10 câu hỏi thuộc tiêu chí công bằng; và 6 câu hỏi thuộc tiêu chí nhận thức cộng đồng) để chấm điểm xếp hạng QTCT cho 37 công ty ở Singapore giai đoạn 2002-2003. TTBCX được đo lường bằng mô hình tách biệt thành phần lựa chọn ngược theo Lin và ctg (1995), Huang và Stoll (1997). Kết quả hồi quy cho thấy, những công ty có xếp hạng QTCT cao, cụ thể là mức độ minh bạch cao sẽ hạn chế TTBCX. Đóng góp quan trọng của các tác giả đã chỉ ra được tính riêng biệt, sự tác động của từng yếu tố QTCT theo thông lệ tốt đến TTBCX. Tương đối nhìn nhận, có thể xem đây là một ưu điểm khi so với nghiên cứu của Chung và ctg (2010). Tuy nhiên, nghiên cứu này một lần nữa cho thấy, mỗi quốc gia có sự khác biệt về cách chấm điểm chất lượng QTCT do khác biệt về đặc điểm của HĐQT và tính đặc trưng của từng thị trường. Do đó, việc chấm điểm xếp hạng QTCT trước hết là một công việc mất nhiều thời gian, công sức, và có thể chịu ảnh hưởng yếu tố cảm tính.

Một nghiên cứu khác của Holm và Scholer (2010) có cách tiếp cận về TTBCX hoàn toàn khác biệt so với các nghiên cứu vừa đề cập trên. Đó là các tác giả cho rằng, TTBCX là do sự kém minh bạch chủ yếu liên quan đến hoạt động QTCT. Do đó, Holm và Scholer (2010) sử dụng 82 chỉ mục liên quan đến chính sách về QTCT, trách nhiệm công bố và giải trình thông tin ra công chúng, các hoạt động của HĐQT và ban kiểm soát, cấu trúc sở hữu và quyền bỏ phiếu để đo lường TTBCX. Sau cùng, sử dụng phương pháp OLS để ước lượng sự tác động của đặc điểm HĐQT với tính minh bạch của công ty, kết quả hồi quy từ 100 công ty ở Đan Mạch, giai đoạn năm 2004 cho thấy những công ty có HĐQT hướng đến quốc tế hóa (như: có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao, thành viên HĐQT có kinh nghiệm quốc tế, thành viên HĐQT là người nước ngoài, và báo cáo tài chính theo chuẩn mực quốc tế) sẽ làm gia tăng đáng kể tính minh bạch cho công ty. Đây là kết quả đáng lưu tâm khi các tác giả đã cho thấy, HĐQT hướng tầm nhìn theo xu hướng quốc tế hóa sẽ giúp cho công ty gia tăng tính minh bạch. Tuy vậy, việc đo lường TTBCX dựa trên 82 chỉ mục CBTT của các tác giả chủ yếu theo hướng tiếp cận chất lượng CBTT nhiều hơn so với TTBCX. Ngoài ra, cũng tương tự như các nghiên cứu sử dụng phương pháp chấm điểm, có thể tồn tại yếu tố chủ quan và cảm tính khả dĩ khi đề ra, và chấm điểm cho 82 chỉ mục này.

Tương tự như Becker-Blease và Irani (2008), Han và ctg (2014) áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện áp dụng cho các công ty ở Hàn Quốc có sai phạm CBTT bao gồm: hoãn CBTT, hủy CBTT, và đính chính hay bổ sung CBTT trong giai đoạn 2001-2012. Các tác giả sử dụng lợi nhuận bất thường tích lũy (CARs) trong khung sự kiện 2 ngày, gồm 1 ngày xảy

ra sự kiện và 1 ngày sau ngày sự kiện ( $CAR[0, +1]$ ) để đại diện cho TTBCX. Thực hiện hồi quy các biến liên quan đến đặc điểm HĐQT với  $CAR[0, +1]$ , kết quả hồi quy cho thấy những công ty có tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cấp quản lý tác động cùng chiều với  $CAR[0, +1]$ . Ngoài ra, Han và ctg (2014) đã chỉ ra, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cấp quản lý từ 5%-25% là nhân tố chính của sự tác động cùng chiều này. Ngoài việc sử dụng sự kiện đáng chú ý đó là sai phạm CBTT và áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để đo lường TTBCX, Han và ctg (2014) cũng đã chỉ ra tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của cấp quản lý như một cơ chế QTCT có thể hạn chế TTBCX. Quan trọng hơn, các tác giả xem xét đến cấu trúc sở hữu cổ phiếu cấp quản lý mà nhiều nghiên cứu khác ít đề cập đến.

Một dạng áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện cho một sự kiện khá lý thú và có tính mới có thể kể đến nghiên cứu của Barakat và ctg (2014). Cách sử dụng chênh lệch yết giá hiệu quả tương tự như cách thức của Lee (1993), Huang và Stoll (1996) và tác động giá theo cách thức của Huang và Stoll (1996), đồng thời kết hợp với khung sự kiện  $t = [-3, +3]$  với ngày xảy ra sự kiện ( $t = 0$ ) là ngày công bố rủi ro hoạt động để đo lường TTBCX xung quanh sự kiện công bố rủi ro hoạt động. Tiếp đến, các tác giả thực hiện ước lượng mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT với TTBCX bằng cách hồi quy hệ hai phương trình đồng thời để kiểm soát yếu tố nội sinh theo cơ chế ngược giữa TTBCX với tính thanh khoản, kết quả hồi quy từ mẫu nghiên cứu gồm các công ty tài chính niêm yết ở Mỹ, giai đoạn 1995-2009 cho thấy, thành viên HĐQT độc lập, tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT, và tỷ lệ sở hữu vốn của cổ đông lớn bên ngoài có mối quan hệ ngược chiều với TTBCX. Nghiên cứu của Barakat và ctg (2014) đã cho thấy, xung quanh giai đoạn công bố rủi ro hoạt động của các công ty có thể phát sinh TTBCX giữa nhà đầu tư có thông tin và nhà đầu tư không có thông tin. Bằng cách kiểm soát yếu tố nội sinh, các tác giả cũng đã chỉ ra lợi điểm của thành viên HĐQT độc lập, tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT, và tỷ lệ sở hữu vốn của cổ đông lớn bên ngoài có thể hạn chế TTBCX. Tuy nhiên các tác giả chưa đề cập đến cấu trúc hình thức sở hữu vốn của HĐQT có thể có ảnh hưởng đến TTBCX.

Armstrong và ctg (2014) làm rõ hơn về ảnh hưởng của thành viên HĐQT độc lập đến TTBCX đối với các công ty niêm yết ở Mỹ giai đoạn 200-2004, với tổng cộng 1849 số quan sát. Các tác giả đã tìm ra những kết quả nổi bật. Cụ thể, sự gia tăng tỷ lệ các thành viên HĐQT độc lập sẽ hạn chế TTBCX. Ngoài ra, kết quả còn cho thấy, công ty có tỷ lệ cao các thành viên HĐQT độc lập sẽ hướng đến hoạt động kiểm soát nội bộ chặt chẽ và gia tăng chất lượng báo cáo tài chính. Một điểm nổi bật trong nghiên cứu của Armstrong và ctg

(2014) là đã chỉ ra một biến công cụ (thay đổi nhỏ nhất trong tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập) trên cơ sở quy định CBTT của Sở giao dịch chứng khoán Mỹ năm 2003 với mục đích kiểm soát yếu tố nội sinh giữa tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập và tính thanh khoản của công ty. Tuy nhiên, để áp dụng biến công cụ theo như các tác giả đề xuất, điều quan trọng là cần phải điều chỉnh biến công cụ theo quy định CBTT của từng quốc gia cụ thể.

Không nghiên cứu riêng cho một thị trường cụ thể, Borisava và Yadav (2015) thực hiện nghiên cứu 99 công ty, bao gồm 54 công ty cổ phần hóa từ vốn nhà nước (29 công ty cổ phần hóa hoàn toàn và 25 công ty cổ phần hóa một phần) và 45 công ty tư nhân có giao dịch trong khối quốc gia Châu Âu. Với mục đích xem xét liệu hình thức sở hữu nhà nước (yếu tố nhà nước) có ảnh hưởng đến TTBCX, các tác giả thực hiện ước lượng phương trình hồi quy theo OLS với biến độc lập liên quan đến yếu tố nhà nước và biến phụ thuộc là TTBCX được đo lường theo hai cách thức, tác động giá theo Huang và Stoll (1996) trong suốt năm, và trong khung sự kiện công bố lợi nhuận bao gồm 11 ngày,  $t = [-5, +5]$ . Kết quả nghiên cứu cho thấy, những công ty có đặc điểm: (i) cổ phần hóa một phần từ vốn nhà nước, (ii) nhiều thành viên HĐQT đại diện cho vốn nhà nước, và (iii) tỷ lệ sở hữu vốn của nhà nước cao sẽ có TTBCX thấp hơn. Điểm nổi bật trong nghiên cứu của các tác giả đó là đã chỉ ra yếu tố nhà nước của các công ty trong khối quốc gia Châu Âu có thể làm giảm TTBCX. Tuy nhiên, mẫu nghiên cứu của các tác giả chỉ bao gồm 99 công ty, trong đó có 25 công ty còn vốn nhà nước được cho là không đủ lớn và do đó có thể gây nhiễu cho kết quả nghiên cứu.

Elbadry và ctg (2015) phác thảo một khung nghiên cứu khá đầy đủ về mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX. Theo đó, đặc điểm HĐQT bao gồm tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập, trình độ học vấn của HĐQT, thành viên nữ trong HĐQT, các phiên họp của HĐQT và tần suất tham dự họp của các thành viên HĐQT. Trong khi đó, TTBCX được đo lường theo ba cách thức: (i) chênh lệch yết giá tương đối, (ii) các biến tài chính doanh nghiệp gồm: biến động suất sinh lợi cổ phiếu, khối lượng giao dịch, và giá trị giao dịch, (iii) phân tích nhân tố bằng cách gộp các biến theo hai cách đầu tiên thành một thang đo đại diện cho TTBCX. Với mẫu dữ liệu gồm 324 các công ty ở Anh giai đoạn 2004-2010, kết quả hồi quy cho thấy tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập, thành viên nữ trong HĐQT, các phiên họp của HĐQT, và tần suất tham dự các phiên họp của HĐQT có tác động ngược chiều đến TTBCX. Điểm nổi bật trong nghiên cứu của Elbadry và ctg (2015) đó là thể hiện khá đầy đủ đặc điểm của HĐQT ảnh hưởng đến TTBCX, đặc biệt là đề cập đến đặc điểm các phiên họp của HĐQT, và tần suất tham dự các phiên họp của HĐQT. Điểm hạn chế trong nghiên cứu

đó là các tác giả chưa đề cập đến tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT, nhiệm kỳ của HĐQT, và vấn đề nội sinh có thể có trong mô hình nghiên cứu.

Một nghiên cứu gần đây của Abad và ctg (2017) tập trung vào tính đa dạng của HĐQT, các tác giả đo lường sự hiện diện của nữ giới trong HĐQT liệu có gia tăng chất lượng cũng như số lượng CBTT ra đại chúng của công ty và từ đó làm hạn chế TTBCX hay không. Để tìm câu trả lời, các tác giả sử dụng tỷ lệ nữ giới, chỉ số Blau (1977), và chỉ số Shannon (1948) để đo lường tính đa dạng nữ giới trong HĐQT, và chênh lệch yết giá tương đối, tác động giá theo Huang và Stoll (1996), và chỉ số PIN để đo lường TTBCX. Áp dụng phương pháp hồi quy với kỹ thuật GMM System cho dữ liệu bảng với mẫu nghiên cứu bao gồm 99 công ty ở Tây Ban Nha giai đoạn 2004-2009 với tổng cộng 531 số quan sát, kết quả cho thấy nữ giới trong HĐQT có mối quan hệ ngược chiều với TTBCX ở tất cả các mô hình. Ưu điểm trong nghiên cứu của Abad và ctg (2017) không những đã làm rõ sự tác động ngược chiều của đa dạng nữ giới trong HĐQT đến TTBCX mà còn chỉ ra ảnh hưởng của thành viên HĐQT không điều hành trong việc hạn chế TTBCX, và tính hai mặt khi gia tăng tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT. Tuy nhiên, điểm hạn chế lớn nhất trong nghiên cứu đó chính là tính tương thích về yếu tố thời gian của dữ liệu. Trong khi TTBCX được đo lường theo ngày sau đó bình quân cho cả năm thì yếu tố QTCT được đo lường theo năm. Vấn đề này làm xuất hiện 2 vấn đề: (i) yếu tố tĩnh hoặc ít thay đổi đưa ra so sánh với yếu tố động, (ii) không lấy gì chắc chắn khi cho rằng TTBCX của năm nay có liên quan đến TTBCX của năm sau để từ đó áp dụng kỹ thuật hồi quy GMM System.

Tựu trung lại, dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm liên quan được lược khảo, hiện hữu một số lượng không nhỏ các nghiên cứu tập trung xem xét các yếu tố thể chế của thị trường chứng khoán, các yếu tố bên ngoài và bên trong của doanh nghiệp, và đặc điểm của HĐQT ảnh hưởng đến TTBCX. Tuy nhiên phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm đều tập trung vào mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX. Qua đó có thể nhận thấy tầm quan trọng của HĐQT biểu hiện qua các đặc điểm của HĐQT trong việc hạn chế TTBCX phải đối diện với môi trường hoạt động kinh doanh đa dạng và phức tạp như thế nào. Để có góc nhìn rõ ràng và trực quan hơn về các nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX, Bảng 2.3 dưới đây sẽ tóm tắt và hệ thống lại những điểm chính bao gồm: phạm vi nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu, kết quả nghiên cứu, và đánh giá những mặt ưu điểm, mặt chưa ưu từ các nghiên cứu thực nghiệm đã đề cập ở phần trên.

**Bảng 2.3. Tóm tắt các kết quả nghiên cứu thực nghiệm của các công trình nghiên cứu liên quan**

Tác giả	Năm	Quốc gia và Giai đoạn	Mẫu nghiên cứu	Phương pháp sử dụng	Biến phụ thuộc	Kết quả chính	Ưu điểm	Hạn chế	Tạp chí
Cai, Keasey, và Short	2006	ở Anh Giai đoạn: 1999-2003	Số công ty: 114 Số quan sát: 566	- Dữ liệu bảng - Hồi quy OLS	- Đo lường TTBCX theo mô hình: (1) GH, (2) LSB, (3) HS, và (4) PIN	<b>Biến giải thích:</b> - Quy mô HDQT, nữ giới, quyền kiểm nhiệm tác động (-) đến TTBCX - Số lượng cổ đông tổ chức nắm trên 3% cổ phần tác động (+) đến TTBCX <b>Biến kiểm soát:</b> - Quy mô công ty (tổng doanh thu) tác động (+) đến TTBCX - Hiệu quả hoạt động (lợi nhuận trên vốn đầu tư) tác động (+) đến TTBCX	- Nghiên cứu tiên phong trong việc sử dụng dữ liệu bảng để ước lượng TTBCX theo GH, HS, LSB - Từ đó tiến hành ước lượng tác động của cơ chế quản trị công ty đến TTBCX	- Chưa tìm được tác động của thành viên HDQT độc lập, trình độ học vấn và tỷ lệ sở hữu của HDQT đến TTBCX. - Chưa đề cập nhiệm kỳ của HDQT - Chưa đề cập yếu tố nội sinh có trong mô hình	<i>European Financial Management</i>
Kanagaretnam và ctg	2007	ở Mỹ Giai đoạn: 2000	Số quan sát: 2027	- Nghiên cứu sự kiện, cho sự kiện công bố lợi nhuận để đo lường TTBCX (như Krinsky và Lee, 1996) - Phân tích nhân tố để nhóm các yếu tố QTCT - Hồi quy OLS và hệ 2SLS đồng thời	- Đo lường TTBCX theo: (1) $\Delta$ Spread (chênh lệch yết giá) trong [-2; +2], và (2) $\Delta$ depth (Chênh lệch khối lượng giao dịch) trong [-2; +2], phần đối ngược của TTBCX	<b>Biến giải thích:</b> - Nhóm nhân tố F1: HDQT độc lập (gồm: % thành viên độc lập trong HDQT, % thành viên độc lập trong ban kiểm soát, hoạt động bên ngoài của thành viên HDQT không điều hành) tác động (-) đến TTBCX - Nhóm nhân tố F2: cấu trúc HDQT (gồm: Số thành viên HDQT, tồn tại ủy ban lương thưởng, tuổi nghỉ hưu của HDQT) tác động (-) đến TTBCX - Nhóm nhân tố F3: hoạt động của HDQT (số lần họp của ban kiểm soát, số lần họp của HDQT) tác động (-) đến TTBCX. - Sở hữu cổ phiếu của HDQT và ban giám đốc tác động (-) đến TTBCX <b>Biến kiểm soát:</b> - Quy mô công ty, và biến động cổ phiếu tác động (+) đến TTBCX	- Sử dụng Phân tích các nhân tố để đo lường các nhân tố đại diện cho nhóm QTCT - Dùng 2SLS để ước lượng phương trình đồng thời do có thể tồn tại mối quan hệ ngược giữa $\Delta$ spread & $\Delta$ depth	- Chưa thấy đề cập các nhóm nhân tố F1, F2, F3 thực sự là một thang đo tốt để đại diện cho: nhóm HDQT độc lập, Cấu trúc HDQT, và các hoạt động của HDQT tương ứng. - Nhóm các nhân tố phụ thuộc riêng vào từng đặc trưng cụ thể của môi trường quốc gia	<i>Journal of Accounting and Public Policy</i>

Tác giả	Năm	Quốc gia và Giai đoạn	Mẫu nghiên cứu	Phương pháp sử dụng	Biến phụ thuộc	Kết quả chính	Ưu điểm	Hạn chế	Tạp chí
Becker-Blease và Irani	2008	ở Mỹ Giai đoạn: 1996-2001	Số quan sát: 144	- Nghiên cứu sự kiện cho sự kiện phát hành thêm cổ phiếu để đo lường TTBCX - Hồi quy OLS	- Đo lường TTBCX theo: CARs [0, +1] (lợi nhuận vượt trội tích lũy trong khung sự kiện)	<b>Biến giải thích:</b> - HDQT hoàn toàn độc lập, - Số thành viên độc lập trong ban kiểm soát - Sở hữu cổ phiếu cấp quản lý Các biến trên đều tác động (-) đến TTBCX <b>Biến kiểm soát:</b> - Giá trị thị trường trên giá trị sổ sách tác động (-) đến TTBCX - Khối lượng phát hành thêm tác động (+) đến TTBCX	- Hướng tiếp cận mới, và mang tính cạnh tranh về đo lường TTBCX trong giai đoạn phát hành thêm cổ phiếu - Đề xuất biến mới đó là HDQT hoàn toàn độc lập	- Chi đề cập khung sự kiện trong [0, +1] mà chưa đề cập đến khung rộng hơn - Không cho biết số công ty có HDQT hoàn toàn độc lập là bao nhiêu trong tổng 144 số quan sát	<i>Review of Quantitative Finance and Accounting</i>
Choi và ctg	2010	ở Trung Quốc Giai đoạn: 1995-2003	Số công ty: 1219 Số quan sát: 6940	- Dữ liệu bảng - Hồi quy OLS và hệ 3SLS đồng thời	- Đo lường TTBCX theo: (1) chênh lệch yết giá và (2) mô hình GKN 1991	<b>Biến giải thích:</b> - Tỷ lệ sở hữu nước ngoài - Tỷ lệ sở hữu nhà nước - Tỷ lệ sở hữu của tổ chức Các biến trên đều tác động (+) đến TTBCX trong giai đoạn 1995-2000	- Nghiên cứu thị trường chứng khoán Trung Quốc, một thị trường mới nổi - Khẳng định sở hữu nhà nước là tác nhân tiêu cực làm gia tăng TTBCX.	- Chưa cho biết mô hình 3SLS là phù hợp bằng số liệu kiểm định - Chưa cho biết mô hình GKN theo biến chi báo hay theo hiệp phương	<i>China Journal of Accounting Research</i>
Chung và ctg	2010	ở Mỹ bao gồm: NASDAQ và NYSE/AMEX Giai đoạn: 2001-2004	Số quan sát: 9078	- Dữ liệu bảng - Hồi quy OLS và điều chỉnh sai số chuẩn theo White (1980), FEM, và ECM	- Đo lường TTBCX theo: (1) chênh lệch yết giá, (2) chênh lệch yết giá hiệu quả, (3) chỉ số chất lượng thị trường, (4) tác động giá, và (5) PIN	<b>Biến giải thích:</b> - G-Index (chỉ số chất lượng QTCT bao gồm: 24 chuẩn mực về QTCT) tác động (-) đến TTBCX <b>Biến kiểm soát:</b> - Số lượng cổ phiếu giao dịch tác động (-), trong khi biến động cổ phiếu tác động (+) đến TTBCX <b>NASDAQ</b> - Thời gian hoạt động tác động (-) đến TTBCX - Tổng tài sản, cổ đông tổ chức, và số cổ phiếu giao dịch nội bộ tác động (+) đến TTBCX <b>NYSE/AMEX</b> - Cổ đông tổ chức tác động (-) đến TTBCX	- G-Index được xây dựng dựa trên thông lệ tốt về QTCT => Phân ảnh tính tổng thể, sức khỏe toàn diện về QTCT của doanh nghiệp. - Kết quả của 2 sản phẩm giao dịch	- Không phải quốc gia nào cũng có được đánh giá G-Index, và Index có thể cảm tính khi đánh giá - Không phản ánh được tính riêng biệt của từng yêu cầu QTCT, và không thể hiện được tính phi tuyến của sự tác động - Mô hình có thể bị ảnh hưởng của cơ chế liên hệ ngược giữa TTBCX và tính thanh khoản cổ phiếu	<i>The Journal of Financial and Quantitative Analysis</i>

Tác giả	Năm	Quốc gia và Giai đoạn	Mẫu nghiên cứu	Phương pháp sử dụng	Biến phụ thuộc	Kết quả chính	Ưu điểm	Hạn chế	Tạp chí
Holm và Scholer	2010	ở Đan Mạch Giai đoạn: 2004	Số công ty: 100 Số quan sát: 100	- Hồi quy OLS	- Đo lường TTBCX bằng chỉ số minh bạch	<b>Biến giải thích:</b> - Tỷ lệ sở hữu nước ngoài, BCTC theo chuẩn mực kiểm toán quốc tế, số thành viên HĐQT là người nước ngoài tác động (+) đến TTBCX <b>Biến kiểm soát:</b> - Vốn hóa cổ phiếu: tác động (-) đến TTBCX	- Đo lường chi tiêu minh bạch khá kỹ công. - Chỉ ra xu hướng “theo tiêu chuẩn nước ngoài” sẽ làm tăng tính minh bạch (giảm TTBCX) của công ty.	- Biến phụ thuộc theo hướng xem xét CBTT nhiều hơn so với TTBCX - Biến yếu tố nhiều kinh nghiệm quốc tế chưa rõ ràng. Cụ thể: (1) như thế nào là có kinh nghiệm quốc tế, và (2) nhiều là bao nhiêu	<i>Corporate Governance: An International Review</i>
Charoenwong và ctg	2011	ở Singapore Giai đoạn: 2002-2003	Số công ty: 37 Số quan sát: 37	- Hồi quy OLS	- Đo lường TTBCX theo mô hình: (1) LSB, và (2) HS	<b>Biến giải thích:</b> - CG-Rating (chỉ số xếp hạng QTCG bao gồm 57 câu hỏi cho 7 tiêu chí lớn): tác động (-) đến TTBCX - Yếu tố minh bạch: tác động (-) đến TTBCX <b>Biến kiểm soát:</b> - Vốn hóa cổ phiếu: tác động (-) đến TTBCX	- Cung cấp thêm minh chứng thực nghiệm cho thấy, tuân thủ quy định QTCG theo thông lệ tốt, và yếu tố minh bạch sẽ làm giảm TTBCX	- Số quan sát nhỏ (37) - Châm điểm QTCG dễ dẫn đến cảm tính, và phụ thuộc vào kết quả của một tổ chức khác	<i>International Review of Economics and Finance</i>
Han và ctg	2014	ở Hàn Quốc Giai đoạn: 2001-2012	Số quan sát: 335	- Nghiên cứu sự kiện cho sự kiện công ty sai phạm trong công bố thông tin để đo lường TTBCX - Hồi quy OLS theo từng bước	- Đo lường TTBCX theo: CARs [0, +1] (lợi nhuận vượt trội tích lũy trong khung sự kiện)	<b>Biến giải thích:</b> - Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cấp quản lý tác động (-) đến TTBCX - Cấu trúc tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cấp quản lý trong khoảng (5%, 25%) tác động (-) đến TTBCX <b>Biến kiểm soát:</b> - Việc trả hoàn CBTT có mức độ TTBCX ít hơn so với CBTT	- Nghiên cứu sự kiện cho công ty sai phạm CBTT - Có xem xét cấu trúc sở hữu cổ phiếu cấp quản lý, và chỉ ra đc khoảng (5%, 25%) làm hạn chế TTBCX	- Chỉ đề cập khung sự kiện trong [0, +1] mà chưa đề cập đến khung rộng hơn	<i>Asia-Pacific Journal of Financial Studies</i>
Armstrong và ctg	2014	ở Mỹ Giai đoạn: 2000-2004	Số quan sát: 1849	- 2SLS, sử dụng biến % thay đổi thành viên HĐQT độc lập nhỏ nhất (Min %ΔID) làm biến công cụ	- Đo lường TTBCX bằng biến: thay đổi TTBCX theo mô hình MRR	<b>Biến giải thích:</b> - % thay đổi số thành viên HĐQT độc lập tác động (-) đến TTBCX <b>Biến kiểm soát:</b> - Tổng tài sản, phân khúc thị trường tác động (-) đến TTBCX	- Chi ra vấn đề nội sinh của thành viên HĐQT độc lập, từ đó sử dụng biến Min %ΔID làm biến công cụ	- Việc xác định biến công cụ dựa trên quy định CBTT cụ thể ở Mỹ => cần phải điều chỉnh biến công cụ phù hợp theo quy định mỗi quốc gia	<i>Journal of Financial Economics</i>



Tác giả	Năm	Quốc gia và Giai đoạn	Mẫu nghiên cứu	Phương pháp sử dụng	Biến phụ thuộc	Kết quả chính	Ưu điểm	Hạn chế	Tạp chí
Barakat và ctg	2014	ở Mỹ Giai đoạn: 1995-2009	Số quan sát: 1316	- Nghiên cứu sự kiện cho sự rủi ro hoạt động. - Hồi quy OLS và hệ 3SLS đồng thời	- Đo lường TTBCX trong khung sự kiện [-3; +3] cho các biến: (1) chênh lệch yết giá hiệu quả, (2) thay đổi chênh lệch yết giá, (3) tác động giá trong 30 phút, và (4) thay đổi tác động giá trong 30 phút	<b>Kết quả chính</b> <b>Biến giải thích:</b> - Thành viên HĐQT độc lập, Sở hữu cổ phiếu của HĐQT, sở hữu cổ phiếu của cổ đông lớn bên ngoài tác động (-) đến TTBCX <b>Biến kiểm soát:</b> - Số lượng các báo cáo phân tích về công ty, biến động cổ phiếu, tỷ lệ nợ, rủi ro cổ phiếu tác động (+) đến TTBCX - Thay đổi giá giao dịch, thay đổi khối lượng giao dịch cổ phiếu tác động (-) đến TTBCX	- Nghiên cứu các công ty tài chính ở Mỹ - Dùng hệ phương trình đồng thời để kiểm soát nội sinh	- Chưa đề cập đến cấu trúc tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT	<i>Journal of Banking &amp; Finance</i>
Borisava và Yadav	2015	Khởi Châu Âu Giai đoạn: 2007	Số công ty: 99 Số quan sát: 99	- Nghiên cứu sự kiện cho sự kiện công bố lợi nhuận để đo lường TTBCX - Hồi quy theo FEM, Robust Standard Errors	- Đo lường TTBCX theo tác động giá trong 15 phút cho cả năm 2007, và trong khung [-5; +5]	<b>Biến giải thích:</b> - Tỷ lệ sở hữu nhà nước, công ty nhà nước đã cổ phần hóa hoàn toàn, thành viên đại diện vốn nhà nước trong HĐQT tác động (-) đến TTBCX <b>Biến kiểm soát:</b> - Tổng tài sản, hiệu quả hoạt động công ty tác động (-) đến TTBCX - Cổ đông lớn (vốn sở hữu trên 5%), số lượng cổ phiếu giao dịch tác động (+) đến TTBCX	- Nghiên cứu đặc trưng về sở hữu nhà nước của các công ty thuộc khối Châu Âu	- Dữ liệu không đủ lớn khi áp dụng cho khối quốc gia (chỉ có 99 công ty đại diện cho khối Châu Âu)	<i>Journal of Corporate Finance</i>
Elbadry và ctg	2015	ở Anh Giai đoạn: 2004-2010	Số công ty: 324 Số quan sát: 924	- Hồi quy OLS - Phân tích nhân tố cho biến phụ thuộc TTBCX	- Đo lường TTBCX theo (1) chênh lệch yết giá, (2) biến động cổ phiếu, (3) khối lượng giao dịch, (4) giá trị giao dịch, (5) phân tích các nhân tố của 4 biến trên	<b>Biến giải thích:</b> - Thành viên HĐQT độc lập, nữ giới, số cuộc họp của HĐQT, tần suất tham dự họp của HĐQT, tỷ lệ nợ tác động (-) đến TTBCX - Trình độ học vấn, tập quyền sở hữu cổ phiếu tác động (-) đến TTBCX	- Có đề cập biến số cuộc họp của HĐQT và tần suất tham dự họp của HĐQT - Xem xét 2 giai đoạn 2004-2007 và 2008-2010	- Chưa làm rõ các kiểm định cần thiết để cho thấy TTBCX được đo lường bằng phân tích các nhân tố là phù hợp - Chưa xem xét vấn đề nội sinh có thể có trong mô hình nghiên cứu	<i>Financial Markets, Institutions &amp; Instruments</i>

Tác giả	Năm	Quốc gia và Giai đoạn	Mẫu nghiên cứu	Phương pháp sử dụng	Biến phụ thuộc	Kết quả chính	Ưu điểm	Hạn chế	Tạp chí
Abad và ctg	2017	ở Tây Ban Nha Giai đoạn: 2004-2009	Số công ty: 99 Số quan sát: 531	- Hồi quy GMM System	- Đo lường TTBCX theo (1) chênh lệch yết giá tương đối, (2) tác động giá, (3) chỉ số PIN	<p><b>Biến giải thích:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Tính đa dạng của nữ giới trong HĐQT tác động (-) đến TTBCX</li> <li>- Tỷ lệ thành viên HĐQT không điều hành tác động (-) đến TTBCX</li> </ul> <p><b>Biến kiểm soát:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Tổng tài sản, hiệu quả hoạt động công ty tác động (-) đến TTBCX</li> <li>- Cổ đông lớn (vốn sở hữu trên</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sử dụng kỹ thuật hồi quy GMM system khác phục được các nhược điểm phương sai thay đổi, tự tương quan, và nội sinh trong mô hình.</li> <li>- Xem xét tính đa dạng của nữ giới trong HĐQT khi sử dụng chỉ số Blau và Shannon.</li> <li>- Chỉ ra được hiệu ứng biên tăng dần của TTBCX khi tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT gia tăng</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dùng GMM system nhưng chưa thể hiện rõ biến phụ thuộc kỳ trước có tương quan với biến phụ thuộc kỳ sau về mặt lý thuyết.</li> <li>- Tính tương thích về yếu tố thời điểm của dữ liệu, khi các biến QTCT lấy theo năm trong khi các biến TTBCX lấy theo ngày</li> <li>- Mô hình có thể bị ảnh hưởng của cơ chế liên hệ ngược giữa TTBCX và tính thanh khoản cổ phiếu</li> </ul>	BRQ Business Research Quarterly

Nguồn: Các tác giả được đề cập trong bảng

### 2.3.3 Thảo luận các khoảng trống nghiên cứu có thể được bổ khuyết ở Việt Nam

Thông qua việc tổng quan các nghiên cứu liên quan, có thể rút ra một số khoảng trống nghiên cứu về đo lường TTBCX và về mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX mà các khoảng trống này có thể được bổ khuyết trong bối cảnh ở Việt Nam như sau:

Trước tiên đó là các tác giả chưa thống nhất về phương pháp đo lường TTBCX, sử dụng phương pháp đối chiếu giá chuẩn hay mô hình kinh tế lượng. Đo lường TTBCX áp dụng phương pháp đối chiếu với giá chuẩn (Venkatesh và Chiang, 1986; Lee, 1993; Huang và Stoll, 1996) có ưu điểm là thuận tiện, thời gian ước lượng nhanh giá trị TTBCX đối với mỗi cổ phiếu riêng biệt. Do đó nhiều nghiên cứu như Chung và ctg (2010), Armstrong và ctg (2014) ưa chuộng phương pháp này để đo lường TTBCX. Tuy nhiên, nhược điểm của phương pháp này là không đo lường được mức độ TTBCX cụ thể, mất nhiều thời gian để ước lượng giá trị TTBCX của tổng thể thị trường, và khả năng phóng đại giá trị TTBCX. Ngoài ra, để tăng tính hiệu quả đo lường TTBCX theo phương pháp này, các tác giả phải thu thập dữ liệu giá giao dịch trong ngày và kết hợp với phương pháp phân tích sự kiện (Kanagaretnam và ctg, 2007; Barakat và ctg, 2014; Borisava và ctg, 2015). Cần lưu ý rằng, không dễ tiếp cận dữ liệu giao dịch trong ngày đối với quốc gia có thị trường chứng khoán đang phát triển.

Trong khi đó, mặc dù đo lường TTBCX áp dụng mô hình kinh tế lượng (mô hình Glostten và Harris, 1988; Stoll, 1989; George, Kaul và Nimalendran, 1991; Lin, Sanger và Booth, 1995; Kim và Ogden, 1996; Madhavan, Richardson và Roomans, 1997) chiếm nhiều thời gian trong việc ước lượng nhưng mức độ TTBCX được đo lường có độ tin cậy hơn, ít sai số hơn do đã tách riêng thành phần lựa chọn ngược ra khoảng chênh lệch yết giá, dễ dàng ước lượng TTBCX đối với tổng thể thị trường và đối với mỗi cổ phiếu riêng biệt. Nhược điểm đáng kể ở đây đó là những tranh luận khi sử dụng các mô hình kinh tế lượng với nhau. Nếu như Ahn và ctg (2002), Frijns và ctg (2008) nhận định chưa thể khẳng định mô hình nào là tối ưu thì Van Ness và ctg (2002), *De Winne và Majois (2003) cho rằng, các nhà nghiên cứu cần cân nhắc khi lựa chọn mô hình cụ thể để đo lường TTBCX. Bởi vì mỗi mô hình đều có ưu điểm, nhược điểm, và điều kiện áp dụng khác nhau phụ thuộc vào đặc trưng riêng của từng quốc gia cụ thể.*

Thứ hai, kết quả về sự tác động của đặc điểm HĐQT đến TTBCX vẫn còn nhiều tranh luận khác nhau bởi vì có sự khác biệt về đặc trưng của mỗi quốc gia, giai đoạn nghiên cứu,

cách thức chọn mẫu nghiên cứu, và phương pháp nghiên cứu. Một số bất đồng về mặt kết quả nghiên cứu có thể đơn cử như sau:

- Cai và ctg (2006), Goh và ctg (2016) cho rằng quy mô HĐQT có thể hạn chế TTBCX, nhưng ngược lại theo Florackis (2008), đây là nguyên nhân làm gia tăng chi phí đại diện trong công ty.
- Barakat và ctg (2014), Armstrong và ctg (2014), Elbadry và ctg (2015) tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa thành viên HĐQT độc lập không điều hành và TTBCX, trong khi đó Becker-Blease và Irani (2008) đã chỉ ra mối quan hệ này không có ý nghĩa.
- Abad và ctg (2017) kết luận đa dạng nữ giới trong HĐQT góp phần hạn chế TTBCX, nhưng bất đồng quan điểm, Jackson và ctg (2003) cho rằng đa dạng nữ giới trong HĐQT làm giảm sự mạch lạc trong công việc, hay Richard và ctg (2004) nhấn mạnh đặc điểm này có thể làm tăng xung đột giữa các cấp quản lý.
- Ahmed và Nicholls (1994), Chemmanur và ctg (2009), Yunos (2012) ủng hộ sự hiện hữu các thành viên HĐQT có trình độ học vấn cao, bởi vì các thành viên này có khuynh hướng CBTT ra bên ngoài nhiều hơn (Ahmed và Nicholls, 1994), góp phần gia tăng tính kịp thời và độ tin cậy của thông tin báo cáo tài chính (Yunos, 2012), và hạn chế được TTBCX của công ty với môi trường bên ngoài (Chemmanur và ctg, 2009). Trong khi đó, Haniffa và Cooke (2002) không tìm thấy mối quan hệ giữa thành viên HĐQT có trình độ học vấn cao và TTBCX.
- Li và ctg (2008) cho rằng tách bạch quyền kiêm nhiệm chức danh chủ tịch HĐQT với tổng giám đốc điều hành góp phần gia tăng chức năng giám sát các nhà điều hành và do đó hạn chế được TTBCX. Trong khi đó, Cai và ctg (2006) không tìm được mối quan hệ giữa quyền kiêm nhiệm và TTBCX.
- Mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX có nhiều kết quả khác nhau, cụ thể: tồn tại mối quan hệ tuyến tính (Becker-Blease và Irani, 2008; Barakat và ctg, 2014); mối quan hệ phi tuyến, gồm có: hiệu ứng biên giảm dần (Abad và ctg, 2017) và ảnh hưởng từng phần (Han và ctg, 2014); và không có mối quan hệ (Choi và ctg, 2013).

Thứ ba, bên cạnh kết quả nghiên cứu chưa đồng nhất với nhau, không nhiều các nghiên cứu xem xét đến tính đa dạng của HĐQT, gồm có: thành viên nữ trong HĐQT và trình độ học vấn của HĐQT có khả năng ảnh hưởng đến TTBCX. Đặc biệt hơn, hạn hữu các nghiên

cứu quan tâm đến sự tác động khác nhau của đặc điểm HĐQT, như: tính độc lập và trình độ học vấn của HĐQT đến TTBCX có thể phụ thuộc vào đặc trưng của doanh nghiệp (Shleifer và Vishny, 1997), cụ thể là loại hình doanh nghiệp có vốn Nhà nước (OECD, 2018). Theo lý thuyết người đại diện, các công ty có vốn Nhà nước có khả năng tiềm ẩn lớn vấn đề lựa chọn ngược (Barberis và ctg, 1996) và rủi ro đạo đức (Buck và ctg, 2008). Ngoài ra, các thành viên HĐQT ở doanh nghiệp quốc doanh có thể chỉ hoạt động theo chủ trương, mục đích bảo toàn vốn, hay nhiệm vụ chính trị của Nhà nước thay vì tối đa hóa lợi ích cho cổ đông và các bên liên quan (Xu và Wang, 1999; Huang và Yu, 2006). Đối với các thành viên HĐQT độc lập ở các doanh nghiệp quốc doanh, họ ít có quyền lực trong việc sa thải các giám đốc điều hành (Kato và Long, 2006). Khi muốn thu thập thông tin, họ chọn cách thức hòa nhã đối với các nhà quản lý, đặc biệt là những nhà quản lý lâu năm. Ngoài ra, mức độ hoạt động chuyên nghiệp của các thành viên HĐQT ở công ty có vốn Nhà nước thường không hiệu quả (Wang và ctg, 2016). Mặc dù họ có hiểu biết chuyên sâu nhưng không nhận đủ thông tin quan trọng từ các nhà điều hành để ra các quyết định cần thiết, từ đó giảm đi hiệu quả hoạt động giám sát (Wang, 2012).

Có thể nhận thấy rào cản của các thành viên HĐQT ở công ty có vốn Nhà nước đó là: thiếu thông tin, không đủ quyền hạn trong việc giám sát các nhà điều hành, trách nhiệm được giao không rõ ràng và nghĩa vụ pháp lý ít hơn, đặc biệt là những thành viên HĐQT do Nhà nước đề cử. Chính vì vậy các thành viên HĐQT ở công ty có vốn Nhà nước đã không thể hiện được khả năng hoạt động độc lập, những hiểu biết và tính chuyên gia trong hoạt động vì lợi ích cao nhất của công ty và đối xử bình đẳng với các cổ đông. Hay nói cách khác, môi trường doanh nghiệp Nhà nước có khả năng làm thay đổi độ mạnh về sự tác động của tính độc lập (Xu và Wang, 1999; Kato và Long, 2006), và trình độ hiểu biết của các thành viên HĐQT đến TTBCX (Wang, 2012; Wang và ctg, 2016; OECD, 2018).

Và sau cùng, khả năng tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX cũng không nhận được nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu. Bên cạnh sự tác động tuyến tính của tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT đến TTBCX hiện hữu sự tác động theo từng khoảng tỷ lệ (Han và ctg, 2014) và tác động phi tuyến (Abad và ctg, 2017). Lý giải cho sự tác động không tuyến tính này như sau: (i) Nguyên nhân do ở mức tỷ lệ sở hữu vốn thấp, quyền hạn hay những kích lệ không đủ lớn so với trách nhiệm mà các thành viên HĐQT phải đảm trách dẫn đến khả năng giám sát của các thành viên HĐQT không hiệu quả (Gedajlovic và Shapiro, 1998). (ii) Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu chỉ phát huy tính

hiệu quả trong một phạm vi nhất định. Han và ctg (2014) đã cho thấy, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT trong phạm vi từ 5% đến 25% làm giảm đáng kể TTBCX, trong khi ở mức tỷ lệ khác, mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX không được tìm thấy. (iii) Theo cách giải thích khác, một khi sở hữu cổ phiếu đến mức tỷ lệ nào đó, các thành viên HĐQT có thể chi phối công ty, và lúc đó sẽ chiếm đoạt lợi ích cổ đông (Fama và Jensen, 1983), hay dễ dàng ra các quyết định có lợi cho bản thân trong ngắn hạn nhưng gây hại cho công ty trong dài hạn (Florackis, 2008). Hơn nữa, bằng cách gia tăng số lượng cổ phiếu nắm giữ, các thành viên HĐQT tránh được sự cạnh tranh với thị trường lao động cấp cao, ít khả năng bị bãi nhiệm hay sa thải. Minh chứng rõ nhất cho quan điểm này có thể đơn cử nghiên cứu của Abad và ctg (2017), các tác giả đã tìm thấy ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT đến TTBCX có dạng hình chữ U. Tựu trung, sử dụng tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT có thể là “con dao hai lưỡi” (Hu và Zhou, 2008).

Để có thể lấp đầy những khoảng trống nghiên cứu hiện hữu như vừa đề cập trên, đối với đo lường mức độ TTBCX, luận án sẽ sử dụng các mô hình kinh tế lượng có xét đến khả năng áp dụng được trong bối cảnh thị trường chứng khoán ở Việt Nam, thông qua: (i) thực hiện so sánh và đối chiếu các kết quả đo lường phải thỏa điều kiện ước lượng và có độ tin cậy đáng kể khi áp dụng các mô hình đo lường khác nhau; (ii) kiểm tra và đánh giá mức độ tương đồng giữa các mô hình đo lường khác nhau; và (iii) xem xét mức độ tin cậy của từng mô hình đo lường TTBCX thông qua việc ước lượng và kiểm định mức độ tương quan giữa mức độ TTBCX và các yếu tố xác định TTBCX.

Ngoài ra, đối với ước lượng mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX, luận án sử dụng phương pháp định lượng, thực hiện ước lượng hồi quy với dữ liệu nghiên cứu dạng bảng theo phương pháp hồi quy thích hợp để ước lượng sự tác động của đặc điểm HĐQT đến TTBCX, chủ yếu tập trung vào mối quan hệ tuyến tính giữa đặc điểm của HĐQT và TTBCX, mối quan hệ tương tác liên quan đến sự hỗ trợ của tính độc lập và trình độ học vấn của HĐQT và loại hình doanh nghiệp có vốn nhà nước tác động đến TTBCX, và mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX.

## **2.4 Khung lý thuyết về đặc điểm của Hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng**

Đặc điểm HĐQT góp phần xác lập vai trò của HĐQT và tạo nên một HĐQT hoạt động hiệu quả (Zahra và Pearce, 1989; Nicholson và Kiel, 2004; Hilb, 2012). Một khi HĐQT hoạt động hiệu quả sẽ góp phần làm giảm vấn đề người đại diện, gia tăng giá trị cho cổ đông, minh bạch công bố thông tin, và hạn chế TTBCX (Kanagaretnam và ctg, 2007; Chen và ctg,

2007; Rutherford và Buchholtz, 2007). Chính vì tầm quan trọng của HĐQT mà George và Morse (2002) đã nhấn mạnh: “Quản trị công ty bắt nguồn từ HĐQT và kết thúc cũng từ HĐQT”. Hơn nữa, điều cần lưu ý ở đây đó là, theo Huse (2007), Clarke và Branson (2012), không dễ dàng để hiểu được các đặc điểm của HĐQT góp phần xây dựng một HĐQT hoạt động một cách hiệu quả, gia tăng trách nhiệm giải trình, ngăn chặn tư lợi cá nhân, và hạn chế TTBCX như thế nào nếu bỏ qua việc lược khảo các lý thuyết về quản trị công ty và vai trò của HĐQT.

#### **2.4.1 Các lý thuyết về Quản trị công ty**

Có nhiều quan điểm khác nhau về thuật ngữ Quản trị công ty (QTCT), và các quan điểm này phần lớn phụ thuộc vào thể chế đặc thù của từng quốc gia hay khuôn khổ pháp lý (Cadbury, 1992), hay các nhà nghiên cứu (Solomon và Solomon, 2004; Kanagaretnam và ctg, 2007). Tuy nhiên có thể rút ra một số điểm chung về QTCT đó là: QTCT chủ yếu tập trung vào cấu trúc công ty, các quy trình, thông lệ nhằm đảm bảo tính công bằng, minh bạch thông tin, và trách nhiệm giải trình. Ngoài ra, QTCT phải hướng đến lợi ích không chỉ của cổ đông mà còn của các bên liên quan, và hạn chế tối đa xung đột về lợi ích giữa công ty và các bên liên quan.

Những tranh luận về QTCT đã hình thành và phát triển các lý thuyết QTCT với mục đích giải thích nguyên nhân dẫn đến mâu thuẫn về lợi ích giữa chủ thể và người thừa hành, giữa công ty và các bên liên quan, giữa các cổ đông và giữa các nhà quản lý với nhau, từ đó đưa ra cách thức dung hòa về lợi ích giữa các bên liên quan. Có 4 lý thuyết về QTCT thường được đề cập, đó là: Lý thuyết người đại diện, lý thuyết quản trị, lý thuyết ràng buộc các nguồn lực, và lý thuyết các bên liên quan.

##### **2.4.1.1 Lý thuyết người đại diện**

Một trong những tác giả đầu tiên xây dựng lý thuyết người đại diện (Agency Theory) có thể kể đến Jensen và Meckling (1976). Các tác giả tập trung xem xét vào mối quan hệ ràng buộc giữa chủ thể (cổ đông) và người thừa hành (nhà quản lý), theo đó cổ đông thuê nhà quản lý để thực hiện một số nhiệm vụ và được phép đưa ra những quyết định liên quan. Tuy nhiên, lợi ích của cổ đông và nhà quản lý không đồng nhất với nhau bởi vì lý thuyết người đại diện giả định con người có tính vị kỷ, tư lợi, và tồn tại TTBCX giữa chủ thể và người thừa hành. Do đó, hành động theo đuổi lợi ích cá nhân có thể làm phương hại đến lợi ích chung của tập thể. Để nhà quản lý hoạt động vì lợi ích cao nhất của cổ đông, Jensen và Meckling (1976) đề xuất cơ chế kiểm soát và khích lệ có tác dụng một mặt hạn chế nhà

quản lý có hành vi tư lợi, chiếm đoạt tài sản công ty và mặt khác khuyến khích họ cung cấp thông tin cho cổ đông một cách kịp thời và minh bạch.

Lý thuyết người đại diện được xem là lý thuyết ưu việt trong việc giải thích nguyên nhân hình thành xung đột về lợi ích giữa cổ đông và các nhà quản lý, đồng thời đề xuất các công cụ nhằm hạn chế vấn đề người đại diện, rủi ro đạo đức, và TTBCX (Huse, 2007). Đặc trưng của lý thuyết người đại diện đó là nhấn mạnh đến cơ chế giám sát và kích lệ. Với cơ chế giám sát, các thành viên HĐQT độc lập được xem là những người đại diện tốt cho cổ đông để giám sát các người thừa hành (Carter và ctg, 2003). Trong khi với cơ chế kích lệ, lý thuyết người đại diện đề xuất việc gắn kết lợi ích giữa cổ đông với người thừa hành thông qua tỷ lệ sở hữu cổ phiếu, thù lao theo hiệu quả hoạt động kinh doanh với mục đích giảm vấn đề người đại diện và gia tăng giá trị cho cổ đông (Fama, 1980). Tuy nhiên, lý thuyết này được xem là tiêu cực do giả định con người có tính vị kỷ và tư lợi chính vì vậy cần phải thực thi kiểm soát người thừa hành. Lưu ý rằng, một khi mức độ kiểm soát quá cao sẽ dẫn đến các hoạt động điều hành trong công ty trở nên cứng nhắc, thiếu linh hoạt, và có thể gây hiệu ứng ngược cho kết quả hoạt động kinh doanh. Do đó, lý thuyết quản trị được xây dựng để bổ sung cho lý thuyết người đại diện.

#### **2.4.1.2 Lý thuyết quản trị**

Lý thuyết quản trị (Stewardship Theory), được Donaldson (1990) phát triển, là một lý thuyết thay thế cho lý thuyết người đại diện và đạt được sự công nhận của nhiều học giả nghiên cứu. Trong khi lý thuyết người đại diện được xây dựng dựa trên giả định tồn tại chủ nghĩa tư lợi của nhà quản lý dẫn đến HĐQT phải tích cực trong việc kiểm soát và giám sát hành vi của người thừa hành, lý thuyết quản trị giả định người thừa hành là những nhà quản lý mẫn cán, vì tập thể, và đáng tin cậy. Họ có động cơ và nhu cầu thúc đẩy làm việc rõ ràng và cụ thể. Do vậy, một khi người thừa hành đạt được hiệu quả trong công việc, thành quả từ công việc sẽ tối đa hóa những hữu dụng của họ hơn là những ham muốn tư lợi cá nhân. Ngoài ra, theo Donaldson (1990), các nhà quản lý thực thi quyền hạn và trách nhiệm đối với công ty, điều hành tốt hoạt động kinh doanh để ngày càng gia tăng sự công nhận từ đồng nghiệp và ban quản lý cấp cao.

Có thể nhận thấy, nguyên lý cốt lõi của lý thuyết quản trị đó là niềm tin, sự gắn kết, và độ cởi mở. Lý thuyết quản trị một mặt nhấn mạnh sự tin cậy, tận tụy, và mẫn cán của người thừa hành (Donaldson, 1990; Donaldson và Davis, 1991), mặt khác nhấn mạnh đến tầm quan trọng của các nhà quản lý trực tiếp điều hành, những thành viên HĐQT kiêm nhiệm



hơn so với thành viên độc lập (Davis và Schoorman, 1997). Chính vì vậy, cổ đông nên trao quyền cho các nhà quản lý hơn là thực thi giám sát. Lý thuyết quản trị được xem là một lý thuyết thuộc trường phái tích cực. Song, lý thuyết này chủ yếu tập trung vào các cá nhân điều hành bên trong công ty chứ chưa làm rõ mối liên kết giữa các cá nhân bên trong và bên ngoài công ty. Mối liên kết này không những tạo ra tính đa dạng trong thông lệ QTCT mà còn gia tăng sự hỗ trợ đến các cấp quản lý.

#### **2.4.1.3 Lý thuyết ràng buộc các nguồn lực**

Lý thuyết ràng buộc các nguồn lực (Resource Dependence Theory) được Pfeffer và Salancik (1978) xây dựng nhằm giải thích doanh nghiệp sẽ hạn chế việc phụ thuộc vào các nguồn lực bên ngoài như thế nào. Theo Pfeffer và Salancik (1978), công ty được nhìn nhận như một hệ thống mở, phụ thuộc, và chịu ảnh hưởng từ những tổ chức bên ngoài và các yếu tố bất định từ môi trường xung quanh. Ngoài ra, điểm cốt lõi của lý thuyết này đó là xem HĐQT như cơ chế bổ nhiệm và liên kết. Với cơ chế bổ nhiệm, HĐQT sẽ bình bầu các thành viên có khả năng tiếp cận, có kiến thức, và kỹ năng liên quan đến các nguồn lực quan trọng bên ngoài vào HĐQT nhằm gia tăng sức ảnh hưởng cho HĐQT và danh tiếng cho công ty. Với cơ chế liên kết, tự thân mỗi thành viên HĐQT là một nguồn lực có khả năng liên kết với nhiều nguồn và nhóm ảnh hưởng bên ngoài, tạo ra nhiều mối xích quan trọng, mang lại những thông tin quản trị kịp thời và truyền thông hình ảnh của công ty ra môi trường bên ngoài. Việc bổ nhiệm các thành viên HĐQT thích hợp và có khả năng liên kết các nguồn lực bên ngoài của HĐQT đã góp phần tạo nên một HĐQT năng động, tích cực, và làm gia tăng hiệu quả hoạt động cho công ty.

Lý thuyết ràng buộc các nguồn lực được cho là có cách tiếp cận vượt trội trong các lý thuyết về xã hội, chiến lược và tổ chức, và được áp dụng để gia tăng tính hiệu quả trong hoạt động của HĐQT, giúp công ty tiếp nhận được các nguồn lực then chốt và giảm phụ thuộc vào các đối tác bên ngoài (Johnson và ctg, 1996; Hillman và ctg, 2000). Ngoài ra, lý thuyết ràng buộc các nguồn lực được xây dựng để làm rõ mối liên kết giữa các cá nhân bên trong và bên ngoài công ty mà lý thuyết quản trị chưa đề cập đến. Theo đó, HĐQT được xem là cầu nối giữa công ty với các nguồn lực bên ngoài. Đặc biệt khi HĐQT tự thân là nguồn lực quan trọng đối với công ty (như: thành viên HĐQT thuộc chuỗi cung ứng, tổ chức cấp vốn, hoặc chính trị gia) hay HĐQT vừa hoạt động ở công ty sở tại vừa kiêm nhiệm chức danh quản lý ở các công ty khác. Cầu nối quan trọng này giúp công ty đương đầu với những thay đổi bất lợi trong môi trường kinh doanh (Pfeffer, 1972; Pfeffer và Salancik,

1978; Pearce và Zahra, 1991), giữ vai trò cốt yếu cho sự tăng trưởng và tạo ra giá trị cho doanh nghiệp (Huse, 2007; Penrose, 2009).

#### **2.4.1.4 Lý thuyết các bên liên quan**

Freeman (1984), tác giả đề xuất lý thuyết các bên liên quan (Stakeholder Theory), cho rằng các bên liên quan là một nhóm cá nhân hay cá nhân có thể ảnh hưởng hay chịu ảnh hưởng từ các kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Nhóm các bên liên quan này bao gồm các nhóm lợi ích có mối quan hệ đến yếu tố xã hội, môi trường, và văn hóa ứng xử của công ty. Lý thuyết các bên liên quan giải quyết hai vấn đề quan trọng. Vấn đề thứ nhất đó là mục đích của công ty. Ảnh hưởng đến các quyết định lựa chọn chiến lược của công ty có liên quan đến lợi ích của các bên liên quan cụ thể mà công ty tập trung hướng vào. Vấn đề thứ hai đó là, nhà quản lý phải có trách nhiệm đối với các bên liên quan bằng cách xây dựng và phát triển các mối quan hệ, các kênh tương tác với các bên liên quan hướng đến chia sẻ các giá trị mà công ty đã cam kết. Chính vì vậy, theo Freeman (1984), công ty không những phải đảm bảo lợi ích cho cổ đông theo lý thuyết người đại diện mà còn phải hướng đến lợi ích của các bên liên quan khác nhau và đảm bảo trách nhiệm xã hội đối với cộng đồng.

Có thể nhận thấy lý thuyết các bên liên quan có phạm vi được xem xét rộng hơn khi so với lý thuyết người đại diện và lý thuyết quản trị khi mà hai lý thuyết này chỉ tập trung vào mối quan hệ giữa cổ đông, người quản lý và các thành viên HĐQT bên trong công ty. Lý thuyết các bên liên quan tập trung vào lợi ích của nhóm các bên liên quan như khách hàng, nhà cung ứng, chủ nợ, khuôn khổ pháp luật, người lao động, cổ đông, và cộng đồng. Hàm ý, doanh nghiệp phải tuân thủ đạo đức kinh doanh và đảm bảo trách nhiệm xã hội đối với cộng đồng. Một khi doanh nghiệp có trách nhiệm với các bên liên quan sẽ hạn chế vấn đề tư lợi, gia tăng sự hợp tác, và tin tưởng lẫn nhau, dẫn đến lợi thế cạnh tranh của công ty ngày càng được gia tăng (Jones, 1995). Không những vậy, đảm bảo tuân thủ đạo đức kinh doanh và trách nhiệm với xã hội của doanh nghiệp là một tín hiệu cho thấy doanh nghiệp có hệ thống QTCT tốt và thông tin hoạt động minh bạch (Nix và Chen, 2013).

Các lý thuyết về QTCT cung cấp sự hiểu biết về hoạt động của HĐQT, một cơ quan có quyền lực cao nhất đại diện cho cổ đông, trong việc giám sát hành vi của các nhà quản lý, hạn chế vấn đề người đại diện, tối đa hóa giá trị cho cổ đông và các bên liên quan, và giảm thiểu TTBCX. Có thể nhận thấy mỗi lý thuyết về QTCT có các giả định và luận điểm khác nhau, tuy nhiên các lý thuyết này có khả năng tương trợ và bổ sung cho nhau. Do vậy, không thể giới hạn trong một khuôn khổ lý thuyết QTCT nhất định mà cần phải linh hoạt

trong việc vận dụng các lý thuyết này theo tình huống cụ thể với mục đích giải thích các hoạt động của HĐQT trong việc kiểm soát vấn đề người đại diện, dung hòa lợi ích giữa cổ đông và các bên liên quan, và hạn chế TTBCX.

#### **2.4.2 Vai trò của Hội đồng quản trị**

Vai trò của HĐQT sẽ được trình bày theo cách tiếp cận của Zahra và Pearce (1989), Nicholson và Kiel (2004), Babic và ctg (2011). Vì theo cách tiếp cận này, các vai trò của HĐQT sẽ được liên kết chặt chẽ với các lý thuyết về QTCT. Mỗi liên kết này không những cho thấy những kỳ vọng về nhiệm vụ cụ thể của HĐQT phải được thực thi và đặc điểm nổi bật của HĐQT cần đáp ứng, mà còn chỉ ra được một khi HĐQT thực thi tốt nhiệm vụ được giao, những xung đột về lợi ích cũng như TTBCX giữa các bên liên quan có thể được hạn chế. Theo đó, vai trò của HĐQT được trình bày bao gồm: vai trò kiểm soát, vai trò hỗ trợ, và vai trò chiến lược.

##### **2.4.2.1 Vai trò kiểm soát**

Vai trò kiểm soát của HĐQT được nhấn mạnh qua lý thuyết người đại diện. Theo Fama và Jensen (1983), HĐQT là một cơ chế quản trị nội bộ công ty, có quyền kiểm soát các nhà quản lý thông qua các quy trình ra quyết định, phê chuẩn và giám sát. Theo đó, HĐQT có liên quan đến việc kiểm soát các hoạt động của cấp quản lý, bổ nhiệm và miễn nhiệm tổng giám đốc, chịu trách nhiệm CBTT và giải trình số liệu báo cáo kiểm toán. Ngoài ra, vai trò kiểm soát của HĐQT được thực thi ở 3 nhiệm vụ quan trọng đó là: kiểm soát các quyết định, kiểm soát nội bộ, và kiểm soát kết quả đầu ra. Thực thi nhiệm vụ kiểm soát của HĐQT giúp công ty giám sát được các hành vi của nhà quản lý, đạt được mục tiêu đề ra mà vẫn đảm bảo lợi ích của các bên liên quan, và gia tăng trách nhiệm giải trình và minh CBTT ra bên ngoài. Do đó, vai trò kiểm soát được xem là vai trò quan trọng nhất trong các vai trò của HĐQT (Zahra và Pearce, 1989).

##### **2.4.2.2 Vai trò hỗ trợ**

Vai trò hỗ trợ của HĐQT được đề cập trong lý thuyết quản trị và lý thuyết ràng buộc các nguồn lực. Dựa trên lý thuyết quản trị, HĐQT được xem là nhóm cá nhân có kiến thức chuyên sâu và là cơ chế chiến lược quan trọng. Theo đó HĐQT sẽ thực thi vai trò hỗ trợ dưới hình thức cố vấn cho các nhà quản lý cấp cao liên quan đến các quyết định chiến lược (Johnson và ctg, 1996; Carpenter và Westphal, 2001) và hướng đến cũng như đạt được sứ mệnh và mục tiêu của tổ chức (Huse, 2007). Dựa trên lý thuyết ràng buộc các nguồn lực, HĐQT có sự ràng buộc với môi trường bên ngoài của công ty, do đó HĐQT thực thi vai trò

hỗ trợ dưới hình thức liên kết công ty với các nguồn lực quan trọng bên ngoài (Pfeffer và Salancik, 1978).

Vai trò hỗ trợ của HĐQT được thực thi thông qua hai nhiệm vụ đó là liên kết các nguồn lực bên ngoài và cố vấn cho các nhà quản lý. Trong khi thực thi liên kết các nguồn lực bên ngoài góp phần gia tăng giá trị cho công ty (Huse, 2007), việc cố vấn cho cấp điều hành của HĐQT sẽ khuyến khích các nhà quản lý chia sẻ thông tin về hoạt động doanh nghiệp (Adams và Ferreira, 2007).

### **2.4.2.3 Vai trò chiến lược**

HĐQT là một cơ chế quản trị chiến lược quan trọng trong việc hoạch định chiến lược công ty, đồng nghĩa với việc xác định các mục tiêu dài hạn của doanh nghiệp từ đó đề ra các biện pháp tốt nhất để đạt được các mục tiêu này (Eisenhardt và Zbaracki, 1992). Đề cao nhiệm vụ hoạch định chiến lược của HĐQT, Andrews (1981) đã nhấn mạnh, HĐQT được xem là hoạt động hiệu quả và có trách nhiệm khi cùng với các nhà quản lý cấp cao xây dựng được chiến lược đặc thù, lâu dài và ổn định cho công ty, thường xuyên đánh giá định kỳ về tính hợp lý của chiến lược, và sử dụng chiến lược này làm cơ sở tham chiếu cho các quyết định quản trị khác.

Vai trò chiến lược của HĐQT được đề cập và nhấn mạnh trong lý thuyết các bên liên quan. Ý tưởng nổi bật trong lý thuyết này đó là mối quan hệ tốt được thiết lập với các bên liên quan chiến lược sẽ quan trọng hơn so với các bên kiểm soát (Babic và ctg, 2011). Hơn nữa, vai trò chiến lược của HĐQT biểu hiện qua hình thức hoạch định chiến lược nhằm quyết định mục tiêu hoạt động và đạo đức kinh doanh của công ty. Công ty tuân thủ đạo đức kinh doanh, đảm bảo các lợi ích liên quan sẽ tạo niềm tin cho các bên liên quan và là nền tảng cho sự hoạt động hiệu quả và khả năng thu hút vốn đầu tư của doanh nghiệp (IFC, 2010). Điều này góp phần tạo nên danh tiếng cho công ty, hạn chế TTBCX giữa công ty và các bên liên quan (Nix và Chen, 2013).

Có thể nhận thấy rằng, các lý thuyết về QTCT bao gồm: lý thuyết người đại diện, lý thuyết về quản trị, lý thuyết ràng buộc các nguồn lực, và lý thuyết các bên liên quan xác lập các vai trò của HĐQT bao gồm: vai trò kiểm soát, vai trò hỗ trợ, và vai trò chiến lược (Zahra và Pearce, 1989; Babic và ctg, 2011). Từ đó, HĐQT được kỳ vọng sẽ thực thi các nhiệm vụ và đáp ứng những đặc điểm cần thiết nhằm minh bạch thông tin, trách nhiệm giải trình ra bên ngoài, và hạn chế TTBCX phát sinh ở các mối quan hệ khác nhau, cụ thể là TTBCX giữa cổ đông và người điều hành, giữa thành viên HĐQT và người điều hành, giữa

các thành viên HĐQT với nhau, giữa công ty và các bên liên quan (Huse, 2007; Clarke và Branson, 2012; Nix và Chen, 2013).

Bảng 2.4 dưới đây sẽ tóm tắt lại các vai trò của HĐQT có mối liên hệ với các lý thuyết về QTCT như thế nào, những kỳ vọng về HĐQT trong việc thực thi các nhiệm vụ cụ thể với mục đích hạn chế TTBCX phát sinh ở các mối quan hệ khác nhau.

**Bảng 2.4. Thực thi vai trò của HĐQT trong việc hạn chế TTBCX**

Vai trò của HĐQT	Lý thuyết hỗ trợ	Kỳ vọng về HĐQT	Hạn chế TTBCX
Vai trò kiểm soát	Lý thuyết người đại diện	Nhiệm vụ: Giám sát các nhà điều hành. Hướng đến lợi ích của cổ đông Đặc điểm: Tính độc lập	Hạn chế TTBCX giữa cổ đông bên ngoài và người điều hành
Vai trò hỗ trợ	Lý thuyết quản trị	Nhiệm vụ: Tư vấn cho các nhà điều hành Đặc điểm: Tính kiêm nhiệm	Hạn chế TTBCX giữa thành viên HĐQT và người điều hành
	Lý thuyết ràng buộc các nguồn lực	Nhiệm vụ: Liên kết các nguồn lực quan trọng bên ngoài Đặc điểm: Tính chuyên gia	Hạn chế TTBCX giữa các thành viên HĐQT với nhau
Vai trò chiến lược	Lý thuyết các bên liên quan	Nhiệm vụ: Hoạch định chiến lược. Hướng đến lợi ích các bên liên quan Đặc điểm: Tính đa dạng	Hạn chế TTBCX giữa công ty và các bên liên quan

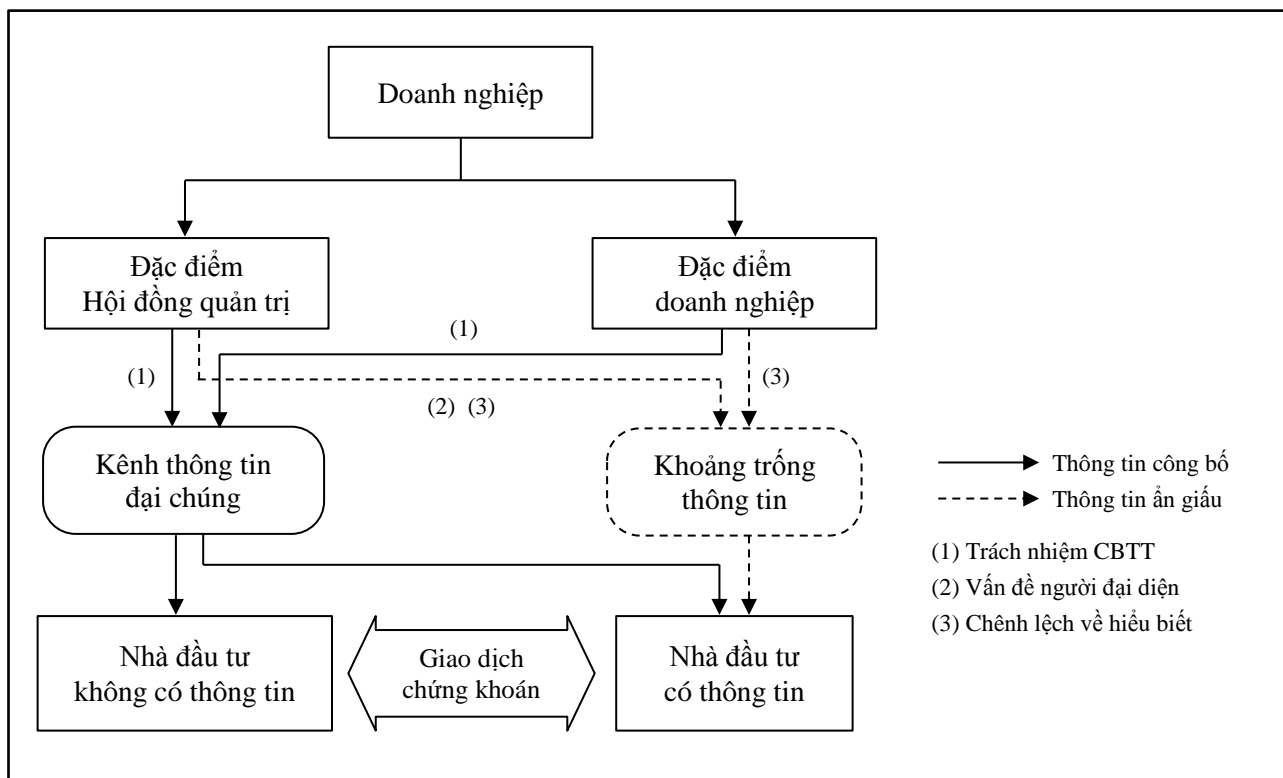
*Nguồn: Huse (2007), Clarke và Branson (2012), Nix và Chen (2013)*

### 2.4.3 Khung phân tích lý thuyết

Các quan điểm về QTCT và vai trò của HĐQT cho thấy đặc điểm HĐQT gồm: tính độc lập, tính kiêm nhiệm, tính chuyên gia, và tính đa dạng được kỳ vọng có khả năng hạn chế TTBCX (Huse, 2007; Clarke và Branson, 2012; Nix và Chen, 2013). Ngoài ra không có một lý thuyết QTCT đơn thuần nào có thể giải thích đầy đủ cho sự tác động của đặc điểm HĐQT đến TTBCX. Thay vào đó cần áp dụng linh hoạt các lý thuyết QTCT theo bối cảnh đặc trưng của doanh nghiệp; trước tiên tìm ra nguyên nhân hình thành TTBCX giữa các đối tượng liên quan, tiếp đến đề xuất cách thức hiệu quả để hạn chế TTBCX.

Trên phương diện lý thuyết, thông tin về hoạt động doanh nghiệp không chỉ thể hiện qua các đặc điểm của HĐQT, bao gồm: cấu trúc của HĐQT, tính đa dạng của HĐQT, và tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT (Kanagaretnam và ctg, 2007; Hilb, 2012; Mishra và Jhunjhunwala, 2013) mà còn thể hiện qua các đặc điểm của doanh nghiệp, bao gồm: lịch sử phát triển, quy mô hoạt động, cơ cấu vốn, và loại hình sở hữu doanh nghiệp (Van Ness và ctg, 2001; Hegde và McDermott, 2004; Narayan và ctg, 2015). Tuy nhiên, thông tin về hoạt động doanh

ngành không phải lúc nào cũng được truyền tải mạch lạc và thông suốt. Một khi tồn tại (i) chênh lệch về hiểu biết giữa các nhà đầu tư đối với doanh nghiệp; (ii) tính không hiệu quả trong việc thực thi chức năng của HĐQT cụ thể đó là trách nhiệm CBTT không đầy đủ và minh bạch của HĐQT; và (iii) xung đột về mặt lợi ích giữa HĐQT và các bên liên quan sẽ hình thành khoảng trống về thông tin. Đối tượng có khả năng tiếp cận thông tin này sẽ thực hiện giao dịch đối với các đối tượng khác nhưng bất lợi về thông tin. Lợi ích mà nhà đầu tư có thông tin thu được tương ứng với mức tổn thất mà nhà đầu tư không có thông tin phải gánh chịu. Hình 2.1 dưới đây dưới đây phác thảo nguồn hình thành khoảng trống thông tin của doanh nghiệp với môi trường bên ngoài.



Nguồn: Jensen và Meckling (1976), Hillier (1997), Hegde và McDermott (2004), Chae (2005), Clarke và Branson (2012), Nix và Chen (2013), Mishra và Jhunjhunwala (2013), Narayan và ctg (2015)

### Hình 2.1. Khung phân tích lý thuyết

Hình 2.1 cho thấy, với trách nhiệm CBTT, doanh nghiệp phải CBTT về các hoạt động của doanh nghiệp trên các kênh thông tin đại chúng. Các thông tin hoạt động của doanh nghiệp bao gồm đặc điểm của HĐQT như: cấu trúc của HĐQT, tính đa dạng của HĐQT, và tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và đặc điểm của doanh nghiệp như: lịch sử phát triển, hiệu quả hoạt động, cơ cấu vốn, và loại hình sở hữu doanh nghiệp. Với trách nhiệm hạn chế vấn đề người đại diện, doanh nghiệp phải tuân thủ các quy tắc QTCT, điển hình đó là thiết lập các đặc điểm của HĐQT theo thông lệ QTCT tốt. Thông qua kênh thông tin đại chúng, các

nhà đầu tư tiếp nhận, đánh giá và phân tích thông tin để ra quyết định đầu tư. Dẫu vậy, xung đột về lợi ích giữa cá nhân hoặc nhóm cá nhân bên trong công ty và các bên liên quan biểu hiện dưới dạng TTBCX và rủi ro đạo đức (Jensen và Meckling, 1976) đã dẫn đến trách nhiệm CBTT của doanh nghiệp ra bên ngoài không đầy đủ và minh bạch.

Ngoài ra, khả năng đánh giá và hiểu biết của nhà đầu tư về thông tin hoạt động của doanh nghiệp là khác nhau (Hillier, 1997). Chính vì vậy, những tồn tại này đã hình thành một khoảng trống về thông tin mà chỉ có một số ít nhà đầu tư có khả năng tiếp cận. Với lợi thế nắm giữ thông tin mật có giá trị, các nhà đầu tư có thông tin sẽ trực lợi thông qua giao dịch cổ phiếu với nhà đầu tư không có thông tin. Khoảng trống thông tin càng lớn đồng nghĩa với TTBCX càng cao và khi có giao dịch xảy ra, nhà đầu tư không có thông tin sẽ phải gánh chịu mức tổn thất tương ứng với phần lợi ích mà nhà đầu tư có thông tin thu được. Tổn thất này còn gọi là thành phần lựa chọn ngược mà nhà đầu tư không có thông tin phải gánh chịu.

Khoảng trống hay chênh lệch về thông tin có thể được thu hẹp bằng cách nghiên cứu các đặc điểm HĐQT, những đặc điểm góp phần tạo nên một HĐQT hoạt động thật sự hiệu quả, hạn chế vấn đề người đại diện và TTBCX (Zahra và Pearce, 1989; Nicholson và Kiel, 2004). Hay nói cách khác, việc xem xét mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX góp phần đề xuất một số chính sách nhằm hạn chế chênh lệch về thông tin giữa công ty và các bên liên quan. Theo đó, đặc điểm của HĐQT bao gồm nhóm các yếu tố như: cấu trúc của HĐQT (Cai và ctg, 2006; Armstrong và ctg, 2014; Goh và ctg, 2016), tính đa dạng của HĐQT (Chemmanur và ctg, 2009; Abad và ctg, 2017), và tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT (Becker-Blease và Irani, 2008; Barakat và ctg, 2014). Ngoài ra, TTBCX là mức chênh lệch thông tin nắm giữ giữa nhà đầu tư có thông tin và nhà đầu tư không có thông tin, biểu hiện qua thành phần lựa chọn ngược được hình thành trong quá trình giao dịch chứng khoán (Glosten và Harris, 1988; George, Kaul và Nimalendran, 1991; Lin, Sanger và Booth, 1995; Kim và Ogden, 1996).

Tựu trung, có ba điểm chính mà nghiên cứu tập trung hướng đến trong chương này đó là: về đo lường TTBCX, về mối quan hệ giữa đặc điểm của HĐQT và TTBCX, và về mối liên hệ lý thuyết giữa đặc điểm của HĐQT và TTBCX.

Về đo lường TTBCX. Luận án lược khảo các lý thuyết liên quan đến TTBCX; thiết lập, đánh giá ưu nhược điểm và điều kiện áp dụng các mô hình đo lường TTBCX; lược khảo các nghiên cứu áp dụng mô hình đo lường và bài học kinh nghiệm với mục đích áp dụng đo lường TTBCX trong bối cảnh ở Việt Nam. Cụ thể, ước lượng TTBCX của các công ty niêm

yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có thể áp dụng mô hình GH, GKN theo biến chỉ báo, GKN theo hiệp phương sai, và KO bởi vì thuận lợi trong việc tiếp cận dữ liệu giá giao dịch đóng cửa cuối ngày. Ngoài ra, đo lường TTBCX đối với mỗi cổ phiếu vẫn có thể sử dụng được các mô hình nói trên nhưng đối với mô hình GKN theo hiệp phương sai và mô hình KO, chỉ có thể sử dụng phương pháp gần đúng theo đề xuất của Jones và ctg (1994), Kim và Ogden (1996).

Về mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX. Luận án lược khảo các nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX, đồng thời tóm tắt các kết quả chính, đánh giá những thành tựu đạt được, và những giới hạn cần hoàn thiện của các nghiên cứu trước liên quan đến mối quan hệ này. Từ đó luận án phát hiện ra các khoảng trống nghiên cứu mà có thể được bổ khuyết trong bối cảnh ở Việt Nam. Cụ thể, ít các nghiên cứu đề cập đến tính đa dạng của HĐQT, gồm: thành viên nữ trong HĐQT và trình độ học vấn của HĐQT tác động đến TTBCX. Ngoài ra, không nhiều nghiên cứu xem xét ảnh hưởng của khả năng hoạt động độc lập và trình độ hiểu biết của các thành viên HĐQT đến TTBCX theo loại hình doanh nghiệp khác nhau, cụ thể giữa doanh nghiệp có và không có vốn Nhà nước. Hơn nữa, khả năng tồn tại mối quan hệ không tuyến tính giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX cũng không nhận được nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu. Và sau cùng, Việt Nam hiện rất hiếm hoặc dường như là không có các công trình nghiên cứu về mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX. Trong khi, kết quả của mối quan hệ này sẽ rất hữu ích, là cơ sở tham khảo cho các nhà hoạch định chính sách và các công ty niêm yết hướng đến xây dựng cấu trúc QTCT hiệu quả.

Sau cùng, về mối liên hệ theo lý thuyết giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX. Luận án lược khảo lý thuyết về QTCT và vai trò của HĐQT, từ đó xây dựng khung nghiên cứu lý thuyết về mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX. Tồn tại TTBCX hay khoảng trống thông tin giữa các nhà đầu tư có và không có thông tin về hoạt động của doanh nghiệp là do: (i) vấn đề người đại diện giữa HĐQT và cổ đông được biểu hiện qua đặc điểm HĐQT; và (ii) chênh lệch về hiểu biết, khả năng đánh giá về doanh nghiệp của các nhà đầu tư. Nghiên cứu về vai trò của HĐQT và các lý thuyết QTCT liên quan có thể nhận thấy, khoảng trống về thông tin giữa các nhà đầu tư có thể được thu hẹp bằng cách nghiên cứu các đặc điểm của HĐQT, những đặc điểm góp phần tạo nên một HĐQT hoạt động hiệu quả, hạn chế vấn đề người đại diện và TTBCX.



## CHƯƠNG 3

### PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

#### 3.1 Mô hình đo lường thông tin bất cân xứng

Thị trường chứng khoán Việt Nam là một thị trường đang phát triển nên tồn tại những hạn chế khi tiếp cận dữ liệu như: khó thu thập được số liệu giao dịch trong ngày với giai đoạn liên tục và đủ lớn, và giá giao dịch cổ phiếu bị giới hạn bởi biên độ dao động. Chính vì vậy nghiên cứu áp dụng mô hình Glosten và Harris (1988) (mô hình GH), mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo (mô hình GKN theo biến chỉ báo), mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai (mô hình GKN theo hiệp phương sai), và mô hình Kim và Ogden (1996) (mô hình KO) để đo lường thông tin bất cân xứng (TTBCX) của các công ty niêm yết ở Việt Nam.

##### 3.1.1 Mô hình Glosten và Harris (1988)

Mô hình GH giả định giá giao dịch cổ phiếu và giá cơ sở của cổ phiếu được xác định qua các phương trình sau:

$$P_t = M_t + Q_t C_t \quad (3.1)$$

$$M_t = M_{t-1} + Q_t Z_t + \varepsilon_t \quad (3.2)$$

Trong đó:  $P_t$  là giá giao dịch của cổ phiếu ở thời điểm  $t$ ;  $M_t$  là giá trị cơ sở của cổ phiếu;  $Q_t$  là biến chỉ báo giao dịch có giá trị +1 nếu là giao dịch mua được khởi xướng, ngược lại  $Q_t$  có giá trị -1;  $C_t$  là thành phần chi phí xử lý đặt lệnh và chi phí tích trữ;  $Z_t$  là thành phần chi phí lựa chọn ngược.  $C_t$  và  $Z_t$  là hàm số tuyến tính với khối lượng giao dịch được biểu diễn qua phương trình dưới đây:

$$C_t = c_0 + c_1 V_t \quad (3.3)$$

$$Z_t = z_0 + z_1 V_t \quad (3.4)$$

Trong đó:  $V_t$  là khối lượng giao dịch của cổ phiếu;  $c_0, z_0$  là tung độ góc và  $c_1, z_1$  là hệ số góc của phương trình (3.3) và (3.4). Thực hiện biến đổi sơ cấp phương trình (3.1), (3.2), (3.3) và (3.4) được phương trình mới như sau:

$$\Delta P_t = c_0 \Delta Q_t + c_1 \Delta(Q_t V_t) + z_0 Q_t + z_1 Q_t V_t + \varepsilon_t \quad (3.5)$$

Hồi quy phương trình (3.5) sẽ thu được các hệ số  $c_0, c_1, z_0$  và  $z_1$ . Gọi  $\bar{C}$ ,  $\bar{Z}$  và  $\bar{V}$  lần lượt là thành phần chi phí xử lý đặt lệnh và tích trữ trung bình, thành phần lựa chọn ngược trung bình, và khối lượng giao dịch trung bình của các cổ phiếu. Thành phần lựa chọn ngược

(ASC) trung bình của các cổ phiếu trong mẫu nghiên cứu theo mô hình GH ( $ASC_{GH}$ ) đại diện cho mức độ TTBCX được xác định qua công thức dưới đây:

$$ASC_{GH} = \frac{2\bar{Z}}{2\bar{C} + 2\bar{Z}} = \frac{2(z_0 + z_1\bar{V})}{2(c_0 + c_1\bar{V}) + 2(z_0 + z_1\bar{V})} \quad (3.6)$$

Tiếp đến, hồi quy phương trình (3.5) cho từng cổ phiếu để thu được các hệ số hồi quy riêng biệt ứng với mỗi cổ phiếu  $i$ . ASC cho từng cổ phiếu  $i$  áp dụng mô hình GH được tính như sau:  $ASC_{i,GH} = 2(z_{0i} + z_{1i}\bar{V}_i)/[2(c_{0i} + c_{1i}\bar{V}_i) + 2(z_{0i} + z_{1i}\bar{V}_i)]$ .

Các biến nghiên cứu trong phương trình hồi quy (3.5) được đo lường như sau:  $\Delta P_t$  được tính bằng thay đổi giá đóng cửa cuối ngày của cổ phiếu;  $Q_t$  là biến chỉ báo giao dịch được xác định theo Lee và Ready (1991), có giá trị +1 nếu tại thời điểm  $t$  giá đóng cửa của cổ phiếu cao hơn giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán của cổ phiếu đó, ngược lại  $Q_t$  có giá trị -1;  $V_t$  là tổng khối lượng cổ phiếu được giao dịch cuối ngày.

### 3.1.2 Mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo

Mô hình GKN theo biến chỉ báo giả định giá giao dịch và giá trị cơ sở của cổ phiếu được xác định qua phương trình dưới đây:

$$P_{it} = M_{it} + \pi_i(S_{qi}/2)Q_{it} \quad (3.7)$$

Trong đó:  $P_t$  là giá giao dịch của cổ phiếu;  $M_t$  là giá trị cơ sở của cổ phiếu;  $Q_t$  là biến chỉ báo giao dịch;  $S_q$  là khoảng chênh lệch yết giá;  $\pi$  là tỷ trọng thành phần chi phí xử lý đặt lệnh trong khoảng chênh lệch yết giá, do đó  $(1 - \pi)$  là tỷ trọng thành phần lựa chọn ngược. Thực hiện sai phân phương trình (3.7) được phương trình mới như sau:

$$\Delta P_{it} = \Delta M_{it} + \pi_i(S_{qi}/2)\Delta Q_{it} \quad (3.8)$$

Mô hình GKN theo biến chỉ báo đặt:  $RD_{TM,it} = \Delta P_{it} - \Delta M_{it}$  là sai lệch giữa thay đổi giá giao dịch và thay đổi giá đặt mua cổ phiếu, phương trình (3.8) có dạng:

$$RD_{TM,it} = \pi_i(S_{qi}/2)[Q_{it} - Q_{it-1}] \quad (3.9)$$

Phương trình (3.9) có thể được viết lại dưới dạng phương trình hồi quy như sau:

$$2RD_{TM,it} = a_0 + a_1(S_{qi})[Q_{it} - Q_{it-1}] + \varepsilon_{it} \quad (3.10)$$

Mô hình GKN theo biến chỉ báo sử dụng phương trình hồi quy (3.10) để ước lượng hệ số  $a_1 = \pi$  là thành phần chi phí xử lý đặt lệnh. Do đó, ASC trung bình của các cổ phiếu trong mẫu nghiên cứu được tính bằng  $1 - a_1$ .

Tiếp đến, đặt:  $x_{it} = (S_{qi})[Q_{it} - Q_{it-1}]$  và  $y_{it} = 2RD_{TM,it}$  ứng với mỗi cổ phiếu  $i$ , ASC riêng cho từng cổ phiếu  $i$  áp dụng mô hình GKN theo biến chỉ báo,  $ASC_{i,GKN}$  được thực hiện theo công thức dưới đây:

$$ASC_{i,GKN_1} = 1 - a_{1,i} = 1 - \frac{\sum_{t=1}^T (x_{it} - \bar{x})(y_{it} - \bar{y})}{\sum_{t=1}^T (x_{it} - \bar{x})^2} \quad (3.11)$$

Các biến nghiên cứu trong phương trình hồi quy (3.10) được đo lường như sau:  $RD_{TM,it} = \Delta P_{it} - \Delta M_{it}$  là sai lệch giữa thay đổi giá đóng cửa cuối ngày ( $\Delta P_{it}$ ) và thay đổi giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán ( $\Delta M_{it}$ );  $Q_{it}$  là biến chỉ báo giao dịch được xác định theo Lee và Ready (1991), có giá trị +1 nếu tại thời điểm cuối ngày giá đóng cửa của cổ phiếu cao hơn giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán của cổ phiếu đó, ngược lại  $Q_{it}$  có giá trị -1;  $S_{qi}$  là khoảng chênh lệch yết giá.

### 3.1.3 Mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai

Mô hình GKN theo hiệp phương sai áp dụng nghiên cứu của Roll (1984) khi ước lượng khoảng chênh lệch yết giá có dạng:  $S_i^{Roll} = 2\sqrt{-Cov(\Delta P_{it}, \Delta P_{it-1})}$ . Theo đó, mô hình GKN theo hiệp phương sai điều chỉnh khoảng chênh lệch yết giá như sau:

$$S_i^{GKN} = 2\sqrt{-Cov(RD_{TM,it}, RD_{TM,it-1})} \quad (3.12)$$

Trong đó:  $S_i^{GKN}$  là khoảng chênh lệch yết giá trong mô hình GKN theo hiệp phương sai;  $RD_{TM,it} = \Delta P_{it} - \Delta M_{it}$  là sai lệch giữa thay đổi giá giao dịch và thay đổi giá đặt mua của cổ phiếu. Ngoài ra, từ công thức tính  $2RD_{TM,it} = \pi_i (S_{qi}) [Q_{it} - Q_{it-1}]$  được xác định ở phương trình (3.9), hiệp phương sai của  $RD_{TM,it}$  với  $RD_{TM,it-1}$  được mô hình GKN theo hiệp phương sai ước lượng như sau:

$$Cov(RD_{TM,it}, RD_{TM,it-1}) = -\pi_i^2 (S_{qi}^2 / 4) \quad (3.13)$$

Từ phương trình (3.12) và (3.13), mối quan hệ giữa  $S_i^{GKN}$  và  $S_{qi}$  được biểu thị qua phương trình dưới đây:

$$S_i^{GKN} = \pi_i S_{qi} \quad (3.14)$$

Phương trình (3.14) có thể viết lại dưới dạng hồi quy như sau:

$$S_i^{GKN} = b_0 + b_1 S_{qi} + \varepsilon_i \quad (3.15)$$

Mô hình GKN theo hiệp phương sai sử dụng phương trình hồi quy (3.15) để ước lượng hệ số  $b_1 = \pi$  là thành phần chi phí xử lý đặt lệnh. Do đó, ASC trung bình của các cổ phiếu trong mẫu nghiên cứu được tính bằng  $1 - b_1$ .

Tiếp đến, Jones và ctg (1994), Kim và Ogden (1996) đề xuất công thức thuận tiện để ước lượng ASC tiệm cận cho mỗi cổ phiếu. Theo đó,  $ASC_{i,GKN_2}$  cho cổ phiếu  $i$  áp dụng mô hình GKN theo hiệp phương sai được thể hiện qua công thức sau đây:

$$ASC_{i,GKN_2} = 1 - \frac{2\sqrt{-Cov(RD_{TM,it}, RD_{TM,it-1})}}{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T S_{qit}} \quad (3.16)$$

Các biến nghiên cứu trong phương trình hồi quy (3.15) được đo lường như sau:  $S_i^{GKN} = 2\sqrt{-Cov(RD_{TM,it}, RD_{TM,it-1})}$ , trong đó:  $RD_{TM,it} = \Delta P_{it} - \Delta M_{it}$  là sai lệch giữa thay đổi giá đóng cửa cuối ngày ( $\Delta P_{it}$ ) và thay đổi giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán ( $\Delta M_{it}$ );  $S_{qi}$  là khoảng chênh lệch yết giá của cổ phiếu.

### 3.1.4 Mô hình Kim và Ogden (1996)

Mô hình KO điều chỉnh và bổ sung phương trình hồi quy (3.15) trong mô hình GKN theo hiệp phương sai. Theo đó, phương trình hồi quy theo mô hình KO có dạng như sau:

$$S_i^{KO} = \beta_0 + \beta_1 \sqrt{\bar{S}_{qi}^2} + \varepsilon_i \quad (3.17)$$

Trong đó:  $S_i^{KO} = 2\sqrt{-Cov(RD_{TM,it}, RD_{TM,it-1})}$  là khoảng chênh lệch yết giá trong mô hình KO, với  $RD_{TM,it} = \Delta P_{it} - \Delta M_{it}$  là sai lệch giữa thay đổi giá giao dịch ( $\Delta P_{it}$ ) và thay đổi giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán của cổ phiếu ( $\Delta M_{it}$ ).  $\bar{S}_{qi}^2$  là giá trị trung bình của tổng các bình phương chênh lệch yết giá;  $\beta_1$  là hệ số hồi quy đại diện cho thành phần xử lý đặt lệnh  $\pi$ .

Có hai điểm khác biệt giữa phương trình (3.17) và (3.15). Thứ nhất, giá đặt mua của cổ phiếu đại diện cho giá trị cơ sở của cổ phiếu trong mô hình GKN được mô hình KO thay thế bằng giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán của cổ phiếu. Thứ hai,  $\bar{S}_{qi}^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T S_{qit}^2$  (với  $S_{qit}$  là chênh lệch yết giá của cổ phiếu thay đổi theo thời gian) là đại lượng được thay thế cho chênh lệch yết giá thay đổi. Mô hình KO sử dụng phương trình hồi quy (3.17) để ước lượng hệ số  $\beta_1 = \pi$  là thành phần chi phí xử lý đặt lệnh. Do đó, ASC trung bình của các cổ phiếu trong mẫu nghiên cứu được tính bằng  $1 - \beta_1$ .

Tiếp đến, Kim và Ogden (1996) đề xuất một công thức thuận tiện để ước lượng ASC tiệm cận cho mỗi cổ phiếu trong mô hình KO. Theo đó,  $ASC_{i,KO}$  cho mỗi cổ phiếu  $i$  áp dụng mô hình KO được thể hiện qua công thức sau đây:

$$ASC_{i,KO} = 1 - \frac{2\sqrt{-Cov(RD_{TM,it}, RD_{TM,it-1})}}{\sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T S_{qit}^2}} \quad (3.18)$$

Các biến nghiên cứu trong phương trình hồi quy (3.17) được đo lường như sau:  $S_i^{KO} = 2\sqrt{-Cov(RD_{TM,it}, RD_{TM,it-1})}$ , trong đó:  $RD_{TM,it} = \Delta P_{it} - \Delta M_{it}$  là sai lệch giữa thay đổi giá đóng cửa cuối ngày ( $\Delta P_{it}$ ) và thay đổi giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán của cổ phiếu ( $\Delta M_{it}$ );  $S_{qi}$  là khoảng chênh lệch yết giá của cổ phiếu.

Bảng 3.1 dưới đây sẽ trình bày tóm tắt lại các mô hình sử dụng, phương trình ước lượng và công thức đo lường chi tiết thành phần lựa chọn ngược.

**Bảng 3.1. Các mô hình đo lường thông tin bất cân xứng được sử dụng**

Mô hình đo lường	Phương trình ước lượng	ASC đối với mẫu nghiên cứu	ASC đối với mỗi cổ phiếu $i$
1. Glosten và Harris (1988) Mô hình GH	$\Delta P_t = c_0 \Delta Q_t + c_1 \Delta(Q_t V_t) + z_0 Q_t + z_1 Q_t V_t + \varepsilon_t$	$\frac{2(z_0 + z_1 \bar{V})}{2(c_0 + c_1 \bar{V}) + 2(z_0 + z_1 \bar{V})}$	$\frac{2(z_{0i} + z_{1i} \bar{V}_i)}{2(c_{0i} + c_{1i} \bar{V}_i) + 2(z_{0i} + z_{1i} \bar{V}_i)}$
2. George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo Mô hình GKN theo biến chỉ báo	$2RD_t = a_0 + a_1 (S_q)[Q_t - Q_{t-1}] + \varepsilon_t$	$1 - a_1$	$1 - \frac{\sum_{t=1}^T (x_{it} - \bar{x})(y_{it} - \bar{y})}{\sum_{t=1}^T (x_{it} - \bar{x})^2}$ (a)
3. George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai Mô hình GKN theo hiệp phương sai	$S_i^* = b_0 + b_1 S_{qi} + \varepsilon_i$	$1 - b_1$	$1 - \frac{2\sqrt{-Cov(RD_{TM,it}, RD_{TM,it-1})}}{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T S_{qit}^2}$ (b)
4. Kim và Ogden (1996) Mô hình KO	$S_i^{**} = \beta_0 + \beta_1 \sqrt{S_{qi}^2} + \varepsilon_i$	$1 - \beta_1$	$1 - \frac{2\sqrt{-Cov(RD_{TM,it}, RD_{TM,it-1})}}{\sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T S_{qit}^2}}$ (c)

Ghi chú: (a)  $x_{it} = (S_{qi})[Q_{it} - Q_{it-1}]$ ,  $y_{it} = 2RD_{TM,it}$ ; (b) Jones và ctg (1994), Kim và Ogden (1996) đề xuất; (c) Kim và Ogden (1996) đề xuất.

Nguồn: Glosten và Harris (1988); George, Kaul và Nimalendran (1991); Jones và ctg (1994); Kim và Ogden (1996)

### 3.2 Lựa chọn mô hình đo lường thông tin bất cân xứng phù hợp

Trước tiên, dựa trên kết quả đo lường TTBCX đối với mỗi cổ phiếu, mô hình ước lượng mà có số quan sát bị loại ra (không thỏa điều kiện  $0 < ASC < 1$  và các hệ số hồi quy không có ý nghĩa thống kê) không đáng kể và giá trị ước lượng ASC trung bình đối với mỗi cổ phiếu có mức sai lệch thấp so với giá trị ước lượng ASC trung bình đối với mẫu nghiên cứu là cơ sở ban đầu để chỉ ra mô hình ước lượng phù hợp.

Tiếp đến, nghiên cứu thực hiện ước lượng và kiểm định mức độ tương quan giữa các ASC đối với mỗi cổ phiếu được đo lường theo các mô hình khác nhau tương tự như cách thức của Van Ness và ctg (2001), De Winne và Majois (2003), Lamoureux và Wang (2015) với mục đích kiểm tra mức độ tương đồng giữa các mô hình với nhau. Sau đó nghiên cứu ước lượng mức độ tương quan giữa các ASC được đo lường theo các mô hình khác nhau và các yếu tố xác định TTBCX bao gồm: tính thanh khoản của cổ phiếu, tỷ lệ nợ, và cơ hội tăng trưởng với mục đích kiểm tra mô hình nào sẽ có kết quả ước lượng ASC phù hợp với lý thuyết kinh tế và các kết quả nghiên cứu thực nghiệm liên quan. Các yếu tố xác định này được chọn vì đây là những tín hiệu có khả năng ảnh hưởng đáng kể đến TTBCX và ít gây nhiễu, với kỳ vọng ASC sẽ tương quan âm với tính thanh khoản của cổ phiếu (Acker và ctg, 2002; Draper và Paudyal, 2008), tương quan âm tỷ lệ nợ (Ross, 1977; Jensen, 1986; Degryse và Jong, 2006), và tương quan dương với cơ hội tăng trưởng (Krishnaswami và ctg, 1999; Hegde và McDermott, 2004; Fosu và ctg, 2016).

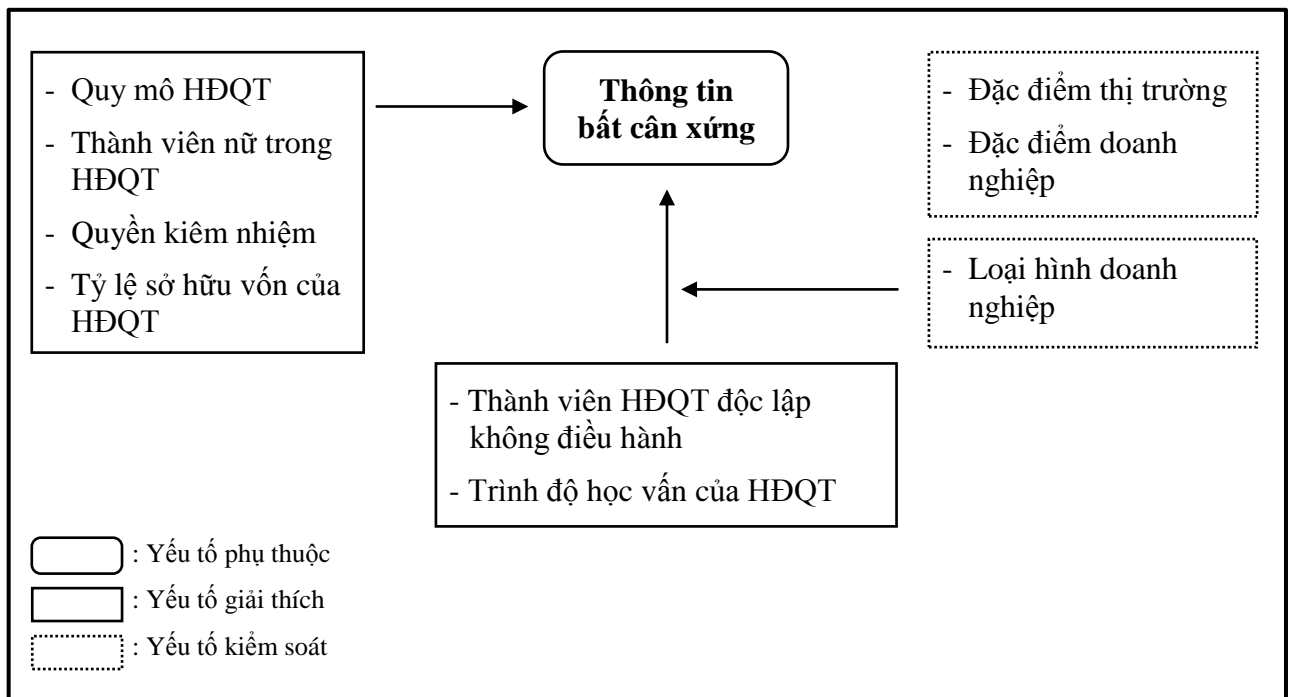
Sau cùng, nghiên cứu kiểm định mức thay đổi TTBCX trước và sau giai đoạn thay đổi biên độ dao động giá giao dịch cổ phiếu. Anshuman và Subrahmanyam (1999) đã chỉ ra, mở rộng biên độ dao động giá giao dịch làm tăng thành phần lựa chọn ngược đối với giao dịch cổ phiếu, do đó có khả năng làm tăng tính bất ổn của thị trường chứng khoán (Berkman và Lee, 2002). Ngoài ra, những cổ phiếu có giá dao động kịch trần biên độ dao động sẽ có mức độ TTBCX cao hơn so với cổ phiếu có giá dao động trong biên độ (Lee và Chou, 2004). Trong bối cảnh ở Việt Nam, biên độ dao động giá được điều chỉnh từ 5% lên 7% từ ngày 15/01/2013 theo Quy định số 01/2013/QĐ-SGDHCM của HOSE. Chính vì vậy nghiên cứu kỳ vọng mức độ TTBCX sẽ gia tăng sau khi biên độ dao động giá được mở rộng.

Tổng quan, nghiên cứu áp dụng bốn mô hình kinh tế lượng, bao gồm mô hình GH, mô hình GKN theo biến chỉ báo, mô hình GKN theo hiệp phương sai, và mô hình KO để ước lượng ASC đại diện cho TTBCX của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mỗi mô hình ước lượng đều được áp dụng theo hai bước. Bước thứ nhất ước lượng ASC đối với mẫu nghiên cứu và bước thứ hai ước lượng ASC đối với mỗi cổ phiếu riêng biệt. Nếu mô hình thỏa điều kiện: (i) sai số giữa giá trị trung bình của ASC đối với mỗi cổ phiếu riêng biệt và ASC đối với mẫu nghiên cứu cách biệt không quá lớn; (ii) ước lượng được nhiều cổ phiếu riêng biệt thỏa điều kiện đo lường ASC và có mức ý nghĩa đáng kể; (iii) không quá chênh lệch về tính tương đồng đo lường giữa các mô hình, hay nói cách khác ASC được đo lường ở các mô hình có mức độ tương quan cao với nhau; và (iv) kết quả ước

lượng và kiểm định mức độ tương quan giữa ASC và các yếu tố xác định TTBCX phù hợp với lý thuyết kinh tế và các nghiên cứu thực nghiệm thì đây là cơ sở lựa chọn mô hình phù hợp để ước lượng TTBCX của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

### 3.3 Khung nghiên cứu thực nghiệm

Các nghiên cứu thực nghiệm của Cai và ctg (2006), Armstrong và ctg (2014), Goh và ctg (2016), Abad và ctg (2017) đã cho thấy, các đặc điểm của Hội đồng quản trị (HĐQT) có khả năng tác động đến TTBCX. Không những vậy, sự tác động của thành viên HĐQT độc lập không điều hành và trình độ học vấn của HĐQT đến TTBCX có thể phụ thuộc vào loại hình doanh nghiệp có vốn Nhà nước nhất là trong bối cảnh thị trường đang phát triển (Barberis và ctg, 1996; Buck và ctg, 2008; Wang, 2012; Wang và ctg, 2016). Trên cơ sở khung phân tích lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan, khung nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX được xây dựng như Hình 3.1 dưới đây.



*Nguồn: Cai và ctg (2006), Armstrong và ctg (2014), Goh và ctg (2016), Abad và ctg (2017), Barberis và ctg (1996), Buck và ctg (2008), Wang (2012), Wang và ctg (2016)*

**Hình 3.1. Khung nghiên cứu thực nghiệm**

Hình 3.1 biểu thị sự tác động của đặc điểm HĐQT bao gồm: quy mô HĐQT, thành viên nữ trong HĐQT, trình độ học vấn của HĐQT, quyền kiêm nhiệm, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT, và thành viên HĐQT độc lập không điều hành đến TTBCX. Ngoài ra, tác động của thành viên HĐQT độc lập không điều hành và trình độ học vấn của HĐQT đến TTBCX có thể chịu ảnh hưởng từ loại hình doanh nghiệp, cụ thể là doanh nghiệp có vốn Nhà nước. Các

yếu tố kiểm soát như: nhóm yếu tố đặc điểm thị trường gồm: thanh khoản cổ phiếu, biến động giá cổ phiếu, cơ hội tăng trưởng, giai đoạn điều chỉnh biên độ dao động giá; và nhóm yếu tố đặc điểm doanh nghiệp gồm: tỷ lệ nợ vay, quy mô hoạt động, ngành hoạt động cũng được xem xét.

### **3.4 Giả thuyết nghiên cứu**

Dựa trên các nghiên cứu định lượng, lý thuyết liên quan, khung nghiên cứu thực nghiệm và bối cảnh ở Việt Nam, giả thuyết nghiên cứu về mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX được xây dựng như sau.

#### **3.4.1 Quy mô Hội đồng quản trị**

Theo lý thuyết ràng buộc các nguồn lực, công ty có quy mô HĐQT lớn có nhiều ưu điểm hơn so với công ty có quy mô HĐQT nhỏ. Cụ thể, công ty có nhiều thành viên HĐQT sẽ thu nhận được nhiều thông tin hơn, và các nhà điều hành sẽ nhận được những tư vấn và định hướng tốt hơn từ các thành viên trong HĐQT (Pfeffer và Salancik, 1978; Dalton và ctg, 1999; Hillman và ctg, 2009). Không những vậy, một số nghiên cứu đã chỉ ra, công ty có nhiều thành viên HĐQT có khả năng hạn chế được TTBCX giữa các cổ đông bên ngoài và các nhà quản lý bên trong công ty (Cai và ctg, 2006; Goh và ctg, 2016).

Trái ngược với quan điểm trên, theo lý thuyết người đại diện, quá nhiều thành viên trong HĐQT sẽ phát sinh nhiều bất lợi cho công ty như bất lợi về đồng thuận khi ra quyết định, bất lợi về trao đổi thông tin, và bất lợi do tính ỷ lại. Theo Lipton và Lorsch (1992), Jensen (1993), và Beasley (1996), công ty có quy mô HĐQT nhỏ hơn sẽ thực hiện các chức năng quản trị công ty hiệu quả hơn và có trách nhiệm đối với cổ đông cao hơn.

Mặc dù tồn tại hai quan điểm trái ngược về mối quan hệ giữa quy mô HĐQT và TTBCX, nhưng Florackis (2008) đã chỉ ra, công ty có quy mô HĐQT lớn làm gia tăng chi phí đại diện của các công ty niêm yết ở Anh. Hơn nữa, nghiên cứu của OECD (2015) cũng đã khuyến nghị, để HĐQT có thể hoạt động hiệu quả và tăng cường trách nhiệm của HĐQT, bên cạnh các thông lệ tốt, HĐQT phải hạn chế số lượng thành viên tham gia. Kinh nghiệm cho thấy, HĐQT ít thành viên hơn cho phép thảo luận chiến lược tốt hơn và ít khả năng trở thành nơi chỉ hoạt động theo hình thức. Chính vì vậy, nghiên cứu đặt giả thuyết như sau:

**H<sub>1</sub>:** Quy mô HĐQT tác động cùng chiều đến TTBCX.

#### **3.4.2 Thành viên Hội đồng quản trị độc lập không điều hành**

Thành viên HĐQT độc lập bên ngoài công ty đại diện cho cổ đông tốt hơn và có khả năng giám sát các nhà quản lý hiệu quả hơn so với các thành viên HĐQT tham gia điều hành



(Fama và Jensen, 1983; Weisbach, 1988). Hơn nữa, ở những công ty có nhiều thành viên HĐQT độc lập, mức độ công bố thông tin (CBTT) ra đại chúng sẽ được công bố nhiều hơn (Chen và Jaggi, 2000) và do đó hạn chế được TTBCX giữa các nhà đầu tư bên ngoài và môi trường hoạt động bên trong của doanh nghiệp (Barakat và ctg, 2014; Armstrong và ctg, 2014; Elbadry và ctg, 2015). Chính vì vậy, nghiên cứu xây dựng giả thuyết như sau:

**H<sub>2a</sub>:** Thành viên HĐQT độc lập không điều hành tác động ngược chiều đến TTBCX.

Không phủ nhận vai trò quan trọng của các thành viên HĐQT độc lập như một cơ chế quản trị công ty hiệu quả, tuy nhiên hiệu quả hoạt động của các thành viên này còn phụ thuộc vào đặc trưng loại hình doanh nghiệp (Shleifer và Vishny, 1997), cụ thể là doanh nghiệp quốc doanh và ngoài quốc doanh. Đối với các doanh nghiệp có vốn Nhà nước, các thành viên HĐQT độc lập ít có quyền lực trong việc sa thải các giám đốc điều hành (Kato và Long, 2006). Khi muốn thu thập thông tin, họ chọn cách thức hòa nhã đối với các nhà quản lý, đặc biệt là những nhà quản lý lâu năm. Ngoài ra, có khả năng các thành viên HĐQT độc lập được cơ quan quản lý Nhà nước bổ nhiệm vì vậy họ có thể hoạt động theo chủ trương, nhiệm vụ chính trị của Nhà nước thay vì tối đa hóa giá trị cho cổ đông và các bên liên quan (Xu và Wang, 1999). Theo lý thuyết người đại diện, ở các công ty quốc doanh do tiềm ẩn lớn về rủi ro đạo đức (Buck và ctg, 2008) và vấn đề lựa chọn ngược (Barberis và ctg, 1996), các thành viên HĐQT độc lập không điều hành hoạt động kém hiệu quả hơn so với các công ty ngoài quốc doanh. Chính vì vậy nghiên cứu xây dựng giả thuyết như sau:

**H<sub>2b</sub>:** Thành viên HĐQT độc lập không điều hành tác động đến TTBCX phụ thuộc vào loại hình doanh nghiệp có vốn Nhà nước.

### **3.4.3 Thành viên nữ trong Hội đồng quản trị**

Tồn tại một số quan điểm không ủng hộ sự hiện diện của nữ giới trong HĐQT, bởi vì các thành viên HĐQT nữ ảnh hưởng không hiệu quả đến tính minh bạch và chất lượng thông tin tài chính của doanh nghiệp, cũng như các hoạt động QTCT. Cụ thể, đa dạng nữ giới trong HĐQT có thể dẫn đến quá nhiều lựa chọn, làm cản trở cũng như đối xử phân biệt các quyết định cấp quản lý (Alexander và ctg, 1995; Blau, 1977); làm tăng xung đột giữa các cấp quản lý (Richard và ctg, 2004); và giảm sự mạch lạc trong công việc (Jackson và ctg, 2003).

Tuy nhiên, lý thuyết người đại diện, lý thuyết kinh tế học thông tin và nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã thừa nhận sự hiện diện của nữ giới trong HĐQT cải thiện đáng kể hiệu quả hoạt động quan hệ cổ đông của công ty (Joy, 2008); gia tăng mức độ CBTT cả về chất và lượng (Nalikka, 2009; Gulzar và Wang, 2011; Qi và Tian, 2012); và hạn chế TTBCX giữa

các nhà quản lý bên trong công ty và các cổ đông bên ngoài (Abad và ctg, 2017). Bởi vì, điểm nổi bật của nữ giới đó là không tự tin thái quá (Lundeberg và ctg, 1994), áp dụng chuẩn mực đạo đức để ra quyết định (Pan và Sparks, 2012), và cân nhắc mức độ rủi ro hiệu quả hơn khi so với nam giới (Powell và Ansic, 1997; Byrnes và ctg, 1999). Chính vì vậy giả thuyết nghiên cứu được đặt ra như sau:

**H<sub>3</sub>:** Thành viên nữ trong HĐQT tác động ngược chiều đến TTBCX.

#### 3.4.4 Trình độ học vấn của Hội đồng quản trị

Mặc dù tồn tại một số nghiên cứu như nghiên cứu của Haniffa và Cooke (2002), Cai và ctg (2006) chưa tìm được mối quan hệ giữa trình độ học vấn của HĐQT và TTBCX, nhưng các nhà quản lý có trình độ học vấn cao, được đào tạo bài bản và chuyên sâu sẽ có khuynh hướng CBTT nhiều hơn ra bên ngoài (Ahmed và Nicholls, 1994), góp phần gia tăng tính kịp thời và độ tin cậy của thông tin báo cáo tài chính (Yunos, 2012), do đó hạn chế được TTBCX của công ty (Chemmanur và ctg, 2009).

Hơn nữa, trình độ học vấn của HĐQT góp phần gia tăng tính hiệu quả trong các hoạt động của HĐQT (Jalbert và ctg, 2002). Các tác giả Chemmanur và ctg (2009), Lewis và ctg (2014) đã chỉ ra thành viên HĐQT có trình độ học vấn cao có trách nhiệm với việc CBTT hơn. Mặt khác nghiên cứu của Elbadry và ctg (2015) đã cho thấy, thành viên HĐQT hiểu biết chuyên sâu về tài chính làm gia tăng tính thanh khoản cổ phiếu. Chính vì vậy, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra như sau:

**H<sub>4a</sub>:** Trình độ học vấn của HĐQT tác động ngược chiều đến TTBCX.

Thành viên HĐQT có trình độ học vấn cao được xem là một nguồn lực quan trọng cho công ty, tuy nhiên nguồn lực này có thể chịu ảnh hưởng từ loại hình doanh nghiệp (OECD, 2018). Nghiên cứu của Wang và ctg (2016) đã chỉ ra, mức độ hoạt động chuyên nghiệp của các thành viên HĐQT ở công ty có vốn Nhà nước thường không hiệu quả. Mặc dù họ có hiểu biết chuyên sâu nhưng không nhận đủ thông tin quan trọng từ các nhà điều hành để ra các quyết định cần thiết, từ đó giảm đi hiệu quả hoạt động giám sát (Wang, 2012).

Không những vậy, bên cạnh mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận và giá trị cho cổ đông, thành viên HĐQT ở công ty có vốn Nhà nước phải đáp ứng các nhiệm vụ khác như nhiệm vụ chính trị và nhiệm vụ bảo toàn vốn Nhà nước (Huang và Yu, 2006). Từ đó, có thể nhận thấy rào cản của các thành viên HĐQT ở công ty có vốn Nhà nước đó là: thiếu thông tin, không đủ quyền hạn trong việc giám sát các nhà điều hành, trách nhiệm được giao không rõ ràng và nghĩa vụ pháp lý ít hơn, đặc biệt là những thành viên HĐQT do Nhà nước đề cử. Chính

vì vậy các thành viên HĐQT ở công ty có vốn Nhà nước đã không thể hiện được những hiểu biết và tính chuyên gia trong hoạt động vì lợi ích cao nhất của công ty và đối xử bình đẳng với các cổ đông. Chính vì vậy giả thuyết được đặt ra như sau:

**H<sub>4b</sub>:** Trình độ học vấn của HĐQT tác động đến TTBCX phụ thuộc vào loại hình doanh nghiệp có vốn Nhà nước.

### 3.4.5 Quyền kiêm nhiệm

Cấu trúc quyền kiêm nhiệm, chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm chức danh tổng giám đốc điều hành, có thể ảnh hưởng đến tính độc lập của HĐQT. Do đó, tách bạch quyền kiêm nhiệm sẽ hạn chế tập trung quá nhiều quyền lực vào một cá nhân, hạn chế lạm quyền và tự ý ra quyết định, góp phần giám sát hiệu quả chức năng quản trị (Jensen và Meckling, 1976). Ngoài ra, việc tách bạch chức danh chủ tịch HĐQT với tổng giám đốc sẽ hữu ích trong việc giám sát hiệu quả quản trị, gia tăng chất lượng CBTT, và hạn chế TTBCX (Forker, 1992; Gul và Leung, 2004).

Theo lý thuyết người đại diện và những thông lệ tốt về QTCT, quyền kiêm nhiệm nên được tách bạch để duy trì khả năng hoạt động độc lập của HĐQT, gia tăng chức năng giám sát các nhà điều hành, và hạn chế TTBCX (Li và ctg, 2008). Các nghiên cứu của Ho và Wong (2001), Gul và Leung (2004), Donnelly và Mulcahy (2008) đã cho thấy, công ty sử dụng cấu trúc quyền kiêm nhiệm sẽ làm giảm chất lượng CBTT. Do đó giả thuyết nghiên cứu được đặt ra như sau:

**H<sub>5</sub>:** Quyền kiêm nhiệm tác động cùng chiều đến TTBCX.

### 3.4.6 Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của Hội đồng quản trị

Có hai quan điểm trái ngược về mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX. Theo quan điểm “cùng lợi ích”, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT có thể hạn chế được TTBCX (Becker-Blease và Irani, 2008). Trong khi theo quan điểm “không cùng lợi ích”, gia tăng tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT làm gia tăng rủi ro thông tin của doanh nghiệp (Elbadry và ctg, 2015). Trên góc độ lý thuyết người đại diện, gắn lợi ích giữa cổ đông và HĐQT thông qua tỷ lệ sở hữu vốn sẽ giúp HĐQT hoạt động hiệu quả hơn trong việc giải quyết vấn đề người đại diện (Jensen và Meckling, 1976). Hơn nữa, tỷ lệ sở hữu vốn được xem là một cơ chế kích lệ của QTCT mà cơ chế này sẽ ràng buộc và hướng các nhà quản lý theo đuổi lợi ích chung của cổ đông, và làm giảm chi phí thông tin của doanh nghiệp hiệu quả hơn (Becker-Blease và Irani, 2008; Barakat và ctg, 2014). Chính vì vậy, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra như sau:

**H<sub>6a</sub>:** Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT tác động ngược chiều đến TTBCX.

Bên cạnh sự tác động tuyến tính của tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT đến TTBCX hiện hữu sự tác động phi tuyến. Nguyên nhân do ở mức tỷ lệ sở hữu vốn thấp, quyền hạn hay những kích lệ không đủ lớn so với trách nhiệm mà các thành viên HĐQT phải đảm trách dẫn đến khả năng giám sát của HĐQT không hiệu quả (Gedajlovic và Shapiro, 1998). Ngoài ra, nghiên cứu của Han và ctg (2014) đã cho thấy, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT trong phạm vi từ 5% đến 25% làm giảm đáng kể TTBCX, trong khi ở mức tỷ lệ khác, mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX không được tìm thấy. Các kết quả nghiên cứu cho thấy, tồn tại một cấu trúc tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT có khả năng ảnh hưởng đến TTBCX. Chính vì vậy giả thuyết nghiên cứu được đặt ra như sau:

**H<sub>6b</sub>:** Tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX.

### 3.5 Phương pháp nghiên cứu

Phương pháp định lượng được sử dụng để đo lường mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Dưới đây là phần trình bày cách thức thực hiện nghiên cứu, bao gồm: phương pháp chọn mẫu, phương pháp đo lường các biến nghiên cứu, và phương pháp phân tích dữ liệu.

#### 3.5.1 Phương pháp chọn mẫu nghiên cứu

Phần này sẽ trình bày cách thức chọn mẫu nghiên cứu bao gồm: cách thức lựa chọn Sở Giao dịch niêm yết, cách thức lựa chọn giai đoạn nghiên cứu, cách thức lựa chọn ngành nghề của các công ty niêm yết, và cách thức lựa chọn cỡ mẫu nghiên cứu.

##### 3.5.1.1 Lựa chọn Sở Giao dịch Chứng khoán

Hiện tại có hai Sở Giao dịch Chứng khoán ở Việt Nam, bao gồm: Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX). Điểm khác biệt chính ở hai Sở Giao dịch này đó là quy định về niêm yết cổ phiếu và biên độ dao động giá giao dịch.

Về niêm yết, trước tiên công ty muốn niêm yết trên HOSE phải có vốn điều lệ tối thiểu 120 tỷ (tương ứng 30 tỷ trên HNX), số năm hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần không dưới 2 năm (tương ứng 1 năm trên HNX). Ngoài ra, niêm yết trên HOSE yêu cầu công ty phải có lợi nhuận trong 2 năm liền trước và công khai các khoản nợ đối với người có liên quan trong ban điều hành, trong khi không có quy định tương ứng này trên HNX. Sau cùng, công ty niêm yết trên HOSE chịu sự giám sát từ cổ đông bên ngoài nhiều hơn so với công ty niêm yết trên HNX.

Về biên độ dao động giá giao dịch, biên độ dao động giá ở HOSE luôn nhỏ hơn so với biên độ dao động giá ở HNX (5% so với 7% từ ngày 18/8/2008 đến ngày 14/01/2013 và 7% so với 10% kể từ ngày 15/05/2013). Số liệu này cho thấy, biến động giá cổ phiếu ở HOSE có khả năng ít nghiêm trọng hơn so với biến động giá ở HNX. Bảng 3.2 dưới đây mô tả điểm khác biệt giữa hai Sở Giao dịch Chứng khoán ở Việt Nam.

**Bảng 3.2. Khác biệt giữa các công ty niêm yết trên HOSE và HNX**

<b>Đặc điểm</b>	<b>Niêm yết trên HOSE</b>	<b>Niêm yết trên HNX</b>
<b>1. Điều kiện niêm yết <sup>(a)</sup></b>		
• Vốn điều lệ	≥ 120 tỷ	≥ 30 tỷ
• Số năm hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần	≥ 2 năm	≥ 1 năm
• Hoạt động kinh doanh	02 năm liền trước có lãi	Không quy định thời hạn này
• Công khai	Các khoản nợ đối với thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, Ban Giám đốc, Kế toán trưởng, cổ đông lớn và những người có liên quan	Không quy định công khai các khoản nợ
• Yêu cầu về cổ đông	≥ 300 cổ đông không phải là cổ đông lớn nắm giữ ít nhất 20% số cổ phiếu có quyền biểu quyết	≥ 100 cổ đông không phải là cổ đông lớn nắm giữ ít nhất 15% số cổ phiếu có quyền biểu quyết
<b>2. Biên độ dao động giá</b>		
• Từ ngày 18/8/2008 đến ngày 14/01/2013 <sup>(b)</sup>	5%	7%
• Kể từ ngày 15/01/2013 <sup>(c)</sup>	7%	10%

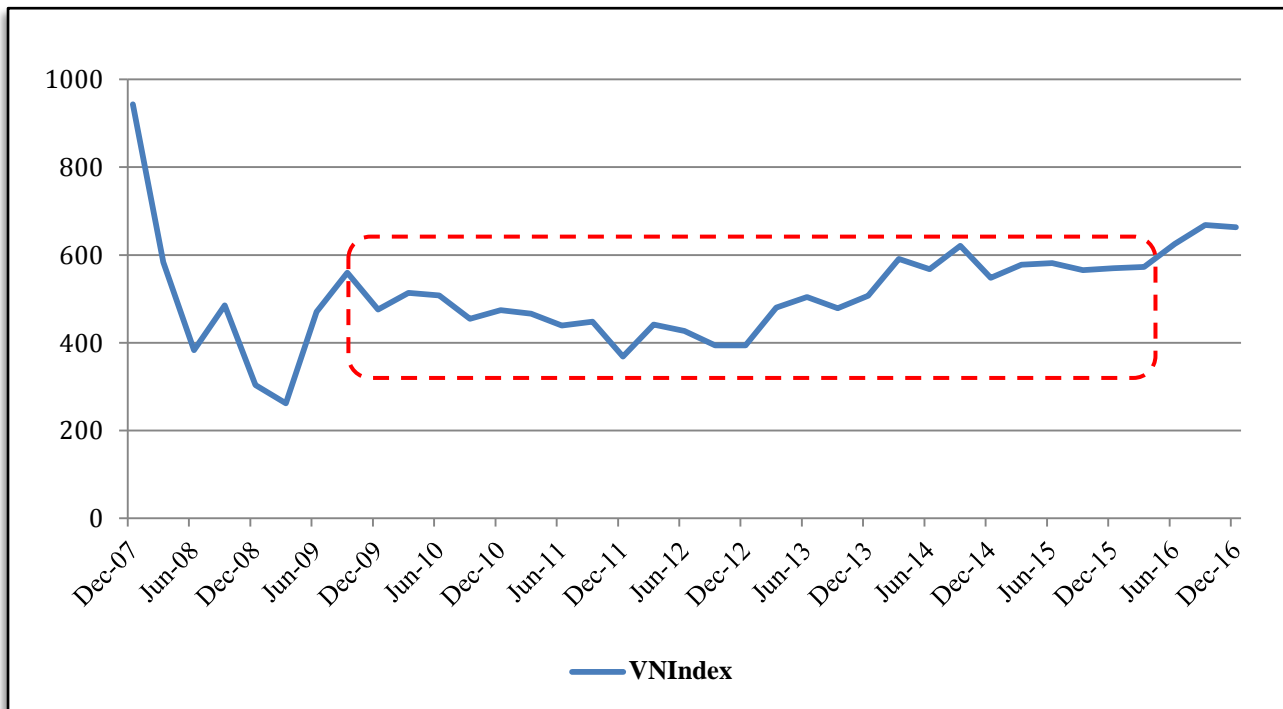
Ghi chú: <sup>(a)</sup> Nghị định số 58/2012/NĐ-CP ban hành ngày 20/7/2012; <sup>(b)</sup> Công văn số 1650/UBCK-PTTT ban hành ngày 14/08/2008; <sup>(c)</sup> Công văn số 04/UBCK-PTTT ban hành ngày 09/01/2013.

Có thể nhận thấy, các công ty niêm yết trên HOSE phải tuân thủ những quy định về niêm yết khắt khe hơn góp phần hạn chế mức độ rủi ro về hoạt động kinh doanh hơn, đồng thời có biên độ dao động giá thấp hơn góp phần hạn chế khả năng biến động giá cổ phiếu hơn khi so với các công ty niêm yết trên HNX. Chính vì vậy nghiên cứu chọn các công ty niêm yết trên HOSE để thu thập dữ liệu.

### **3.5.1.2 Lựa chọn giai đoạn nghiên cứu**

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập trong giai đoạn 2009-2015. Lý do chọn giai đoạn này là vì thị trường chứng khoán ít có biến động đáng kể. Cụ thể, từ tháng 12/2007 đến 3/2009, chỉ số VNIndex giảm rất mạnh, từ 943 điểm xuống còn 261 điểm. Đến đầu 4/2009, Chính phủ đã có Quyết định số 443/QĐ-TTg về gói kích cầu, hỗ trợ vay vốn với lãi suất 4%/năm, đây có thể là tín hiệu tích cực giúp chỉ số VNIndex gia tăng trở lại (tăng từ 263 điểm trong

3/2009 đến 589 điểm trong 10/2009). Tuy nhiên, trong giai đoạn này, từ tháng 10/2009 cho đến 3/2016, chỉ số VNIndex có xu hướng đi ngang, nằm trong ngưỡng kháng cự 400-600 điểm. Thay đổi chỉ số VNIndex trong giai đoạn này cho thấy mặc dù đã vượt qua giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu nhưng thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn trong giai đoạn dài để chờ đợi một tín hiệu thật sự khởi sắc. Minh chứng cho nhận định này, Hình 3.2 dưới đây mô tả chỉ số VNIndex thể hiện cho tính biến động của thị trường.



Nguồn: Dữ liệu từ HOSE

**Hình 3.2. Chỉ số VNIndex giai đoạn từ 12/2007 đến 12/2016**

Ngoài ra, nghiên cứu thu thập dữ liệu thống kê giá giao dịch và thống kê đặt lệnh của các công ty niêm yết trên HOSE trong giai đoạn quý 1 từ ngày 01/01 đến 31/03 để đo lường TTBCX và các yếu tố liên quan đến thị trường gồm: thanh khoản cổ phiếu, biến động giá cổ phiếu, cơ hội tăng trưởng. Quý 1 năm nay là thời điểm mà các công ty niêm yết CBTT về báo cáo thường niên và báo cáo tài chính kiểm toán cuối năm trước đó có liên quan đến quá trình hoạt động cả năm của công ty. Đây là thời điểm tiềm ẩn nhiều TTBCX giữa những người bên trong và bên ngoài công ty hay giữa các nhà đầu tư có và không có thông tin (Ahn và ctg, 2002; Hegde và McDermott, 2004; Bhattacharya và ctg, 2013), và là thời điểm mà các yếu tố liên quan đến thị trường sẽ phản ánh đáng kể mức độ tin cậy của thông tin được công bố. Dữ liệu liên quan đến đặc điểm HĐQT, tỷ lệ nợ, quy mô hoạt động được thu thập ở thời điểm các công ty thực hiện CBTT cuối năm. Sau cùng, các công ty niêm yết có niên độ tài chính không trùng vào thời điểm cuối năm sẽ không thuộc mẫu nghiên cứu.

### 3.5.1.3 Lựa chọn ngành nghề của các công ty niêm yết

Mẫu nghiên cứu không bao gồm các công ty niêm yết là các tổ chức tài chính như ngân hàng, bảo hiểm, công ty chứng khoán và các quỹ đầu tư. Bởi vì các tổ chức tài chính này có cơ cấu tài sản, nguồn vốn, khuôn khổ pháp lý quy định hoạt động khác biệt so với các công ty có trong mẫu nghiên cứu. Tiêu chuẩn phân ngành dựa trên chuẩn phân ngành của Cục thống kê liên bang Mỹ (U.S. Census Bureau, 2017) với bộ thông số của hệ thống phân ngành công nghiệp Bắc Mỹ (North American Industrial Classification System - NAICS). Lý do chọn chuẩn phân ngành NAICS vì đây là hệ thống được sử dụng phổ biến, đặc biệt với cách sắp xếp các ngành theo chuỗi giá trị rất hợp lý, và có sự tương đồng với Hệ thống ngành kinh tế Việt Nam 2007 được Tổng cục thống kê xây dựng.

Ngoài những công ty niêm yết là các tổ chức tài chính, những công ty thuộc diện bị cảnh báo, kiểm soát đặc biệt, buộc hủy niêm yết hoặc hủy niêm yết tự nguyện không thuộc mẫu nghiên cứu.

### 3.5.1.4 Lựa chọn cỡ mẫu nghiên cứu

Có nhiều cách thức để chọn cỡ mẫu đại diện cho tổng thể. Dựa trên kinh nghiệm của Green (1991), cỡ mẫu nghiên cứu có thể được xác định như sau:

$$n \geq 50 + 8m$$

Trong đó:  $n$  là cỡ mẫu tối thiểu và  $m$  là số biến độc lập trong mô hình. Áp dụng cách tính cỡ mẫu của Green (1991) với số biến độc lập là 6, cỡ mẫu nghiên cứu tối thiểu bằng 98 số quan sát.

Một phương pháp khác để xác định cỡ mẫu dựa trên đề xuất của Tabachnick và Fidell (2007). Theo đó, cỡ mẫu nghiên cứu được xác định như sau:

$$n \geq 104 + m$$

Trong đó:  $n$  là cỡ mẫu tối thiểu và  $m$  là số biến độc lập trong mô hình. Áp dụng theo cách tính đề xuất của Tabachnick và Fidell (2007) với số biến độc lập là 6, cỡ mẫu nghiên cứu tối thiểu bằng 110 số quan sát.

Tổng quan, nghiên cứu thực hiện thu thập dữ liệu các công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn 2009-2015 và đảm bảo có ít nhất 110 số quan sát cho mỗi năm. Ngoài ra, mẫu nghiên cứu không bao gồm các công ty là tổ chức tài chính như: ngân hàng, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán và các quỹ đầu tư, các công ty có niên độ tài chính không trùng vào thời điểm cuối năm và các công ty thuộc diện bị cảnh báo, kiểm soát đặc biệt, buộc hủy niêm yết hoặc hủy niêm yết tự nguyện.

### 3.5.2 Phương pháp đo lường biến nghiên cứu

#### 3.5.2.1 Biến phụ thuộc (Thông tin bất cân xứng)

Nghiên cứu sử dụng các mô hình đo lường thành phần lựa chọn ngược (ASC) đại diện cho TTBCX của các công ty niêm yết trên HOSE. Các mô hình này bao gồm: mô hình GH, GKN theo biến chi báo, GKN theo hiệp phương sai, và KO. Tiêu chí để chọn mô hình đo lường TTBCX phù hợp đó là: (i) sai lệch giữa giá trị trung bình của TTBCX đối với mẫu nghiên cứu và giá trị trung bình của TTBCX đối với mỗi cổ phiếu không đáng kể; (ii) số quan sát bị loại ra không đáng kể khi giá trị TTBCX riêng cho mỗi cổ phiếu không thỏa điều kiện đo lường; (iii) TTBCX ở các mô hình đo lường có mức độ tương quan cao với nhau; và (iv) kết quả ước lượng và kiểm định mức độ tương quan giữa TTBCX và các yếu tố xác định TTBCX phù hợp với lý thuyết kinh tế và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan.

#### 3.5.2.2 Biến giải thích

Biến giải thích mô tả đặc điểm của HĐQT được thể hiện qua: quy mô HĐQT, thành viên HĐQT độc lập không điều hành, thành viên nữ trong HĐQT, trình độ học vấn của HĐQT, quyền kiêm nhiệm, và tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT. Các biến giải thích được đo lường chi tiết như sau.

- ***Quy mô Hội đồng quản trị (BoardSize)***

Quy mô HĐQT là một đặc điểm của HĐQT bao hàm các chức năng giám sát, tư vấn, và định hướng chiến lược cấp công ty (Hermalin và Weisbach, 1988; Coles và ctg, 2008). Theo thông lệ tốt về QTCT, HĐQT cần duy trì một quy mô cân đối để đảm bảo các thành viên HĐQT thực hiện tốt các chức năng và nhiệm vụ được giao. Tương tự như cách đo lường của Cai và ctg (2006), Armstrong và ctg (2014), Goh và ctg (2016), quy mô HĐQT được đo lường bằng tổng số các thành viên có trong HĐQT.

- ***Thành viên Hội đồng quản trị độc lập không điều hành (Outd)***

Thành viên HĐQT độc lập không điều hành giữ vai trò quan trọng trong việc gia tăng khả năng hoạt động độc lập cho HĐQT. Lý thuyết QTCT và các văn bản pháp quy phân biệt rõ khái niệm giữa thành viên HĐQT độc lập và thành viên HĐQT không điều hành. Mặc dù có sự phân biệt giữa hai khái niệm nhưng Chen và Jaggi (2000), Eng và Mak (2003), Gul và Leung (2004) đo lường đại lượng này bằng cách đếm số lượng các thành viên HĐQT bên ngoài không điều hành với mục đích đơn giản hóa trong nghiên cứu. Tương tự cách đo lường của các tác giả vừa đề cập, thành viên HĐQT độc lập không điều hành được đo lường



bằng cách tính tỷ lệ các thành viên HĐQT bên ngoài và không tham gia điều hành công ty có trong HĐQT.

- ***Thành viên nữ trong Hội đồng quản trị (Gender)***

Thành viên HĐQT nữ góp phần gia tăng tính đa dạng trong HĐQT. Theo Daily và ctg (1999), một công ty hoạt động hiệu quả nên có thành viên nữ trong HĐQT. Bởi vì khi so với nam giới, thành viên nữ không tự tin thái quá (Lundeberg và ctg, 1994), cân nhắc mức độ rủi ro hiệu quả (Powell và Ansic, 1997; Byrnes và ctg, 1999), và áp dụng các chuẩn mực đạo đức để ra quyết định (Pan và Sparks, 2012). Đo lường sự hiện diện của các thành viên nữ trong HĐQT tương tự như cách đo lường của Elbadry và ctg (2015), Abad và ctg (2017) bằng cách tính tỷ lệ các thành viên nữ có trong HĐQT.

- ***Trình độ học vấn của Hội đồng quản trị (Edu)***

Thành viên HĐQT có trình độ học vấn cao, được đào tạo bài bản, và hiểu biết chuyên sâu có khuynh hướng CBTT ra đại chúng nhiều hơn (Ahmed và Nicholls, 1994), do đó có thể hạn chế được TTBCX giữa các nhà đầu tư bên ngoài và các nhà điều hành bên trong doanh nghiệp (Chemmanur và ctg, 2009). Tương tự như cách đo lường của Chemmanur và ctg (2009), Lewis và ctg (2014), trình độ học vấn của HĐQT được đo lường bằng cách tính tỷ lệ các thành viên HĐQT có bằng cấp Sau Đại học có trong HĐQT.

- ***Quyền kiêm nhiệm (Dual)***

Một khía cạnh khác góp phần gia tăng khả năng hoạt động độc lập của HĐQT đó là tách bạch quyền kiêm nhiệm giữa chức vụ chủ tịch HĐQT và tổng giám đốc điều hành (Jensen và Meckling, 1976). Tương tự như cách đo lường của Cai và ctg (2006); Gul và Leung (2004), nghiên cứu sử dụng biến giả *Dual* để chỉ định quyền kiêm nhiệm và được đo lường như sau:

+ *Dual* = 1 nếu chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm chức danh Tổng giám đốc

+ *Dual* = 0 nếu chủ tịch HĐQT không kiêm nhiệm chức danh Tổng giám đốc

- ***Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của Hội đồng quản trị (Own)***

Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT như một cơ chế kích lệ có chức năng gắn kết lợi ích giữa cổ đông và các nhà quản lý, và hướng các nhà quản lý theo đuổi lợi ích chung của công ty (Jensen và Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989). Tương tự như cách đo lường của Barakat và ctg (2014); Abad và ctg (2017), nghiên cứu đo lường tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT bằng cách lấy tổng số cổ phiếu được sở hữu theo cá nhân của HĐQT chia cho tổng số cổ phiếu lưu hành.

### 3.5.2.3 Biến kiểm soát

Biến kiểm soát bao gồm: loại hình doanh nghiệp có vốn Nhà nước, thanh khoản cổ phiếu, biến động giá cổ phiếu, mức cơ hội tăng trưởng, tỷ lệ nợ, giai đoạn điều chỉnh biên độ dao động giá, quy mô công ty, và ngành hoạt động. Các biến kiểm soát được đo lường như sau.

- **Doanh nghiệp có vốn Nhà nước (Gov)**

Theo lý thuyết người đại diện, doanh nghiệp có vốn Nhà nước có khả năng ảnh hưởng đến TTBCX do khác biệt về lợi ích (Wei và ctg, 2005; Choi và ctg, 2010). Do đó, nghiên cứu sử dụng biến giả *Gov* chỉ định những doanh nghiệp có vốn Nhà nước làm biến kiểm soát. *Gov* được tính theo công thức sau:

- + *Gov* = 1 nếu công ty có vốn góp của Nhà nước
- + *Gov* = 0 nếu công ty không có vốn góp của Nhà nước

- **Thanh khoản của cổ phiếu (Depth)**

Nghiên cứu áp dụng cách đo lường tính thanh khoản cổ phiếu *Depth* theo Harris (1994), Frino và ctg (2013) dựa trên tổng số lượng cổ phiếu tại giá đặt mua tốt nhất và giá đặt bán tốt nhất. Yếu tố này có thể tác động đến TTBCX bởi vì nhà đầu tư có thể phản ứng lại sự thay đổi từ thông tin thị trường bằng cách điều chỉnh số lượng cổ phiếu mà họ sẵn lòng mua hoặc bán tại mức yết giá tốt nhất (Lee và ctg, 1993). Theo đó, *Depth* được tính bằng tỷ lệ của tổng số cổ phiếu tại giá đặt mua và giá đặt bán tốt nhất trên tổng số cổ phiếu lưu hành.

- **Biến động giá cổ phiếu (Volatility)**

Biến động giá cổ phiếu có mối quan hệ cùng chiều với TTBCX (Chung và ctg, 2010; Barakat và ctg, 2014) nhưng có thể là một tín hiệu nhiễu ảnh hưởng đến môi trường thông tin của doanh nghiệp (Li and Wu, 2006), không những vậy có thể ảnh hưởng ngược chiều đến TTBCX (Chordia và ctg, 2001; Narayan và ctg, 2015; Ali và ctg, 2017). Tương tự như cách đo lường của Van Ness và ctg (2001), nghiên cứu sử dụng biến động giá cổ phiếu làm biến kiểm soát, được đo lường bằng độ lệch chuẩn của giá cổ phiếu theo công thức sau:

$$Volatility = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (M_i - \bar{M})^2}$$

Trong đó: *Volatility* là biến động giá cổ phiếu; *M* là giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán cổ phiếu.

- **Mức cơ hội tăng trưởng (Opp)**

Công ty có mức cơ hội tăng trưởng cao thường tiềm ẩn nhiều rủi ro thông tin giữa các nhà đầu tư bên ngoài và nhà quản lý bên trong công ty (Hegde và McDermott, 2004; Fosu và

ctg, 2016). Nghiên cứu sử dụng biến giả *Opp* để chỉ định mức cơ hội tăng trưởng và được tính theo công thức sau:

+ *Opp* = 1 khi *TobinQ* > 1, cơ hội tăng trưởng cao

+ *Opp* = 0 khi *TobinQ* < 1, cơ hội tăng trưởng thấp

Trong đó: *TobinQ* là chỉ số đo lường cơ hội tăng trưởng của công ty được xác định tương tự như cách đo lường của Adam và Goyal (2008). Theo đó chỉ số *TobinQ* được đo lường bằng tỷ lệ của tổng giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu và giá trị sổ sách của tổng nợ trên tổng tài sản.

- **Tỷ lệ nợ**

Sử dụng nợ vay có thể cải thiện chức năng giám sát các nhà quản lý (Jensen và Meckling, 1976), ngăn chặn vấn đề tự ý ra quyết định (Degryse và Jong, 2006), và minh bạch một số thông tin nội bộ của doanh nghiệp (Ross, 1977; Jensen, 1986). Bên cạnh nợ vay *Debt* được đo lường bằng tỷ lệ của nợ trên tổng tài sản và nợ vay ngân hàng *Bank* được đo lường bằng tỷ lệ của nợ ngân hàng trên tổng tài sản, nghiên cứu chủ yếu sử dụng nợ vay ngắn hạn ngân hàng *Bank\_St* được đo lường bằng tỷ lệ của nợ ngắn hạn ngân hàng trên tổng tài sản và nợ vay dài hạn ngân hàng *Bank\_Lt* được đo lường bằng tỷ lệ của nợ dài hạn ngân hàng trên tổng tài sản làm biến kiểm soát.

- **Giai đoạn điều chỉnh biên độ dao động giá (*DumYear*)**

Anshuman và Subrahmanyam (1999), Berkman và Lee (2002) đã chỉ ra việc mở rộng biên độ dao động giá có thể ảnh hưởng đến tính ổn định của thị trường. Ở Việt Nam, quy định số 01/2013/QĐ-SGDHCM điều chỉnh tăng biên độ từ 5% lên 7% kể từ ngày 15/01/2013 và động thái này có thể ảnh hưởng đến TTBCX. Nghiên cứu sử dụng biến giả *DumYear* để chỉ định giai đoạn điều chỉnh biên độ dao động giá giao dịch từ 5% tăng lên 7%. Theo đó, *DumYear* được đo lường như sau:

+ *DumYear* = 1; giai đoạn nghiên cứu với biên độ dao động giá 7%

+ *DumYear* = 0; giai đoạn nghiên cứu với biên độ dao động giá 5%

- **Quy mô hoạt động (*FirmSize*)**

Quy mô hoạt động đại diện cho mức độ phức tạp trong hoạt động của công ty. Vì vậy nghiên cứu sử dụng biến kiểm soát là quy mô hoạt động của công ty được đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản, tương tự như cách đo lường của Chung và ctg (2010), Barakat và ctg (2014), Borisava và ctg (2015).

• **Ngành hoạt động (Industry)**

Đặc điểm HĐQT nói riêng và cấu trúc QTCT nói chung có thể khác nhau ở các nhóm ngành hoạt động khác nhau (Schnake và ctg, 2006). Do đó, tương tự cách đo lường của Van Ees và ctg (2003), nghiên cứu sử dụng biến giả để chỉ định biến ngành hoạt động. Ngoài ra, theo U.S. Census Bureau (2017), cơ sở phân ngành được dựa trên chuẩn phân ngành NAICS.

Bảng 3.3 dưới đây sẽ trình bày khái quát lại các khái niệm cũng như cách thức đo lường các biến nghiên cứu.

**Bảng 3.3. Mô tả các định nghĩa và đo lường các biến nghiên cứu**

<b>Biến</b>	<b>Định nghĩa</b>	<b>Đo lường</b>	<b>Nguồn</b>
<i>ASC</i>	Thành phần lựa chọn ngược đại diện cho TTBCX	Sử dụng mô hình đo lường TTBCX phù hợp với thị trường chứng khoán Việt Nam	Kết quả đo lường TTBCX của luận án
<i>BoardSize</i>	Quy mô HĐQT	Tổng số thành viên HĐQT	Báo cáo thường niên
<i>Outd</i>	Thành viên HĐQT độc lập không điều hành	Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập không điều hành có trong HĐQT	Báo cáo thường niên
<i>Gender</i>	Thành viên HĐQT nữ	Tỷ lệ thành viên nữ có trong HĐQT	Báo cáo thường niên
<i>Edu</i>	Trình độ học vấn sau đại học	Tỷ lệ thành viên HĐQT có trình độ học vấn sau đại học	Báo cáo thường niên
<i>Dual</i>	Quyền kiêm nhiệm	$Dual = 1$ , chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm tổng giám đốc, ngược lại $Dual = 0$	Báo cáo thường niên
<i>Own</i>	Sở hữu cổ phiếu của HĐQT	Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cá nhân của các thành viên HĐQT	Báo cáo thường niên
<i>Gov</i>	Công ty có vốn Nhà nước	$Gov = 1$ , công ty có sở hữu vốn của Nhà nước, ngược lại $Gov = 0$	Báo cáo thường niên
<i>Depth</i>	Thanh khoản của cổ phiếu	Tỷ lệ của tổng số cổ phiếu tại giá đặt mua và giá đặt bán tốt nhất trên tổng số cổ phiếu lưu hành	Dữ liệu giao dịch trên HOSE
<i>Volatility</i>	Biến động giá cổ phiếu	Độ lệch chuẩn của giá cổ phiếu	Dữ liệu giao dịch trên HOSE
<i>Opp</i>	Mức cơ hội tăng trưởng	$Opp = 1$ khi $TobinQ > 1$ , cơ hội tăng trưởng cao $Opp = 0$ khi $TobinQ < 1$ , cơ hội tăng trưởng thấp Với: $TobinQ = [\text{Thị giá của vốn chủ sở hữu} + \text{Tổng nợ}] / \text{Tổng tài sản}$	Dữ liệu giao dịch trên HOSE Báo cáo thường niên
<i>Debt</i>	Nợ vay	Tổng nợ / Tổng tài sản	Báo cáo thường niên
<i>Bank</i>	Nợ vay ngân hàng	Nợ ngân hàng / Tổng tài sản	Báo cáo thường niên
<i>Bank_St</i>	Nợ vay ngắn hạn ngân hàng	Nợ ngắn hạn ngân hàng / Tổng tài sản	Báo cáo thường niên
<i>Bank_Lt</i>	Nợ vay dài hạn ngân hàng	Nợ dài hạn ngân hàng / Tổng tài sản	Báo cáo thường niên
<i>DumYear</i>	Giai đoạn thay đổi biên độ dao động giá giao dịch từ 5% lên 7%	$DumYear = 1$ ; giai đoạn 2012-2015 với biên độ 7% $DumYear = 0$ ; giai đoạn 2009-2011 với biên độ 5%	HOSE
<i>FirmSize</i>	Quy mô hoạt động công ty	Logarit tự nhiên của Tổng tài sản	Báo cáo thường niên
<i>Industry</i>	Ảnh hưởng ngành hoạt động	Biến giả chỉ định ngành hoạt động	Vietstock

### 3.5.3 Phương pháp phân tích dữ liệu

#### 3.5.3.1 Phương trình hồi quy

Phương pháp phân tích dữ liệu được thực hiện theo các bước như sau. Trước tiên, để ước lượng mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX, nghiên cứu sử dụng phương pháp kinh tế lượng, thực hiện ước lượng hệ số hồi quy của các yếu tố đại diện cho đặc điểm của HĐQT có ảnh hưởng đến TTBCX. Trên cơ sở các nghiên cứu thực nghiệm của Cai và ctg (2006), Armstrong và ctg (2014), Goh và ctg (2016), Abad và ctg (2017); và gợi ý hướng nghiên cứu của Barberis và ctg (1996), Buck và ctg (2008), Wang (2012), Wang và ctg (2016), mô hình kinh tế lượng được xây dựng qua phương trình hồi quy như sau:

$$ASC_{it} = \beta_0 + \beta_1 BoardSize_{it} + \beta_2 Outd_{it} + \beta_3 Gender_{it} + \beta_4 Edu_{it} + \beta_5 Dual_{it} + \beta_6 Own_{it} + \sum_{j=1}^J \delta_j ControlVar_{j,it} + \varepsilon_{it} \quad (3.19)$$

Phương trình (3.19) mô tả các đặc điểm của HĐQT có khả năng ảnh hưởng đến TTBCX tương ứng theo dấu kỳ vọng; ngoài ra các biến kiểm soát cũng được thể hiện trong phương trình. Theo phương trình (3.19), biến phụ thuộc ( $ASC$ ) là TTBCX của các công ty niêm yết trên HOSE được đo lường từ mô hình tách thành phần lựa chọn ngược ra khoảng chênh lệch yết giá. Các biến giải thích gồm có *BoardSize*: quy mô HĐQT; *Outd*: tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập không điều hành; *Gender*: tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT; *Edu*: tỷ lệ thành viên HĐQT có trình độ học vấn sau đại học; *Dual*: quyền kiêm nhiệm; *Own*: tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT. Sau cùng, các biến kiểm soát (*ControlVar*) gồm có *Gov*: biến giả chỉ định công ty có vốn Nhà nước; *Depth*: tính thanh khoản của cổ phiếu; *Volatility*: biến động giá cổ phiếu; *Opp*: mức cơ hội tăng trưởng; *Bank\_St*: tỷ lệ nợ ngắn hạn ngân hàng; *Bank\_Lt*: tỷ lệ nợ dài hạn ngân hàng; *DumYear*: biến giả chỉ định giai đoạn thay đổi biên độ dao động giá từ 5% tăng lên 7%; *FirmSize*: quy mô hoạt động công ty; *Industry*: biến giả chỉ định ngành hoạt động.

Tiếp đến, với mục đích kiểm định ảnh hưởng của thành viên HĐQT độc lập không điều hành và trình độ học vấn của HĐQT đến TTBCX liệu có phụ thuộc vào loại hình doanh nghiệp (doanh nghiệp có và không có vốn Nhà nước), nghiên cứu áp dụng phương pháp của DeMaris (2004), lần lượt đưa biến tích  $Gov*Outd$  và  $Gov*Edu$  vào phương trình (3.19) để được phương trình hồi quy mới như sau:

$$\begin{aligned}
ASC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 BoardSize_{it} + \beta_2 Outd_{it} + \beta_3 Gender_{it} + \beta_4 Edu_{it} \\
& + \beta_5 Dual_{it} + \beta_6 Own_{it} + \beta_7 Gov_{it} * Outd_{it} + \sum_{j=1}^J \delta_j ControlVar_{j,it} + \mathcal{G}_{it}
\end{aligned} \tag{3.20}$$

$$\begin{aligned}
ASC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 BoardSize_{it} + \beta_2 Outd_{it} + \beta_3 Gender_{it} + \beta_4 Edu_{it} \\
& + \beta_5 Dual_{it} + \beta_6 Own_{it} + \beta_8 Gov_{it} * Edu_{it} + \sum_{j=1}^J \delta_j ControlVar_{j,it} + \zeta_{it}
\end{aligned} \tag{3.21}$$

Thực hiện ước lượng phương trình hồi quy (3.20) và (3.21), kết quả ước lượng hệ số hồi quy  $\beta_7$  của biến tích  $Gov*Outd$  và  $\beta_8$  của biến tích  $Gov*Edu$  sẽ là cơ sở để bác bỏ hay chấp nhận giả thuyết nghiên cứu. Chưa dừng lại đó, mẫu nghiên cứu sẽ được chia thành hai nhóm, nhóm thứ nhất gồm các công ty có vốn Nhà nước và nhóm còn lại gồm các công ty không có vốn Nhà nước. Phương trình hồi quy các đặc điểm HĐQT ảnh hưởng đến TTBCX sẽ được ước lượng trên hai nhóm và kết quả hồi quy sẽ cho biết chiều hướng tác động của thành viên HĐQT độc lập không điều hành và trình độ học vấn của HĐQT đến TTBCX của các công ty có và không có vốn Nhà nước.

Sau cùng, để kiểm định giả thuyết tồn tại giá trị ngưỡng của tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT đối với TTBCX hay mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX, nghiên cứu thực hiện ước lượng mô hình hồi quy ngưỡng theo phương pháp của Bai và Perron (2003) với biến phụ thuộc là TTBCX và biến ngưỡng là tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT. Phương trình hồi quy ngưỡng có dạng như sau:

$$ASC_i = \sum_{k=0}^K \alpha_k Own_i \cdot \Phi_k(Own_i, \tau) + \sum_{l=1}^L \beta_l X_{l,i} + \sum_{j=1}^J \delta_j ControlVar_{j,i} + \zeta_i \tag{3.22}$$

Trong đó:  $\tau$  là giá trị ngưỡng của  $Own$ ; giả định có  $k$  giá trị ngưỡng ( $\tau$ ) của  $Own$ , khi đó có  $k+1$  đoạn ngưỡng;  $\Phi_k(Own_i, \tau) = \Phi(\tau_k \leq Own_i < \tau_{k+1})$  là hàm chỉ báo có giá trị là 1 nếu điều kiện  $\tau_k \leq Own_i < \tau_{k+1}$  thỏa, ngược lại có giá trị 0;  $X_l$  ( $l = \overline{1, 5}$ ) là các biến giải thích có hệ số không thay đổi theo các đoạn ngưỡng  $k$  đại diện cho đặc điểm HĐQT bao gồm:  $BoardSize$ ,  $Outd$ ,  $Gender$ ,  $Edu$ , và  $Dual$ ; và  $ControlVar_j$  là các biến kiểm soát.

Hệ số hồi quy  $\alpha$ ,  $\beta$ ,  $\delta$  và các giá trị ngưỡng  $\tau$  từ phương trình (3.22) được ước lượng bằng cách cực tiểu hóa hàm  $S(\alpha, \beta, \delta, \tau)$  có dạng phương trình như sau:

$$S(\alpha, \beta, \delta, \tau) = \sum_{i=1}^n \left( ASC_i - \sum_{k=0}^K \alpha_k Own_i \cdot \Phi_k(Own_i, \tau) + \sum_{l=1}^L \beta_l X_{l,i} + \sum_{j=1}^J \delta_j ControlVar_{j,i} \right)^2$$

Sau khi ước lượng được các giá trị ngưỡng  $\tau$ , nghiên cứu kiểm tra độ mạnh của giá trị ngưỡng bằng cách áp dụng phương pháp hồi quy từng khúc (piecewise) theo đề xuất của Morck và ctg (1988), Hermalin và Weisbach (1991). Với giả định tìm được hai giá trị ngưỡng của  $Own$  ( $\tau_1$  và  $\tau_2$ ), theo đó mô hình hồi quy từng khúc được biểu thị qua phương trình hồi quy có dạng như sau:

$$ASC_{it} = \beta_0 + \beta_1 BoardSize_{it} + \beta_2 Outd_{it} + \beta_3 Gender_{it} + \beta_4 Edu_{it} + \beta_5 Dual_{it} + \sum_{s=1}^3 \lambda_s Own\_Thr_{s,it} + \sum_{j=1}^J \delta_j ControlVar_{j,it} + \omega_{it} \quad (3.23)$$

Trong đó:  $Own\_Thr_s$  ( $s = \overline{1,3}$ ) là các phân đoạn ngưỡng của  $Own$  và được xác định theo công thức dưới đây như sau:

$$Own\_Thr_{1,it} = \begin{cases} Own_{it} & \text{nếu } Own_{it} < \tau_1 \\ \tau_1 & \text{nếu } Own_{it} \geq \tau_1 \end{cases}$$

$$Own\_Thr_{2,it} = \begin{cases} 0 & \text{nếu } Own_{it} < \tau_1 \\ Own_{it} - \tau_1 & \text{nếu } \tau_1 \leq Own_{it} < \tau_2 \\ \tau_2 - \tau_1 & \text{nếu } Own_{it} \geq \tau_2 \end{cases}$$

$$Own\_Thr_{3,it} = \begin{cases} 0 & \text{nếu } Own_{it} < \tau_2 \\ Own_{it} - \tau_2 & \text{nếu } Own_{it} \geq \tau_2 \end{cases}$$

Kết quả ước lượng hệ số hồi quy  $\lambda_s$  của  $Own\_Thr_s$  sẽ là cơ sở để chấp nhận hay bác bỏ mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX.

### 3.5.3.2 Kỹ thuật hồi quy

Về kỹ thuật sử dụng phương pháp hồi quy, đối dữ liệu dạng bảng, bên cạnh các khuyết tật của mô hình như hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan của sai số, và hiện tượng đa cộng tuyến cần được khắc phục, việc lựa chọn phương pháp hồi quy gồm: sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng thông thường (Pool), mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed Effect Model - FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random Effect Model - REM) cũng cần được xem xét. Theo Wooldridge (2016), so với mô hình Pool, mô hình FEM và REM được ưa thích sử dụng do kết quả ước lượng vững và không chệch khi khắc phục được hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan của sai số, thích hợp đối với dữ liệu bảng không cân đối và hạn chế tương đối vấn đề nội sinh do thiếu biến. Cơ sở để lựa chọn FEM và REM được thực hiện qua kiểm định Hausman. Thận trọng hơn, nghiên cứu cũng thực hiện kiểm định Breusch-Pagan để lựa chọn giữa REM và Pool.

Có thể tóm tắt chương này như sau. Trước tiên luận án sử dụng bốn mô hình kinh tế lượng đo lường TTBCX của các công ty niêm yết trên HOSE. Tiếp đến, luận án xây dựng khung nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX. Dựa trên khung nghiên cứu, luận án xây dựng và phát triển các giả thuyết nghiên cứu liên quan nhằm dự đoán và nhận định sơ bộ về sự tác động của đặc điểm HĐQT đến TTBCX. Ngoài ra, luận án trình bày chi tiết các phương pháp chọn mẫu, phương pháp đo lường các biến nghiên cứu, và phương pháp phân tích dữ liệu. Sau cùng, cách thức lựa chọn mô hình hồi quy thích hợp áp dụng cho dữ liệu nghiên cứu dạng bảng cũng được trình bày cụ thể. Chương tiếp theo sẽ trình bày chi tiết kết quả nghiên cứu về đo lường TTBCX và mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX.



## CHƯƠNG 4

### KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

#### 4.1 Đo lường thông tin bất cân xứng

##### 4.1.1 Mức độ thông tin bất cân xứng

Mức độ thông tin bất cân xứng (TTBCX), đại diện qua thành phần lựa chọn ngược (ASC), được đo lường thông qua các mô hình định lượng bao gồm: mô hình Glosten và Harris (1988) (mô hình GH), mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo (mô hình GKN theo biến chỉ báo), mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai (mô hình GKN theo hiệp phương sai), và mô hình Kim và Ogden (1996) (mô hình KO). Kết quả ước lượng thành phần lựa chọn ngược được trình bày cụ thể dưới đây.

##### 4.1.1.1 Mô hình Glosten và Harris (1988)

Các kiểm định cần thiết sẽ được thực hiện bao gồm kiểm định F (mô hình Pool hay Fixed Effect Model - FEM), kiểm định Breusch-Pagan (mô hình Pool hay Random Effect Model - REM) và kiểm định Hausman (FEM hay REM) để lựa chọn mô hình hồi quy thích hợp. Ngoài ra, nghiên cứu cũng sử dụng kỹ thuật điều chỉnh sai số chuẩn để kiểm soát hiện tượng phương sai của sai số thay đổi đối với dữ liệu dạng bảng. Bảng 4.1 dưới đây trình bày kết quả hồi quy ước lượng thành phần lựa chọn ngược theo mô hình GH ( $ASC_{GH}$ ).

**Bảng 4.1. Kết quả hồi quy sử dụng mô hình GH**

Hệ số	$\Delta P_t = c_0 \Delta Q_t + c_1 \Delta(Q_t V_t) + z_0 Q_t + z_1 Q_t V_t + \varepsilon_t$						
	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
<i>const</i>	0.033 ***	0.012	0.024 ***	0.025 ***	-0.002	-0.036 ***	-0.040 ***
$c_0$	0.411 ***	0.373 ***	0.283 ***	0.257 ***	0.167 ***	0.250 ***	0.321 ***
$c_1$	-0.030 ***	-0.025 ***	-0.019 ***	-0.018 ***	-0.009 ***	-0.016 ***	-0.022 ***
$z_0$	0.200 ***	0.165 ***	0.154 ***	0.104 ***	0.138 ***	0.137 ***	-0.661 ***
$z_1$	0.022 ***	0.014 ***	0.024 ***	0.029 ***	0.021 ***	0.027 ***	0.129 ***
<b><math>ASC_{GH}</math></b>	<b>72.2%</b>	<b>63.3%</b>	<b>79.0%</b>	<b>77.9%</b>	<b>79.1%</b>	<b>78.5%</b>	<b>89.2%</b>
<i>Số quan sát</i>	9454	9239	9295	9690	9488	8680	6669
$R^2$ adj.	25.1%	22.8%	32.5%	27.4%	33.5%	18.2%	35.2%
<i>Durbin-Watson</i>	2.14	2.21	2.07	1.87	1.98	2.03	1.92
<i>F</i>	0.91	0.54	0.95	1.61 ***	1.30 ***	0.92	0.58
<i>Breusch-Pagan</i>	47.70 ***	19.16 ***	42.58 ***	73.33 ***	140.34 ***	134.34 ***	968.18 ***
<i>Hausman</i>	21.25 ***	5.81	26.65 ***	1.54	12.29 **	13.29 ***	8.96 *

\*\*\* mức ý nghĩa 1%; \*\* mức ý nghĩa 5%; \* mức ý nghĩa 10%.

Nguồn: Dữ liệu giao dịch của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

Bảng 4.1 cho thấy, các kiểm định F, Breusch-Pagan, và Hausman khuyến nghị áp dụng mô hình hồi quy REM cho năm 2014, 2012, và 2009. Trong khi các năm còn lại, mô hình hồi quy FEM sẽ được áp dụng. Kết quả hồi quy từ phương trình  $\Delta P_t = c_0 \Delta Q_t + c_1 \Delta(Q_t V_t) + z_0 Q_t + z_1 Q_t V_t + \varepsilon_t$  (trong đó:  $P$  là giá đóng cửa của cổ phiếu;  $Q$  là biến chỉ báo có giá trị +1 nếu giá đóng cửa của cổ phiếu lớn hơn giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán, ngược lại  $Q$  có giá trị -1;  $V$  là số lượng cổ phiếu được giao dịch) cho thấy, các hệ số  $c_0$ ,  $c_1$ ,  $z_0$  và  $z_1$  đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% ở các năm và phù hợp với lý thuyết liên quan đến thành phần chi phí tích trữ và lựa chọn ngược. Tham chiếu các hệ số hồi quy được ước lượng,  $ASC_{GH}$  đối với mẫu nghiên cứu qua các năm trong Bảng 4.1 được tính theo công thức:  $2(z_0 + z_1 \bar{V}) / [2(c_0 + c_1 \bar{V}) + 2(z_0 + z_1 \bar{V})]$  với  $\bar{V}$  là khối lượng cổ phiếu giao dịch trung bình. Giá trị  $ASC_{GH}$  đối với mẫu nghiên cứu ở các năm thuộc khoảng (63.3% ; 89.2%) và thỏa mãn điều kiện  $0 < ASC_{GH} < 1$ . Trong đó  $ASC_{GH}$  đạt giá trị cao nhất ở năm 2009 (89.2%), giá trị cao thứ hai ở năm 2011 (79.1%), và giá trị thấp nhất ở năm 2014 (63.3%).

#### 4.1.1.2 Mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo

Nghiên cứu cũng thực hiện các kiểm định như: kiểm định F, kiểm định Breusch-Pagan và kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình hồi quy thích hợp. Đồng thời, hiện tượng phương sai thay đổi cũng được kiểm soát bằng cách sử dụng kỹ thuật điều chỉnh sai số chuẩn đối với dữ liệu dạng bảng. Bảng 4.2 dưới đây trình bày kết quả hồi quy ước lượng  $ASC_{GKN_1}$ , thành phần lựa chọn ngược sử dụng mô hình GKN theo biến chỉ báo.

**Bảng 4.2. Kết quả hồi quy sử dụng mô hình GKN theo biến chỉ báo**

Hệ số	$2RD_{TM,it} = a_0 + a_1 (S_{qit})[Q_{it} - Q_{it-1}] + \varepsilon_{it}$						
	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
$a_0$	0.020	0.024	0.019	0.017	0.021*	0.024	0.005
$a_1$	0.287***	0.283***	0.245***	0.301***	0.433***	0.382***	0.412***
$ASC_{GKN_1}$	<b>71.3%</b>	<b>71.7%</b>	<b>75.5%</b>	<b>69.9%</b>	<b>56.7%</b>	<b>61.8%</b>	<b>58.8%</b>
Số quan sát	9454	9239	9295	9690	9488	8680	6669
$R^2$ adj.	51.2%	45.7%	49.2%	51.5%	58.3%	54.5%	60.7%
Durbin-Watson	2.99	2.99	2.96	2.89	2.88	2.83	2.86
F	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.02	0.01
Breusch-Pagan	186.95***	81.70***	286.90***	305.87***	1,039***	1,094***	5,596***
Hausman	0.10	1.09	0.80	1.44	1.69	0.86	0.04

\*\*\* mức ý nghĩa 1%; \*\* mức ý nghĩa 5%; \* mức ý nghĩa 10%.

Nguồn: Dữ liệu giao dịch của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

Giá trị kiểm định Breusch-Pagan ở Bảng 4.2 đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% trong khi kiểm định Hausman đều không có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10% ở tất

cả các năm. Kết quả này cho thấy mô hình REM sẽ được sử dụng để hồi quy phương trình  $2RD_{TM,it} = a_0 + a_1(S_{qit})[Q_{it} - Q_{it-1}] + \varepsilon_{it}$ , với  $RD_{TM}$  là chênh lệch giữa mức thay đổi giá đóng cửa và mức thay đổi giá trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán cổ phiếu;  $Q$  là biến chỉ báo có giá trị +1 nếu giá đóng cửa lớn hơn giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán, ngược lại  $Q$  có giá trị -1;  $S_q$  là khoảng chênh lệch yết giá. Kết quả hồi quy ở Bảng 4.2 cho thấy hệ số  $a_1$  luôn có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% ở tất cả các giai đoạn công bố thông tin cuối năm. Từ kết quả ước lượng hệ số  $a_1$ , thành phần lựa chọn ngược sử dụng mô hình GKN theo biến chỉ báo,  $ASC_{GKN_1} = 1 - a_1$ . Bảng 4.2 cho thấy,  $ASC_{GKN_1}$  đối với mẫu nghiên cứu qua các năm thuộc khoảng (56.7% ; 75.5%), thỏa điều kiện  $0 < ASC_{GKN_1} < 1$ . Trong đó  $ASC_{GKN_1}$  đạt giá trị cao nhất ở năm 2013 (75.5%), giá trị cao thứ hai ở năm 2014 (71.7%), và giá trị thấp nhất ở năm 2011 (56.7%).

#### 4.1.1.3 Mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai

Bảng 4.3 dưới đây trình bày kết quả ước lượng  $ASC_{GKN_2}$ , thành phần lựa chọn ngược sử dụng mô hình GKN theo hiệp phương sai, từ hồi quy phương trình:  $S_i^{GKN} = b_0 + b_1 S_{qi} + \varepsilon_i$ , trong đó:  $S_i^{GKN}$  là khoảng chênh lệch yết giá được ước lượng bởi mô hình GKN theo hiệp phương sai và bằng  $2\sqrt{-Cov(RD_{TM,it}, RD_{TM,it-1})}$ , với  $RD_{TM}$  là chênh lệch giữa thay đổi giá đóng cửa và thay đổi giá trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán;  $S_q$  là khoảng chênh lệch yết giá. Nghiên cứu áp dụng kỹ thuật điều chỉnh hiệp phương sai và sai số chuẩn để kiểm soát hiện tượng phương sai thay đổi của sai số đối với dữ liệu dạng cắt lớp.

**Bảng 4.3. Kết quả hồi quy sử dụng mô hình GKN theo hiệp phương sai**

Hệ số	$S_i^{GKN} = b_0 + b_1 S_{qi} + \varepsilon_i$						
	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
$b_0$	0.021	-0.272	0.302 **	0.251 ***	0.061 *	0.172 *	0.344 ***
$b_1$	0.346 ***	0.376 ***	0.250 ***	0.304 ***	0.463 ***	0.370 ***	0.344 ***
$ASC_{GKN_2}$	<b>65.4%</b>	<b>62.4%</b>	<b>75.0%</b>	<b>69.6%</b>	<b>53.7%</b>	<b>63.0%</b>	<b>65.6%</b>
Số quan sát	163	168	169	170	164	155	117
$R^2$ adj.	72.9%	61.3%	64.2%	85.3%	90.5%	69.5%	77.2%
White	41.74 ***	143.50 ***	65.55 ***	51.72 ***	43.17 ***	53.23 ***	17.70 ***

\*\*\* mức ý nghĩa 1%; \*\* mức ý nghĩa 5%; \* mức ý nghĩa 10%.

Nguồn: Dữ liệu giao dịch của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

Kết quả hồi quy từ Bảng 4.3 cho thấy hệ số hồi quy thành phần chi phí xử lý đặt lệnh,  $b_1$ , luôn có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% ở tất cả các năm. Áp dụng mô hình GKN theo hiệp phương sai, thành phần lựa chọn ngược  $ASC_{GKN_2}$  được tính bằng  $1 - b_1$ . Cũng từ kết

quả ở Bảng 4.3,  $ASC_{GKN_2}$  được ước lượng đối với mẫu nghiên cứu qua các năm nằm trong khoảng (53.7% ; 75.0%) và thỏa mãn điều kiện  $0 < ASC_{GKN_2} < 1$ . Trong đó  $ASC_{GKN_2}$  đạt giá trị cao nhất ở năm 2013 (75.0%), giá trị cao thứ hai ở năm 2012 (69.6%), và giá trị thấp nhất ở năm 2011 (53.7%).

#### 4.1.1.4 Mô hình Kim và Ogden (1996)

Bảng 4.4 dưới đây trình bày kết quả ước lượng  $ASC_{KO}$ , thành phần lựa chọn ngược sử dụng mô hình KO, từ hồi quy phương trình  $S_i^{KO} = \beta_0 + \beta_1 \sqrt{S_{qi}^2} + \varepsilon_i$ , trong đó:  $S_i^{KO}$  là khoảng chênh lệch yết giá được ước lượng theo mô hình KO và có giá trị là  $2\sqrt{-Cov(RD_{TM,it}, RD_{TM,it-1})}$ , với:  $RD_{TM}$  là chênh lệch giữa thay đổi giá đóng cửa và thay đổi giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán;  $S_q$  là khoảng chênh lệch yết giá của cổ phiếu. Nghiên cứu cũng áp dụng kỹ thuật điều chỉnh hiệp phương sai và sai số chuẩn để kiểm soát hiện tượng phương sai thay đổi của sai số đối với dữ liệu dạng cắt lớp.

**Bảng 4.4. Kết quả hồi quy sử dụng mô hình KO**

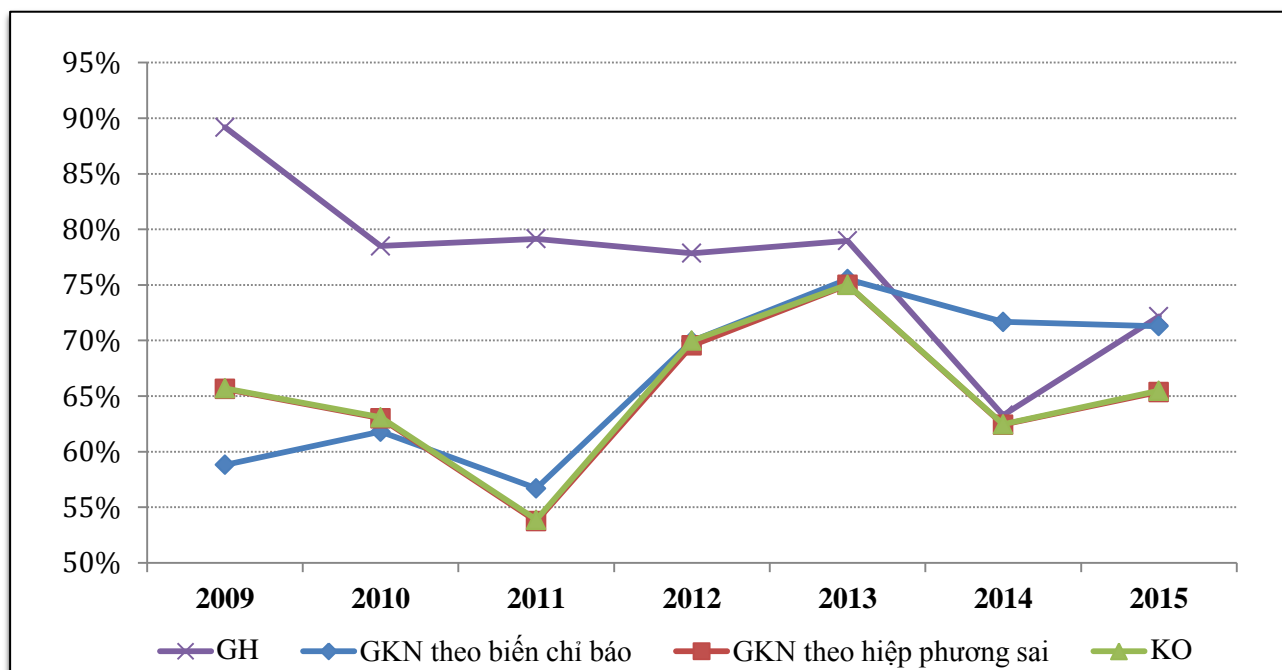
Hệ số	$S_i^{KO} = \beta_0 + \beta_1 \sqrt{S_{qi}^2} + \varepsilon_i$						
	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
$\beta_0$	0.021	-0.273	0.299 **	0.254 ***	0.059 *	0.169 *	0.342 ***
$\beta_1$	0.345 ***	0.375 ***	0.250 ***	0.300 ***	0.461 ***	0.369 ***	0.343 ***
$ASC_{KO}$	<b>65.5%</b>	<b>62.5%</b>	<b>75.0%</b>	<b>70.0%</b>	<b>53.9%</b>	<b>63.1%</b>	<b>65.7%</b>
Số quan sát	163	168	169	170	164	155	117
$R^2$ adj.	73.0%	61.3%	64.2%	85.3%	90.5%	69.8%	77.3%
White	41.65 ***	143.55 ***	65.40 ***	51.21 ***	43.38 ***	51.73 ***	17.66 ***

\*\*\* mức ý nghĩa 1%; \*\* mức ý nghĩa 5%; \* mức ý nghĩa 10%.

Nguồn: Dữ liệu giao dịch của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

Kết quả hồi quy ở Bảng 4.4 cho thấy, hệ số hồi quy thành phần chi phí xử lý đặt lệnh  $\beta_1$  luôn có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% ở tất cả các năm. Theo mô hình KO, thành phần lựa chọn ngược  $ASC_{KO}$  được tính theo công thức  $1 - \beta_1$ . Cũng từ kết quả ở Bảng 4.4,  $ASC_{KO}$  được ước lượng đối với mẫu nghiên cứu qua các năm thuộc khoảng (53.9% ; 75.0%) và thỏa mãn điều kiện  $0 < ASC_{KO} < 1$ . Trong đó  $ASC_{KO}$  đạt giá trị cao nhất ở năm 2013 (75.0%), giá trị cao thứ hai ở năm 2012 (70.0%), và giá trị thấp nhất ở năm 2011 (53.9%).

Từ kết quả đo lường thành phần lựa chọn ngược theo các mô hình GH, mô hình GKN theo biến chỉ báo, mô hình GKN theo hiệp phương sai, và mô hình KO, Hình 4.1 dưới đây sẽ phác thảo lại số liệu tổng thể về các kết quả đo lường trên.



Nguồn: Dữ liệu giao dịch của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

**Hình 4.1. Biến động thành phần lựa chọn ngược qua các năm**

Hình 4.1 mô tả biến động thành phần lựa chọn được đo lường từ mô hình GH ( $ASC_{GH}$ ), mô hình GKN theo biến chỉ báo ( $ASC_{GKN_1}$ ), mô hình GKN theo hiệp phương sai ( $ASC_{GKN_2}$ ) và mô hình KO ( $ASC_{KO}$ ) giai đoạn 2009-2015. Tổng quan cho thấy  $ASC_{GKN_1}$ ,  $ASC_{GKN_2}$  và  $ASC_{KO}$  có cùng xu hướng biến động, cùng đạt giá trị nhỏ nhất ở năm 2011 (56.7%, 53.7% và 53.9% tương ứng), và đạt giá trị lớn nhất ở năm 2013 (75.5%, 75.0% và 75.0% tương ứng). Ngoài ra,  $ASC_{KO}$  luôn lớn hơn  $ASC_{GKN_2}$  tuy không đáng kể và hai đại lượng này có xu hướng biến động hầu như giống nhau. Trong khi đó, khác với sự biến đổi trên,  $ASC_{GH}$  giảm rõ rệt từ mức đỉnh 89.2% ở năm 2009 giảm xuống 78.5% ở năm 2010. Sau đó  $ASC_{GH}$  có xu hướng đi ngang hay biến động không đáng kể, xấp xỉ 80.0% trong suốt giai đoạn từ 2010 đến 2013 trước khi giảm mạnh và đạt mức thấp nhất tương ứng 63.3% ở năm 2014, sau đó tăng trở lại với mức 72.2% trong năm 2015.

#### 4.1.2 Mức độ thông tin bất cân xứng đối với mỗi cổ phiếu

Đo lường TTBCX đại diện qua ASC đối với mỗi cổ phiếu nhằm mục đích: (i) chỉ ra số lượng cổ phiếu thỏa điều kiện  $0 < ASC < 1$  và có ý nghĩa thống kê (ASC đã phân loại) khi áp dụng các mô hình đo lường, (ii) đánh giá mức độ tương quan giữa các ASC khi áp dụng các mô hình khác nhau đồng thời giữa các ASC và các yếu tố xác định TTBCX, và (iii) đề xuất mô hình đo lường TTBCX phù hợp. Bảng 4.5 dưới đây thể hiện kết quả thống kê đo lường ASC đối với mỗi cổ phiếu qua các năm.

**Bảng 4.5. Thống kê kết quả đo lường ASC cho mỗi cổ phiếu**

Giai đoạn	ASC	ASC chưa phân loại				ASC đã phân loại ( $0 < ASC < 1$ )			
		Mean	Min	Max	n	Mean	Min	Max	n
2009-2015	$ASC_{GH}$	77.6%	-107.3%	1100.0%	1106	58.0%	17.4%	99.3%	96
	$ASC_{GKN_1}$	63.9%	-29.0%	100.0%	1106	64.1%	25.4%	92.3%	1102
	$ASC_{GKN_2}$	59.9%	-21.6%	91.7%	1106	60.0%	15.4%	91.7%	1105
	$ASC_{KO}$	60.1%	-21.3%	91.7%	1106	60.2%	15.5%	91.7%	1105
2015	$ASC_{GH}$	74.0%	13.6%	257.1%	163	51.6%	24.4%	97.7%	21
	$ASC_{GKN_1}$	69.5%	36.2%	90.0%	163	69.5%	36.2%	90.0%	163
	$ASC_{GKN_2}$	63.6%	27.2%	88.4%	163	63.6%	27.2%	88.4%	163
	$ASC_{KO}$	63.7%	27.4%	88.4%	163	63.7%	27.4%	88.4%	163
2014	$ASC_{GH}$	66.6%	12.6%	129.7%	168	50.5%	17.4%	89.7%	13
	$ASC_{GKN_1}$	73.3%	31.6%	92.0%	168	73.3%	31.6%	92.0%	168
	$ASC_{GKN_2}$	68.7%	17.2%	90.3%	168	68.7%	17.2%	90.3%	168
	$ASC_{KO}$	68.7%	17.4%	90.3%	168	68.7%	17.4%	90.3%	168
2013	$ASC_{GH}$	79.8%	34.0%	152.5%	169	73.0%	31.8%	98.9%	12
	$ASC_{GKN_1}$	69.8%	36.7%	92.3%	169	69.8%	36.7%	92.3%	169
	$ASC_{GKN_2}$	64.3%	20.7%	91.7%	169	64.3%	20.7%	91.7%	169
	$ASC_{KO}$	64.4%	21.0%	91.7%	169	64.4%	21.0%	91.7%	169
2012	$ASC_{GH}$	76.2%	31.8%	145.6%	170	56.8%	25.8%	99.3%	24
	$ASC_{GKN_1}$	63.5%	29.0%	85.2%	170	63.5%	29.0%	85.2%	170
	$ASC_{GKN_2}$	59.7%	33.5%	83.6%	170	59.7%	33.5%	83.6%	170
	$ASC_{KO}$	60.1%	34.1%	83.7%	170	60.1%	34.1%	83.7%	170
2011	$ASC_{GH}$	85.2%	20.3%	1100.0%	164	61.2%	24.2%	99.0%	12
	$ASC_{GKN_1}$	52.7%	25.4%	100.0%	164	52.4%	25.4%	79.9%	163
	$ASC_{GKN_2}$	49.8%	23.5%	90.3%	164	49.8%	23.5%	90.3%	164
	$ASC_{KO}$	50.1%	24.1%	90.4%	164	50.1%	24.1%	90.4%	164
2010	$ASC_{GH}$	78.6%	-107.3%	219.5%	155	51.6%	21.2%	95.1%	7
	$ASC_{GKN_1}$	59.5%	-29.0%	79.1%	155	60.9%	32.2%	79.1%	152
	$ASC_{GKN_2}$	56.4%	-21.6%	79.5%	155	57.0%	18.2%	79.5%	154
	$ASC_{KO}$	56.7%	-21.3%	79.5%	155	57.2%	18.4%	79.5%	154
2009	$ASC_{GH}$	85.0%	49.6%	165.1%	117	71.2%	58.7%	96.3%	7
	$ASC_{GKN_1}$	56.4%	35.7%	78.2%	117	56.4%	35.7%	78.2%	117
	$ASC_{GKN_2}$	55.2%	15.4%	81.1%	117	55.2%	15.4%	81.1%	117
	$ASC_{KO}$	55.4%	15.5%	81.1%	117	55.4%	15.5%	81.1%	117

Nguồn: Dữ liệu giao dịch của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

Bảng 4.5 trình bày số liệu thống kê gồm: giá trị trung bình (*Mean*), giá trị nhỏ nhất (*Min*), giá trị lớn nhất (*Max*) và số quan sát (*n*) của ASC chưa phân loại ở bên trái bảng và ASC đã phân loại (thỏa điều kiện  $0 < ASC < 1$  và có ý nghĩa thống kê) ở bên phải bảng đối với mỗi cổ phiếu. Ngoài ra, khung dòng đầu tiên ở Bảng 4.5 thể hiện số liệu thống kê ASC cho tổng các năm từ 2009 đến 2015, trong khi ở các khung dòng tiếp theo, ASC được mô tả riêng cho từng năm. Kết quả thống kê ở Bảng 4.5 cho thấy,  $ASC_{GH}$  sau khi đã phân loại xảy ra hiện tượng số quan sát giảm đi đáng kể (từ 1106 giảm xuống 96). Xét riêng từng năm, từ năm

2009 đến 2015, số quan sát mà  $ASC_{GH}$  thỏa điều kiện không đáng kể, lớn nhất là 24 quan sát ở năm 2012 và thấp nhất là 7 quan sát ở năm 2010. Trong khi đó  $ASC_{GKN_1}$ ,  $ASC_{GKN_2}$  và  $ASC_{KO}$  đo lường riêng cho mỗi cổ phiếu sau khi đã phân loại có số quan sát giảm đi hầu như không đáng kể, giảm 4 quan sát ở mô hình GKN theo biến chỉ báo (1 quan sát ở năm 2011 và 3 quan sát ở năm 2010) và chỉ giảm 1 quan sát ở mô hình GKN theo hiệp phương sai và ở mô hình KO trong năm 2010.

Tổng quan, kết quả thống kê ở Bảng 4.5 cho thấy, không nhiều cổ phiếu mà ASC thỏa điều kiện ( $0 < ASC < 1$ ) và không đủ độ tin cậy cao khi áp dụng mô hình GH để ước lượng ASC cho mỗi cổ phiếu. Ngược lại, đo lường ASC cho mỗi cổ phiếu áp dụng mô hình GKN theo biến chỉ báo, GKN theo hiệp phương sai và ở mô hình KO thu được nhiều kết quả thỏa mãn điều kiện và có độ tin cậy cao hơn.

Tiếp đến, mức độ sai lệch giữa ASC được đo lường đối với mẫu nghiên cứu và ASC được đo lường đối với mỗi cổ phiếu áp dụng theo 4 mô hình nghiên cứu sẽ được mô tả qua Bảng 4.6 dưới đây.

**Bảng 4.6. So sánh ASC đối với mẫu nghiên cứu và ASC đối với mỗi cổ phiếu**

Năm	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
<b>Bảng A. Kết quả đo lường ASC đối với mẫu nghiên cứu</b>							
$ASC_{GH}$	72.2%	63.3%	79.0%	77.9%	79.1%	78.5%	89.2%
$ASC_{GKN_1}$	71.3%	71.7%	75.5%	69.9%	56.7%	61.8%	58.8%
$ASC_{GKN_2}$	65.4%	62.4%	75.0%	69.6%	53.7%	63.0%	65.6%
$ASC_{KO}$	65.5%	62.5%	75.0%	70.0%	53.9%	63.1%	65.7%
<b>Bảng B. Kết quả đo lường ASC đối với mỗi cổ phiếu đã phân loại</b>							
$ASC_{GH}$	51.6%	50.5%	73.0%	56.8%	61.2%	51.6%	71.2%
$ASC_{GKN_1}$	69.5%	73.3%	69.8%	63.5%	52.4%	60.9%	56.4%
$ASC_{GKN_2}$	63.6%	68.7%	64.3%	59.7%	49.8%	57.0%	55.2%
$ASC_{KO}$	63.7%	68.7%	64.4%	60.1%	50.1%	57.2%	55.4%
<b>Bảng C. Sai lệch giữa ASC đối với mẫu nghiên cứu và ASC đối với mỗi cổ phiếu đã phân loại</b>							
$\Delta ASC_{GH}$	20.6%	12.8%	6.0%	21.1%	17.9%	26.9%	17.9%
$\Delta ASC_{GKN_1}$	1.8%	-1.7%	5.7%	6.5%	4.3%	0.9%	2.4%
$\Delta ASC_{GKN_2}$	1.7%	-6.2%	10.7%	9.9%	3.9%	6.0%	10.4%
$\Delta ASC_{KO}$	1.8%	-6.3%	10.6%	9.9%	3.7%	5.9%	10.3%

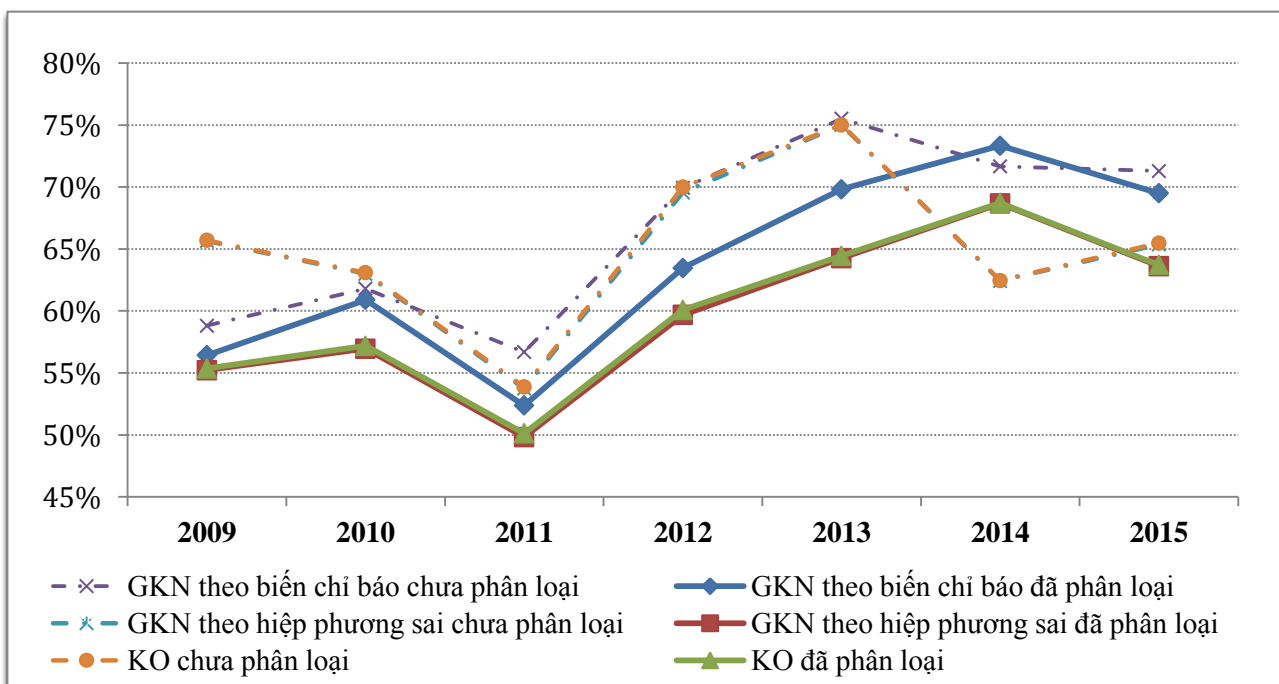
Nguồn: Dữ liệu giao dịch của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

Bảng 4.6 gồm có ba bảng: Bảng A, Bảng B và Bảng C. Bảng A trình bày lại các kết quả đo lường ASC đối với mẫu nghiên cứu, Bảng B trình bày lại kết quả đo lường ASC theo giá trị trung bình đã phân loại từ Bảng 4.5 và Bảng C thể hiện sai lệch giữa ASC đối với mẫu nghiên cứu và ASC đối với mỗi cổ phiếu đã phân loại. Kết quả từ Bảng C ở Bảng 4.6 cho

thấy, khi áp dụng mô hình GH, sai lệch giữa ASC đối với mẫu nghiên cứu và ASC đối với mỗi cổ phiếu đã phân loại tương đối cao, đặc biệt ở năm 2010, 2012 và 2015 mức sai lệch trên 20% (26.9%, 21.1% và 20.6% tương ứng). Mức sai lệch cao tiếp theo ở năm 2009 và 2014 (17.9% và 12.8% tương ứng). Thấp nhất là mức sai lệch ở năm 2013 chiếm 6.0%. Trong khi đó, khi áp dụng các mô hình còn lại, mức sai lệch này tương đối nhỏ. Nổi bật nhất là khi áp dụng mô hình GKN theo biến chỉ báo, mức sai lệch này tính theo giá trị tuyệt đối nhỏ hơn 6.5% và dao động trong phạm vi từ 0.9% đến 6.5% qua các năm. Ngoài ra, khi sử dụng mô hình GKN theo hiệp phương sai và mô hình KO, mức sai lệch này tính theo giá trị tuyệt đối cũng nhỏ hơn 6.5% ở các năm 2010, 2011, 2014 và 2015, tuy nhiên ở năm 2009, 2012 và 2013, mức sai lệch này dao động từ 10.3% đến 10.7%. Nói cách khác, khi sử dụng hai mô hình theo hiệp phương sai, mức sai lệch này tính theo giá trị tuyệt đối dao động trong phạm vi từ 1.7% đến 10.7%.

Tóm lại, kết quả từ Bảng 4.5 và 4.6 cho thấy, mô hình GH ước lượng ASC cho mỗi cổ phiếu trong giai đoạn 2009-2015 chưa đủ độ tin cậy do số quan sát bị giảm đi đáng kể, nhiều cổ phiếu bị loại ra do ASC không thỏa điều kiện, và mức chênh lệch giữa ASC đối với mẫu nghiên cứu và ASC đối với mỗi cổ phiếu đã phân loại tương đối cao.

Trực quan hơn, Hình 4.2 dưới đây phác họa xu hướng biến động của ASC chưa phân loại và ASC đã phân loại qua các năm được đo lường theo ba mô hình khác nhau, bao gồm: mô hình GKN theo biến chỉ báo, mô hình GKN theo hiệp phương sai, và mô hình KO.



Nguồn: Dữ liệu giao dịch của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

**Hình 4.2. Biến động thành phần lựa chọn ngược trước và sau khi phân loại**



Hình 4.2 cho thấy, ASC đối với mỗi cổ phiếu ước lượng theo ba mô hình, gồm mô hình GKN theo biến chỉ báo, mô hình GKN theo hiệp phương sai, và mô hình KO có cùng xu hướng biến động với nhau. Ngoài ra, sử dụng mô hình GKN theo biến chỉ báo, đường biểu diễn xu hướng biến động của ASC đối với mỗi cổ phiếu rất gần với đường biểu diễn của ASC đối với mẫu nghiên cứu. Trong khi đó, sử dụng hai mô hình còn lại, khoảng cách giữa hai đường biểu diễn này có phạm vi xa hơn.

Để so sánh mức độ tương quan giữa các ASC gồm có:  $ASC_{GKN_1}$ ,  $ASC_{GKN_2}$  và  $ASC_{KO}$ , và giữa các ASC và các yếu tố ảnh hưởng gồm có *Depth*: tính thanh khoản của cổ phiếu, *TobinQ*: cơ hội tăng trưởng, *Bank*: tỷ lệ nợ ngân hàng, và *Debt*: tỷ lệ nợ, từ đó hình thành cơ sở đề xuất mô hình ước lượng TTBCX phù hợp trong bối cảnh ở Việt Nam, Bảng 4.7 dưới đây trình bày hệ số tương quan giữa các ASC và các yếu tố xác định khác nhau.

**Bảng 4.7. Tương quan giữa các ASC và các yếu tố xác định khác nhau**

Biến nghiên cứu	<i>n</i>	$ASC_{GKN_1}$	$ASC_{GKN_2}$	$ASC_{KO}$	<i>Depth</i>	<i>TobinQ</i>	<i>Bank</i>
$ASC_{GKN_1}$	1102	1					
$ASC_{GKN_2}$	1102	0.837 ***	1				
$ASC_{KO}$	1102	0.834 ***	0.999 ***	1			
<i>Depth</i>	1102	-0.193 ***	-0.090 ***	-0.084 ***	1		
<i>TobinQ</i>	1102	0.191 ***	0.205 ***	0.203 ***	-0.135 ***	1	
<i>Bank</i>	1102	-0.074 **	-0.043	-0.042	0.077 **	-0.221 ***	1
<i>Debt</i>	1102	-0.123 **	-0.078 ***	-0.076 **	0.056 *	-0.232 ***	0.724 ***

\*\*\* mức ý nghĩa 1%; \*\* mức ý nghĩa 5%; \* mức ý nghĩa 10%

Nguồn: Dữ liệu giao dịch và công bố thông tin của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

*Depth*: tính thanh khoản của cổ phiếu; *TobinQ*: cơ hội tăng trưởng; *Bank*: tỷ lệ nợ ngân hàng trên tổng tài sản; *Debt*: tỷ lệ nợ trên tổng tài sản.

Do có 4 quan sát không thỏa mãn điều kiện  $0 < ASC < 1$  (bao gồm: 3 quan sát đối với mô hình GKN theo biến chỉ báo, 1 quan sát đối với mô hình GKN theo hiệp phương sai, và 1 quan sát đối với mô hình KO) nên số quan sát đã giảm đi từ 1106 xuống còn 1102 số quan sát. Bảng 4.7 cho thấy  $ASC_{GKN_1}$ ,  $ASC_{GKN_2}$  và  $ASC_{KO}$  có mức tương quan tương đối cao (hơn 83.4%) và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1%. Đặc biệt,  $ASC_{GKN_2}$  và  $ASC_{KO}$  có mức độ tương quan rất lớn (99.9%), kết quả này cho thấy  $ASC_{GKN_2}$  và  $ASC_{KO}$  hầu như có cùng xu hướng biến động với nhau.

Ngoài ra, các yếu tố xác định bao gồm *Depth*, *Bank*, *Debt* tương quan âm với  $ASC_{GKN_1}$  và *TobinQ* tương quan dương với  $ASC_{GKN_1}$  và các hệ số tương quan này đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1%. Kết quả này phù hợp với lý thuyết kinh tế và các nghiên cứu định

lượng liên quan khi cho rằng tính thanh khoản cổ phiếu và nợ vay ảnh hưởng ngược chiều đến TTBCX, trong khi cơ hội tăng trưởng tác động cùng chiều. Với ASC được ước lượng từ hai mô hình còn lại, mặc dù hai hệ số tương quan giữa *Bank* và  $ASC_{GKN_2}$  và giữa *Bank* và  $ASC_{KO}$  cùng mang dấu âm nhưng không có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10%. Một điểm nổi bật đó là, xét về độ lớn, mức độ tương quan giữa các yếu tố xác định và  $ASC_{GKN_1}$  đa phần lớn hơn mức độ tương quan giữa các yếu tố xác định này và  $ASC_{GKN_2}$ , tương tự đối với trường hợp của  $ASC_{KO}$ . Nói cách khác, dựa trên mức độ tương quan và xét về mặt ý nghĩa thống kê, các yếu tố *Depth*, *Bank*, *Debt*, và *TobinQ* ảnh hưởng đến  $ASC_{GKN_1}$  có mức độ giải thích tốt hơn so với các yếu tố này ảnh hưởng đến  $ASC_{GKN_2}$  và  $ASC_{KO}$ .

Tiếp theo, Bảng 4.8 dưới đây thực hiện so sánh và kiểm định sự khác biệt của  $ASC_{GKN_1}$ ,  $ASC_{GKN_2}$ ,  $ASC_{KO}$  và *Depth* ở hai giai đoạn, giai đoạn có biên độ dao động giá giao dịch cổ phiếu 5% và 7%.

**Bảng 4.8. So sánh các yếu tố thay đổi trong giai đoạn điều chỉnh biên độ dao động**

Biến nghiên cứu	$ASC_{GKN_1}$	$ASC_{GKN_2}$	$ASC_{KO}$	<i>Depth</i>
<i>DumYear</i> = 0 ( <i>n</i> = 432)	56.47%	53.81%	54.04%	0.07%
<i>DumYear</i> = 1 ( <i>n</i> = 670)	69.01%	64.05%	64.23%	0.04%
<i>t-test</i>	-18.873***	-13.378***	-13.404***	4.722***

\*\*\* mức ý nghĩa 1%; \*\* mức ý nghĩa 5%; \* mức ý nghĩa 10%

Nguồn: Dữ liệu giao dịch và công bố thông tin của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

*DumYear*: biến giả chỉ định giai đoạn điều chỉnh biên độ dao động giá, trong đó *DumYear* = 0: giai đoạn có biên độ 5% và *DumYear* = 1: giai đoạn có biên độ 7%; *Depth*: tính thanh khoản của cổ phiếu, *t-test*: trị thống kê *t* theo kiểm định Satterthwaite-Welch.

Bảng 4.8 cho thấy, các giá trị  $ASC_{GKN_1}$ ,  $ASC_{GKN_2}$ , và  $ASC_{KO}$  ở giai đoạn có biên độ dao động giá 5% (gồm 432 số quan sát) so với các giá trị này ở giai đoạn có biên độ dao động giá 7% (gồm 670 số quan sát) có giá trị trung bình nhỏ hơn và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1%. Trong khi đó, cũng thực hiện so sánh sự khác biệt của *Depth* ở hai giai đoạn thay đổi biên độ, *Depth* ở giai đoạn có biên độ dao động 5% so với *Depth* ở giai đoạn có biên độ dao động 7% có giá trị trung bình lớn hơn và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1%. Kết quả này cho thấy, chính sách mở rộng biên độ dao động giá từ 5% lên 7% làm tăng TTBCX được đo lường theo ba mô hình khác nhau và làm giảm tính thanh khoản cổ phiếu.

Dựa trên kết quả ở Bảng 4.6, Bảng 4.7, Bảng 4.8, và Hình 4.2, có thể nhận định rằng, sử dụng mô hình GKN theo biến chỉ báo để ước lượng TTBCX có mức độ phù hợp hơn so với sử dụng mô hình GKN theo hiệp phương sai và mô hình KO.

## 4.2 Đặc điểm Hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng

### 4.2.1 Đặc điểm mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu không bao gồm: các công ty niêm yết có niên độ tài chính không trùng vào thời điểm cuối năm; các công ty thuộc diện bị cảnh báo, kiểm soát đặc biệt, buộc hủy niêm yết hoặc hủy niêm yết tự nguyện; các công ty tài chính như ngân hàng, công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm và quỹ đầu tư; và các công ty không công bố thông tin đầy đủ các nội dung có liên quan trực tiếp đến các biến nghiên cứu. Mẫu nghiên cứu sau cùng bao gồm 161 công ty giai đoạn 2009-2015 với tổng cộng 1019 số quan sát.

Bảng 4.9 dưới đây trình bày số liệu thống kê thành phần lựa chọn ngược được đo lường theo mô hình GKN theo biến chỉ báo của các công ty niêm yết có trong mẫu nghiên cứu ( $ASC_{GKN}$ ), các công ty có vốn Nhà nước ( $ASC_{GKN|Gov}$ ), và các công ty không có vốn Nhà nước ( $ASC_{GKN|Non-Gov}$ ) trong giai đoạn 2009-2015.

**Bảng 4.9. Thống kê thành phần lựa chọn ngược trung bình qua các năm**

Năm quan sát	Mẫu nghiên cứu		Công ty có vốn Nhà nước		Công ty không có vốn Nhà nước		Kiểm định sự khác biệt	
	<i>n</i>	$ASC_{GKN}$	<i>n</i>	$ASC_{GKN }$	<i>n</i>	$ASC_{GKN }$	<i>t-test</i>	<i>Prob.</i>
				<i>Gov</i>		<i>Non-Gov</i>		
<b>2009-2015</b>	1019	64.3%	682	63.9%	337	64.9%	1.126	0.261
<b>2015</b>	155	69.5%	88	69.1%	67	69.9%	0.463	0.644
<b>2014</b>	160	73.5%	100	73.3%	60	73.8%	0.233	0.816
<b>2013</b>	161	69.5%	108	71.1%	53	66.4%	-2.552 **	0.012
<b>2012</b>	161	63.4%	113	63.6%	48	62.9%	-0.383	0.703
<b>2011</b>	147	52.2%	105	52.4%	42	51.8%	-0.282	0.779
<b>2010</b>	135	60.7%	94	60.2%	41	62.1%	1.129	0.262
<b>2009</b>	100	56.8%	74	56.5%	26	57.7%	0.619	0.539

\*\*\* mức ý nghĩa 1%; \*\* mức ý nghĩa 5%; \* mức ý nghĩa 10%.

Nguồn: Dữ liệu giao dịch và công bố thông tin của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

$ASC_{GKN}$ : thành phần lựa chọn ngược của các công ty có trong mẫu nghiên cứu;  $ASC_{GKN|Gov}$ : thành phần lựa chọn ngược của các công ty có vốn Nhà nước;  $ASC_{GKN|Non-Gov}$ : thành phần lựa chọn ngược của các công ty không có vốn Nhà nước; *t-test*: trị thống kê *t* theo kiểm định Satterthwaite-Welch.

Số liệu thống kê ở Bảng 4.9 cho thấy, mặc dù số lượng các công ty có vốn Nhà nước có xu hướng giảm dần và số lượng các công ty không có vốn Nhà nước tăng dần qua các năm, nhưng các công ty có vốn Nhà nước vẫn chiếm một tỷ trọng cao đáng kể. Có 682 công ty có vốn Nhà nước chiếm tỷ trọng 66.9% trong mẫu nghiên cứu, trong khi ở công ty không có vốn Nhà nước, số liệu này là 337 công ty với tỷ trọng chiếm 33.1%. Cũng ở Bảng 4.9,  $ASC_{GKN}$  đạt giá trị lớn nhất ở năm 2014 (73.5% đối với các công ty có trong mẫu nghiên

cứ, 73.3% đối với các công ty có vốn Nhà nước, và 73.8% đối với các công ty không có vốn Nhà nước) và đạt giá trị nhỏ nhất ở năm 2011 (52.2% đối với các công ty có trong mẫu nghiên cứu, 52.4% đối với các công ty có vốn Nhà nước, và 51.8% đối với các công ty không có vốn Nhà nước). Ngoài ra, nếu bỏ qua năm 2013, về mặt tổng quan,  $ASC_{GKN}$  ở các công ty có vốn Nhà nước khác biệt không đáng kể so với  $ASC_{GKN}$  ở các công ty không có vốn Nhà nước.

Tiếp đến, Bảng 4.10 dưới đây trình bày số liệu thống kê mô tả, bao gồm số liệu về giá trị trung bình, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất, và độ lệch chuẩn của các biến quan sát có trong mẫu nghiên cứu.

**Bảng 4.10. Thống kê mô tả**

Biến quan sát	Trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
$ASC_{GKN}$	64.3%	25.4%	92.0%	12.6%
$BoardSize$	6	5	11	1
$Outd$	51.8%	0%	100%	19.7%
$Gender$	15.0%	0%	71%	16.0%
$Edu$	23.7%	0%	100%	23.0%
$Dual$	38.2%	0	1	48.6%
$Own$	10.8%	0%	95.4%	15.9%
$Gov$	66.9%	0	1	47.1%
$Depth$	0.1%	0%	1.2%	0.1%
$Volatility$	1.96	0.12	23.72	2.26
$TobinQ$	1.17	0.37	5.85	0.54
$Bank\_St$	15.5%	0%	73.4%	16.0%
$Bank\_Lt$	7.8%	0%	66.7%	12.3%
$FirmSize$	2,882,279	117,170	145,000,000	8,114,194

Nguồn: Dữ liệu giao dịch và công bố thông tin của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

$ASC_{GKN}$ : thành phần lựa chọn ngược;  $BoardSize$ : quy mô HĐQT;  $Outd$ : tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập không điều hành;  $Gender$ : tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT;  $Edu$ : tỷ lệ thành viên HĐQT có trình độ học vấn sau đại học;  $Dual$ : quyền kiêm nhiệm;  $Own$ : tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cá nhân của HĐQT;  $Gov$ : biến giả chỉ định công ty có vốn Nhà nước;  $Depth$ : tính thanh khoản cổ phiếu;  $Volatility$ : biến động giá cổ phiếu;  $TobinQ$ : cơ hội tăng trưởng;  $Bank\_St$ : tỷ lệ nợ ngắn hạn ngân hàng;  $Bank\_Lt$ : tỷ lệ nợ dài hạn ngân hàng;  $FirmSize$ : quy mô hoạt động công ty (triệu đồng).

Số liệu thống kê ở Bảng 4.10 cho thấy, quy mô HĐQT ( $BoardSize$ ) trung bình có 6 thành viên HĐQT, thấp nhất là 5 thành viên và nhiều nhất là 11 thành viên. Hơn phân nửa tỷ trọng số thành viên trong HĐQT (51.8%) là các thành viên độc lập không tham gia điều hành ( $Outd$ ). Tuy nhiên, một số công ty không có sự hiện diện của thành viên HĐQT độc lập không tham gia điều hành. Số lượng các thành viên nữ có trong HĐQT ( $Gender$ ) không nhiều với tỷ trọng trung bình chiếm 15.0%. Tỷ lệ các thành viên HĐQT có trình độ học vấn

sau đại học (*Edu*) chiếm 23.7%. Ngoài ra, trung bình có 38.2% số công ty mà chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm chức danh tổng giám đốc (*Dual*). Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cá nhân của HĐQT (*Own*) trung bình là 10.8%, thấp nhất là 0%, và cao nhất là 95.4%. Số liệu cũng cho thấy, công ty có vốn sở hữu Nhà nước (*Gov*) chiếm 66.9%, các công ty sử dụng nợ ngắn hạn ngân hàng (*Bank\_St*) với tỷ lệ trung bình là 15.5% nhiều hơn so với nợ dài hạn ngân hàng (*Bank\_Lt*) với tỷ lệ trung bình là 7.8%. Hiện hữu các công ty không sử dụng dạng tài trợ nợ vay ngân hàng.

Tiếp theo, kết quả so sánh các biến quan sát ở công ty có và không có vốn Nhà nước sẽ được trình bày qua Bảng 4.11 dưới đây.

**Bảng 4.11. So sánh các biến quan sát ở công ty có và không có vốn Nhà nước**

Biến quan sát	Công ty có vốn Nhà nước	Công ty không có vốn Nhà nước	Kiểm định sự khác biệt	
			<i>t-test</i>	<i>Prob.</i>
<i>ASC<sub>GKN</sub></i>	63.9%	64.9%	1.126	0.261
<i>BoardSize</i>	5.63	6.00	4.470 ***	0.000
<i>Outd</i>	51.4%	52.6%	0.935	0.350
<i>Gender</i>	13.0%	19.0%	5.444 ***	0.000
<i>Edu</i>	25.5%	19.9%	-3.924 ***	0.000
<i>Dual</i>	33.0%	48.7%	4.796 ***	0.000
<i>Own</i>	4.2%	24.2%	18.001 ***	0.000
<i>Depth</i>	0.0%	0.1%	1.493	0.136
<i>Volatility</i>	1.97	1.94	-0.194	0.846
<i>TobinQ</i>	1.21	1.11	-3.278 ***	0.001
<i>Bank_St</i>	13.8%	18.9%	4.751 ***	0.000
<i>Bank_Lt</i>	8.2%	7.1%	-1.394	0.164
<i>FirmSize</i>	2,077,261	4,511,424	3.363 ***	0.001

\*\*\* mức ý nghĩa 1%; \*\* mức ý nghĩa 5%; \* mức ý nghĩa 10%.

Nguồn: Dữ liệu giao dịch và công bố thông tin của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

*ASC<sub>GKN</sub>*: thành phần lựa chọn ngược; *BoardSize*: quy mô HĐQT; *Outd*: tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập không điều hành; *Gender*: tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT; *Edu*: tỷ lệ thành viên HĐQT có trình độ học vấn sau đại học; *Dual*: quyền kiêm nhiệm; *Own*: tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cá nhân của HĐQT; *Depth*: tính thanh khoản cổ phiếu; *Volatility*: biến động giá cổ phiếu; *TobinQ*: cơ hội tăng trưởng; *Bank\_St*: tỷ lệ nợ ngắn hạn ngân hàng; *Bank\_Lt*: tỷ lệ nợ dài hạn ngân hàng; *FirmSize*: quy mô hoạt động công ty (triệu đồng); *t-test*: trị thống kê *t* theo kiểm định Satterthwaite-Welch.

Bảng 4.11 cho thấy, ở các công ty không có vốn Nhà nước, quy mô HĐQT hay số thành viên có trong HĐQT (*BoardSize*), tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT (*Gender*), quyền kiêm nhiệm (*Dual*), và tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT (*Own*), tổng tài sản (*FirmSize*) đều lớn hơn và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% so với các đại lượng này ở các công ty có vốn Nhà nước. Trong khi đó, tỷ lệ thành viên HĐQT có trình độ sau đại học (*Edu*), cơ hội

tăng trưởng (*TobinQ*), và tỷ lệ nợ ngắn hạn ngân hàng (*Bank\_St*) ở các công ty không có vốn Nhà nước thấp hơn và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% so với ở các công ty có vốn Nhà nước.

#### 4.2.2 Kết quả nghiên cứu

Trước khi thực hiện ước lượng phương trình hồi quy, các kiểm định gồm: kiểm định phương sai không đồng nhất và tự tương quan của sai số sẽ được thực hiện. Ngoài ra, các hệ số tương quan giữa các biến độc lập và chỉ số nhân tử phóng đại phương sai VIF (Variance Inflation Factor) sẽ được kiểm tra nhằm đảm bảo mô hình hồi quy không bị hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng.

Bảng 4.12 dưới đây trình bày kết quả kiểm định White, kiểm định phương sai không đồng nhất của sai số. Kết quả kiểm định ở Bảng 4.12 cho thấy, chỉ số Prob. Chi-Square nhỏ hơn 5%. Kết quả kiểm định này cho thấy mô hình có hiện tượng phương sai không đồng nhất của sai số.

**Bảng 4.12. Kiểm định phương sai không đồng nhất của sai số**

<b>Kiểm định White</b>			
F-statistic	1.798	Prob. F(115,903)	0.000
Obs*R-squared	189.849	Prob. Chi-Square(115)	0.000

*Nguồn: Dữ liệu giao dịch và công bố thông tin của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu*

Tiếp theo, Bảng 4.13 dưới đây trình bày kết quả kiểm định Breusch-Godfrey, kiểm tự tương quan của sai số. Kết quả kiểm định ở Bảng 4.13 cho thấy, chỉ số Prob. Chi-Square nhỏ hơn 5%. Kết quả này cho thấy mô hình có hiện tượng tự tương quan của sai số.

**Bảng 4.13. Kiểm định tự tương quan của sai số**

<b>Kiểm định Breusch-Godfrey</b>			
F-statistic	51.098	Prob. F(2,1002)	0.000
Obs*R-squared	94.312	Prob. Chi-Square(2)	0.000

*Nguồn: Dữ liệu giao dịch và công bố thông tin của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu*

Sau cùng, Bảng 4.14 dưới đây thể hiện ma trận tương quan giữa các biến nghiên cứu với nhau. Kết quả cho thấy, xét về độ lớn, hệ số tương quan cao nhất là 0.592 được thể hiện thông qua sự tương quan giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cá nhân của HĐQT (*Own*) và loại hình doanh nghiệp có vốn Nhà nước (*Gov*). Hệ số tương quan cao thứ hai là 0.357 được thể hiện thông qua sự tương quan giữa tỷ lệ nợ dài hạn ngân hàng (*Bank\_Lt*) và quy mô hoạt động công ty (*FirmSize*). Ngoài ra, cũng ở Bảng 4.14, chỉ số VIF lớn nhất có giá trị là 1.77. Kết quả này cho thấy hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình không đáng kể.

Bảng 4.14. Ma trận tương quan

<i>Biến nghiên cứu</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	VIF
(1) <i>ASC<sub>GKN</sub></i>	1															
(2) <i>BoardSize</i>	0.160	1														1.16
(3) <i>Outd</i>	0.058	-0.013	1													1.18
(4) <i>Gender</i>	0.058	0.072	-0.094	1												1.09
(5) <i>Edu</i>	0.073	0.038	-0.001	0.087	1											1.15
(6) <i>Dual</i>	-0.030	0.011	-0.316	0.083	0.010	1										1.20
(7) <i>Own</i>	-0.082	0.075	-0.115	0.111	-0.103	0.238	1									1.77
(8) <i>Gov</i>	-0.035	-0.147	-0.029	-0.178	0.116	-0.152	-0.592	1								1.68
(9) <i>Depth</i>	-0.182	-0.042	-0.100	-0.098	-0.152	0.075	-0.012	-0.055	1							1.12
(10) <i>Volatility</i>	-0.083	0.181	0.041	0.094	0.104	-0.017	-0.004	0.006	0.015	1						1.26
(11) <i>Opp</i>	0.136	0.076	0.088	0.072	0.107	0.025	-0.040	0.019	-0.125	0.338	1					1.19
(12) <i>Bank_St</i>	-0.057	-0.040	-0.154	0.036	-0.031	0.126	0.253	-0.151	0.102	-0.121	-0.178	1				1.20
(13) <i>Bank_Lt</i>	-0.025	0.091	0.024	-0.096	0.077	-0.107	0.001	0.042	-0.005	-0.096	-0.051	-0.104	1			1.27
(14) <i>FirmSize</i>	0.244	0.294	0.027	0.080	0.280	0.013	0.155	-0.099	-0.145	0.158	0.062	0.107	0.357	1		1.52
(15) <i>DumYear</i>	0.482	0.108	0.094	-0.010	0.061	-0.097	-0.026	-0.075	-0.138	-0.119	-0.040	0.065	0.006	0.131	1	1.10

Nguồn: Dữ liệu giao dịch và công bố thông tin của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

*ASC<sub>GKN</sub>*: thành phần lựa chọn ngược đại diện TTBCX; *BoardSize*: quy mô HĐQT; *Outd*: tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập không điều hành; *Gender*: tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT; *Edu*: tỷ lệ thành viên HĐQT có trình độ học vấn sau đại học; *Dual*: biến giả chỉ định quyền kiểm soát; *Own*: tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cá nhân của HĐQT; *Gov*: biến giả chỉ định công ty có vốn Nhà nước; *Depth*: tính thanh khoản của cổ phiếu; *Volatility*: biến động giá cổ phiếu; *Opp*: biến giả chỉ định mức cơ hội tăng trưởng; *Bank\_St*: tỷ lệ nợ ngắn hạn ngân hàng; *Bank\_Lt*: tỷ lệ nợ dài hạn ngân hàng; *FirmSize*: quy mô hoạt động công ty; *DumYear*: biến giả chỉ định giai đoạn điều chỉnh biên độ dao động từ 5% tăng lên 7%; *Industry*: biến giả chỉ định ngành hoạt động.

Sau khi đã kiểm tra hiện tượng phương sai không đồng nhất và tự tương quan của sai số, hệ số tương quan giữa các cặp biến và hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình, nghiên cứu tiến hành ước lượng phương trình hồi quy ảnh hưởng của đặc điểm HĐQT đến TTBCX. Dưới đây là Bảng 4.15, bảng trình bày kết quả hồi quy về mối quan hệ giữa các đặc điểm của HĐQT và TTBCX, đồng thời cũng trình bày kết quả kiểm định Breusch-Pagan và kiểm định Hausman nhằm lựa chọn phương pháp hồi quy thích hợp.

**Bảng 4.15. Kết quả hồi quy**

Biến quan sát	$ASC_{GKN}$					
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
<i>Hằng số</i>	0.203 **	0.170 **	0.236 ***	0.205 **	0.212 **	0.180 **
<i>BoardSize</i>	0.008 **	0.008 **	0.008 **	0.008 **	0.008 **	0.009 **
<i>Outd</i>	-0.021	-0.021	-0.081 ***	-0.076 ***	-0.020	-0.020
<i>Gender</i>	0.020	0.016	0.017	0.013	0.025	0.022
<i>Edu</i>	-0.016	-0.012	-0.016	-0.011	-0.066 **	-0.058 **
<i>Dual</i>	-0.003	0.001	-0.002	0.001	-0.003	0.001
<i>Own</i>	-0.098 **	-0.092 **	-0.107 ***	-0.101 **	-0.098 **	-0.093 **
<i>Gov</i>	-0.014	-0.012	-0.062 ***	-0.056 **	-0.029 *	-0.026 *
<i>Gov*Outd</i>	-----	-----	0.089 ***	0.081 ***	-----	-----
<i>Gov*Edu</i>	-----	-----	-----	-----	0.068 **	0.064 *
<i>Depth</i>	-13.987 **	-15.287 **	-14.136 **	-15.455 **	-14.386 **	-15.812 ***
<i>Volatility</i>	-0.008 ***	-0.008 ***	-0.008 ***	-0.008 ***	-0.008 ***	-0.008 ***
<i>Opp</i>	0.040 ***	0.040 ***	0.040 ***	0.040 ***	0.041 ***	0.041 ***
<i>Bank_St</i>	-0.078 ***	-0.077 ***	-0.078 ***	-0.078 ***	-0.079 ***	-0.076 ***
<i>Bank_Lt</i>	-0.135 ***	-0.144 ***	-0.141 ***	-0.149 ***	-0.132 ***	-0.142 ***
<i>FirmSize</i>	0.027 ***	0.029 ***	0.027 ***	0.029 ***	0.027 ***	0.029 ***
<i>DumYear</i>	0.112 ***	0.111 ***	0.111 ***	0.110 ***	0.112 ***	0.111 ***
<i>Industry</i>	-----	Kiểm soát	-----	Kiểm soát	-----	Kiểm soát
<i>Số quan sát</i>	1019	1019	1019	1019	1019	1019
$R^2$ adj.	35.7%	36.5%	35.9%	36.7%	35.8%	36.6%
<i>Durbin-Watson</i>	1.761	1.768	1.765	1.773	1.763	1.771
<i>Breusch-Pagan</i>	714.207 ***	754.079 ***	692.782 ***	734.024 ***	716.126 ***	753.240 ***
<i>Hausman</i>	14.662	16.718	14.937	16.743	14.636	16.770

\*\*\* mức ý nghĩa 1%; \*\* mức ý nghĩa 5%; \* mức ý nghĩa 10%.

Nguồn: Dữ liệu giao dịch và công bố thông tin của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

$ASC_{GKN}$ : thành phần lựa chọn ngược đại diện TTBCX; *BoardSize*: quy mô HĐQT; *Outd*: tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập không điều hành; *Gender*: tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT; *Edu*: tỷ lệ thành viên HĐQT có trình độ học vấn sau đại học; *Dual*: biến giả chỉ định quyền kiểm nhiệm; *Own*: tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cá nhân của HĐQT; *Gov*: biến giả chỉ định công ty có vốn Nhà nước; *Depth*: tính thanh khoản của cổ phiếu; *Volatility*: biến động giá cổ phiếu; *Opp*: biến giả chỉ định mức cơ hội tăng trưởng; *Bank\_St*: tỷ lệ nợ ngắn hạn ngân hàng; *Bank\_Lt*: tỷ lệ nợ dài hạn ngân hàng; *FirmSize*: quy mô hoạt động công ty; *DumYear*: biến giả chỉ định giai đoạn điều chỉnh biên độ dao động từ 5% tăng lên 7%; *Industry*: biến giả chỉ định ngành hoạt động.



Kết quả kiểm định khuyến nghị sử dụng mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random Effect Model - REM) là phương pháp thích hợp để ước lượng phương trình hồi quy. Ngoài ra, kỹ thuật điều chỉnh sai số chuẩn cũng được sử dụng để kiểm soát hiện tượng phương sai không đồng nhất của sai số.

Bảng 4.15 thể hiện kết quả hồi quy về mối quan hệ giữa các đặc điểm của HĐQT và TTBCX theo 6 cột. Cột [1] và [2] trình bày kết quả hồi quy về mối quan hệ tuyến tính thông thường; Cột [3] và [4] trình bày kết quả hiệu ứng hỗ tương giữa công ty có vốn Nhà nước và thành viên HĐQT độc lập không điều hành; và Cột [5] và [6] trình bày kết quả hiệu ứng hỗ tương giữa công ty có vốn Nhà nước và trình độ học vấn của HĐQT. Kiểm soát các yếu tố ngành hoạt động được trình bày ở Cột [2], [4] và [6].

Kết quả hồi quy ở Cột [1] trong Bảng 4.15 cho thấy, hệ số hồi quy của biến *BoardSize* mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5% ( $0.008; p < 0.05$ ). Kết quả này chấp nhận giả thuyết  $H_1$ : quy mô HĐQT tác động cùng chiều đến TTBCX. Tiếp đến, hệ số hồi quy của biến *Own* mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5% ( $-0.098; p < 0.05$ ). Kết quả này chấp nhận giả thuyết  $H_6$ : Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT tác động ngược chiều đến TTBCX. Ngoài ra, hệ số hồi quy của biến *Outd*, *Gender*, *Edu*, và *Dual* đều không có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10%. Kết quả hồi quy ở Cột [2] không thay đổi khi thực hiện kiểm soát các biến ngành hoạt động.

Từ kết quả ở Cột [3], hệ số hồi quy của biến tích *Gov\*Outd* mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% ( $0.089; p < 0.01$ ). Thực hiện kiểm soát các biến ngành hoạt động, ở Cột [4] hệ số hồi quy của biến tích này cũng mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% ( $0.081; p < 0.01$ ). Kết quả này chấp nhận giả thuyết  $H_{2b}$ , tính hiệu quả của thành viên HĐQT độc lập không điều hành trong việc hạn chế TTBCX ở công ty có vốn Nhà nước kém hơn khi so với ở công ty không có vốn Nhà nước.

Sau cùng ở Cột [5], hệ số hồi quy của biến tích *Gov\*Edu* mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5% ( $0.068; p < 0.05$ ). Thực hiện kiểm soát các biến ngành hoạt động ở Cột [6], hệ số hồi quy của biến tích này cũng mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10% ( $0.064; p < 0.10$ ). Kết quả này chấp nhận giả thuyết  $H_{4b}$ : loại hình doanh nghiệp, công ty có vốn Nhà nước làm thay đổi độ mạnh của mối quan hệ giữa trình độ học vấn của HĐQT và TTBCX.

Tiếp theo, mẫu nghiên cứu được chia thành hai nhóm, nhóm thứ nhất gồm các công ty có vốn Nhà nước và nhóm còn lại gồm các công ty không có vốn Nhà nước. Bảng 4.16 dưới

đây trình bày kết quả hồi quy về mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX theo hai nhóm khác nhau, và kết quả trong Bảng được thể hiện theo 4 cột. Cột [1] và [2] trình bày kết quả hồi quy về mối quan hệ tuyến tính giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX đối với nhóm thứ nhất, nhóm gồm các công ty quốc doanh, trong khi Cột [3] và [4] thể hiện kết quả hồi quy đối với nhóm còn lại, nhóm gồm các công ty ngoài quốc doanh. Kiểm soát các yếu tố ngành hoạt động được trình bày ở Cột [2] và [4]. Kết quả kiểm định gồm: kiểm định Breusch-Pagan và kiểm định Hausman khuyến nghị phương pháp REM là phương pháp thích hợp được sử dụng để ước lượng phương trình hồi quy.

**Bảng 4.16. Kết quả hồi quy theo loại hình doanh nghiệp khác nhau**

Biến quan sát	$ASC_{GKN Gov}$		$ASC_{GKN Non-Gov}$	
	[1]	[2]	[3]	[4]
<i>Hàng số</i>	0.157	0.140	0.203 **	0.163 *
<i>BoardSize</i>	0.010 *	0.010 **	0.010 *	0.010 *
<i>Outd</i>	-0.007	-0.008	-0.060 **	-0.053 **
<i>Gender</i>	0.004	0.004	0.043	0.029
<i>Edu</i>	-0.002	0.004	-0.064 **	-0.051 *
<i>Dual</i>	-0.012	-0.009	0.017	0.018
<i>Own</i>	-0.196 ***	-0.168 **	-0.103 **	-0.099 **
<i>Depth</i>	-17.847 *	-18.018 **	-10.933 *	-12.745 *
<i>Volatility</i>	-0.009 ***	-0.009 ***	-0.009 ***	-0.009 ***
<i>Opp</i>	0.045 ***	0.044 ***	0.034 **	0.034 ***
<i>Bank_St</i>	-0.115 ***	-0.112 ***	-0.023	-0.016
<i>Bank_Lt</i>	-0.139 ***	-0.146 ***	-0.207 **	-0.201 ***
<i>FirmSize</i>	0.029 ***	0.030 ***	0.029 ***	0.031 ***
<i>DumYear</i>	0.117 ***	0.116 ***	0.094 ***	0.091 ***
<i>Industry</i>	-----	Kiểm soát	-----	Kiểm soát
<i>Số quan sát</i>	682	682	337	337
<i>R<sup>2</sup> adj.</i>	40.1%	41.4%	28.9%	29.4%
<i>Durbin-Watson</i>	1.854	1.877	1.717	1.739
<i>Breusch-Pagan</i>	345.077 ***	365.446 ***	86.446 ***	83.804 ***
<i>Hausman</i>	15.019	16.404	12.380	13.400

\*\*\* mức ý nghĩa 1%; \*\* mức ý nghĩa 5%; \* mức ý nghĩa 10%.

Nguồn: Dữ liệu giao dịch và công bố thông tin của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

$ASC_{GKN|Gov}$ : thành phần lựa chọn ngược đại diện TTBCX ở công ty có vốn Nhà nước;  $ASC_{GKN|Non-Gov}$ : thành phần lựa chọn ngược đại diện TTBCX ở công ty không có vốn Nhà nước; *BoardSize*: quy mô HĐQT; *Outd*: tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập không điều hành; *Gender*: tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT; *Edu*: tỷ lệ thành viên HĐQT có trình độ học vấn sau đại học; *Dual*: biến giả chỉ định quyền kiểm nhiệm; *Own*: tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cá nhân của HĐQT; *Depth*: tính thanh khoản của cổ phiếu; *Volatility*: biến động giá cổ phiếu; *Opp*: biến giả chỉ định mức cơ hội tăng trưởng; *Bank\_St*: tỷ lệ nợ ngắn hạn ngân hàng; *Bank\_Lt*: tỷ lệ nợ dài hạn ngân hàng; *FirmSize*: quy mô hoạt động công ty; *DumYear*: biến giả chỉ định giai đoạn điều chỉnh biên độ dao động từ 5% tăng lên 7%; *Industry*: biến giả chỉ định ngành hoạt động.

Kết quả hồi quy ở Cột [1] trong Bảng 4.16 cho thấy, hệ số hồi quy của *BoardSize* mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10% ( $0.010$ ;  $p < 0.10$ ). Hệ số hồi quy của biến *Own* mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% ( $-0.196$ ;  $p < 0.01$ ). Ngoài ra, hệ số hồi quy của biến *Outd*, *Gender*, *Edu*, và *Dual* đều không có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10%. Kết quả hồi quy ở Cột [2] thay đổi không đáng kể khi thực hiện kiểm soát các biến ngành hoạt động. Có thể nhận thấy, kết quả hồi quy đối với nhóm bao gồm các công ty có vốn Nhà nước không khác biệt so với kết quả hồi quy đối với mẫu nghiên cứu.

Cũng ở Bảng 4.16, kết quả hồi quy ở Cột [3] cho thấy, tương tự như kết quả ở Cột [1] và [2], hệ số hồi quy của biến *BoardSize* mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10% ( $0.010$ ;  $p < 0.10$ ); hệ số hồi quy của biến *Own* mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5% ( $-0.103$ ;  $p < 0.05$ ); và hệ số hồi quy của biến *Gender* và *Dual* đều không có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10%. Tuy nhiên kết quả ở Cột [3] có sự khác biệt so với kết quả ở Cột [1] và [2] đó là, hệ số hồi quy của biến *Outd* và *Edu* đều mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%. Kết quả này ủng hộ giả thuyết: các thành viên HĐQT hoạt động độc lập và có trình độ học vấn cao có khả năng hạn chế TTBCX. Kết quả hồi quy ở Cột [4] không thay đổi sau khi thực hiện kiểm soát các biến ngành hoạt động.

Tiếp theo, Bảng 4.17 dưới đây trình bày kết quả kiểm định ngưỡng của tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT ảnh hưởng đến TTBCX.

**Bảng 4.17. Kiểm định giá trị ngưỡng của tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT**

Kiểm định số ngưỡng	Giá trị ngưỡng	Phân đoạn ngưỡng	Ảnh hưởng đến biến phụ thuộc $ASC_{GKN}$	Số quan sát
0 vs. 1**	$\tau = 0.0174$	$Own < 0.0174$	$\frac{\partial ASC_{GKN}}{\partial Own}  _{Own < 0.0174} = 2.637^{***}$	388
1 vs. 2		$Own \geq 0.0174$	$\frac{\partial ASC_{GKN}}{\partial Own}  _{Own \geq 0.0174} = -0.081^{***}$	631

\*\*\* mức ý nghĩa 1%; \*\* mức ý nghĩa 5%; \* mức ý nghĩa 10%.

Nguồn: Dữ liệu giao dịch và công bố thông tin của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

$ASC_{GKN}$ : thành phần lựa chọn ngược đại diện TTBCX; *Own*: tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cá nhân của HĐQT;  $\tau$ : giá trị ngưỡng của tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT.

Kết quả kiểm định từ Bảng 4.17 cho thấy, tồn tại một giá trị ngưỡng  $\tau = 0.0174$  có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%, mà tại đó tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT tác động đến TTBCX theo chiều hướng khác nhau. Cụ thể, khi  $Own < 1.74\%$ , tồn tại mối quan hệ cùng chiều và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% giữa *Own* và  $ASC_{GKN}$  ( $2.637$ ;  $p < 0.01$ ). Khi  $Own \geq 1.74\%$ , tồn tại mối quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa thống kê với mức ý

nghĩa 1% giữa  $Own$  và  $ASC_{GKN}$  ( $-0.081$ ;  $p < 0.01$ ). Kết quả này có thể thừa nhận giả thuyết cho rằng tồn tại mối quan hệ không tuyến tính giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX.

Làm rõ hơn về mối quan hệ không tuyến tính này, Bảng 4.18 dưới đây sẽ trình bày kết quả hồi quy từng khúc theo phân đoạn ngưỡng của tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT ảnh hưởng đến TTBCX. Kết quả hồi quy được thực hiện trên mẫu nghiên cứu, nhóm gồm các công ty có vốn Nhà nước, và nhóm gồm các công ty không có vốn Nhà nước.

**Bảng 4.18. Kết quả hồi quy từng khúc theo phân đoạn ngưỡng**

Biến quan sát	$ASC_{GKN}$		$ASC_{GKN Gov}$		$ASC_{GKN Non-Gov}$	
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
<i>Hàng số</i>	0.194 **	0.145 *	0.138	0.101	0.180 **	0.139 *
<i>BoardSize</i>	0.007 *	0.007 *	0.009 *	0.009 *	0.008	0.008 *
<i>Outd</i>	-0.019	-0.016	-0.004	0.000	-0.053 *	-0.046
<i>Gender</i>	0.020	0.016	0.002	-0.001	0.050	0.037
<i>Edu</i>	-0.015	-0.009	0.000	0.006	-0.049 *	-0.037
<i>Dual</i>	-0.004	0.000	-0.013	-0.009	0.011	0.013
<i>Own_Thr<sub>1</sub></i>	0.353	1.170 *	0.643	1.468 **	3.207 **	3.069 *
<i>Own_Thr<sub>2</sub></i>	-0.104 **	-0.108 ***	-0.225 ***	-0.216 ***	-0.125 ***	-0.119 ***
<i>Gov</i>	-0.013	-0.011	-----	-----	-----	-----
<i>Depth</i>	-14.062 **	-15.178 **	-18.011 *	-17.820 **	-11.603 *	-13.158 **
<i>Volatility</i>	-0.008 ***	-0.008 ***	-0.009 ***	-0.009 ***	-0.009 ***	-0.009 ***
<i>Opp</i>	0.041 ***	0.040 ***	0.045 ***	0.045 ***	0.035 ***	0.035 ***
<i>Bank_St</i>	-0.080 ***	-0.082 ***	-0.120 ***	-0.124 ***	-0.019	-0.010
<i>Bank_Lt</i>	-0.132 ***	-0.137 ***	-0.134 ***	-0.137 ***	-0.186 **	-0.184 **
<i>FirmSize</i>	0.028 ***	0.030 ***	0.030 ***	0.032 ***	0.027 ***	0.029 ***
<i>DumYear</i>	0.112 ***	0.111 ***	0.117 ***	0.117 ***	0.096 ***	0.092 ***
<i>Industry</i>	-----	Kiểm soát	-----	Kiểm soát	-----	Kiểm soát
<i>Số quan sát</i>	1019	1019	682	682	337	337
<i>R<sup>2</sup> adj.</i>	35.6%	36.6%	40.1%	40.7%	29.5%	29.9%
<i>Durbin-Watson</i>	1.762	1.771	1.859	1.875	1.715	1.737
<i>Breusch-Pagan</i>	714.205 ***	759.391 ***	340.504 ***	345.292 ***	93.521 ***	89.614 ***
<i>Hausman</i>	14.926	16.641	14.565	17.395	12.266	13.291

\*\*\* mức ý nghĩa 1%; \*\* mức ý nghĩa 5%; \* mức ý nghĩa 10%.

Nguồn: Dữ liệu giao dịch và công bố thông tin của các công ty niêm yết trên HOSE trong mẫu nghiên cứu

$ASC_{GKN}$ : thành phần lựa chọn ngược đại diện TTBCX; *BoardSize*: quy mô HĐQT; *Outd*: tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập không điều hành; *Gender*: tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT; *Edu*: tỷ lệ thành viên HĐQT có trình độ học vấn sau đại học; *Dual*: biến giả chỉ định quyền kiêm nhiệm; *Own\_Thr<sub>1</sub>*: tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cá nhân của HĐQT dưới 1.74%; *Own\_Thr<sub>2</sub>*: tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cá nhân của HĐQT trên 1.74%; *Gov*: biến giả chỉ định công ty có vốn Nhà nước; *Depth*: tính thanh khoản của cổ phiếu; *Volatility*: biến động giá cổ phiếu; *Opp*: biến giả chỉ định mức cơ hội tăng trưởng; *Bank\_St*: tỷ lệ nợ ngắn hạn ngân hàng; *Bank\_Lt*: tỷ lệ nợ dài hạn ngân hàng; *FirmSize*: quy mô hoạt động công ty; *DumYear*: biến giả chỉ định giai đoạn điều chỉnh biên độ dao động từ 5% tăng lên 7%; *Industry*: biến giả chỉ định ngành hoạt động.

Bảng 4.18 trình bày kết quả hồi quy về sự tác động của phân đoạn ngưỡng tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT đến TTBCX. Kết quả hồi quy được thể hiện theo 6 cột, Cột [1] và [2] trình bày kết quả hồi quy đối với mẫu nghiên cứu; Cột [3] và [4] trình bày kết quả hồi quy đối với các công ty có vốn Nhà nước; và Cột [5] và [6] trình bày kết quả hồi quy đối với các công ty không có vốn Nhà nước. Kiểm soát các yếu tố ngành hoạt động được trình bày ở Cột [2], [4] và [6]. Kết quả kiểm định gồm: kiểm định Breusch-Pagan và kiểm định Hausman khuyến nghị phương pháp REM là phương pháp thích hợp được sử dụng để ước lượng phương trình hồi quy.

Kết quả ở Cột [1] cho thấy, hệ số hồi quy của biến  $Own\_Thr_1$  mang dấu dương nhưng không có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10% ( $0.353; p > 0.10$ ), trong khi hệ số hồi quy của biến  $Own\_Thr_2$  mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5% ( $-0.104; p < 0.05$ ). Thực hiện kiểm soát các yếu tố ngành hoạt động, kết quả ở Cột [2] cho thấy, hệ số hồi quy của biến  $Own\_Thr_1$  mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10% ( $1.170; p < 0.10$ ), trong khi hệ số của biến  $Own\_Thr_2$  mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% ( $-0.108; p < 0.01$ ). Kết quả này ủng hộ giả thuyết tồn tại mối quan hệ không tuyến tính giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX.

Tương tự, kết quả hồi quy đối với nhóm gồm các công ty có vốn Nhà nước ở Cột [3] và [4] cũng không thay đổi. Nổi bật hơn, kết quả hồi quy ở Cột [5] và [6] đối với nhóm gồm các công ty không có vốn Nhà nước cho thấy, hệ số hồi quy của biến  $Own\_Thr_1$  mang dấu dương, hệ số hồi quy của biến  $Own\_Thr_2$  mang dấu âm, và cả hai biến đều có ý nghĩa thống kê. Các kết quả này một lần nữa xác nhận rằng, tồn tại một mức ngưỡng của tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT mà tại đó sẽ ảnh hưởng đến TTBCX theo chiều hướng khác nhau.

### 4.3 Thảo luận kết quả

#### 4.3.1 Đo lường thông tin bất cân xứng

Nghiên cứu được thực hiện với mục đích đo lường TTBCX của các công ty niêm yết trên HOSE có hoạt động công bố thông tin cuối năm trong giai đoạn 2009-2015, từ đó hướng đến đề xuất mô hình đo lường TTBCX phù hợp trong bối cảnh ở Việt Nam.

Thực hiện ước lượng TTBCX đối với mẫu nghiên cứu, giá trị ước lượng TTBCX được áp dụng theo ba mô hình gồm: mô hình GKN theo biến chỉ báo, GKN theo hiệp phương sai, và KO có cùng xu hướng biến động với nhau, nhưng không cùng xu hướng biến động với TTBCX được áp dụng theo mô hình GH.

Thực hiện ước lượng TTBCX đối với mỗi cổ phiếu, có hơn 91% (loại 1010 số quan sát trong tổng 1106 số quan sát) số quan sát bị loại ra khi áp dụng mô hình GH do điều kiện đo lường không thỏa, và các hệ số hồi quy được ước lượng không có ý nghĩa về mặt thống kê. Trong khi áp dụng các mô hình còn lại, số quan sát bị loại ra do không thỏa điều kiện đo lường là rất nhỏ (loại 3 số quan sát khi áp dụng mô hình GKN theo biến chỉ báo, loại 1 quan sát khi áp dụng mô hình GKN theo hiệp phương sai và mô hình KO).

Mặt khác, kết quả đo lường TTBCX riêng cho mỗi cổ phiếu theo ba mô hình GKN theo biến chỉ báo, GKN theo hiệp phương sai, và KO có mức tương quan tương đối lớn (trên 83.4%). Bởi vì ở cả ba mô hình, giá trị cơ sở của cổ phiếu được sử dụng bằng giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán thay vì sử dụng giá đặt mua của cổ phiếu trong mô hình GKN nguyên bản. Đặc biệt TTBCX áp dụng mô hình GKN theo hiệp phương sai và mô hình KO có cùng xu hướng biến động một cách đáng kể (mức tương quan trên 99%). Kết quả này tương tự với nghiên cứu của Strother và ctg (2009) khi đo lường TTBCX cho thị trường chứng khoán Mỹ giai đoạn 01/03/1999 đến 30/09/1999, mức độ TTBCX áp dụng mô hình GKN theo hiệp phương sai và mô hình KO hầu như tương đồng với nhau.

Có thể nhận thấy, khi ước lượng TTBCX riêng cho mỗi cổ phiếu, thứ nhất áp dụng mô hình GH có một số hạn chế nhất định bởi vì mô hình giả định TTBCX sẽ tuyến tính cùng với khối lượng giao dịch và đây là giả định không phải luôn thỏa với mỗi cổ phiếu (Chae, 2005). Thứ hai, mặc dù TTBCX được đo lường từ mô hình GKN theo hiệp phương sai và mô hình KO có mức độ tương quan cao với TTBCX được đo lường từ mô hình GKN theo biến chỉ báo, nhưng hai mô hình theo hiệp phương sai này sử dụng công thức thuận tiện để ước lượng mức độ TTBCX gần đúng cho mỗi cổ phiếu. Do đó kết quả đo lường có thể tiềm ẩn những sai số khá dĩ. Sau cùng, TTBCX áp dụng mô hình GKN theo biến chỉ báo được bổ sung từ đề xuất của Kim và Ogden (1996) trong việc điều chỉnh giá trị cơ sở của cổ phiếu và từ đề xuất của Neal và Wheatley (1998) trong việc sử dụng biến chỉ báo giao dịch đã mang lại kết quả ước lượng có mức độ tin cậy tương đối cao.

Ngoài ra, TTBCX được áp dụng theo ba mô hình, gồm: mô hình GKN theo biến chỉ báo, GKN theo hiệp phương sai, và KO đều có mức thay đổi tăng sau khi biên độ dao động giá giao dịch được mở rộng từ 5% lên 7%. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Anshuman và Subrahmanyam (1999), Berkman và Lee (2002). Không những vậy, mức độ tương quan giữa TTBCX áp dụng mô hình GKN theo biến chỉ báo và các yếu tố ảnh hưởng TTBCX (gồm: tính thanh khoản cổ phiếu, tỷ lệ nợ, và cơ hội tăng trưởng) có giá trị cao hơn và có độ

tin cậy hơn so với mức độ tương quan giữa TTBCX áp dụng theo hai mô hình còn lại (gồm: mô hình GKN theo hiệp phương sai và mô hình KO) và các yếu tố ảnh hưởng tương tự.

Chính vì vậy, dựa trên kết quả đo lường TTBCX trung bình đối với mẫu nghiên cứu; đối với mỗi cổ phiếu; mức độ tương quan giữa TTBCX và các biến chỉ báo gồm: tính thanh khoản cổ phiếu, tỷ lệ nợ, và cơ hội tăng trưởng; và kiểm định sự thay đổi của TTBCX ở hai giai đoạn điều chỉnh biên độ dao động giá, có thể cho rằng mô hình GKN theo biến chỉ báo là mô hình phù hợp có thể được áp dụng để đo lường TTBCX.

Tựu trung, khả năng áp dụng mô hình GH để đo lường TTBCX riêng cho mỗi cổ phiếu có những hạn chế nhất định. Ngoài ra, xét về tổng quan mức độ TTBCX được áp dụng theo ba mô hình còn lại gồm: mô hình GKN theo biến chỉ báo; GKN theo hiệp phương sai; và KO cần lưu tâm và có xu hướng gia tăng trong giai đoạn từ năm 2011 đến 2015. Đây là giai đoạn có sự mở rộng biên độ dao động giá giao dịch, tăng từ 5% lên 7%. Sau cùng, mô hình GKN theo biến chỉ báo là mô hình phù hợp có thể được áp dụng để đo lường TTBCX trong bối cảnh ở Việt Nam.

#### **4.3.2 Mối quan hệ giữa đặc điểm Hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng**

Nghiên cứu được thực hiện với mục đích ước lượng mối quan hệ giữa đặc điểm của HĐQT và TTBCX của các công ty niêm yết trên HOSE. Các số liệu phân tích được thu thập từ 161 công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn 2009-2015 với tổng cộng 1019 số quan sát. Những kỳ vọng ban đầu về các đặc điểm của HĐQT bao gồm: quy mô HĐQT, quyền kiêm nhiệm sẽ ảnh hưởng cùng chiều đến TTBCX, trong khi thành viên HĐQT độc lập không điều hành, thành viên nữ trong HĐQT, trình độ học vấn của HĐQT, và tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT sẽ tác động ngược chiều đến TTBCX.

Ngoài ra, tính độc lập và trình độ học vấn của thành viên HĐQT ở công ty không có vốn Nhà nước sẽ hạn chế TTBCX hiệu quả hơn so với cùng đặc điểm này của thành viên HĐQT ở công ty có vốn Nhà nước, đồng thời tồn tại mối quan hệ không tuyến tính giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX cũng được kỳ vọng. Dựa trên kết quả nghiên cứu, một số kỳ vọng ban đầu được ủng hộ trong khi một số khác thì không. Dưới đây là những thảo luận chi tiết về kết quả nghiên cứu.

##### **4.3.2.1 Quy mô Hội đồng quản trị**

Tác động của quy mô HĐQT đến TTBCX như kỳ vọng ban đầu, đó là gia tăng quy mô HĐQT sẽ làm tăng TTBCX. Kết quả này được sự hỗ trợ từ nghiên cứu của Cai và ctg (2006). Khi số thành viên trong HĐQT gia tăng sẽ phát sinh nhiều bất lợi cho công ty, như

bất lợi về đồng thuận khi ra quyết định, bất lợi về trao đổi thông tin, và bất lợi do tính ý lại trong giám sát (Jensen và Meckling, 1976; Lipton và Lorsch, 1992; Jensen, 1993). Không những vậy, quy mô HĐQT gia tăng sẽ làm tăng chi phí lương thưởng, phúc lợi, xuất hiện chi phí “ăn theo” của những cá nhân chỉ biết thụ hưởng, dẫn đến gia tăng chi phí người đại diện trong công ty (Florackis, 2008). Kết quả của nghiên cứu cũng phù hợp với khuyến nghị của OECD (2015), đó là để HĐQT có thể hoạt động hiệu quả và tăng cường trách nhiệm của HĐQT, bên cạnh các thông lệ tốt, HĐQT phải hạn chế số lượng thành viên tham gia. Dựa trên kinh nghiệm thực tế, HĐQT ít thành viên hơn cho phép thảo luận chiến lược tốt hơn và ít khả năng trở thành nơi chỉ hoạt động theo hình thức.

#### **4.3.2.2 Thành viên Hội đồng quản trị độc lập không điều hành**

Kết quả nghiên cứu cho thấy, tính hiệu quả của thành viên HĐQT độc lập không tham gia điều hành trong việc hạn chế TTBCX ở công ty có vốn Nhà nước thấp hơn so với ở công ty không có vốn Nhà nước. Cụ thể, các thành viên HĐQT độc lập không điều hành tác động ngược chiều đến TTBCX ở công ty không có vốn Nhà nước. Kết quả này được ủng hộ từ các nghiên cứu của Barakat và ctg (2014), Armstrong và ctg (2014), Elbadry và ctg (2015). Trong khi đó, ảnh hưởng ngược chiều này không tìm thấy ở công ty có vốn Nhà nước.

Có thể giải thích cho hiện tượng này như sau. Trước tiên, theo Shleifer và Vishny (1997), hiệu quả hoạt động của các thành viên HĐQT độc lập không điều hành có khả năng phụ thuộc vào đặc trưng loại hình doanh nghiệp, ở đây là doanh nghiệp có và không có vốn Nhà nước. Tiếp đến, ở công ty có vốn Nhà nước, có khả năng các thành viên HĐQT độc lập không điều hành được cơ quan quản lý Nhà nước bổ nhiệm vì vậy họ có thể hoạt động theo chủ trương, nhiệm vụ chính trị của Nhà nước thay vì tối đa hóa giá trị cho cổ đông (Xu và Wang, 1999). Hơn nữa, họ bị giới hạn về quyền lực và sức ảnh hưởng đối với các giám đốc điều hành (Kato và Long, 2006). Và sau cùng, theo quan điểm người đại diện, các công ty có vốn Nhà nước sẽ tiềm ẩn lớn về vấn đề lựa chọn ngược (Barberis và ctg, 1996) và rủi ro đạo đức (Buck và ctg, 2008). Chính vì vậy các thành viên HĐQT độc lập không điều hành ở công ty quốc doanh hoạt động kém hiệu quả hơn trong việc hạn chế TTBCX so với các thành viên này ở công ty ngoài quốc doanh.

#### **4.3.2.3 Thành viên nữ trong Hội đồng quản trị**

Sự hiện diện của các thành viên nữ trong HĐQT giúp cải thiện đáng kể hiệu quả hoạt động quan hệ cổ đông của công ty (Joy, 2008); gia tăng mức độ công bố thông tin cả về chất và lượng (Nalikka, 2009; Gulzar và Wang, 2011; Qi và Tian, 2012); và hạn chế TTBCX giữa



các nhà quản lý bên trong công ty và các cổ đông bên ngoài (Abad và ctg, 2017). Tuy nhiên, nghiên cứu không tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa thành viên nữ trong HĐQT và TTBCX. Có thể sự hiện diện của các thành viên nữ trong HĐQT chiếm tỷ lệ không đáng kể, trung bình khoảng 15% nữ giới có trong HĐQT (Bảng 4.10). Do đó, ảnh hưởng của thành viên nữ trong HĐQT trong việc hạn chế TTBCX chưa thật sự rõ ràng.

#### **4.3.2.4 Trình độ học vấn của Hội đồng quản trị**

Các nhà quản lý có trình độ học vấn cao có khuynh hướng công bố thông tin nhiều hơn ra bên ngoài (Ahmed và Nicholls, 1994), góp phần gia tăng tính kịp thời và mức độ tin cậy của thông tin liên quan đến báo cáo tài chính (Yunos, 2012). Tương tự như nghiên cứu của Chemmanur và ctg (2009), Lewis và ctg (2014), nghiên cứu tìm thấy tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa các thành viên HĐQT có trình độ học vấn cao và TTBCX. Tuy nhiên, xét bối cảnh ở Việt Nam, mối quan hệ ngược chiều này chỉ có ý nghĩa đối với công ty không có vốn Nhà nước, trong khi không có ý nghĩa đối với công ty có vốn Nhà nước và đối với mẫu nghiên cứu. Kết quả này hàm ý, môi trường hoạt động ở các công ty có vốn Nhà nước chưa khuyến khích được các thành viên HĐQT thể hiện sự hiểu biết và tính chuyên gia của các thành viên một cách hiệu quả trong việc hạn chế rủi ro thông tin giữa các nhà đầu tư bên trong và bên ngoài doanh nghiệp.

#### **4.3.2.5 Quyền kiêm nhiệm**

Mặc dù theo lý thuyết người đại diện và những thông lệ tốt về quản trị công ty, việc tách bạch chức danh chủ tịch HĐQT với tổng giám đốc sẽ hữu ích trong việc giám sát hiệu quả quản trị công ty, gia tăng chất lượng công bố thông tin, và hạn chế TTBCX (Forker, 1992; Gul và Leung, 2004), nhưng kết quả nghiên cứu này không tìm thấy mối quan hệ giữa quyền kiêm nhiệm và TTBCX. Kết quả này tương tự như nghiên cứu của Cai và ctg (2006), không tồn tại mối quan hệ giữa quyền kiêm nhiệm và các thành phần lựa chọn ngược.

#### **4.3.2.6 Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của Hội đồng quản trị**

Mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX được tìm thấy trong nghiên cứu này theo như kỳ vọng ban đầu. Kết quả này được hỗ trợ từ nghiên cứu của Becker-Blease và Irani (2008), Barakat và ctg (2014), đó là tỷ lệ sở hữu vốn được xem là một cơ chế kích lệ mà cơ chế này sẽ ràng buộc và hướng các nhà quản lý theo đuổi lợi ích chung của cổ đông, và làm giảm chi phí thông tin của doanh nghiệp hiệu quả hơn.

Bên cạnh mối quan hệ tuyến tính giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX, nghiên cứu còn tìm thấy hiện hữu mối quan hệ phi tuyến. Nói cách khác, tỷ lệ sở hữu cổ

phiếu của HĐQT tác động đến TTBCX theo chiều hướng khác nhau phụ thuộc vào giá trị ngưỡng của tỷ lệ sở hữu cổ phiếu (Han và ctg, 2014; Abad và ctg, 2017). Cụ thể đối với nghiên cứu này, khi tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT nhỏ hơn 1.74%, tác động của đặc điểm này đến TTBCX không đáng kể thậm chí làm gia tăng TTBCX. Tuy nhiên, khi mức tỷ lệ này lớn hơn 1.74%, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT là một cơ chế hữu ích trong việc hạn chế TTBCX. Có thể giải thích cho mối quan hệ phi tuyến này dựa trên quan điểm của Gedajlovic và Shapiro (1998). Khi mức tỷ lệ sở hữu vốn thấp, quyền hạn hay những kích lệ không đủ lớn so với trách nhiệm mà các thành viên HĐQT phải đảm trách dẫn đến khả năng giám sát của HĐQT không hiệu quả.

Nội dung chương này có thể được tóm tắt lại như sau. Trước tiên nghiên cứu áp dụng 4 mô hình kinh tế lượng gồm: mô hình GH, mô hình GKN theo biến chỉ báo, mô hình GKN theo hiệp phương sai, và mô hình KO để đo lường TTBCX đối với mẫu nghiên cứu và đối với mỗi cổ phiếu, từ đó hướng đến đề xuất mô hình đo lường phù hợp trong bối cảnh ở Việt Nam. Kết quả cho thấy TTBCX có xu hướng gia tăng kể từ sau giai đoạn có biên độ dao động giá được mở rộng. Ngoài ra, mô hình GKN theo biến chỉ báo là mô hình phù hợp có thể được áp dụng để đo lường TTBCX của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tiếp đến, để xem xét mối quan hệ giữa đặc điểm của HĐQT và TTBCX, nghiên cứu thực hiện ước lượng hồi quy phương trình với biến phụ thuộc đại diện cho TTBCX được áp dụng theo mô hình GKN theo biến chỉ báo, và các biến giải thích đại diện cho đặc điểm của HĐQT gồm: quy mô HĐQT, thành viên HĐQT độc lập không điều hành, thành viên HĐQT nữ, trình độ học vấn của HĐQT, quyền kiêm nhiệm, và tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại các chiều hướng tác động khác nhau của đặc điểm HĐQT đến TTBCX. Chương tiếp theo sẽ trình bày những đóng góp của nghiên cứu, những giới hạn trong nghiên cứu, và định hướng cho những nghiên cứu chuyên sâu hơn.

## CHƯƠNG 5

### KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

#### 5.1 Các điểm chính của nghiên cứu

##### 5.1.1 Đo lường thông tin bất cân xứng

Thông tin bất cân xứng (TTBCX) được xem xét qua quá trình giao dịch cổ phiếu giữa nhà đầu tư có thông tin và nhà đầu tư không có thông tin biểu hiện dưới dạng thành phần lựa chọn ngược trong khoảng chênh lệch giữa giá đặt mua và giá đặt bán hay còn gọi là chênh lệch yết giá. Có hai cách tiếp cận chính để đo lường TTBCX trên ý tưởng tách thành phần lựa chọn ngược ra khoảng chênh lệch yết giá, đó là sử dụng mô hình theo biến chỉ báo (Glosten và Harris, 1988; George, Lin, Sanger và Booth, 1995; Madhavan, Richardson, và Roomans, 1997) và sử dụng mô hình theo hiệp phương sai (Stoll, 1989; George, Kaul và Nimalendran, 1991; Kim và Ogden, 1996). Mỗi mô hình sử dụng đều có ưu điểm, nhược điểm, và điều kiện áp dụng khác nhau tùy thuộc vào cơ sở xây dựng mô hình (thu nhập từ giao dịch, cân đối thu nhập và chi phí, hay thông tin chuỗi đặt lệnh) và khả năng tiếp cận dữ liệu giao dịch (dữ liệu giao dịch trong ngày hay đóng cửa cuối ngày) của nhà nghiên cứu. Ngoài ra, áp dụng các mô hình đo lường cũng phụ thuộc vào loại hình giao dịch của thị trường chứng khoán (thị trường giao dịch khớp lệnh, khớp giá, hay lưỡng tính) và sự phát triển của thị trường (thị trường đã phát triển hay thị trường mới nổi).

Với mục đích đo lường TTBCX của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và từ đó hướng đến đề xuất mô hình đo lường TTBCX phù hợp trong bối cảnh ở Việt Nam, nghiên cứu đã áp dụng các mô hình kinh tế lượng tách thành phần lựa chọn ngược ra khoảng chênh lệch yết giá, bao gồm: mô hình Glosten và Harris (1988), mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo, mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai, và mô hình Kim và Ogden (1996) để ước lượng mức độ TTBCX. Nghiên cứu thu thập dữ liệu thống kê giá giao dịch và thống kê đặt lệnh của các công ty niêm yết trên HOSE trong quý 1, từ ngày 01/01 đến 31/03, thời điểm công bố thông tin báo cáo hoạt động quản trị công ty cuối năm, báo cáo thường niên, và báo cáo tài chính cuối năm giai đoạn 2009-2015, gồm 174 công ty với tổng cộng 1106 số quan sát. Mẫu nghiên cứu không bao gồm: (i) các công ty niêm yết có niên độ tài chính không trùng vào thời điểm cuối năm; (ii) các công ty thuộc diện bị cảnh báo, kiểm soát đặc biệt, buộc

hủy niêm yết hoặc hủy niêm yết tự nguyện; và (iii) các tổ chức tín dụng như ngân hàng, các tổ chức tài chính như công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm và quỹ đầu tư.

Kết quả đo lường cho thấy, TTBCX trung bình đối với mẫu nghiên cứu áp dụng mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo, mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai, và mô hình Kim và Ogden (1996) có cùng xu hướng biến động với nhau. Trong khi đó, TTBCX trung bình đối với mẫu nghiên cứu áp dụng mô hình Glosten và Harris (1988) không cùng xu hướng biến động khi so với ba mô hình vừa đề cập.

Ngoài ra, khi thực hiện đo lường TTBCX riêng cho mỗi cổ phiếu, số quan sát bị loại ra khi áp dụng mô hình Glosten và Harris (1988) chiếm đa số, trong khi áp dụng ba mô hình còn lại, số quan sát bị loại ra không đáng kể (loại 4 số quan sát). Hơn nữa, mức tương quan giữa TTBCX riêng cho mỗi cổ phiếu đo lường theo mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo, mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai và mô hình Kim và Ogden (1996) tương đối cao, trên 83.4%. Đặc biệt, TTBCX áp dụng mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai và mô hình Kim và Ogden (1996) hầu như có cùng xu hướng biến động.

Hơn nữa, TTBCX được áp dụng theo ba mô hình, gồm: mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo, mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai, và mô hình Kim và Ogden (1996) đều có mức thay đổi tăng sau khi biên độ dao động giá giao dịch cổ phiếu được mở rộng từ 5% tăng lên 7%. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Anshuman và Subrahmanyam (1999), Berkman và Lee (2002). Ngoài ra, mức độ tương quan giữa TTBCX áp dụng mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo và các biến xác định TTBCX (gồm: tính thanh khoản cổ phiếu, tỷ lệ nợ, và cơ hội tăng trưởng) có giá trị cao hơn và có độ tin cậy hơn so với mức độ tương quan của TTBCX được áp dụng theo hai mô hình còn lại (gồm: mô hình Kim và Ogden (1996) và mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai) đối với các biến xác định tương tự.

Dựa trên kết quả đo lường TTBCX trung bình đối với mẫu nghiên cứu; đối với mỗi cổ phiếu; mức độ tương quan giữa TTBCX và các biến chỉ báo gồm: tính thanh khoản cổ phiếu, tỷ lệ nợ, và cơ hội tăng trưởng; và kiểm định sự thay đổi của TTBCX ở hai giai đoạn điều chỉnh biên độ dao động giá, có thể cho rằng mô hình George, Kaul và Nimalendran

(1991) theo biến chỉ báo là mô hình phù hợp có thể được áp dụng để đo lường TTBCX trong bối cảnh ở Việt Nam.

### **5.1.2 Đặc điểm Hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng**

Jensen và Meckling (1976) đã chỉ ra TTBCX là nguyên nhân chính gây ra vấn đề người đại diện và giải pháp cho vấn đề này đòi hỏi một cơ chế quản trị công ty hoạt động theo thông lệ quốc tế, cụ thể đó là Hội đồng quản trị (HĐQT). HĐQT được xem là một cơ chế quản trị nội bộ công ty, đại diện cho lợi ích của cổ đông, và có thể dung hòa được các xung đột và lợi ích khác nhau bên trong công ty (Arguden, 2010). Ngoài ra, theo Kanagaretnam và ctg (2007), Chen và ctg (2007), Rutherford và Buchholtz (2007), HĐQT hoạt động hiệu quả có thể làm giảm vấn đề người đại diện, gia tăng giá trị cho cổ đông, minh bạch công bố thông tin, và hạn chế TTBCX. Một trong những nhân tố quan trọng góp phần tạo nên một HĐQT hoạt động hiệu quả đó chính là đặc điểm của HĐQT (Zahra và Pearce, 1989; Nicholson và Kiel, 2004, Hilb, 2012). Lược khảo các lý thuyết nền tảng về quản trị công ty bao gồm: lý thuyết người đại diện, lý thuyết quản trị, lý thuyết ràng buộc các nguồn lực, và lý thuyết các bên liên quan; và các vai trò của HĐQT gồm: vai trò kiểm soát, vai trò hỗ trợ, và vai trò chiến lược cho thấy, các đặc điểm của HĐQT được kỳ vọng có khả năng hạn chế TTBCX đó là: tính độc lập, tính kiêm nhiệm, tính chuyên gia, và tính đa dạng (Huse, 2007; Clarke và Branson, 2012; Nix và Chen, 2013).

Luận án này được thực hiện với mục đích ước lượng mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX của các công ty niêm yết trên HOSE, từ đó gợi ý một số chính sách nhằm hạn chế TTBCX. Trên cơ sở lược khảo các công trình nghiên cứu thực nghiệm, luận án tiến hành xây dựng mô hình nghiên cứu và phát triển các giả thuyết nghiên cứu liên quan. Tiếp theo đó, luận án thực hiện chọn mẫu nghiên cứu bao gồm 161 công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn 2009-2015, với tổng cộng có 1019 số quan sát. Luận án sử dụng mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên và kỹ thuật hồi quy ngưỡng để ước lượng mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT bao gồm: quy mô HĐQT, thành viên HĐQT độc lập không điều hành, thành viên nữ trong HĐQT, trình độ học vấn của HĐQT, quyền kiêm nhiệm, và tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX được đo lường bằng thành phần lựa chọn ngược áp dụng mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo. Mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX tồn tại những kết quả khác nhau. Cụ thể, mối quan hệ này gồm có: (i) mối quan hệ tuyến tính, (ii) mối quan hệ tương tác, (iii) mối quan hệ phi tuyến, và (iv) không có mối quan hệ.

### **5.1.2.1 Môi quan hệ tuyến tính**

Tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô HĐQT và TTBCX. Cụ thể, khi số thành viên HĐQT gia tăng sẽ phát sinh nhiều bất lợi cho công ty, như bất lợi về đồng thuận khi ra quyết định, bất lợi về trao đổi thông tin, và bất lợi do tính ỷ lại trong giám sát (Jensen và Meckling, 1976; Lipton và Lorsch, 1992; Jensen, 1993). Ngoài ra, nghiên cứu tìm thấy thành viên HĐQT độc lập không điều hành và trình độ học vấn của HĐQT có mối quan hệ ngược chiều với TTBCX nhưng ảnh hưởng ngược chiều này chỉ thể hiện ở nhóm gồm các công ty có vốn Nhà nước.

### **5.1.2.2 Mối quan hệ tương tác**

Nghiên cứu tìm thấy loại hình doanh nghiệp (doanh nghiệp có và không có vốn Nhà nước) thực hiện vai trò điều tiết đối với thành viên HĐQT độc lập không điều hành và trình độ học vấn của HĐQT ảnh hưởng đến TTBCX. Hay nói cách khác, loại hình doanh nghiệp làm thay đổi độ mạnh sự tác động của thành viên HĐQT độc lập không điều hành và trình độ học vấn của HĐQT đến TTBCX. Kết quả này hàm ý ở các công ty không có vốn Nhà nước đặc điểm thành viên HĐQT độc lập không điều hành và trình độ học vấn của HĐQT góp phần hạn chế TTBCX hiệu quả hơn so với cùng đặc điểm của HĐQT này ở các công ty có vốn Nhà nước.

### **5.1.2.3 Mối quan hệ phi tuyến**

Mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và TTBCX được thể hiện qua tồn tại một giá trị ngưỡng 1.74% của tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT ảnh hưởng đến TTBCX theo từng mức ngưỡng khác nhau. Cụ thể, khi tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT nhỏ hơn 1.74%, tác động của đặc điểm này đến TTBCX không đáng kể, thậm chí làm gia tăng TTBCX. Tuy nhiên, khi mức tỷ lệ này lớn hơn 1.74%, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT là một cơ chế hữu ích trong việc hạn chế TTBCX. Kết quả này hàm ý, khi mức tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT thấp, quyền hạn hay những kích lệ không đủ lớn so với trách nhiệm mà các thành viên HĐQT phải đảm trách dẫn đến khả năng giám sát của HĐQT đối với các nhà điều hành không hiệu quả.

### **5.1.2.4 Không có mối quan hệ**

Mặc dù thành viên nữ trong HĐQT góp phần gia tăng chất lượng quan hệ cổ đông và tách biệt nhiệm vụ giữa chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc sẽ làm gia tăng tính độc lập trong cấu trúc quản trị công ty nhưng sự tác động của thành viên nữ trong HĐQT và quyền nhiệm đến TTBCX không được tìm thấy trong nghiên cứu này, kể cả xét riêng cho loại hình

doanh nghiệp có và không có vốn Nhà nước. Ngoài ra, ở công ty có vốn Nhà nước, nghiên cứu không tìm thấy sự tác động của thành viên HĐQT độc lập không điều hành và trình độ học vấn của HĐQT đến TTBCX.

## **5.2 Hàm ý chính sách**

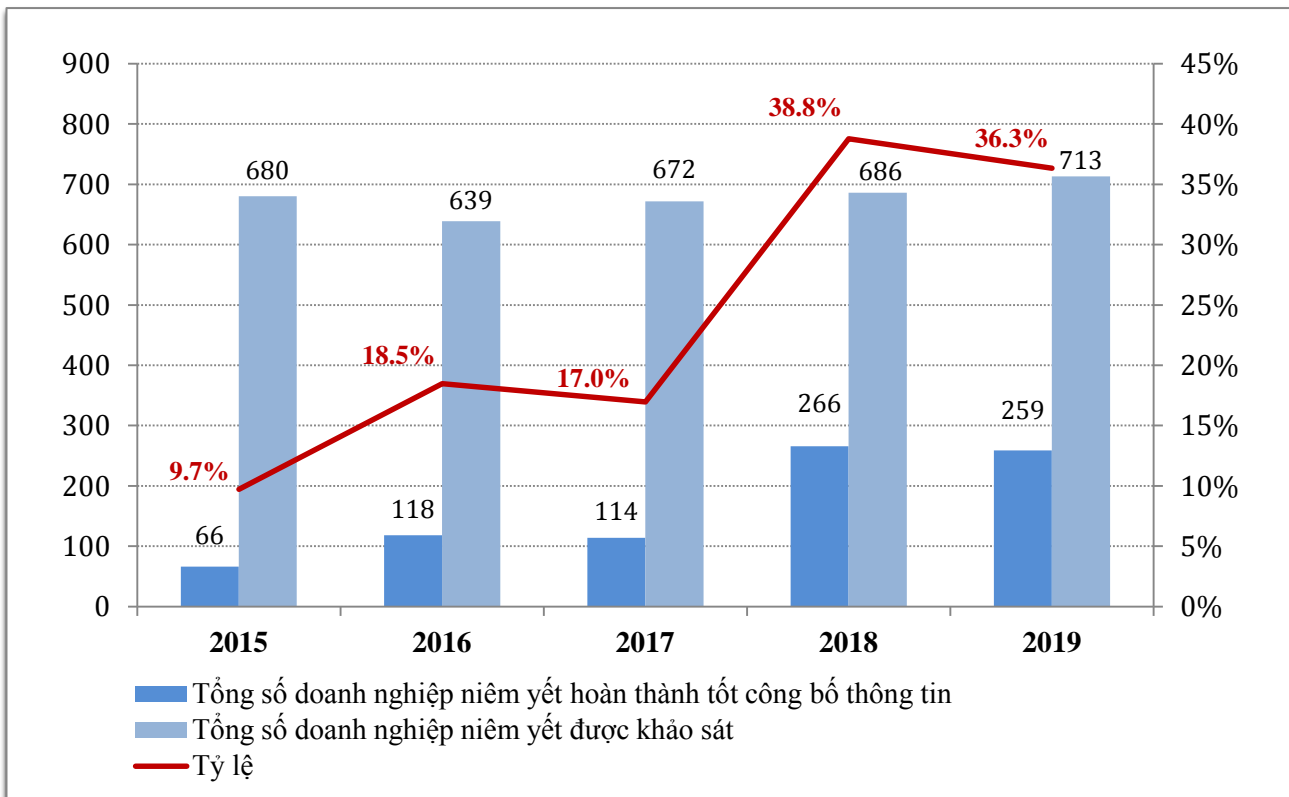
Kết quả nghiên cứu của luận án có những đóng góp hữu ích hướng đến các đối tượng khác nhau, bao gồm: các nhà hoạch định chính sách, các công ty niêm yết và các nhà đầu tư chứng khoán. Sau đây là những hàm ý chính sách liên quan.

### **5.2.1 Các nhà hoạch định chính sách**

Trong những năm gần đây, Chính phủ Việt Nam đã ban hành nhiều quy định liên quan đến thị trường chứng khoán, như: Nghị định 71/2017/NĐ-CP hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng thay thế cho Thông tư 121/2012/TT-BTC; Thông tư 155/2015/TT-BTC hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán thay thế cho Thông tư 52/2012/TT-BTC; và Thông tư 36/2017/TT-BTC về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán với mức xử phạt rất nặng. Những quy định này thể hiện sự nỗ lực của Chính phủ trong việc góp phần gia tăng tính minh bạch cho thị trường và hạn chế TTBCX của các công ty niêm yết. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ TTBCX ở Việt Nam giai đoạn 2009-2015 cần lưu tâm và đặc biệt có xu hướng gia tăng kể từ năm 2011 (Hình 4.1 và 4.2). Không những vậy, một báo cáo gần đây của HOSE (2019) cũng thừa nhận một số khó khăn mà thị trường chứng khoán Việt Nam phải đối mặt, điển hình đó là: (i) chất lượng công ty niêm yết chưa đồng đều, tình hình quản trị công ty còn cách xa so với khu vực; (ii) thị trường chứng khoán chưa được đánh giá đúng tiềm năng và bị xếp là thị trường cận biên, tiệm cận thị trường mới nổi; và (iii) hành vi vi phạm trên thị trường chứng khoán ngày càng tinh vi và phức tạp. Những minh chứng này đặt ra cho các nhà hoạch định chính sách và các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán Việt Nam cần có những động thái tích cực hơn nữa trong việc hạn chế TTBCX nhằm gia tăng tính minh bạch cho thị trường.

Ngoài ra, mặc dù đã có quy định chi tiết về quản trị công ty và hướng dẫn công bố thông tin, nhưng các công ty niêm yết ở Việt Nam chưa thật sự hiểu rõ cũng như cố tình hiểu không đúng về quản trị công ty, dẫn đến sai phạm trong công bố thông tin, thực hiện không đúng nghĩa vụ và trách nhiệm của doanh nghiệp đến cổ đông và các bên liên quan. Theo một khảo sát của Vietstock và FiLi (2019), năm 2018 chỉ có 38.8% (266/686) số công ty được khảo sát hoàn thành tốt công bố thông tin. Năm 2019, mặc dù số lượng khảo sát tăng

27 công ty so với năm 2018, nhưng tỷ lệ công ty hoàn thành tốt công bố thông tin sụt giảm và chỉ đạt 36.3%. Hình 5.1 dưới đây mô tả số lượng doanh nghiệp niêm yết đạt chuẩn công bố thông tin.



Nguồn: Vietstock và FiLi (2019)

### Hình 5.1 Doanh nghiệp niêm yết đạt chuẩn công bố thông tin qua các năm

Hình 5.1 cho thấy, mặc dù số công ty niêm yết hoàn thành tốt công bố thông tin có xu hướng tăng lên theo thời gian nhưng tỷ lệ đạt chuẩn công bố thông tin vẫn ở mức thấp (cao nhất gần 39% ở năm 2018). Nói cách khác, khoảng 61% số công ty niêm yết không hoàn thành tốt công bố thông tin. Chính vì vậy, trong quá trình thu thập số liệu để thực hiện luận án, nghiên cứu đã phát hiện rất nhiều công ty không công bố thông tin về tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT, hay một số công ty không tách riêng mà gộp chung tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT và Ban kiểm soát. Ngoài ra, khái niệm thành viên HĐQT độc lập và thành viên HĐQT không điều hành bị gộp làm một, thậm chí còn nhầm lẫn với khái niệm thành viên HĐQT không chuyên trách dẫn cho đã có Nghị định 71/2017/NĐ-CP hướng dẫn chi tiết. Do đó, các cơ quan quản lý cần gia tăng chế tài các công ty niêm yết không công bố thông tin về tỷ lệ sở hữu cổ phiếu do HĐQT nắm giữ nói riêng và không tuân thủ những quy định trong quy chế quản trị công ty nói chung. Thực tế cho thấy, Chính phủ đã ban hành Nghị định 145/2016/NĐ-CP sửa đổi và bổ sung một số điều của Nghị định 108/2013/NĐ-CP quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán, tuy nhiên mức phạt không



tuân thủ đầy đủ trách nhiệm và nghĩa vụ về quản trị công ty và công bố thông tin trong Nghị định mới không thay đổi so với mức phạt trong Nghị định cũ. Cụ thể, mức phạt được giữ nguyên từ 50 triệu đến 70 triệu đồng đối với hành vi công bố thông tin không đúng hạn, không đầy đủ theo quy định; và từ 70 triệu đến 100 triệu đồng đối với hành vi không công bố thông tin theo quy định, công bố thông tin có nội dung không chính xác. Rõ ràng, hoạt động chế tài này chưa đủ sức răn đe đối với hành vi vi phạm công bố thông tin của các công ty niêm yết. Có thể trong tương lai, khi Luật Chứng khoán sửa đổi có hiệu lực thi hành từ ngày 01/01/2021 với nhiều điểm mới bổ sung, đây là tín hiệu tích cực được kỳ vọng tạo cơ sở nâng cao năng lực quản lý, giám sát và cưỡng chế thực thi của cơ quan chức năng, góp phần bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư và gia tăng tính minh bạch cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

Sau cùng, kết quả nghiên cứu cho thấy, giai đoạn mà cơ quan quản lý thị trường chứng khoán mở rộng biên độ dao động giá giao dịch cổ phiếu từ 5% tăng lên 7% kể từ ngày 15/01/2013 (Công văn số 04/UBCK-PTTT ban hành ngày 09/01/2013) không những làm giảm tính thanh khoản cổ phiếu mà còn làm gia tăng TTBCX. Mở rộng biên độ dao động giá có thể gia tăng tính hấp dẫn cho thị trường, song có nhược điểm làm tăng thành phần lựa chọn ngược đối với giao dịch cổ phiếu (Anshuman và Subrahmanyam, 1999), dẫn đến gia tăng tính bất ổn của thị trường chứng khoán (Berkman và Lee, 2002). Chính vì vậy, nếu những giải pháp của nhà hoạch định chính sách nhằm đảm bảo tính ổn định của thị trường chứng khoán (ví dụ như các hoạt động quản lý, giám sát và chế tài các hành vi vi phạm CBTT) chưa thật sự đồng bộ thì việc mở rộng biên độ dao động giá nên cân nhắc.

### **5.2.2 Các công ty niêm yết**

Nghiên cứu này được thực hiện với mục đích gia tăng sự hiểu biết của các công ty niêm yết khi xây dựng cơ chế quản trị công ty nói chung cũng như cấu trúc HĐQT nói riêng. Do đó, các công ty niêm yết cần tham khảo kết quả nghiên cứu này để có thể áp dụng thích hợp khi xây dựng cơ chế quản trị công ty một cách linh hoạt, năng động và hiệu quả. Sau đây là những đề xuất giải pháp về quản trị công ty hướng đến các công ty niêm yết:

Kết quả nghiên cứu cho thấy gia tăng số lượng thành viên HĐQT có khả năng gia tăng TTBCX. Chính vì vậy các công ty niêm yết không nên xây dựng quy mô HĐQT có nhiều thành viên bởi vì khả năng tiềm ẩn chi phí đại diện như bất đồng khi ra quyết định, gây nhiễu trong quá trình trao đổi thông tin, và ỷ lại trong việc giám sát các nhà điều hành. Trên phương diện thực tiễn, OECD (2015) cũng đưa ra lời khuyên về hướng dẫn quản trị công ty

đó là để HĐQT có thể hoạt động hiệu quả và tăng cường trách nhiệm của HĐQT, bên cạnh các thông lệ tốt, HĐQT phải hạn chế số lượng thành viên tham gia. Kinh nghiệm cho thấy, HĐQT ít thành viên hơn cho phép thực thi vai trò chiến lược tốt hơn và ít có khả năng trở thành nơi chỉ hoạt động theo hình thức.

Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu là một công cụ hữu hiệu trong việc hạn chế TTBCX. Bởi vì, gắn kết lợi ích giữa cổ đông và HĐQT thông qua tỷ lệ sở hữu vốn sẽ giảm thiểu vấn đề người đại diện. Hơn nữa, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu được xem như cơ chế kích lệ và cơ chế này sẽ ràng buộc và hướng các nhà quản lý theo đuổi lợi ích chung của cổ đông, khuyến khích các nhà quản lý chia sẻ thông tin do đó có thể làm giảm chi phí thông tin của doanh nghiệp hiệu quả hơn. Chính vì vậy công ty cần gắn kết lợi ích giữa công ty và lợi ích của các nhà quản lý thông qua hình thức sở hữu cổ phiếu, đồng thời phải đảm bảo cân đối hài hòa giữa lợi ích và trách nhiệm đảm trách công việc của các nhà quản lý.

Kết quả nghiên cứu cho thấy, các thành viên HĐQT độc lập không điều hành và thành viên HĐQT có trình độ học vấn cao có mối quan hệ ngược chiều với TTBCX, mặc dù chỉ thể hiện ở công ty ngoài quốc doanh. Ngoài ra, bộ nguyên tắc quản trị công ty theo thông lệ tốt nhất dành cho công ty đại chúng tại Việt Nam của SSC và IFC (2019) cũng đưa ra khuyến nghị, thành viên HĐQT độc lập cần phải có hiểu biết chung tốt về ngành nghề họ tham gia; khả năng hoạt động độc lập và năng lực của thành viên HĐQT độc lập phải song hành; và tất cả công ty cần phải có tối thiểu một thành viên HĐQT độc lập có chuyên môn và kinh nghiệm tài chính để tham gia và lãnh đạo Ủy ban Kiểm toán. Dựa trên kết quả thực nghiệm và thông lệ tốt, các công ty niêm yết ngoài quốc doanh ưu tiên bổ nhiệm, tái bổ nhiệm các thành viên HĐQT độc lập không điều hành và thành viên HĐQT có trình độ học vấn cao, với mục đích gia tăng hiệu quả quản trị công ty và hạn chế TTBCX.

Từ kết quả nghiên cứu của luận án, tính độc lập và trình độ hiểu biết của HĐQT ở công ty có vốn Nhà nước trong việc hạn chế TTBCX không hiệu quả. Thực tế, OECD (2015) đã chỉ ra HĐQT ở công ty Nhà nước thường quá công kênh, hạn chế tầm nhìn kinh doanh và khả năng đánh giá độc lập. Hơn nữa, HĐQT có thể không được giao trách nhiệm rõ ràng và đầy đủ, vì vậy có thể bị chi phối bởi lãnh đạo quan chức cao cấp. Ngoài ra, thành viên HĐQT có thể có nghĩa vụ pháp lý ít hơn, đặc biệt là các thành viên do nhà nước đề cử. Chính vì vậy, nghiên cứu khuyến nghị công ty có vốn Nhà nước cần phân biệt rõ giữa thành viên HĐQT độc lập không điều hành theo danh nghĩa hình thức và thành viên HĐQT hoạt động một cách độc lập có năng lực theo thực chất. Ngoài ra công ty cần trao quyền và nâng

cao chất lượng của HĐQT vì đây là biện pháp cơ bản để tăng cường hiệu quả quản trị công ty, và tạo điều kiện thuận lợi để các thành viên HĐQT độc lập thực hiện tốt vai trò giám sát, hỗ trợ, và tư vấn cho các nhà điều hành một cách hiệu quả.

### **5.2.3 Các nhà đầu tư chứng khoán**

Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra những tổn thất mà nhà đầu tư không có thông tin phải gánh chịu tương ứng với phần lợi ích mà nhà đầu tư có thông tin sẽ thu được khi thực hiện giao dịch cổ phiếu. Nói cách khác, nhà đầu tư không cập nhật hiểu biết sẽ phải gánh chịu chi phí lựa chọn ngược hay rủi ro về thông tin khi thực hiện giao dịch với nhà đầu tư có thông tin. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu này, việc quan sát đặc điểm của thị trường chứng khoán, đặc điểm của doanh nghiệp, và quan trọng là đặc điểm của HĐQT có thể hỗ trợ cho nhà đầu tư đánh giá tổng quan được mức độ rủi ro về thông tin của các công ty niêm yết. Từ đó nhà đầu tư có thể phân bổ lại tỷ trọng đầu tư cổ phiếu trong danh mục đầu tư một cách hiệu quả.

## **5.3 Giới hạn và hướng nghiên cứu tiếp theo**

Luận án tồn tại những giới hạn khả dĩ trong nghiên cứu theo khách quan (đặc điểm của thị trường đang phát triển) và chủ quan (lựa chọn mẫu và mô hình nghiên cứu). Những hạn chế và giới hạn trong nghiên cứu có thể được thu hẹp qua những đề xuất về hướng nghiên cứu tiếp theo.

### **5.3.1 Giới hạn trong nghiên cứu**

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu đóng cửa cuối ngày để đo lường TTBCX do tính thuận tiện khi thu thập dữ liệu. Trong khi đó, dữ liệu giao dịch trong ngày chưa được tiếp cận do vậy đây là một hạn chế của nghiên cứu vì không thể áp dụng các mô hình khác mà có sử dụng dữ liệu giao dịch trong ngày để đo lường TTBCX.

Ngoài ra, nghiên cứu đo lường TTBCX thông qua áp dụng các mô hình tách thành phần lựa chọn ngược ra khoảng chênh lệch yết giá, song chưa đề cập đến khả năng áp dụng các mô hình đo lường khác, như mô hình chia tách phương sai (Hasbrouck, 1991) và mô hình xác suất của các giao dịch có thông tin (Easley và ctg, 1996).

Hạn chế tiếp theo đó là mẫu nghiên cứu chưa thật sự đủ lớn và dữ liệu phân tích được áp dụng là dữ liệu dạng bảng không cân đối. Tồn tại giới hạn này là do nhiều công ty niêm yết trên HOSE thực hiện công bố thông tin không đạt chuẩn và đầy đủ (Vietstoc và FiLi, 2019). Điều này làm xuất hiện nhiều số quan sát bị thiếu, ảnh hưởng đến các biến nghiên cứu chính có liên quan.

Hơn nữa, đặc điểm của HĐQT được đo lường bằng các biến như: quy mô HĐQT, thành viên HĐQT độc lập không điều hành, thành viên nữ trong HĐQT, trình độ học vấn của HĐQT, quyền kiêm nhiệm, và tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT. Tuy nhiên, vẫn còn một số yếu tố đại diện cho đặc điểm HĐQT như: các cuộc họp của HĐQT (Becker-Blease và Irani, 2008; Elbadry và ctg, 2015), thù lao của HĐQT (Abad và ctg, 2017), và nhiệm kỳ của HĐQT (Yunos và ctg, 2012; Handajani và ctg, 2014) chưa được đề cập.

Ngoài ra, nghiên cứu chỉ đề cập đến loại hình doanh nghiệp có và không có vốn Nhà nước, tuy nhiên nghiên cứu chưa đề cập đến doanh nghiệp Nhà nước có cấu trúc vốn sở hữu cổ phần khác nhau. Có khả năng vốn góp của doanh nghiệp Nhà nước có quyền chi phối (trên 51%), có quyền phủ quyết nghị quyết đại hội cổ đông (trên 35%), hoặc vốn góp có quyền đề cử người vào HĐQT và Ban kiểm soát (trên 10%) sẽ ảnh hưởng đến TTBCX hay ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX.

Và sau cùng, nghiên cứu chưa xem xét đến các yếu tố nội sinh có thể xảy ra ở biến độc lập như: tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT (Demsetz và Lehn, 1985; Cho, 1998) và các thành viên HĐQT độc lập không điều hành (Armstrong và ctg, 2014; Goh và ctg, 2016). Đặc biệt là khả năng tồn tại vấn đề nội sinh do cơ chế liên hệ ngược giữa TTBCX và yếu tố thanh khoản của cổ phiếu giao dịch (Kavajecz, 1999; Libby và ctg, 2002; Barakat và ctg, 2014).

### **5.3.2 Hướng nghiên cứu tiếp theo**

Trong tương lai, khi hệ thống giao dịch điện tử của Việt Nam đã phát triển và khả năng tiếp cận các dữ liệu giao dịch trong ngày không quá khó khăn, hướng nghiên cứu tiếp theo có thể lưu ý đến việc sử dụng dữ liệu giao dịch trong ngày áp dụng các mô hình nghiên cứu của George, Kaul và Nimalendran (1991) theo hiệp phương sai; Kim và Ogden (1996); Madhavan, Richardson và Roomans (1997) để đo lường TTBCX.

Ngoài ra, hướng nghiên cứu tiếp theo cần xem xét khả năng đo lường TTBCX thông qua cách tiếp cận khác ngoài mô hình tách thành phần lựa chọn ngược ra khoảng chênh lệch yết giá như mô hình chia tách phương sai (Hasbrouck, 1991), mô hình xác suất của các giao dịch có thông tin (Easley và ctg, 1996) và hướng nghiên cứu đo lường TTBCX theo phương pháp sự kiện (Kanagaretnam và ctg, 2007; Barakat và ctg, 2014; Borisava và Yadav, 2015) với mục đích so sánh TTBCX theo các giai đoạn sự kiện cụ thể.

Hướng nghiên cứu tiếp theo được khuyến nghị đó là cần thu thập thêm số liệu để mẫu nghiên cứu có kích thước lớn hơn và dữ liệu phân tích được thiết kế sử dụng theo dữ liệu

dạng bảng cân đối. Hướng khuyến nghị này có mục đích làm giảm những sai lệch về kết quả nghiên cứu và có thể thực hiện được nhiều kiểm định chuyên sâu.

Hơn nữa, khuyến nghị cần nghiên cứu thêm các đặc điểm khác của HĐQT như: các cuộc họp, tần suất họp, thù lao, và nhiệm kỳ của HĐQT có khả năng ảnh hưởng đến TTBCX. Việc xem xét này rất hữu ích trong việc thể hiện rõ các đặc điểm của HĐQT và định hướng nghiên cứu mở rộng hơn về cơ chế quản trị nội bộ công ty ảnh hưởng đến TTBCX.

Ngoài ra, mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX cần được nghiên cứu trong phạm vi doanh nghiệp có cấu trúc sở hữu vốn Nhà nước khác nhau. Cụ thể là vốn góp của doanh nghiệp Nhà nước có quyền chi phối (trên 51%), có quyền phủ quyết nghị quyết đại hội cổ đông (trên 35%), hoặc vốn góp có quyền đề cử người vào HĐQT và Ban kiểm soát (trên 10%).

Và sau cùng, các yếu tố nội sinh có thể xảy ra ở biến độc lập như: tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT và các thành viên HĐQT độc lập không điều hành, và khả năng tồn tại vấn đề nội sinh do cơ chế liên hệ ngược giữa TTBCX và yếu tố thanh khoản của cổ phiếu giao dịch cần được xem xét đến.

#### **5.4 Kết luận**

Kết quả nghiên cứu của luận án đã phản ánh mức độ TTBCX của các công ty niêm yết trên HOSE, đồng thời nghiên cứu đã chỉ ra mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) theo biến chỉ báo là mô hình phù hợp có thể được áp dụng để đo lường TTBCX trong bối cảnh ở Việt Nam. Không dừng lại đó, kết quả nghiên cứu trong luận án này đã phản ánh tương đối một cách rõ ràng về mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT và TTBCX. Thật sự hữu ích và cần thiết dành cho các nhà hoạch định chính sách, các công ty niêm yết, và các nhà đầu tư chứng khoán tham khảo kết quả nghiên cứu trong luận án này.

Không dừng lại đó, những gợi ý cho hướng nghiên cứu tiếp theo sẽ làm bước đệm và khuyến khích các nhà nghiên cứu quan tâm đến lĩnh vực cấu trúc HĐQT, bao gồm đặc điểm của HĐQT nói riêng và cơ chế quản trị công ty nói chung có khả năng ảnh hưởng đến tính minh bạch thông tin của các công ty niêm yết trong tương lai. Một lĩnh vực nghiên cứu có tính chất mới ở Việt Nam đang từng bước định hình và hoàn thiện.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Abad, D., Lucas-Pérez, M.E., Minguez-Vera, A. & Yague, J. (2017). Does gender diversity on corporate board reduce information asymmetry in equity markets? *BRQ Business Research Quarterly*, 20(3), 192-205.
- Acker, D., Stalker, M. & Tonks, I. (2002). Daily closing inside spreads and trading volumes around earnings announcements. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(9-10), 1149-1179.
- Adam, T. & Goyal, V.K. (2008). The investment opportunity set and its proxy variables. *The Journal of Financial Research*, 31(1), 41-63
- Adams, R.B. & Ferreira, D. (2004). Gender Diversity in the Boardroom. European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No. 58/2004.
- Adams, R.B. & Ferreira, D. (2007). A Theory of Friendly Boards. *The Journal of Finance*, 62(1), 217-250.
- Adams, R.B. & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*. 94(2), 291-309.
- Adams, R.B. & Mehran, H. (2005). Corporate Performance, Board Structure and its Determinants in the Banking Industry. EFA 2005 Moscow Meetings, Working paper.
- Affleck-Graves, J., Hegde, S.P. & Miller, R.E. (1994). Trading Mechanisms and the Components of the Bid-Ask Spread. *The Journal of Finance*, 49(2), 1471-1488.
- Ahmed, K. & Nicholls, D. (1994). The Impact of Non-financial Company Characteristics on Mandatory Disclosure Compliance in Developing Countries: The Case of Bangladesh. *The International Journal of Accounting*, 29(1), 62-77.
- Ahn, H.J., Cai, J., Hamao, Y. & Ho, R.Y.K. (2002). The components of the bid-ask spread in a limit-order market: evidence from the Tokyo Stock Exchange. *Journal of Empirical Finance*, 9(4), 399-430.
- Akerlof, G.A. (1970). The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Alexander, J., Nuchols, B., Bloom, J. & Lee, S.Y. (1995). Organizational Demography and Turnover: An Examination of Multiform and Nonlinear Heterogeneity. *Human Relations*, 48(12), 1455-1480.
- Ali, S., Liu, B. & Su, J.J. (2017). Corporate governance and stock liquidity dimensions: Panel evidence from pure order-driven Australian market. *International Review of Economics and Finance*, 50, 275-304.

- Anderson, D., Francis, J.R. & Stokes, D.J. (1993). Auditing directorship and the demand for monitoring. *Journal of Accounting and Public Policy*, 12(4), 353-375.
- Anderson, R.C., Mansi, S. & Reeb, D.M. (2004). Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342.
- Andrews, K.R. (1981). Corporate strategy as a vital function of the board. *Harvard Business Review*, 59(11), 174-84.
- Anshuman, V.R. & Subrahmanyam, A. (1999). Price Limits, Information Acquisition, and Bid-Ask Spreads: Theory and Evidence. *Economic Notes*, 28(1), 91-118.
- Angelidis, T. & Benos, A. (2009). The Components of the Bid-Ask Spread: the Case of the Athens Stock Exchange. *European Financial Management*, 15(1), 112-144.
- Armstrong, C.S., Core, J.E. & Guay, W.R. (2014). Do Independent Directors Cause Improvements in Firm Transparency? *Journal of Financial Economics*, 113(3), 383-403.
- Arnold, R.A. (2011). *Microeconomics*. 10<sup>th</sup> ed., Mason, OH, US: South-Western Cengage Learning.
- Ashcraft, A.B. & Schuermann, T. (2008). Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit. *Foundations and Trends in Finance*, 2(3), 191-309.
- Attig, N., Fong, W.M., Gadhoun, Y. & Lang, L.H.P. (2006). Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity. *Journal of Banking and Finance*, 30(10), 2875-2892.
- Ayers, B.C. & Freeman, R.N. (2003). Evidence that analyst following and institutional ownership accelerate the pricing of future earnings. *Review of Accounting Studies*, 8(1), 47-67.
- Babic, V.M., Nikolic, J.D. & Eric, J.M. (2011). Rethinking Board Role Performance: Towards An Integrative Model. *Economic Annals*, 56(190), 140-162.
- Bacidore, J.M. & Sofianos, J. (2002). Liquidity Provision and Specialist Trading in NYSE-listed Non-US Stocks. *Journal of Financial Economics*, 63(1), 133-158.
- Bagehot, W. (1971). The Only Game in Town. *Financial Analysts Journal*, 27(4), 28-35.
- Bai, J. & Perron, P. (2003). Computation and analysis of multiple structural change models. *Journal of Applied Econometrics*, 18(1), 1-22.
- Barakat, A., Chernobai, A. & Wahrenburg, M. (2014). Information Asymmetry Around Operational Risk Announcements. *Journal of Banking & Finance*, 48, 152-179.
- Barberis, N., Boycko, M., Shleifer, A. & Tsukanova, N. (1996). How does privatization work? Evidence from the Russian Shops. *Journal of Political Economy*, 104(4), 764-790.

- Bathula, H. & Gaur, S.S. (2011). *Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from New Zealand*. Colne, UK: LAP LAMBERT Academic Publishing.
- Baysinger, B.D. & Butler, H.N. (1985). Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organisations*, 1(1), 101-124.
- Beasley, M.S. (1996). An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*, 71(4), 443-465.
- Becker-Blease, J.R. & Irani, A. (2008). Do corporate governance attributes affect adverse selection costs? Evidence from seasoned equity offerings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30(3), 281-296.
- Beny, L.N. (2005). Do insider trading laws matter? Some preliminary comparative evidence. *American Law and Economics Review*, 7(1), 144-183.
- Berkman, H. & Lee, J.B.T. (2002). The Effectiveness of Price Limits in an Emerging Market: Evidence from the Korean Stock Exchange. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(5), 517-530.
- Bhattacharya, N., Desai, H. & Venkataraman, K. (2013). Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry? Evidence from Trading Costs. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 485-516.
- Bhattacharya, U. & Daouk, H. (2002). The world price of insider trading. *The Journal of Finance*, 57(1), 75-108.
- Bhushan, R. (1989). Collection of information about publicly traded firms: Theory and evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 11(2-3), 183-206.
- Blau, P.M. (1977). *Inequality and heterogeneity*. New York, US: Glencoe, IL: Free Press.
- Borisava, G. & Yadav, P.K. (2015). Government ownership, informed trading, and private information. *Journal of Corporate Finance*, 33, 196-211.
- Brooks, R. & Masson, J. (1996). Performance of Stoll's Spread Component Estimator: Evidence from Simulations, Time-Series, and Cross-Sectional Data. *The Journal of Financial Research*, 19(4), 459-476.
- Brown, S. & Hillegeist, S. (2007). How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Review of Accounting Studies*, 12(2), 443-477.
- Buck, T.W., Liu, X. & Skovoroda, R. (2008). Top executive pay and firm performance in China. *Journal of International Business Studies*, 39(5), 833-850.
- Bushman, R.M., Piotroski, J.D. & Smith, A.J. (2005). Insider Trading Restrictions and Analysts' Incentives to Follow Firms. *The Journal of Finance*, 60(1), 35-66.



- Byrnes, J., Miller, D. & Schafer, W. (1999). Gender differences in risk taking: A meta-analysis. *Psychological Bulletin*, 125(3), 367-383.
- Cadbury, R. (1992), *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance*. London, England: Gee Publishing Ltd.
- Cai, C.K., Keasey, K. & Short, H. (2006). Corporate governance and information efficiency in security markets. *European Financial Management*, 12(5), 763-787.
- Cai, J., Liu, Y., Qian, Y. & Yu, M. (2015). Information Asymmetry and Corporate Governance. *Quarterly Journal of Finance*, 5(2), 1-32.
- Carpenter, M.A. & Westphal, J.D. (2001). The Strategic Context of External Network Ties Examining the Impact of Director Appointments on Board Involvement in Strategic Decision Making. *Academy of Management Journal*, 4(4), 639-660.
- Carter, D.A., Simkins, B.J. & Simpson, W.G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Coles, J.L., Daniel, N.D. & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all?. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356.
- Combined Code (1998). *The Combined Code*. London, England: Gee.
- Conrad, F., & Kaul, G. (1989). Mean Reversion in Short-Horizon Expected Returns. *The Review of Financial Studies*, 2(2), 225-240.
- Conrad, F., & Kaul, G. (1988). Time-Variation in Expected Returns. *The Journal of Business*, 61(4), 409-425.
- Copeland, T. & Galai, D. (1983). Information effects on the bid-ask spread. *The Journal of Finance*, 38(5), 1457-1469.
- Core, J.E. (2001). A Review of the Empirical Disclosure Literature: Discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 441-456.
- Cumming, D., Johan, S. & Li, D. (2011). Exchange trading rules and stock market liquidity. *Journal of Financial Economics*, 99(3), 651-671.
- Chae, J. (2005). Trading Volume, Information Asymmetry, and Timing Information. *The Journal of Finance*, 60(1), 413-442.
- Chakravarty, S., Van Ness, B.F. & Van Ness, R.A. (2005). The Effect of Decimalization on Trade Size and Adverse Selection Costs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5), 1063-1081.
- Chan, S.H., Kim, K.A. & Rhee, S.G. (2005). Price Limit Performance: Evidence from Transactions Data and the Limit Order Book. *Journal of Empirical Finance*, 12(2), 269-290.

- Charoenwong, C., Ding, D.K. & Siraprapasiri, V. (2011). Adverse selection and corporate governance. *International Review of Economics and Finance*, 20(3), 406-420.
- Chemmanur, T.J., Paeglis, I. & Simonyan, K. (2009). Management Quality, Financial and Investment Policies, and Asymmetric Information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(5), 1045-1079.
- Chen, C.J.P. & Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4-5), 285-310.
- Chen, C.J.P., Ding, Y. & Kim, C. (2010). High-level politically connected firms, corruption, and analyst forecast accuracy around the world. *Journal of International Business Studies*, 41(9), 1505-1524.
- Chen, Y.M. (1993). Price Limits and Stock Market Volatility in Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 1(2), 139-153.
- Chen, W.P., Chung, H., Lee, C. & Liao, W.L. (2007). Corporate Governance and Equity Liquidity: analysis of S&P transparency and disclosure rankings. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 644-660.
- Chiang, R. & Venkatesh, P. (1988). Insider holdings and perceptions of information asymmetry: A note. *The Journal of Finance*, 43(4), 1041-1048.
- Chiyachantana, C.N., Jiang, C.X., Taechapiroontong, N. & Wood, R.A. (2004). The Impact of Regulation Fair Disclosure on Information Asymmetry and Trading: An Intraday Analysis. *The Financial Review*, 39(4), 549-577.
- Cho, M.H. (1998). Ownership structure, investment and the corporate value: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 47(1), 103-121.
- Choe, H., Kho, B.C. & Stulz, R.M. (2005). Do Domestic Investors Have an Edge? The Trading Experience of Foreign Investors in Korea. *The Review of Financial Studies*, 18(3), 795-829.
- Choi, J.J., Lam, K.C.K., Sami, H. & Zhou, H. (2013). Foreign Ownership and Information Asymmetry. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*. 42(2), 141-166.
- Choi, J.J., Sami, H. & Zhou, H. (2010). The Impacts of State Ownership on Information Asymmetry: Evidence from an Emerging Market. *China Journal of Accounting Research*, 3(1), 13-50.
- Chordia, T., Roll, R. & Subrahmanyam, A. (2001). Market Liquidity and Trading Activity. *The Journal of Finance*, 56(2), 501-530.
- Chung, K. H., Elder, J. & Kim, J. C. (2010). Corporate Governance and Liquidity. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2), 265-291.

- Clarke, T. & Branson, D. (2012). *The SAGE Handbook of Corporate Governance*. London, England: SAGE Publications Ltd.
- Daily, C.M. & Dalton, D.R. (1994). Corporate Governance and the Bankrupt Firm: An Empirical Assessment. *Strategic Management Journal*, 15(8), 643-654.
- Daily, C.M., Certo, S.T. & Dalton, D.R. (1999). A Decade of Corporate Women: Some Progress in the Boardroom, None in the Executive Suite. *Strategic Management Journal*, 20(1), 93-99.
- Dalton, D.R., Daily, C.M., Johnson, J.L. & Ellstrand, A.E. (1999). Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis. *The Academy of Management Journal*, 42(6), 674-686.
- Daniel, K. & Titman, S. (2006). Market Reactions to Tangible and Intangible Information. *The Journal of Finance*, 61(4), 1605-1643.
- Davis, J. & Schoorman, F.D. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- De Jong, F. & Rindi, B. (2009). *The microstructure of financial markets*. New York, US: Cambridge University Press.
- De Winne, R. & Majois, C. (2003). A Comparison of Alternative Spread Decomposition Models on Euronext Brussels. *Brussel Economic Review*, 46(4), 91-135.
- Dedman, E. (2004). Discussion of reactions of the London Stock Exchange to company trading statement announcements. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(1-2), 37-47.
- Degryse, H. & de Jong, A. (2006). Investment and internal finance: Asymmetric information or managerial discretion? *International Journal of Industrial Organization*, 24(1), 125-157.
- DeMaris, A. (2004), *Regression with Social Data: Modeling Continuous and Limited Response Variables*. New Jersey, US: John Wiley & Sons.
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Demsetz, H. (1986). Corporate Control, Insider Trading and Rates of Return. *American Economic Review*, 76(2), 313-316.
- Diamond, D.W. & Verrecchia, R.E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- D'Mello, R. & Ferris, S.P. (2000). The Information Effects of Analyst Activity at the Announcement of New Equity Issues. *Financial Management*, 29(1), 78-95.

- Donaldson, L. & Davis, J.H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-65.
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: organizational economics and management theory. *Academy of Management Review*, 15(3), 369-381.
- Donnelly, R. & Mulcahy, M. (2008). Board Structure, Ownership, and Voluntary Disclosure in Ireland. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 416-429.
- Draper, P. & Paudyal, K. (2008). Information asymmetry and Bidders' Gains. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(3-4), 376-405.
- Easley, D., Kiefer, N.M., O'Hara, M. & Paperman, J.B. (1996). Liquidity, Information, and Infrequently Traded Stocks. *The Journal of Finance*, 51(4), 1405-1436.
- Eisenhardt, K.M. & Zbaracki, M.J. (1992). Strategic Decision Making. *Strategic Management Journal*, 13(2), 17-37.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Elbadry, A., Gounopoulos, D. & Skinner, F. (2015). Governance Quality and Information Asymmetry. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 24(2-3), 127-157.
- Eleswarapu, V.R., Thompson, R. & Venkataraman, K. (2004). The impact of Regulation Fair Disclosure: Trading costs and asymmetric information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(2), 209-225.
- Eng, L.L. & Mak, Y.T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325-345.
- Fabozzi, F.J. & Drake, P.P. (2009). *Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management*. New Jersey, US: John Wiley & Sons.
- Fama, E. (1985). What's different about banks? *Journal of Monetary Economics*, 15(1), 29-39.
- Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 15(2), 301-325.
- Fama, E.F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Farrell, K.A. & Hersch, P.L. (2005). Additions to corporate boards: the effect of gender. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 85-106.
- Florackis, C. (2008). Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4(1), 37-59.

- Forker, J.J. (1992). Corporate Governance and Disclosure Quality. *Accounting and Business Research*, 22(86), 111-124.
- Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W. & Coffie, W. (2016). Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter? *International Review of Financial Analysis*, 46, 140-150.
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston, US: Pitman Publishing.
- Frijns, B., Gilbert, A. & Tourani-Rad, A. (2008). Insider Trading, Regulation, and the Components of the Bid-Ask Spread. *The Journal of Financial Research*, 31(3), 225-246.
- Frino, A., Palumbo, R., Capalbo, F., Gerace, D. & Mollica, V. (2013). Information Disclosure and Stock Liquidity: Evidence from Borsa Italiana. *Abacus*, 49(4), 423-440.
- Gedajlovic, E.R. & Shapiro, D.M. (1998). Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries. *Strategic Management Journal*, 19(6), 533-553.
- George, T.J., Kaul, G. & Nimalendran, M. (1991). Estimation of the Bid-Ask Spread and Its Components: A New Approach. *The Review of Financial Studies*, 4(4), 623-656.
- George, W.W. & Morse, G. (2002). Imbalance of Power. *Harvard Business Review*, July, 22-23.
- Glosten, L.R. & Harris, L.E. (1988). Estimating the components of the bid/ask spread. *Journal of Financial Economics*, 21(1), 123-142.
- Glosten, L.R. & Milgrom, P.R. (1985). Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 71-100.
- Goh, B.W., Lee, J., Ng, J. & Jong, K.O. (2016). The Effect of Board Independence on Information Asymmetry. *European Accounting Review*, 25(1), 155-182.
- Goodstein, J., Gartum, K. & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, 15(3), 241-250.
- Gray, S., Shaw, J. & McSweeney, L. (1984). *Information Disclosure and the Multi-national Corporation*. New York, US: John Wiley & Sons.
- Green, S.B. (1991). How many subjects does it take to do a regression analysis? *Multivariate Behavioral Research*, 26(3), 499-510.
- Greenstein, M.M. & Sami, H. (1994). The impact of the SEC's segment disclosure requirement on bid-ask spread. *The Accounting Review*, 69(1), 179-199.
- Grinblatt, M. & Keloharju, M. (2000). The investment behavior and performance of various investor types: A study of Finland's unique data set. *Journal of Financial Economics*, 55(1), 43-67.

- Gul, F.A. & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(5), 351-379.
- Gul, F.A., Hutchinson, M. & Lai, K. (2013). Gender-diverse boards and properties of analyst earnings forecasts. *Accounting Horizons*, 27(3), 511-538.
- Gul, F.A., Srinidhi, B. & Ng., A.C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 314- 338.
- Gulzar, M.A. & Wang, Z. (2011). Corporate Governance Characteristics and Earnings Management: Empirical Evidence from Chinese Listed Firms. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 1(1), 133-151.
- Han, S.H., Kim, M., Lee, D.H. & Lee, S. (2014). Information Asymmetry, Corporate Governance, and Shareholder Wealth: Evidence from Unfaithful Disclosures of Korean Listed Firms. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 43(5), 690-720.
- Handajani, L., Subroto, B., Sutrisno, T. & Saraswati, E. (2014). Does Board Diversity Matter on Corporate Social Disclosure: An Indonesian Evidence. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 5(9), 8-16.
- Haniffa, R.M. & Cooke, T.E. (2002). Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations. *Abacus*, 38(3), 317-349.
- Harris, L.E. (1991). *Liquidity, trading rules, and electronic trading systems*. New York, US: New York University Salomon Center.
- Harris, L.E. (1994). Minimum Price Variations, Discrete Bid-Ask Spreads, and Quotation Sizes. *The Review of Financial Studies*, 7(1), 149-178.
- Hasbrouck, J. (1991). Measuring the Information Content of Stock Trades. *The Journal of Finance*, 46(1), 179-207.
- Hass, S., Burnaby, P. & Nakashima, M. (2018). Toshiba Corporation—How Could So Much Be So Wrong? *Journal of Forensic and Investigative Accounting*, 10(2), 267-280.
- Healy, P., Hutton, A. & Palepu, K. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosures. *Contemporary Accounting Research*, 16(3), 485-520.
- Heflin, F., Shaw, K.W. & Wild, J.J. (2005). Disclosure Policy and Market Liquidity: Impact of Depth Quotes and Order Sizes. *Contemporary Accounting Research*, 22(4), 829-865.
- Hegde, S.P. & McDermott, J.B. (2004). Firm Characteristics as Cross-sectional Determinants of Adverse Selection. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(7-8), 1097-1124.
- Hermalin, B.E. & Weisbach, M.S. (1988). The Determinants of Board Composition. *RAND Journal of Economics*, 19(4), 589-606.

- Hermalin, B.E. & Weisbach, M.S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20(4), 101-112.
- Higgs, D. (2003). *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors*. London, England: Department of Trade and Industry.
- Hilb, M. (2012). *New Corporate Governance: Successful Board Management Tools*. 4<sup>th</sup> ed., Berlin, Germany: Springer.
- Hillier, B. (1997). *The Economics of Asymmetric Information*. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan.
- Hillman, A.J., Cannella, A.A. & Paetzold, R.L. (2000). The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change. *Journal of Management Studies*, 37(2), 235-255.
- Hillman, A.J., Withers, M.C. & Collins, B.J. (2009). Resource Dependence Theory: A Review. *Journal of Management*, 35(6), 1404-1427.
- Ho, S.S.M. & Wong, K.S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structure and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(2), 139-156.
- Holm, C. & Scholer, F. (2010). Reduction of Asymmetric Information Through Corporate Governance Mechanisms: The Importance of Ownership Dispersion and Exposure toward the International Capital Market. *Corporate Governance: An International Review*, 18(1), 32-47.
- Hope, O.K., Thomas, W. & Vyas, D. (2011). Financial credibility, ownership, and financing constraints in private firms. *Journal of International Business Studies*, 42(7), 935-957.
- HOSE (2019). *Báo cáo đánh giá về kết quả thực hiện kế hoạch sản xuất kinh doanh hằng năm và 03 năm gần nhất*. Truy cập tại [www.mof.gov.vn](http://www.mof.gov.vn), ngày truy cập: 15/02/2020.
- Hu, Y. & Zhou, X. (2008). The performance effect of managerial ownership: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2099-2110.
- Huang, R.D. & Stoll, H.R. (1994). Market Microstructure and Stock Return Predictions. *The Review of Financial Studies*, 7(1), 179-213.
- Huang, R.D. & Stoll, H.R. (1996). Dealer versus auction markets: A paired comparison of execution costs on NASDAQ and the NYSE. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 313-357.
- Huang, R.D., & Stoll, H.R. (1997). The Components of the Bid-Ask Spread: A General Approach. *The Review of Financial Studies*, 10(4), 995-1034.
- Huang, S. & Yu, J. (2006). The nature, Objectives and Social Responsibilities of State-Owned Enterprises. *China Industrial Economy*, 2, 68-76.

- Huang, Y.C. (2004). The components of bid-ask spread and their determinants: TAIFEX versus SGX-DT. *The Journal of Futures Markets*, 24(9), 835-860.
- Huse, M. (2007). *Boards, Governance and Value Creation: The Human Side of Corporate Governance*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- IFC (2010). *Corporate Governance Manual*. 2<sup>nd</sup> ed., Hanoi, Vietnam: International Finance Corporation, a member of the World Bank Group.
- Jackson, S., Joshi, A. & Erhardt, N. (2003). Recent Research on Team and Organizational Diversity: SWOT Analysis and Implications. *Journal of Management*, 29(6), 801-830.
- Jalbert, T., Rao, R.P. & Jalbert, M. (2002), Does School Matter? An Empirical Analysis of CEO Education, Compensation, and Firm Performance. *International Business and Economics Research Journal*, 1(1), 83-98.
- Jennings, W.W., Schnatterly, K. & Seguin, P.J. (2002). Institutional ownership, information and liquidity, in M. Hirschey, K. John, & A.K. Makhija (Eds.) *Innovations in Investments and Corporate Finance (Advances in Financial Economics, Volume 7)* Emerald Group Publishing Limited, 41-71.
- 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.
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-39.
- Jensen, M.C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jiang, C.X. & Kim, J.C. (2005). Trading costs of non-U.S. stocks on the New York Stock Exchange: The effect of institutional ownership, analyst following, and market Regulation. *Journal of Financial Research*, 28(3), 439-459.
- Jiang, L. & Kim, J.B. (2004). Foreign Equity Ownership and Information Asymmetry: Evidence from Japan. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 15(3), 185-211.
- John, K. & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *The Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070.
- Johnson, J.L., Daily, K.M. & Ellstrand, A.E. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, 22(3), 409-438.
- Johnson, T.L. & So, E.C. (2018). A Simple Multimarket Measure of Information Asymmetry. *Management Science*, 64(3), 1055-1080.
- Jones, C.M., Kaul, G. & Lipson, M.L. (1994). Information, trading, and volatility. *Journal of Financial Economics*, 36(1), 127-154.



- Jones, T.M. (1995). Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics. *Academy of Management Review*, 24(2), 206-219.
- Joy, L. (2008). *Advancing women leaders: The connection between women board directors and women corporate officers*. New York, US: Catalyst.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G.J. & Whalen, D.J. (2007). Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements? *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), 497-522.
- Kato, T. & Long, C. (2006). CEO turnover, firm performance and enterprise reform in China: Evidence from micro data. *Journal of Comparative Economics*, 34(4), 796-817.
- Kavajecz, K.A. (1999). A Specialist's Quoted Depth and the Limit Order Book. *The Journal of Finance*, 54(2), 747-771.
- Keim, D.B., & Stambaugh, R.F. (1986). Predicting returns in the stock and bond markets. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 357-390.
- Kesner, I.F. & Johnson, R.B. (1990). An investigation of the relationship between board composition and shareholder suits, *Strategic Management Journal*, 11(4), 327-36.
- Kim, K.A. & Park, J. (2010). Why Do Price Limits Exist in Stock Markets? A Manipulation-Based Explanation. *European Financial Management*, 16(2), 296-318.
- Kim, K.A. & Rhee, S.G. (1997). Price limit performance: evidence from the Tokyo Stock Exchange. *The Journal of Finance*, 52(2), 885-901.
- Kim, K.A., Liu, H. & Yang, J.J. (2013). Reconsidering Price Limit Effectiveness. *The Journal of Financial Research*, 36(4), 493-517.
- Kim, S.H. & Ogden, J.P. (1996). Determinants of the components of bid-ask spreads on stocks. *European Financial Management*, 1(1), 127-145.
- Kim, Y.H. & Yang, J.J. (2008). The Effect of Price Limits on Intraday Volatility and Information Asymmetry. *Pacific Basin Finance Journal*, 16(5), 522-538.
- Krishnaswami, S., Spindt, P.A. & Subramaniam, V. (1999). Information asymmetry, monitoring, and the placement structure of corporate debt. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 407-434.
- Kyereboah-Coleman, A. & Biekpe, N. (2006). The Relationship Between Board Size, Board Composition, CEO Duality and Firm Performance: Experience from Ghana. *Corporate Ownership and Control*, 4(2), 114-122.
- Lai, S., Ng, L. & Zhang, B. (2014). Does PIN affect equity prices around the world? *Journal of Financial Economics*, 114(1), 178-195.

- Lamoureux, C.G. & Wang, G. (2015). Measuring private information in a specialist market. *Journal of Empirical Finance*, 30, 92-119.
- Lee, C.M.C. & Ready, M.J. (1991). Inferring Trade Direction from Intraday Data. *The Journal of Finance*, 46(2), 733-746.
- Lee, C.M.C., Mucklow, B. & Ready, M.J. (1993). Market integration and price execution for NYSE-listed securities. *The Journal of Finance*, 48(3), 1009-1038.
- Lee, J.H. & Chou, R.K. (2004). The Intraday Stock Return Characteristics Surrounding Price Limit Hits. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4-5), 485-501.
- Lee, S.B. & Kim, K.J. (1995). The Effect of Price Limits on Stock Price Volatility: Empirical Evidence in Korea. *Journal of Business Finance & Accounting*, 22(2), 257-267.
- Lewis, B.W., Walls, J.L. & Dowell, G.W.S. (2014). Difference in degrees: CEO characteristics and firm environmental disclosure. *Strategic Management Journal*, 35(5), 712-722.
- Li, J. & Wu, C. (2006). Daily Return Volatility, Bid-Ask Spreads, and Information Flow: Analyzing the Information Content of Volume. *Journal of Business*, 79(5), 2697-2739.
- Li, J., Pike R. & Haniffa, R. (2008). Intellectual capital disclosure and corporate governance structure in UK firms. *Accounting and Business Research*, 38(2), 137-159.
- Libby, T., Mathieu, R. & Robb, S.W.G. (2002). Earnings Announcements and Information Asymmetry: An Intraday Analysis. *Contemporary Accounting Research*, 19(3), 449-472.
- Lin, J., Sanger, G.C. & Booth, G.G. (1995). Trade Size and Components of the Bid-Ask Spread. *The Review of Financial Studies*, 8(4), 1153-1183.
- Lipton, M. & Lorsch, J.W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
- Lundeberg, M.A., Fox, P.W. & Puncochar, J. (1994). Highly confident but wrong: Gender differences and similarities in confidence judgments. *Journal of Educational Psychology*, 86(1), 114-121.
- Madhavan, A., Richardson, M. & Roomans, M. (1997). Why do security prices change? A transaction-level analysis of NYSE stocks. *The Review of Financial Studies*, 10(4), 1035-1064.
- McConnell, C., Brue, S. & Flynn, S. (2012). *Microeconomics: Principles, Problems, and Policies*. 19<sup>th</sup> ed., New York, US: McGraw-Hill/Irwin.
- Menyah, K. & Paudyal, K. (2000). The components of bid-ask spreads on the London Stock Exchange. *Journal of Banking & Finance*, 24(11), 1767-1785.

- Miller, M.H. & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Mishkin, F.S. & Eakins, S.G. (2012). *Financial Markets & Institutions*. 7<sup>th</sup> ed., MA, US: Pearson Education.
- Mishkin, F.S. (1990). Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective. In R.G. Hubbard (Ed.), *Financial Markets and Financial Crises* (Chapter 3, 69-108). Illinois, US: The University of Chicago Press.
- Mishra, R.K. & Jhunjhunwala, S. (2013). *Diversity and the Effective Corporate Board*. MA, US: Elsevier Inc.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. (1988). Management Ownership and Market Valuation. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 293-315.
- Moyer, R.C., Chatfield, R.E. & Sisneros, P.M. (1989). Security Analyst Monitoring Activity: Agency Costs and Information Demands. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24(4), 503-512.
- 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.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Nalikka, A. (2009). Impact of gender diversity on the extent of voluntary disclosure in annual reports. *Journal of Accounting and Taxation*, 1(1), 101-113.
- Narayan, P.K., Mishra, S. & Narayan, S. (2015). New empirical evidence on the bid-ask spread. *Applied Economics*, 47(42), 4484-4500.
- Neal, R. & Wheatley, S.M. (1998). Adverse selection and bid-ask spreads: Evidence from closed-end funds. *Journal of Financial Markets*, 1(1), 121-149.
- Nguyễn Trọng Hoài và Lê An Khang (2008). Mô hình kinh tế lượng xác định mức độ thông tin bất cân xứng: Tình huống thị trường chứng khoán TP.HCM. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 28, 36-40.
- Nguyễn Văn Ngãi, Trần Thị Tú Anh và Phan Bùi Gia Thủy (2016). Mức độ thông tin bất cân xứng: Minh chứng từ các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM. *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, Số 1(46), 58-66.
- Nicholson, G.J. & Kiel, G.C. (2004). A Framework for Diagnosing Board Effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 442-460.
- Nix, P. & Chen, J.J. (2013). *The Role of Institutional Investors in Corporate Governance: An Empirical Study*. Hampshire, UK: Palgrave Macmillan.

- O'Neill, M. & Swisher, J. (2003). Institutional Investors and Information Asymmetry: An Event Study of Self-Tender Offers. *The Financial Review*, 38(2), 197-211.
- OECD (2015). *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, 2015 Edition. Paris, France: OECD Publishing.
- OECD (2018). *Professionalising Boards of Directors of State-Owned Enterprises: Stocktaking of National Practices*. Paris, France: OECD Publishing.
- Pan, Y. & Sparks, J.R. (2012). Predictors, consequence, and measurement of ethical judgments: Review and meta-analysis. *Journal of Business Research*, 65(1), 84-91.
- Pearce, J.A. II & Zahra, S.A. (1991). The Relative Power of CEOs and Boards of Directors: Associations with Corporate Performance. *Strategic Management Journal*, 12(2), 135-153.
- Penrose, E. (2009). *The Theory of the Growth of the Firm*. 4<sup>th</sup> ed., Oxford, UK: Oxford University Press.
- Pfeffer, J. & Salancik, G.R. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York, US: Harper and Row.
- Pfeffer, J. (1972). Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment. *Administrative Science Quarterly*, 17(2), 218-228.
- Powell, M. & Ansic, D. (1997). Gender differences in risk behaviour in financial decision-making: An experimental analysis. *Journal of Economic Psychology*, 18(6), 605-628.
- Qi, B. & Tian, G. (2012). The Impact Of Audit Committees Personal Characteristics On Earnings Management: Evidence From China. *Journal of Applied Business Research*. 28(6), 1331-1344.
- Rechner, P.L. & Dalton, D.R. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155-160.
- Rhee, S.G. & Chang, R.P. (1993). The microstructure of Asian equity markets. *Journal of Financial Services Research*, 6(4), 437-454.
- Richard, O.C., Barnett, T., Dwyer, S. & Chadwick, K. (2004). Cultural Diversity in Management, Firm Performance, and the Moderating Role of Entrepreneurial Orientation Dimensions. *The Academy of Management Journal*, 47(2), 255-266.
- Roll, R. (1984). A Simple Implicit Measure of the Effective Bid-Ask Spread in an Efficient Market. *The Journal of Finance*, 39(4), 1127-1139.
- Ross, S.A. (1977). The determination of financial structure: the incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 8(1), 23-40.

- Rutherford, M.A. & Buchholtz, A.K. (2007). Investigating the Relationship Between Board Characteristics and Board Information. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 576-584.
- Sami, H. & Zhou, H. (2004). A comparison of value relevance of accounting information in different segments of the Chinese stock market. *The International Journal of Accounting*, 39(4), 403-427.
- Schmidt, A.B. (2011). *Financial Markets and Trading: An Introduction to Market Microstructure and Trading Strategies*. New Jersey, US: John Wiley & Sons.
- Schnake, M.E., Williams, R.J. & Fredenberger, W. (2006). Women On Boards Of Directors: Effects On Firm Social Performance In The Basic Materials And Financial Services Sectors. *Journal of Applied Business Research*, 22(1), 31-40.
- Shannon, C.E. (1948). A mathematical theory of communication. *Bell System Technical Journal*, 27(3), 379-423.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Smith, C.W. & Watts, R.L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263-292.
- Solomon, J. & Solomon, A. (2004). *Corporate Governance and Accountability*. West Sussex, UK: John Wiley & Sons.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Srinidhi, B., Gul, F.A. & Tsui, J. (2011). Female directors and earnings quality. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1610-1644.
- SSC & IFC (2019). *Vietnam corporate governance code of best practices for public companies in Vietnam*. 1st ed. - Aug 2019, Hanoi, Vietnam: State Securities Commission of Vietnam.
- Stiglitz, J. & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Stoll, H.R. (1989). Inferring the Components of the Bid-Ask Spread: Theory and Empirical Tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 115-34.
- Stulz, R.M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-28.
- Strother, T.S., Wansley, J.W. & Daves, P. (2009). Electronic communication networks, market makers, and the components of the bid-ask spread. *International Journal of Managerial Finance*, 5(1), 81-109.

- Sun, Q. & Tong, W.H.S. (2003). China share issue privatization: The extent of its success. *Journal of Financial Economics*, 70(2), 183-222.
- Tabachnick, B.G. & Fidell, L.S. (2007). *Using Multivariate Statistics*. 5<sup>th</sup> ed., MA, US: Pearson Education.
- U.S. Census Bureau (2017). North American Industry Classification System. Retrieved from: <https://www.census.gov/eos/www/naics/> on 04/04/2018.
- UBCKNN (2018). *Báo cáo thường niên 2018*. Truy cập tại <http://www.ssc.gov.vn>, ngày truy cập: 15/02/2020.
- UBCKNN (2017). *Báo cáo thường niên 2017*. Truy cập tại <http://www.ssc.gov.vn>, ngày truy cập: 15/02/2020.
- UBCKNN (2016). *Báo cáo thường niên 2016*. Truy cập tại <http://www.ssc.gov.vn>, ngày truy cập: 15/02/2020.
- Van Ees, H.V., Postma, T. & Sterken, E. (2003). Board Characteristics and Corporate Performance in The Netherlands. *Eastern Economic Journal*, 29(1), 41-56.
- Van Ness, B.F., Van Ness, R.A. & Warr, R.A. (2001). How do well adverse selection components measure adverse selection? *Financial Management*, 30(3), 77-98.
- Van Ness, B.F., Van Ness, R.A. & Warr, R.S. (2002). Is the Adverse Selection Component Really Higher on the NYSE/Amex than on the Nasdaq? *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(5-6), 807-824.
- Venkatesh, P.C. & Chiang, R. (1986). Information Asymmetry and the Dealer's Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements. *The Journal of Finance*, 41(5), 1089-1102.
- Vermaelen, T. (1981). Common Stock Repurchases and Market Signaling: An Empirical Study. *Journal of Financial Economics*. 9(2), 139-183.
- Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180.
- Vietstock và FiLi (2019). 259 DNNY hoàn thành tốt nghĩa vụ công bố thông tin. Truy cập tại <https://vietstock.vn/2019/06/259-dnny-hoan-thanh-tot-nghia-vu-cong-bo-thong-tin-737-684935.htm>, ngày truy cập: 15/02/2020.
- Wang, A.W. & Zhang, G. (2009). Institutional ownership and credit spreads: An information asymmetry perspective. *Journal of Empirical Finance*, 16(4), 597-612.
- Wang, J. (1993). A Model of Intertemporal Asset Prices Under Asymmetric Information. *Review of Economic Studies*, 60(2), 249-282.
- Wang, J. (2012). Corporate Governance Under State Control: The Chinese Experience. *Theoretical Inquiries in Law*, 13(2), 487-502.

- Wang, Y., Jin, P. & Yang, C. (2016). Relations between the professional backgrounds of independent directors in state-owned enterprises and corporate performance. *International Review of Economics & Finance*, 42, 404-411.
- Watts, R. & Zimmerman, J. (1986). *Positive Accounting Theory*. New Jersey, US: Prentice Hall.
- Wei, Z., Xie, F. & Zhang, S. (2005). Ownership structure and firm value in China's privatized firms: 1991- 2001. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(1), 87-108.
- Weisbach, M.S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
- Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 801-827.
- Wiersema, B.D. & Bantel, K.A. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *Academy of Management Journal*, 35(1), 91-121.
- Wooldridge, J.M. (2016). *Introductory Econometrics*. 6<sup>th</sup> ed., MA, US: Cengage Learning.
- Xu, X. & Wang, Y. (1999). Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies. *China Economic Review*, 10(1), 75-98.
- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies With a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.
- Yunos, R.R., Smith, M. & Ismail, Z. (2012). The Relationship Between Board Skills and Conservatism: Malaysian Evidence. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 8(8), 1173-1184.
- Zahra, S.A. & Pearce, J.A. II (1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Intergrative Model. *Journal of Management*, 15(2), 291-334.

# PHỤ LỤC 1

## CƠ SỞ ĐO LƯỜNG THÔNG TIN BẤT CÂN XỨNG

### KHI THỰC HIỆN GIAO DỊCH CỔ PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Cơ sở nền tảng liên quan đến đo lường TTBCX trên thị trường chứng khoán bao gồm: Thu nhập từ giao dịch (Bagehot, 1971), cân đối rủi ro giữa thu nhập và chi phí (Copeland và Galai, 1983) và thông tin chuỗi đặt lệnh (Glosten và Milgrom, 1985).

#### **PL-1.1 Thu nhập từ giao dịch**

Khái niệm thu nhập từ giao dịch được Bagehot (1971) khởi xướng bên cạnh khái niệm thu nhập từ thị trường. Theo tác giả, thu nhập từ thị trường tồn tại khi một danh mục đầu tư được đa dạng hóa hoàn toàn và chỉ tồn tại một dạng rủi ro đầu tư đó là rủi ro của thị trường. Khi đó, các nhà đầu tư sẽ tham gia vào một sân chơi bình đẳng có cùng lợi ích như nhau và khi giá thị trường gia tăng, hầu hết các nhà đầu tư đều có lợi. Trong khi đó, thu nhập từ giao dịch xuất hiện do tồn tại nhiều nhà đầu tư sở hữu những thông tin đặc thù về cổ phiếu.

Nhà tạo lập thị trường đối diện với hai dạng nhà đầu tư: (i) nhà đầu tư có thông tin và (ii) nhà đầu tư không có thông tin, hay những người giao dịch chỉ với mục đích thanh khoản (nhà đầu tư thanh khoản). Đối với nhà đầu tư có thông tin, họ sở hữu nhiều thông tin đặc thù về giá cổ phiếu trong tương lai. Họ sẽ giao dịch với nhà tạo lập thị trường khi thấy có lợi và ngừng giao dịch khi bất lợi. Vì vậy nhà tạo lập thị trường sẽ không có nhiều lợi ích, thua thiệt và tổn thất khi giao dịch với nhà đầu tư có thông tin. Tuy nhiên, nhà tạo lập thị trường sẽ chuyển những tổn thất này sang các nhà đầu tư thanh khoản, những người sẵn sàng trả phí để chuyển cổ phiếu sang tiền mặt hay ngược lại. Do đó, sự hình thành chênh lệch yết giá được thiết lập bởi nhà tạo lập thị trường do tồn tại TTBCX (chi phí thông tin) nhằm cân bằng giữa lợi ích của nhà đầu tư có thông tin và tổn thất của nhà đầu tư thanh khoản.

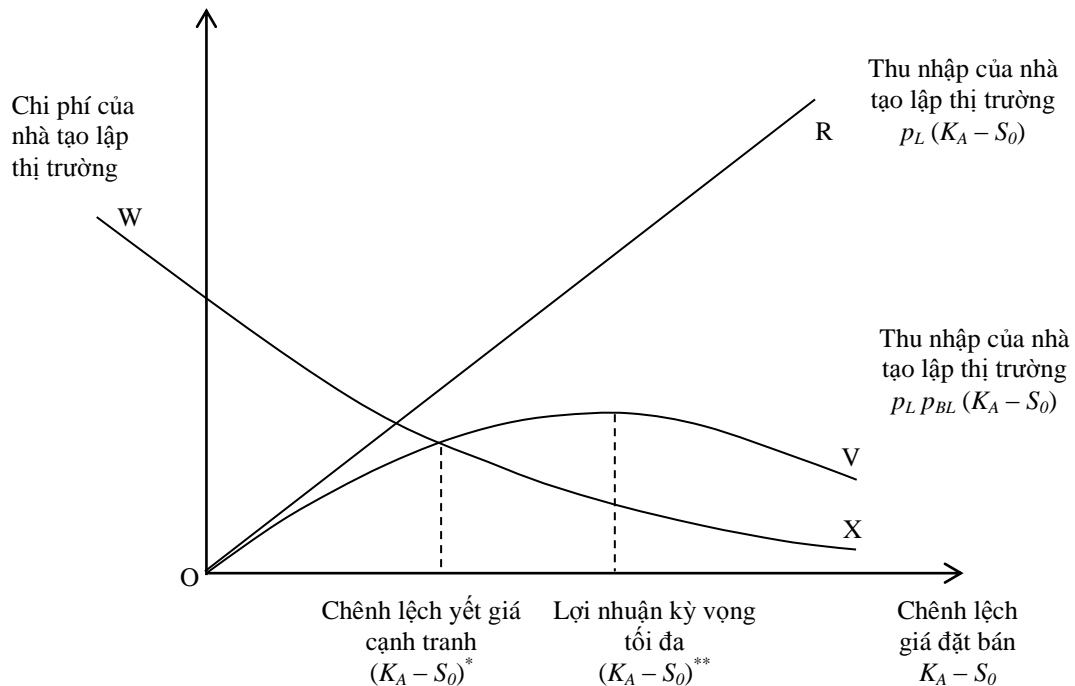
#### **PL-1.2 Cân đối thu nhập và chi phí**

Copeland và Galai (1983) đã lượng hóa những quan sát và kinh nghiệm thực tiễn của Bagehot (1971) với mục đích đo lường TTBCX khi thực hiện giao dịch chứng khoán. Theo Copeland và Galai (1983), các thông tin tốt và chất lượng hơn đều do nhà đầu tư có thông tin nắm giữ vì vậy TTBCX sẽ phát sinh khi nhà đầu tư có thông tin thực hiện giao dịch với nhà tạo lập thị trường. Ngoài ra, nhà tạo lập thị trường là người trung hòa rủi ro do đó họ sẽ



chuyển một phần rủi ro (thành phần chi phí lựa chọn ngược) sang cho nhà đầu tư không có thông tin.

Quá trình cân đối rủi ro của nhà tạo lập thị trường được Copeland và Galai (1983) tiếp cận dựa trên các khoản tổn thất (khi giao dịch với nhà đầu tư có thông tin) và thu nhập (khi giao dịch với nhà đầu tư không có thông tin) của nhà tạo lập thị trường thông qua mô hình xác suất của quá trình ngẫu nhiên liên tục. Chi phí (tổn thất) và thu nhập kỳ vọng của nhà tạo lập thị trường được thể hiện trong Hình PL-1.1 dưới đây.



Nguồn: Copeland và Galai (1983)

### Hình PL-1.1. Mô tả thu nhập và chi phí kỳ vọng của nhà tạo lập thị trường

Theo Hình PL-1.1, để đơn giản, đồ thị chỉ thể hiện giá đặt bán, một phần của chênh lệch giữa giá đặt mua và giá đặt bán. WS là đường chi phí kỳ vọng của nhà tạo lập thị trường, phản ánh mức tổn thất của nhà tạo lập thị trường bởi nhà đầu tư có thông tin. Tổn thất này sẽ giảm dần khi nhà tạo lập thị trường mở rộng chênh lệch yết giá. Do đó đường WS có xu hướng đi xuống.

Tổng tổn thất của nhà tạo lập thị trường phụ thuộc vào xác suất để nhà đầu tư có thông tin tham gia giao dịch cổ phiếu, được tính bằng độ đo giá trị kỳ vọng mức tổn thất thực hiện tại giao dịch mua và mức tổn thất thực hiện tại giao dịch bán. Tổng tổn thất được thiết lập theo công thức sau:

$$p_I \left[ \int_{K_A}^{+\infty} (S - K_A) f(S) dS + \int_0^{K_B} (K_B - S) f(S) dS \right] \quad (\text{PL-1.1})$$

Trong đó,  $p_I$  là xác suất để nhà đầu tư có thông tin sẽ thực hiện giao dịch cổ phiếu,  $S$  là giá cổ phiếu, một đại lượng ngẫu nhiên có hàm mật độ xác suất là  $f(S)$ ,  $K_A$  và  $K_B$  lần lượt là giá đặt bán và giá đặt mua.

Đường OV thể hiện mức thu nhập kỳ vọng của nhà tạo lập thị trường khi giao dịch với nhà đầu tư không có thông tin (nhà đầu tư chỉ với mục đích thanh khoản) họ sẵn sàng chi trả mức phí  $K_A - S_0$  (thực hiện giao dịch mua) hay  $S_0 - K_B$  (thực hiện giao dịch bán), với  $S_0$  là giá trị đúng của cổ phiếu ban đầu, được giả định không phải là đại lượng ngẫu nhiên. Khi chênh lệch yết giá được mở rộng đến mức nào đó, mức thu nhập sẽ giảm đi do nhà đầu tư thanh khoản rời bỏ thị trường. Tồn tại xác suất nhà đầu tư có thông tin tham gia giao dịch, do đó  $p_L = (1 - p_I)$  là xác suất nhà đầu tư không có thông tin tham gia giao dịch. Copeland và Galai (1983) đặt  $p_{TL}$  là xác suất nhà đầu tư thanh khoản sẽ giao dịch và  $p_{NL}$  là xác suất nhà đầu tư thanh khoản không giao dịch. Ngoài ra, theo điều kiện giao dịch, xác suất để nhà đầu tư thanh khoản thực hiện giao dịch mua là  $p_{BL}$  và giao dịch bán là  $p_{SL}$  (hiển nhiên  $p_{BL} + p_{SL} = p_{TL}$ ). Thu nhập kỳ vọng của nhà tạo lập thị trường được tính theo công thức:

$$(1 - p_I) \left[ p_{BL} (K_A - S_0) + p_{SL} (S_0 - K_B) \right] \quad (\text{PL-1.2})$$

Với mục đích trung hòa rủi ro, nhà tạo lập thị trường sẽ chọn mức chênh lệch yết giá sao cho có thể tối đa hóa lợi nhuận kỳ vọng của họ. Quan điểm này được mô hình hóa theo công thức toán như sau:

$$\max_{K_A, K_B} \left\{ (1 - p_I) \left[ p_{BL} (K_A - S_0) + p_{SL} (S_0 - K_B) \right] - p_I \left[ \int_{K_A}^{+\infty} (S - K_A) f(S) dS + \int_0^{K_B} (K_B - S) f(S) dS \right] \right\} \geq 0 \quad (\text{PL-1.3})$$

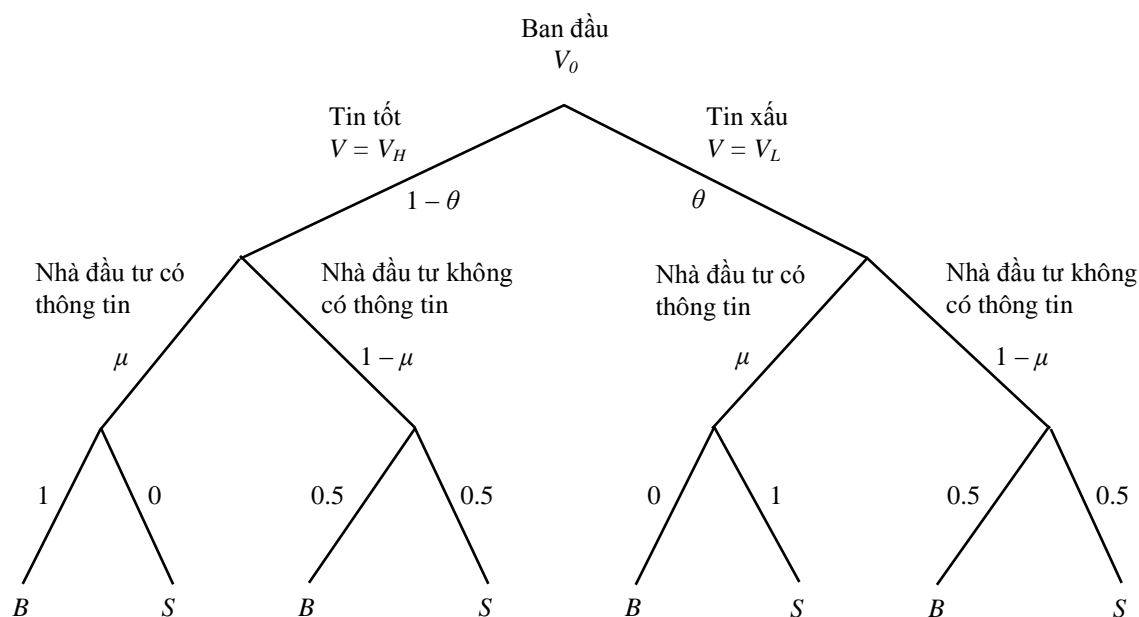
Hàm mục tiêu của nhà tạo lập thị trường, phương trình (PL-1.3) tích hợp sự điều chỉnh giá đặt mua và đặt bán nhằm tối đa hóa lợi nhuận kỳ vọng. Mô hình này phản ánh đặc điểm chi phí thông tin được mô tả trong nghiên cứu của Bagehot (1971). Phương trình (PL-1.3) chỉ ra những hàm ý quan trọng như sau: (i) Lợi nhuận của nhà tạo lập thị trường phụ thuộc vào xác suất để nhà đầu tư có thông tin và không có thông tin tham gia giao dịch, xác suất về ý định giao dịch của nhà đầu tư không có thông tin và quá trình ngẫu nhiên của giá chứng khoán. (ii) Nhà tạo lập thị trường vẫn luôn duy trì mức lợi nhuận dương thông qua việc điều chỉnh giá đặt mua và giá đặt bán. Do đó, tổn thất của nhà tạo lập thị trường khi giao dịch với nhà đầu tư có thông tin được chuyển qua nhà đầu tư không có thông tin. (iii)

Khi xác suất của nhà đầu tư có thông tin thay đổi, chênh lệch yết giá sẽ thay đổi. Hay nói cách khác, thông tin sẽ làm thay đổi khoảng chênh lệch yết giá.

Bằng mô hình lý thuyết xác suất, Copeland và Galai (1983) đã thành công khi minh chứng được chênh lệch yết giá thay đổi do các nhà đầu tư có thông tin, tạo nên một cơ sở quan trọng đó là chi phí lựa chọn ngược là một thành phần cấu thành nên khoảng chênh lệch yết giá. Tuy nhiên, có một số hạn chế trong nghiên cứu của Copeland và Galai (1983). Hạn chế đầu tiên đó là kết quả của các tác giả chỉ dựa trên khung phân tích tĩnh của một giao dịch. Hạn chế thứ hai đó là chuỗi đặt lệnh bởi vì tự thân giao dịch có thể phát ra thông tin. Các nhà đầu tư có thông tin sẽ thực hiện lệnh giao dịch theo chuỗi đặt lệnh tuy nhiên nhà tạo lập thị trường không thể xác định rõ lệnh nào có liên quan đến nhà đầu tư có thông tin.

### PL-1.3 Thông tin chuỗi đặt lệnh

Glosten và Milgrom (1985) tập trung vào giới hạn thứ hai của Copeland và Galai (1983). Đó là, ngoài việc đề cập đến lối thế nắm giữ thông tin, nhà đầu tư có thông tin sẽ quyết định thực hiện giao dịch mua hoặc bán bởi vì họ biết giá trị đúng của cổ phiếu, Glosten và Milgrom (1985) còn chỉ ra, động thái giao dịch của họ (thông qua các chuỗi đặt lệnh mua hoặc bán) phát ra tín hiệu và truyền thông tin đến nhà tạo lập thị trường về giá trị của cổ phiếu giao dịch đó. Nói cách khác, sự xuất hiện của nhà đầu tư có thông tin và chuỗi đặt lệnh giao dịch sẽ làm thay đổi khoảng chênh lệch yết giá. Quá trình giao dịch được mô tả thông qua Hình PL-1.2 dưới đây:



Nguồn: Schmidt (2011)

**Hình PL-1.2. Mô tả quá trình giao dịch theo Glosten và Milgrom (1985)**

Theo Hình PL-1.2, tại cùng thời điểm, nhà tạo lập thị trường sẽ thiết lập giá đặt mua và giá đặt bán cho việc giao dịch một đơn vị cổ phiếu với nhà đầu tư có thông tin và nhà đầu tư không có thông tin. Các nhà đầu tư sẽ giao dịch cổ phiếu tại một thời điểm được giả định là ngẫu nhiên. Một giả định khác đó là mỗi nhà đầu tư chỉ có thể giao dịch một cổ phiếu (hoặc là không). Glosten và Milgrom (1985) xem xét một trường hợp đơn giản khi giá trị cổ phiếu  $V$  có thể có giá trị cao  $V = V_H$  với xác suất xảy ra  $1 - \theta$  (khi có tin tốt) hoặc giá trị thấp  $V = V_L$  với xác suất là  $\theta$  (khi có tin xấu). Gọi  $\mu$  là xác suất nhà đầu tư có thông tin sẽ giao dịch và  $1 - \mu$  là xác suất để nhà đầu tư không có thông tin sẽ giao dịch.  $B$  và  $S$  lần lượt là tín hiệu mua và tín hiệu bán. Theo đó, nhà đầu tư có thông tin sẽ thực hiện giao dịch mua khi có tin tốt và giao dịch bán khi có tin xấu, trong khi nhà đầu tư không có thông tin sẽ thực hiện giao dịch mua và giao dịch bán như nhau (xác suất là 0.5).

Nhà tạo lập thị trường sẽ điều chỉnh giá cổ phiếu dựa trên tín hiệu giao dịch mà họ nhận được. Dựa trên xác suất có điều kiện và công thức Bayes, giá đặt bán là  $a$  và giá đặt mua là  $b$  được thiết lập như sau:

$$a = \frac{\theta(1 - \mu)V_L + (1 - \theta)(1 + \mu)V_H}{1 + \mu(1 - 2\theta)} \quad (\text{PL-1.4})$$

$$b = \frac{\theta(1 + \mu)V_L + (1 - \theta)(1 - \mu)V_H}{1 - \mu(1 - 2\theta)} \quad (\text{PL-1.5})$$

Khi đó, chênh lệch yết giá được tính như sau:

$$s = a - b = \frac{4\mu\theta(1 - \theta)(V_H - V_L)}{1 - (1 - 2\theta)^2 \mu^2} \quad (\text{PL-1.6})$$

Theo phương trình (PL-1.6), chênh lệch yết giá sẽ tăng cùng với số lượng tăng của nhà đầu tư có thông tin ( $\mu$  tăng lên), điều này cho thấy ảnh hưởng của lựa chọn ngược. Chênh lệch yết giá có dạng đơn giản hơn khi tin tốt và tin xấu xảy ra như nhau ( $\theta = 0.5$ ):

$$s = \mu(V_H - V_L) \quad (\text{PL-1.7})$$

Do đó, trong trường hợp này, chênh lệch yết giá sẽ biến thiên tuyến tính cùng với số lượng các nhà đầu tư có thông tin.

Giá đặt mua và giá đặt bán trong phương trình (PL-1.4) và (PL-1.5) là giá trị kỳ vọng của chúng trước giao dịch đầu tiên. Tự thân giao dịch này là một tín hiệu mà theo đó nhà tạo lập

thị trường sẽ thay đổi kỳ vọng của họ. Xét trong trường hợp tổng quát, nếu như giao dịch lúc đầu là giao dịch mua, thì xác suất để xảy ra giao dịch mua lúc sau là:

$$\theta_k(B) = \frac{\theta_{k-1}(1 - \mu)}{1 + \mu(1 - 2\theta_{k-1})} \quad (\text{PL-1.8})$$

Và xác suất để xảy ra giao dịch bán lúc sau là:

$$\theta_k(S) = \frac{\theta_{k-1}(1 + \mu)}{1 - \mu(1 - 2\theta_{k-1})} \quad (\text{PL-1.9})$$

Nhận thấy  $\theta_k(B)$  luôn luôn nhỏ hơn  $\theta_{k-1}$ , trong khi  $\theta_k(S)$  luôn luôn lớn hơn  $\theta_{k-1}$ . Do vậy, một tín hiệu mua sẽ làm tăng khả năng tăng giá cổ phiếu. Nhiều lệnh đặt mua mới sẽ điều chỉnh khả năng tăng giá này theo cùng sự tái lập tiếp diễn. Tương tự, một tín hiệu bán sẽ làm giảm khả năng tăng giá cổ phiếu. Và mối quan hệ giữa phương trình (PL-1.8) và (PL-1.9) có thể được sử dụng cho dạng đồng thời theo yếu tố động của giá.

Tuy nhiên, mô hình của Glosten và Milgrom (1985) đã không xem xét hai nội dung quan trọng. Nội dung đầu tiên liên quan đến quá trình tiếp nhận lệnh. Trong mô hình của các tác giả, quần thể các nhà đầu tư có thông tin và không có thông tin được giả định theo dạng tĩnh (cố định) để cho tỷ lệ các nhà đầu tư này không đổi. Thứ hai, các tác giả không xem xét đến hành vi chiến lược của nhà đầu tư có thông tin. Nếu nhà đầu tư có thông tin sở hữu thông tin tốt hơn nhà tạo lập thị trường, có thể họ sẽ che đậy động thái giao dịch hoặc giao dịch với quy mô lớn để tối đa hóa lợi nhuận kỳ vọng của họ.

Các nghiên cứu lý thuyết nền tảng của Bagehot (1971), Copeland và Galai (1983), Glosten và Milgrom (1985) đã minh chứng khoảng chênh lệch yết giá tích gộp thành phần lựa chọn ngược và thành phần này phản ánh TTBCX giữa nhà đầu tư có thông tin và nhà đầu tư không có thông tin.

## PHỤ LỤC 2

# CÁC MÔ HÌNH ĐO LƯỜNG THÔNG TIN BẤT CÂN XỨNG KHI THỰC HIỆN GIAO DỊCH CỔ PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

### PL-2.1 Mô hình Glosten và Harris (1988)

Một trong những tác giả tiên phong và đặt nền tảng cho các nghiên cứu tiếp theo trong việc đo lường trực tiếp thành phần lựa chọn ngược có thể kể đến Glosten và Harris (1988) (gọi tắt là mô hình GH). Mô hình GH phát triển ý tưởng sơ khởi của Bagehot (1971) và kế thừa từ công trình nghiên cứu của Copeland và Galai (1983), Glosten và Milgrom (1985). Mô hình GH cho rằng chênh lệch yết giá bao gồm hai thành phần: (i) thành chi phí đặt lệnh và tích trữ và (ii) thành phần chi phí lựa chọn ngược. Theo mô hình GH, giá trị cơ bản (giá trị đúng) của cổ phiếu chịu ảnh hưởng bởi thông tin đại chúng và thông tin mà nhà giao dịch tiếp nhận được từ xu hướng đặt lệnh. Quá trình này được biểu thị qua phương trình:

$$m_t = m_{t-1} + Q_t Z_t + \varepsilon_t \quad (\text{PL-2.1})$$

Trong đó,  $m_t$  là giá trị cơ bản không quan sát được của một cổ phiếu, phản ánh ngay lập tức tất cả thông tin hiện hữu theo sau một giao dịch ở thời điểm  $t$ .  $Q_t$  là biến chỉ báo giao dịch, có giá trị +1 nếu giao dịch được khởi xướng bởi người mua tại thời điểm  $t$ , ngược lại có giá trị -1 nếu giao dịch được khởi xướng bởi người bán.  $Z_t$  là thành phần lựa chọn ngược (thông tin bất cân xứng).  $\varepsilon_t$  biểu thị sự thay đổi giá trị cơ bản của một cổ phiếu giữa giao dịch tại thời điểm  $t - 1$  và thời điểm  $t$  do xuất hiện thông tin mới liên quan đến cổ phiếu đó. Do nhà tạo lập thị trường gánh chịu các chi phí liên quan đến quá trình đặt lệnh, do vậy họ sẽ giao dịch tại mức giá mà tại đó có thể cân đối, hoặc kiểm soát được các mức phí. Quá trình này được biểu thị thông qua phương trình:

$$P_t = m_t + Q_t C_t \quad (\text{PL-2.2})$$

Trong đó,  $P_t$  là giá giao dịch có thể quan sát được của một cổ phiếu.  $C_t$  là thành phần tạm thời (bao gồm thành phần chi phí đặt lệnh và chi phí lưu trữ cổ phiếu). Ngoài ra, đồng quan điểm với Easley và O'Hara (1987), mô hình GH cũng giả định rằng thành phần lựa chọn ngược và thành phần tạm thời có mối quan hệ tuyến tính với khối lượng cổ phiếu giao dịch, được biểu diễn qua phương trình sau:

$$Z_t = z_0 + z_1 V_t \quad (\text{PL-2.3})$$

$$C_t = c_0 + c_1 V_t \quad (\text{PL-2.4})$$

Trong đó,  $z_0$  và  $c_0$  là hằng số,  $z_1$  và  $c_1$  là hệ số góc và  $V_t$  là khối lượng cổ phiếu giao dịch ở thời điểm  $t$ . Thực hiện lấy sai phân của phương trình (PL-2.2) và kết hợp với phương trình (PL-2.1), (PL-2.3) và (PL-2.4) được phương trình dùng để ước lượng thành phần lựa chọn ngược theo mô hình GH:

$$\Delta P_t = c_0 \Delta Q_t + c_1 \Delta(Q_t V_t) + z_0 Q_t + z_1 Q_t V_t + \varepsilon_t \quad (\text{PL-2.5})$$

Gọi  $\bar{V}$  là khối lượng cổ phiếu giao dịch trung bình,  $S$  là chênh lệch giữa giá đặt mua và giá đặt bán, theo đó  $S$  được xác định bởi phương trình:

$$S = 2(c_0 + c_1 \bar{V}) + 2(z_0 + z_1 \bar{V}) \quad (\text{PL-2.6})$$

Đặt  $\alpha$  là mức độ lựa chọn ngược, biểu thị qua tỷ trọng của chênh lệch giữa giá đặt mua và giá đặt bán. Theo đó,  $\alpha$  được xác định bằng công thức sau:

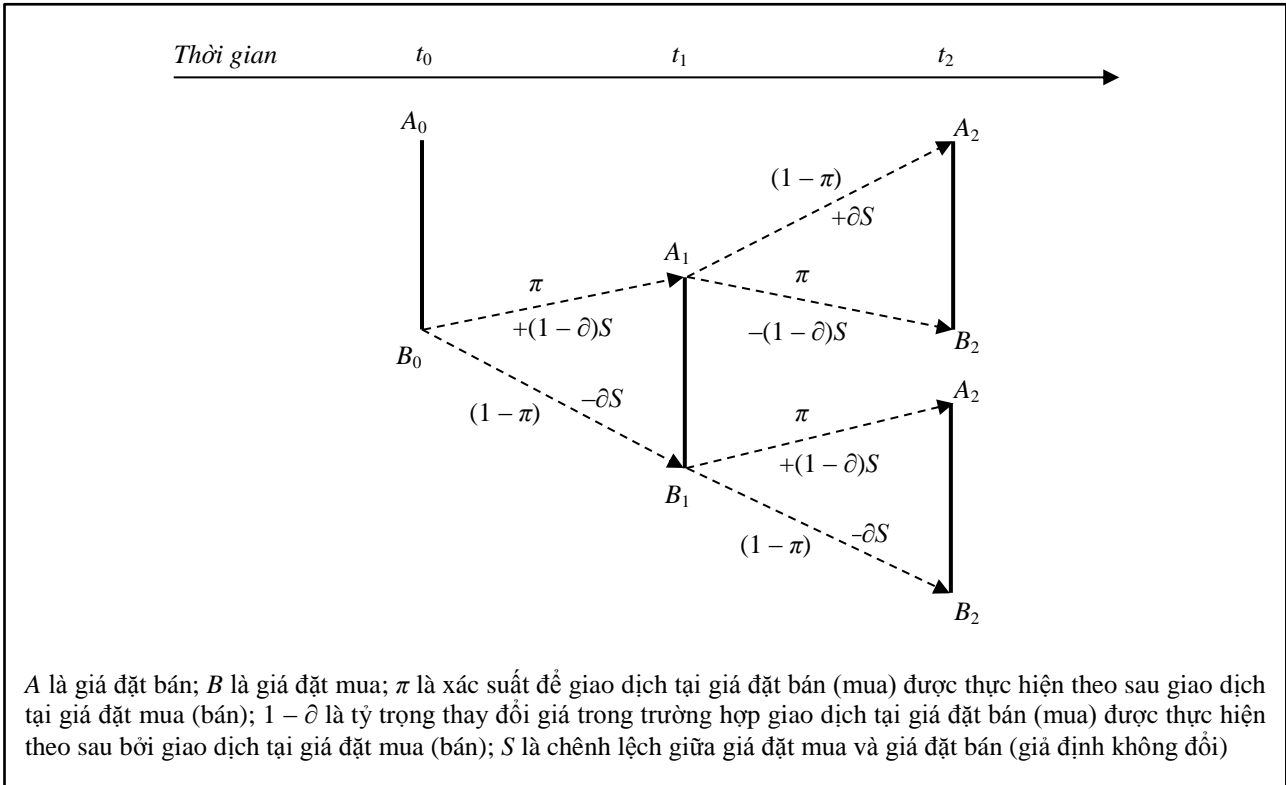
$$\alpha = \frac{2(z_0 + z_1 \bar{V})}{2(c_0 + c_1 \bar{V}) + 2(z_0 + z_1 \bar{V})} \quad (\text{PL-2.7})$$

Áp dụng phương trình (PL-2.5) và (PL-2.7), với bộ dữ liệu nghiên cứu bao gồm 250 công ty niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán New York (The New York Stock Exchange - NYSE), giai đoạn từ 01/12/1981 đến 31/01/1983, mức độ lựa chọn ngược của NYSE được tính theo mô hình GH là 35.4%.

### PL-2.2 Mô hình Stoll (1989)

Stoll (1989) (gọi tắt là mô hình Stoll) mong muốn tìm ra được chênh lệch giữa giá đặt mua và giá đặt bán thực hiện (gọi tắt là chênh lệch yết giá thực hiện) trên cơ sở chênh lệch giữa giá đặt mua và giá đặt bán (chênh lệch yết giá), mà chênh lệch yết giá này có thể phân tách thành ba thành phần riêng biệt, bao gồm: thành phần chi phí đặt lệnh; thành phần chi phí tích trữ; và thành phần chi phí lựa chọn ngược. Mô hình Stoll định nghĩa chênh lệch yết giá thực hiện là phần chênh lệch trung bình giữa mức giá mà người giao dịch thực hiện giao dịch bán và mức giá mà người giao dịch thực hiện giao dịch mua tại cùng một thời điểm.

Giả định tại thời điểm  $t_0$ , giá đặt mua và giá đặt bán lần lượt là  $B_0$  và  $A_0$ . Khi đó, chênh lệch giữa giá đặt mua và giá đặt bán là  $S_0 = A_0 - B_0$ . Chênh lệch yết giá này được giả định không đổi. Giả sử một giao dịch tiếp theo xảy ra tại giá  $B_0$ . Ước lượng giá đặt mua và giá đặt bán mới,  $B_1$  và  $A_1$ , sẽ được thiết lập như Hình PL-2.1 với giả định không có thông tin mới xuất hiện và chênh lệch yết giá  $S$  không đổi.



Nguồn: Stoll (1989)

**Hình PL-2.1. Các khả năng giá cổ phiếu được giao dịch tại giá đặt bán**

Với  $\delta$  là tỷ trọng thay đổi giá trong trường hợp giao dịch tiếp diễn, còn được gọi là giao dịch tại giá đặt mua (bán) được thực hiện theo sau bởi giao dịch tại giá đặt mua (bán). Khi đó lượng thay đổi giá sẽ bằng  $\delta S$ , với  $S$  là chênh lệch yết giá (được giả định không đổi). Và  $\pi$  là xác suất để giao dịch tại giá đặt bán (mua) được thực hiện theo sau giao dịch tại giá đặt mua (bán). Do đó,  $(1 - \pi)$  là xác suất để giao dịch tại giá đặt bán (mua) được thực hiện theo sau bởi giao dịch của giá đặt bán (mua). Theo mô hình Stoll, thay đổi giá kỳ vọng trong điều kiện thực hiện giao dịch tại giá đặt mua và tại giá đặt bán được xác định như sau:

$$E(\Delta P_t | B_{t-1}) = (\pi - \delta)S \tag{PL-2.8}$$

$$E(\Delta P_t | A_{t-1}) = -(\pi - \delta)S \tag{PL-2.9}$$

Lấy sai lệch giữa phương trình (PL-2.8) và (PL-2.9) chính là giá trị của chênh lệch thực hiện ( $S_r$ ) được xác định theo phương trình dưới đây:

$$S_r = 2(\pi - \delta)S \tag{PL-2.10}$$

Từ đây có thể suy ra thành phần lựa chọn ngược sẽ bằng sai lệch giữa chênh lệch yết giá và chênh lệch thực hiện:

$$S - S_r = [1 - 2(\pi - \delta)]S \tag{PL-2.11}$$

Dữ liệu giá giao dịch và giá đặt mua (bán) cho phép ước lượng tham số  $\pi$  và  $\delta$ . Việc ước lượng được mô hình Stoll thực hiện bằng cách tính hiệp phương sai của giá giao dịch ( $Cov_T$ )



và hiệp phương sai của thay đổi giá đặt mua hoặc giá đặt bán ( $Cov_Q$ ).  $Cov_T$  và  $Cov_Q$  được viết dưới dạng phương trình hồi quy như sau:

$$Cov_T = a_0 + a_1 S^2 + u \quad (\text{PL-2.12})$$

$$Cov_Q = b_0 + b_1 S^2 + v \quad (\text{PL-2.13})$$

Trong đó:  $u$  và  $v$  là các sai số ngẫu nhiên và:

$$a_1 = \delta^2(1 - 2\pi) - \pi^2(1 - 2\delta) \quad (\text{PL-2.14})$$

$$b_1 = \delta^2(1 - 2\pi) \quad (\text{PL-2.15})$$

Mô hình Stoll sử dụng phương pháp OLS để ước lượng phương trình hồi quy (PL-2.12) và (PL-2.13) với mục đích tìm ra được hai hệ số  $a_1$  và  $b_1$ . Sau đó, thay hai hệ số này vào phương trình (PL-2.14) và (PL-2.15) để tính ra được tham số  $\pi$  và  $\delta$ . Thế  $\pi$  và  $\delta$  vào phương trình (PL-2.11) sẽ tính được thành phần lựa chọn ngược. Với bộ dữ liệu các công ty niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Điện tử (National Association of Securities Dealers Automated Quotation - NASDAQ) giai đoạn từ tháng 10 đến tháng 12 năm 1984, ước lượng thành phần chi phí lựa chọn ngược trong mô hình Stoll trên NASDAQ là 43%.

### **PL-2.3 Mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991)**

Mô hình George, Kaul và Nimalendran (1991) (gọi tắt là mô hình GKN) đã đưa ra cách tiếp cận mới trong việc xây dựng mô hình ước lượng hiệu quả và không chệch các thành phần chênh lệch yết giá, bao gồm: mô hình GKN theo biến chỉ báo và mô hình GKN theo hiệp phương sai.

#### **PL-2.3.1 Cơ sở xây dựng mô hình GKN theo biến chỉ báo**

Mô hình GKN cho rằng, giá giao dịch của một cổ phiếu chịu ảnh hưởng bởi giá trị cơ bản của cổ phiếu đó và tỷ trọng thành phần chi phí xử lý đặt lệnh của bán chênh lệch yết giá được phản ánh qua hành động khởi xướng mua hoặc bán được biểu diễn theo phương trình:

$$P_{it} = M_{it} + \pi_i (S_{qi}/2) Q_{it} \quad (\text{PL-2.16})$$

Trong đó,  $P$  là giá giao dịch của cổ phiếu,  $M$  là giá trị cơ bản của cổ phiếu được phản ánh bởi các thông tin đại chúng hiện có tại một thời điểm nhất định,  $\pi$  là tỷ trọng thành phần chi phí xử lý đặt lệnh,  $S_q$  là chênh lệch giữa giá đặt mua và giá đặt bán (chênh lệch yết giá) của cổ phiếu và  $Q$  là biến chỉ báo có giá trị +1 nếu giao dịch được thực hiện tại giá đặt bán, ngược lại có giá trị -1 nếu giao dịch được thực hiện tại giá đặt mua.

Với giả định thành phần chi phí tích trữ không đáng kể trong chênh lệch yết giá, giá trị cơ bản của cổ phiếu được mô hình GKN thiết lập như sau:

$$M_{it} = E_{it} + M_{it-1} + (1 - \pi_i)(S_{qi}/2)Q_{it} + U_{it} \quad (\text{PL-2.17})$$

Với  $E_{it}$  là khoản lợi nhuận kỳ vọng cơ bản của một cổ phiếu thay đổi theo thời gian, giai đoạn từ thời điểm  $(t - 1)$  đến thời điểm  $t$ . Đây là yếu tố quan trọng được đưa vào mô hình GKN để xem xét. Theo Keim và Stambaugh (1986); Conrad và Kaul (1988, 1989), khoản lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu khác nhau theo thời gian có hiện tượng tự tương quan dương, tức  $Cov(E_{it}, E_{it-1}) > 0$ . Sự hiện diện của hiện tượng này dẫn đến sai lệch theo thời gian trong việc ước lượng chênh lệch yết giá. Ý tưởng của mô hình GKN là tìm cách để loại bỏ  $E_{it}$  ra khỏi mô hình.

Gọi  $R_{Tit}$  là khoản lợi nhuận gộp liên tục của cổ phiếu được tính theo giá giao dịch của cổ phiếu đó tại thời điểm  $t - 1$  và thời điểm  $t$ . Thực hiện sai phân của phương trình (PL-2.16) và kết hợp với phương trình (PL-2.17),  $R_{Tit}$  được xác định theo phương trình dưới đây:

$$R_{Tit} = E_{it} + \pi_i(S_{qi}/2)[Q_{it} - Q_{it-1}] + (1 - \pi_i)(S_{qi}/2)Q_{it} + U_{it} \quad (\text{PL-2.18})$$

Đặt  $B_{it}$  là giá đặt mua theo sau giá giao dịch ở thời điểm  $t$ . Mô hình GKN giả định  $B_{it}$  có thể đại diện cho giá trị cơ bản của cổ phiếu. Khi đó mức lợi nhuận được tính từ giá đặt mua của cổ phiếu ( $R_{Bit}$ ) cũng chính là sai lệch giữa giá trị cơ bản của cổ phiếu đó. Xác định  $R_{Bit}$  được biểu thị qua phương trình sau:

$$R_{Bit} = E_{it} + (1 - \pi_i)(S_{qi}/2)Q_{it} + U_{it} \quad (\text{PL-2.19})$$

Với mục đích loại bỏ khoản lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu khác nhau theo thời gian ( $E_{it}$ ), có thể gây ra hiện tượng tự tương quan dương, dẫn đến sai lệch khi ước lượng chênh lệch yết giá, thực hiện hiệu giữa phương trình (PL-2.18) và phương trình (PL-2.19) được phương trình mới như sau:

$$RD_{it} = \pi_i(S_{qi}/2)[Q_{it} - Q_{it-1}] \quad (\text{PL-2.20})$$

Trong đó,  $RD_{it}$  là sai lệch giữa mức lợi nhuận từ giá giao dịch ( $R_{Tit}$ ) và mức lợi nhuận từ giá đặt mua ( $R_{Bit}$ ). Phương trình (PL-2.20) có thể viết dưới dạng hồi quy:

$$2RD_t = a_0 + a_1(S_q)[Q_t - Q_{t-1}] + \varepsilon_t \quad (\text{PL-2.21})$$

Thực hiện ước lượng hồi quy phương trình (PL-2.21) sẽ nhận được giá trị  $a_1$  (còn gọi là thành phần chi phí xử lý đặt lệnh,  $\pi$ ), khi đó thành phần lựa chọn ngược được ước lượng bằng  $1 - a_1$ .

### PL-2.3.2 Cơ sở xây dựng mô hình GKN theo hiệp phương sai

Từ công thức tính  $RD_{it} = \pi_i(S_{qi}/2)[Q_{it} - Q_{it-1}]$  được xác định ở phương trình (PL-2.20), hiệp phương sai của  $RD_{it}$  với  $RD_{it-1}$  được tính như sau:

$$Cov(RD_{it}, RD_{it-1}) = -\pi_i^2(S_{qi}^2/4) \quad (\text{PL-2.22})$$

Áp dụng phương pháp của Roll (1984), ước lượng chênh lệch yết giá ( $S_i^{GKN}$ ) trong mô hình GKN theo hiệp phương sai được biểu thị qua phương trình:

$$S_i^{GKN} = 2\sqrt{-Cov(RD_{it}, RD_{it-1})} \quad (\text{PL-2.23})$$

Từ phương trình (PL-2.22) và (PL-2.23), mối quan hệ giữa  $S_i^{GKN}$  và  $S_{qi}$  được biểu thị qua phương trình hồi quy dưới đây:

$$S_i^{GKN} = b_0 + b_1 S_{qi} + \varepsilon_i \quad (\text{PL-2.24})$$

Trong đó,  $b_1 = \pi$  là hệ số ước lượng tỷ trọng thành phần chi phí xử lý đặt lệnh vãng và hiệu quả do khắc phục được các nhược điểm từ mô hình Stoll. Sau khi ước lượng được hệ số  $b_1$ , thành phần chi phí lựa chọn ngược sẽ có giá trị là  $1 - b_1$ .

Nghiên cứu các công ty niêm yết trên NASDAQ giai đoạn 1983-1987, thành phần chi phí lựa chọn ngược được ước lượng theo mô hình GKN là 8.5% (áp dụng cho mẫu số liệu giao dịch theo ngày, bao gồm 6757 số quan sát) và 10.3% (áp dụng cho mẫu số liệu giao dịch theo tuần, bao gồm 8814 số quan sát).

#### **PL-2.4 Mô hình Lin, Sanger và Booth (1995)**

Mô hình Lin, Sanger và Booth (1995) (gọi tắt là mô hình LSB) được kế thừa và phát triển từ mô hình Stoll (1989), Huang và Stoll (1994). Mô hình LSB được nhiều nhà nghiên cứu áp dụng để ước lượng TTBCX do tính đơn giản và dễ sử dụng. Mô hình LSB cũng giả định tại thời điểm  $t$ , nhà giao dịch thực hiện giao dịch bán ( $B_t$ ) và  $\pi$  là xác suất để giao dịch tại giá đặt bán (mua) được thực hiện theo sau giao dịch tại giá đặt mua (bán). Nói cách khác,  $\pi$  là xác suất của giao dịch không tiếp diễn theo sau giao dịch trước đó. Do đó,  $(1 - \pi)$  là xác suất của giao dịch tiếp diễn theo sau giao dịch trước đó.

Cụ thể hơn, xác suất của một giao dịch tiếp theo được thực hiện tại giá đặt mua ( $B_{t+1}$ ) sẽ là  $(1 - \pi)$  và tại giá đặt bán ( $A_{t+1}$ ) sẽ là  $\pi$  nếu giả định ở thời điểm  $t$ , nhà giao dịch thực hiện giao dịch bán ( $B_t$ ). Từ đây, có thể suy ra kỳ vọng giá ở thời điểm  $t + 1$  như sau:

$$E(P_{t+1}) - P_t = (1 - \pi)(B_{t+1} - B_t) + \pi(A_{t+1} - B_t) \quad (\text{PL-2.25})$$

Phương trình (PL-2.25) còn được gọi là phương trình biểu thị lợi nhuận gộp kỳ vọng của nhà giao dịch tại thời điểm  $t + 1$  sau giao dịch tại thời điểm  $t$ . Phương trình này có mối quan hệ với chênh lệch yết giá hiệu quả. Đặt  $Mid_t = (A_t + B_t)/2$  là giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán tại thời điểm  $t$ . Huang và Stoll (1994) đã chỉ ra  $z_t = P_t - Mid_t$  là khoảng chênh lệch yết giá hiệu quả.  $z_t < 0$  phản ánh giao dịch ở lệnh bán, ngược lại  $z_t > 0$  phản ánh giao dịch ở lệnh mua. Để đơn giản, mô hình LSB giả định các giao dịch chỉ thực hiện tại mức giá đặt mua hoặc giá đặt bán. Đồng thời, nhằm phản ánh mức độ lựa chọn ngược khả

đổi với một giao dịch tại thời điểm  $t$ , điều chỉnh giá đặt mua và giá đặt bán được giả định như sau:

$$B_{t+1} = B_t + \lambda z_t \quad (\text{PL-2.26})$$

$$A_{t+1} = A_t + \lambda z_t \quad (\text{PL-2.27})$$

Trong đó,  $\lambda$  là tỷ trọng chênh lệch yết giá hiệu quả ( $0 < \lambda < 1$ ), phản ánh sự điều chỉnh mức giá đặt mua và giá đặt bán và được xem là mức độ lựa chọn ngược.

Biến đổi tương đương từ phương trình (PL-2.25), (PL-2.26) và (PL-2.27), lợi nhuận gộp kỳ vọng của nhà giao dịch ở thời điểm  $t + 1$  sau giao dịch ở thời điểm  $t$  (thực hiện tại giá đặt mua) được biểu thị dưới dạng phương trình hồi quy dưới đây:

$$E(P_{t+1}) - P_t = (\lambda + \theta - 1)z_t + u_{t+1} \quad (\text{PL-2.28})$$

Trong đó,  $\theta = 1 - 2\pi$  ( $-1 < \theta < 1$ ). Theo mô hình LSB, thực chất  $\theta$  ở đây chính là hệ số trong phương trình biểu thị chênh lệch yết giá hiệu quả của Huang và Stoll (1994) đã đề cập, cụ thể:

$$z_{t+1} = \theta z_t + \eta_{t+1} \quad (\text{PL-2.29})$$

Thực hiện hiệu giữa phương trình (PL-2.28) và (PL-2.29) sẽ được phương trình mới như sau:

$$Mid_{t+1} - Mid_t = \lambda z_t + \varepsilon_{t+1} \quad (\text{PL-2.30})$$

Hồi quy phương trình (PL-2.30) để ước lượng thành phần lựa chọn ngược ( $\lambda$ ). Với bộ dữ liệu bao gồm 150 cổ phiếu các công ty niêm yết trên NYSE giai đoạn 1988, hệ số  $\lambda$  được ước lượng trong mô hình LSB có giá trị là 45.2%.

### PL-2.5 Mô hình Kim và Ogden (1996)

Mô hình Kim và Ogden (1996) (gọi tắt là mô hình KO) kế thừa và phát triển mô hình GKN theo hiệp phương sai trong việc đo lường thành phần lựa chọn ngược. Mô hình KO đã chỉ ra và khắc phục những hạn chế vốn dĩ khi ước lượng chênh lệch yết giá trong mô hình GKN. Trước tiên, tương tự như mô hình GKN, giá giao dịch của cổ phiếu được xác định trong mô hình KO như sau:

$$P_{it} = M_{it}^* + \pi_i (S_{qit}/2) Q_{it} \quad (\text{PL-2.31})$$

Trong đó,  $P$  là giá giao dịch của cổ phiếu,  $M^*$  là giá trị cơ bản của cổ phiếu,  $\pi$  là tỷ trọng thành phần chi phí xử lý đặt lệnh,  $S_q$  là chênh lệch chênh lệch yết giá và  $Q$  là biến chỉ báo có giá trị +1 nếu giao dịch được thực hiện tại giá đặt bán, ngược lại có giá trị -1 nếu giao dịch được thực hiện tại giá đặt mua. Đặt  $R_{Tit}$  là mức sinh lợi từ giá giao dịch của cổ phiếu ( $R_{Tit} =$

$P_{it} - P_{it-1}$ ). Khi đó  $R_{Tit}$  được xác định bằng cách lấy sai phân của phương trình (PL-2.31) và được biểu thị qua phương trình mới như sau:

$$R_{Tit} = M_{it}^* - M_{it-1}^* + (\pi_i/2)[S_{qit}Q_{it} - S_{qit-1}Q_{it-1}] \quad (\text{PL-2.32})$$

Tuy nhiên, không như mô hình GKN, mô hình KO giả định ( $M_{it}^* - M_{it-1}^*$ ) được đại diện bởi chênh lệch giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán, hay còn gọi là mức sinh lợi từ giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán ( $R_{Mit}$ ). Tiếp theo, gọi  $RD_{Bit}$  là sai lệch giữa  $R_{Tit}$  và  $R_{Bit}$ . Theo đó, xác định  $RD_{Bit}$  được biểu thị qua phương trình sau:

$$RD_{Bit} = (\pi_i/2)[S_{qit}Q_{it} - S_{qit-1}Q_{it-1}] + (S_{qit}/2 - S_{qit-1}/2) \quad (\text{PL-2.33})$$

Do đó, hiệp phương sai của  $RD_{Bit}$  và  $RD_{Bit-1}$  được tính như sau:

$$\begin{aligned} Cov(RD_{Bit}, RD_{Bit-1}) &= -\pi^2 E(S_{qit}^2/4) \\ &\quad - (\sigma_{\eta_t}^2/4)[1 + Corr(\eta_{it}, \eta_{it-2}) - 2Corr(\eta_{it}, \eta_{it-1})] \end{aligned} \quad (\text{PL-2.34})$$

Phương trình (PL-2.34) cho thấy, ước lượng chênh lệch yết giá  $S_i$  trong mô hình GKN theo hiệp phương sai sẽ bị sai lệch nếu như biểu thức:  $\Phi(\eta_{it}) = 1 + Corr(\eta_{it}, \eta_{it-2}) - 2Corr(\eta_{it}, \eta_{it-1}) \neq 0$ . Để điều chỉnh sai lệch này, mô hình KO đã sử dụng mức sinh lợi từ giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán ( $R_{Mit}$ ) thay thế cho mức sinh lợi từ giá đặt bán ( $R_{Bit}$ ). Tiếp đến, gọi  $RD_{Mit}$  là sai lệch giữa  $R_{Tit}$  và  $R_{Mit}$ . Theo đó, từ phương trình (PL-2.32), xác định  $RD_{Mit}$  được biểu thị qua phương trình sau:

$$RD_{Mit} = (\pi_i/2)[S_{qit}Q_{it} - S_{qit-1}Q_{it-1}] \quad (\text{PL-2.35})$$

Do đó, hiệp phương sai của  $RD_{Mit}$  và  $RD_{Mit-1}$  được tính như sau:

$$Cov(RD_{Mit}, RD_{Mit-1}) = -\pi^2 E(S_{qit}^2/4) \quad (\text{PL-2.36})$$

Mô hình KO cũng đã chỉ ra  $E(S_{qit}^2)$  không phải là  $S_{qit}^2$  mà là  $S_{qi}^2 + \sigma_{\eta_t}^2$  và đây là một nguyên nhân khác làm sai lệch kết quả ước lượng trong mô hình GKN theo hiệp phương sai khi giả định chênh lệch yết giá không thay đổi để thỏa điều kiện  $E(S_{qit}^2) = S_{qi}^2$ . Để khắc phục sai lệch này, mô hình KO đề xuất thay thế một ước lượng không chệch của  $E(S_{qit}^2)$  đó là  $\bar{S}_{qi}^2$ , được biểu thị qua phương trình sau đây:

$$\bar{S}_{qi}^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T S_{qit}^2 \quad (\text{PL-2.37})$$

Áp dụng phương pháp của Roll (1984), ước lượng chênh lệch yết giá theo mô hình KO ( $S_i^{KO}$ ) được biểu thị qua phương trình sau:

$$S_i^{KO} = 2\sqrt{-Cov(RD_{Mit}, RD_{Mit-1})} \quad (\text{PL-2.38})$$

Thế  $E(S_{qit}^2) = \bar{S}_{qi}^2$ , kết hợp phương trình (PL-2.36) và (PL-2.38), mối quan hệ giữa  $S_i^{KO}$  theo mô hình KO và  $\bar{S}_{qi}^2$  được biểu thị qua phương trình hồi quy dưới đây:

$$S_i^{KO} = \beta_0 + \beta_1 \sqrt{\bar{S}_{qi}^2} + \varepsilon_i \quad (\text{PL-2.39})$$

Trong đó,  $\beta_1 = \pi_i$  là hệ số ước lượng tỷ trọng thành phần chi phí xử lý đặt lệnh. Sau khi ước lượng được hệ số  $\beta_1$  (hệ số ước lượng vững và không chệch so với hệ số ước lượng trong mô hình GKN theo hiệp phương sai), thành phần chi phí lựa chọn ngược sẽ có giá trị là  $1 - \beta_1$ . Với bộ dữ liệu gồm 1871 số quan sát các công ty niêm yết trên NYSE và Sở Giao dịch Chứng khoán Mỹ (American Stock Exchange - AMEX) giai đoạn 1993, thành phần chi phí lựa chọn ngược được ước lượng trong mô hình KO là 59.3%.

### PL-2.6 Mô hình Madhavan, Richardson và Roomans (1997)

Mô hình Madhavan, Richardson và Roomans (1997) (gọi tắt là MRR) xây dựng mô hình cấu trúc cho việc ước lượng thành phần lựa chọn ngược của chênh lệch yết giá. Theo đó, mô hình MRR tách những biến động trong ngày thành hai thành phần: (i) thông tin đại chúng và (ii) thay đổi trong chuỗi giao dịch.

Mô hình MRR không phân biệt chi phí xử lý đặt lệnh và tích trữ như trong trường hợp của mô hình GH, GKN và LSB. Thay đổi kỳ vọng về giá giao dịch thay đổi từ hai nguồn: (i) thông tin mới được công bố,  $\varepsilon_t$  còn được xem là sự thay đổi về kỳ vọng giá giữa thời điểm  $t - 1$  và thời điểm  $t$ , trong đó  $\varepsilon_t$  là biến ngẫu nhiên độc lập và có phân bố xác định với  $E[\varepsilon_t] = 0$  và  $var[\varepsilon_t] = \sigma_\varepsilon^2$ . Đây là nguyên nhân làm thay đổi kỳ vọng về giá mà không chịu ảnh hưởng từ khối lượng giao dịch. Và (ii) chuỗi đặt lệnh,  $\theta_t(Q_t - E[Q_t | Q_{t-1}])$ . Trong đó,  $\theta \geq 0$  là chi phí lựa chọn ngược đại diện cho TTBCX,  $Q_t$  là biến chỉ báo của việc khởi xướng giao dịch (trong đó  $Q_t = +1$  nếu giao dịch tại thời điểm  $t$  được khởi xướng bởi người mua,  $Q_t = -1$  nếu giao dịch được khởi xướng bởi người bán và  $Q_t = 0$  nếu giao dịch được khởi xướng bởi cả người mua và người bán) và  $(Q_t - E[Q_t | Q_{t-1}])$  là những thay đổi không như kỳ vọng theo chuỗi đặt lệnh. Đây là nguyên nhân làm thay đổi kỳ vọng về giá cổ phiếu do chuỗi đặt lệnh và có thể gây ra tín hiệu nhiễu, bởi vì  $\theta$  càng lớn càng, sự điều chỉnh trong thay đổi chuỗi đặt lệnh càng gia tăng.

Gọi  $m_t$  là giá cơ sở kỳ vọng của cổ phiếu sau khi giao dịch. Đại lượng này phụ thuộc vào thông tin đại chúng và biến khởi xướng giao dịch. Điều chỉnh về kỳ vọng giá cổ phiếu bằng tổng thay đổi trong kỳ vọng về giá do thông tin mới và những thay đổi trong chuỗi đặt lệnh. Biểu thị  $m_t$  qua phương trình dưới đây:

$$m_t = m_{t-1} + \theta.(Q_t - E[Q_t | Q_{t-1}]) + \varepsilon_t \quad (\text{PL-2.40})$$

Ngoài ra, nhà tạo lập thị trường sẽ thiết lập các khoản phí  $\Phi$  bao gồm: phí cung cấp dịch vụ, phí tích trữ cổ phiếu, phí rủi ro tiềm ẩn cho mỗi lần giao dịch để vận hành thị trường. Chính vì vậy, giá giao dịch cổ phiếu  $P_t$  sẽ bao gồm giá cơ sở  $m_t$  và tổng các khoản chi phí  $\Phi$  được biểu hiện qua phương trình sau:

$$P_t = m_t + \Phi Q_t + \zeta_t \quad (\text{PL-2.41})$$

Đặt  $\gamma$  là xác suất để một giao dịch lúc sau tại giá mua (bán) tiếp nối một giao dịch trước đó cũng tại giá mua (bán), tương đương  $\gamma = \Pr[Q_t = Q_{t-1} | Q_{t-1} \neq 0]$ . Gọi  $\rho$  là đại lượng biểu thị cho hiện tượng tự tương quan bậc nhất của biến chỉ báo giao dịch (chuỗi đặt lệnh), do đó  $\rho = E[Q_t Q_{t-1}] / \text{var}[Q_{t-1}]$ . Dễ dàng chứng minh  $\rho = 2\gamma - (1 - \lambda)$ . Tiếp đến, để tính giá trị kỳ vọng có điều kiện của chuỗi đặt lệnh  $E[Q_t | Q_{t-1}]$ , để ý nếu  $Q_{t-1} = 0$  thì  $E[Q_t | Q_{t-1}] = 0$ . Nếu  $Q_{t-1} = 1$  thì  $E[Q_t | Q_{t-1} = 1] = \Pr[Q_t = 1 | Q_{t-1} = 1] - \Pr[Q_t = -1 | Q_{t-1} = 1] = \gamma - (1 - \gamma - \lambda) = \rho$ . Tương tự, nếu  $Q_{t-1} = -1$  thì  $E[Q_t | Q_{t-1} = -1] = -\rho$ . Do đó, kỳ vọng có điều kiện của chuỗi đặt lệnh được thể hiện qua phương trình sau:

$$E[Q_t | Q_{t-1}] = \rho Q_{t-1} \quad (\text{PL-2.42})$$

Thực hiện lấy sai phân phương trình (PL-2.41) kết hợp với phương trình (PL-2.40) và (PL-2.42) được phương trình sau:

$$\Delta P_t = (\Phi + \theta)Q_t - (\Phi + \rho\theta)Q_{t-1} + \varepsilon_t + \zeta_t - \zeta_{t-1} \quad (\text{PL-2.43})$$

Mô hình MRR sử dụng phương pháp GMM để thực hiện hồi quy phương trình (PL-2.43) nhằm ước lượng các tham số  $\theta$  (chi phí lựa chọn ngược),  $\Phi$  (chi phí vận hành thị trường),  $\lambda$  (xác suất để giao dịch xảy ra tại điểm giữa chênh lệch yết giá),  $\rho$  (tự tương quan bậc nhất của chuỗi đặt lệnh). Phương pháp GMM có ưu điểm đó là cho kết quả ước lượng các tham số không chệch và vững. Đặt  $u_t = \Delta P_t - (\Phi + \theta)Q_t + (\Phi + \rho\theta)Q_{t-1}$ ,  $\beta = (\theta, \Phi, \lambda, \rho)$  là véc-tơ các tham số ước lượng và  $\alpha$  là hệ số trượt (tung độ góc). Khi đó, hệ điều kiện moment khi áp dụng phương pháp GMM để hồi quy phương trình (PL-2.43) như sau:

$$E \begin{pmatrix} Q_t Q_{t-1} - \rho Q_t^2 \\ |Q_t| - (1 - \lambda) \\ u_t - \alpha \\ (u_t - \alpha)Q_t \\ (u_t - \alpha)Q_{t-1} \end{pmatrix} = 0 \quad (\text{PL-2.44})$$

Trong hệ (PL-2.44), phương trình đầu tiên biểu thị tự tương quan của chuỗi đặt lệnh, phương trình thứ hai mô tả khả năng xảy ra lệnh mua và lệnh bán như nhau, phương trình

thứ ba biểu thị hệ số trượt  $\alpha$  giữ vai trò như sai số thiết lập giá bình quân, hai phương trình còn lại là các phương trình ước lượng theo OLS thông thường.

Ngoài ra, từ phương trình (PL-2.41) và (PL-2.40),  $P_t$  được viết lại như sau:

$$P_t = m_{t-1} + \theta \cdot (Q_t - E[Q_t | Q_{t-1}]) + \Phi Q_t + \varepsilon_t + \zeta_t \quad (\text{PL-2.45})$$

Gọi  $P_t^A$  và  $P_t^B$  là giá đặt bán và giá đặt mua kỳ vọng tại thời điểm  $t$ . Có thể nhận thấy:  $P_t^A = E[P_t | Q_t = +1]$  và  $P_t^B = E[P_t | Q_t = -1]$ . Khi đó, sử dụng phương trình (PL-2.45), chênh lệch yết giá kỳ vọng được tính như sau:

$$P_t^A - P_t^B = 2(\theta + \Phi) \quad (\text{PL-2.46})$$

Sau khi đã có các giá trị véc-tơ các tham số ước lượng  $\beta$ , thành phần lựa chọn ngược hay mức độ TTBCX ( $r$ ) được tính theo công thức sau:

$$r = \frac{2\theta}{2(\theta + \Phi)} \quad (\text{PL-2.47})$$

Mô hình MRR tính mức độ TTBCX bằng cách thu thập dữ liệu giao dịch trong ngày, gồm năm khoảng thời gian từ 9:30-10:00; 10:00-11:30; 11:30-2:00; 2:00-3:30; và 3:30-4:00 của 274 cổ phiếu các công ty niêm yết trên NYSE giai đoạn năm 1990. Kết quả ước lượng cho thấy, mức độ TTBCX trong mô hình MRR có giá trị từ 36.01%-51.07%.



## PHỤ LỤC 3

### DANH SÁCH CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT CÓ TRONG MẪU NGHIÊN CỨU

**Bảng PL-3.1. Danh sách các công ty niêm yết có trong mẫu nghiên cứu**

STT	Mã chứng khoán	Công ty niêm yết	Nhóm ngành
1	<a href="#">AAM</a>	CTCP Thủy sản MeKong	Sản xuất
2	<a href="#">ABT</a>	CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre	Sản xuất
3	<a href="#">ACC</a>	CTCP Đầu tư và Xây dựng Bình Dương	Sản xuất
4	<a href="#">ACL</a>	CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Cửu Long An Giang	Sản xuất
5	<a href="#">AGF</a>	CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản An Giang	Sản xuất
6	<a href="#">AGM</a>	CTCP Xuất nhập khẩu An Giang	Sản xuất
7	<a href="#">ANV</a>	CTCP Nam Việt	Sản xuất
8	<a href="#">APC</a>	CTCP Chiếu xạ An Phú	Sản xuất nông nghiệp
9	<a href="#">ASM</a>	CTCP Tập đoàn Sao Mai	Sản xuất nông nghiệp
10	<a href="#">ASP</a>	CTCP Tập đoàn Dầu khí An Pha	Tiện ích
11	<a href="#">BBC</a>	CTCP Bibica	Sản xuất
12	<a href="#">BCE</a>	CTCP Xây dựng và Giao thông Bình Dương	Xây dựng và Bất động sản
13	<a href="#">BCI</a>	Công ty TNHH MTV Đầu tư Kinh doanh Nhà Khang Phúc	Xây dựng và Bất động sản
14	<a href="#">BHS</a>	Công ty TNHH MTV Đường TTC Biên Hòa - Đồng Nai	Sản xuất
15	<a href="#">BMC</a>	CTCP Khoáng sản Bình Định	Khai khoáng
16	<a href="#">BMP</a>	CTCP Nhựa Bình Minh	Sản xuất
17	<a href="#">BT6</a>	CTCP Beton 6	Sản xuất
18	<a href="#">BTP</a>	CTCP Nhiệt điện Bà Rịa	Tiện ích
19	<a href="#">BTT</a>	CTCP Thương mại Dịch vụ Bến Thành	Bán lẻ
20	<a href="#">C32</a>	CTCP CIC39	Khai khoáng
21	<a href="#">C47</a>	CTCP Xây dựng 47	Xây dựng và Bất động sản
22	<a href="#">CCI</a>	CTCP Đầu tư Phát triển Công nghiệp Thương mại Củ Chi	Bán lẻ
23	<a href="#">CDC</a>	CTCP Chương Dương	Xây dựng và Bất động sản
24	<a href="#">CLG</a>	CTCP Đầu tư và Phát triển Nhà đất COTEC	Xây dựng và Bất động sản
25	<a href="#">CLW</a>	CTCP Cấp nước Chợ Lớn	Tiện ích
26	<a href="#">CMT</a>	CTCP Công nghệ Mạng và Truyền thông	Công nghệ và Thông tin
27	<a href="#">CMV</a>	CTCP Thương nghiệp Cà Mau	Bán lẻ
28	<a href="#">CNG</a>	CTCP CNG Việt Nam	Tiện ích
29	<a href="#">COM</a>	CTCP Vật tư Xăng Dầu	Bán lẻ
30	<a href="#">CSM</a>	CTCP Công nghiệp Cao su Miền Nam	Sản xuất
31	<a href="#">CTD</a>	CTCP Xây dựng Coteccons	Xây dựng và Bất động sản
32	<a href="#">CTI</a>	CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO	Xây dựng và Bất động sản
33	<a href="#">D2D</a>	CTCP Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2	Xây dựng và Bất động sản
34	<a href="#">DAG</a>	CTCP Tập đoàn Nhựa Đông Á	Sản xuất
35	<a href="#">DHA</a>	CTCP Hóa An	Khai khoáng
36	<a href="#">DHC</a>	CTCP Đông Hải Bến Tre	Sản xuất

37	<a href="#">DHG</a>	CTCP Dược Hậu Giang	Sản xuất
38	<a href="#">DHM</a>	CTCP Thương mại và Khai thác Khoáng sản Dương Hiếu	Khai khoáng
39	<a href="#">DIG</a>	Tổng Công ty cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng	Xây dựng và Bất động sản
40	<a href="#">DMC</a>	CTCP Xuất nhập khẩu Y Tế Domesco	Sản xuất
41	<a href="#">DPM</a>	Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí - CTCP	Sản xuất
42	<a href="#">DPR</a>	CTCP Cao su Đồng Phú	Sản xuất nông nghiệp
43	<a href="#">DQC</a>	CTCP Bóng đèn Điện Quang	Sản xuất
44	<a href="#">DRC</a>	CTCP Cao su Đà Nẵng	Sản xuất
45	<a href="#">DRL</a>	CTCP Thủy điện - Điện Lực 3	Tiện ích
46	<a href="#">DSN</a>	CTCP Công viên nước Đầm Sen	Nghệ thuật, Vui chơi và Giải trí
47	<a href="#">DTL</a>	CTCP Đại Thiên Lộc	Sản xuất
48	<a href="#">DVP</a>	CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ	Vận tải và Kho bãi
49	<a href="#">DXG</a>	CTCP Tập đoàn Đất Xanh	Xây dựng và Bất động sản
50	<a href="#">ELC</a>	CTCP Đầu tư Phát triển Công nghệ Điện tử - Viễn thông	Công nghệ và Thông tin
51	<a href="#">EMC</a>	CTCP Cơ điện Thủ Đức	Sản xuất
52	<a href="#">EVE</a>	CTCP Everpia	Sản xuất
53	<a href="#">FCN</a>	CTCP FECON	Xây dựng và Bất động sản
54	<a href="#">FDC</a>	CTCP Ngoại thương và Phát triển Đầu tư TP.HCM	Xây dựng và Bất động sản
55	<a href="#">FMC</a>	CTCP Thực phẩm Sao Ta	Sản xuất
56	<a href="#">FPT</a>	CTCP FPT	Bán lẻ
57	<a href="#">GAS</a>	Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP	Tiện ích
58	<a href="#">GDT</a>	CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành	Sản xuất
59	<a href="#">GMC</a>	CTCP Garmex Sài Gòn	Sản xuất
60	<a href="#">GMD</a>	CTCP Gemadept	Vận tải và Kho bãi
61	<a href="#">GTA</a>	CTCP Chế biến gỗ Thuận An	Sản xuất
62	<a href="#">GIL</a>	CTCP Sản xuất Kinh doanh và Xuất nhập khẩu Bình Thạnh	Sản xuất
63	<a href="#">HAG</a>	CTCP Hoàng Anh Gia Lai	Sản xuất nông nghiệp
64	<a href="#">HAP</a>	CTCP Tập đoàn Hapaco	Sản xuất
65	<a href="#">HBC</a>	CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình	Xây dựng và Bất động sản
66	<a href="#">HDC</a>	CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa - Vũng Tàu	Xây dựng và Bất động sản
67	<a href="#">HDG</a>	CTCP Tập đoàn Hà Đô	Xây dựng và Bất động sản
68	<a href="#">HHS</a>	CTCP Đầu tư Dịch vụ Hoàng Huy	Bán buôn
69	<a href="#">HLG</a>	CTCP Tập đoàn Hoàng Long	Sản xuất
70	<a href="#">HMC</a>	CTCP Kim khí Thành phố Hồ Chí Minh - Vnsteel	Bán buôn
71	<a href="#">HOT</a>	CTCP Du lịch Dịch vụ Hội An	Dịch vụ, Lưu trú và Ăn uống
72	<a href="#">HPG</a>	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	Sản xuất
73	<a href="#">HRC</a>	CTCP Cao su Hòa Bình	Sản xuất nông nghiệp
74	<a href="#">HT1</a>	CTCP Xi măng Hà Tiên 1	Sản xuất
75	<a href="#">HTI</a>	CTCP Đầu tư Phát triển Hạ tầng IDICO	Xây dựng và Bất động sản
76	<a href="#">HTV</a>	CTCP Vận tải Hà Tiên	Vận tải và Kho bãi
77	<a href="#">HU1</a>	CTCP Đầu tư và Xây dựng HUD1	Xây dựng và Bất động sản
78	<a href="#">HU3</a>	CTCP Đầu tư và Xây dựng HUD3	Xây dựng và Bất động sản
79	<a href="#">HVG</a>	CTCP Hùng Vương	Sản xuất
80	<a href="#">HVX</a>	CTCP Xi măng VICEM Hải Vân	Sản xuất
81	<a href="#">IDI</a>	CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	Sản xuất
82	<a href="#">IJC</a>	CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật	Xây dựng và Bất động sản
83	<a href="#">IMP</a>	CTCP Dược phẩm Imexpharm	Sản xuất
84	<a href="#">KDC</a>	CTCP Tập đoàn KIDO	Sản xuất

85	<a href="#">KSB</a>	CTCP Khoáng sản và Xây dựng Bình Dương	Khai khoáng
86	<a href="#">KHA</a>	CTCP Đầu tư và Dịch vụ Khánh Hội	Xây dựng và Bất động sản
87	<a href="#">KHP</a>	CTCP Điện lực Khánh Hòa	Tiện ích
88	<a href="#">L10</a>	CTCP Lilama 10	Xây dựng và Bất động sản
89	<a href="#">LAF</a>	CTCP Chế biến hàng Xuất khẩu Long An	Sản xuất
90	<a href="#">LBM</a>	CTCP Khoáng sản và Vật liệu Xây dựng Lâm Đồng	Sản xuất
91	<a href="#">LGC</a>	CTCP Đầu tư Cầu đường CII	Xây dựng và Bất động sản
92	<a href="#">LHG</a>	CTCP Long Hậu	Xây dựng và Bất động sản
93	<a href="#">LIX</a>	CTCP Bột Giặt Lix	Sản xuất
94	<a href="#">LM8</a>	CTCP Lilama 18	Xây dựng và Bất động sản
95	<a href="#">LSS</a>	CTCP Mía Đường Lam Sơn	Sản xuất
96	<a href="#">MCP</a>	CTCP In và Bao bì Mỹ Châu	Sản xuất
97	<a href="#">MPC</a>	CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú	Sản xuất
98	<a href="#">MSN</a>	CTCP Tập đoàn Masan	Sản xuất
99	<a href="#">NBB</a>	CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy	Xây dựng và Bất động sản
100	<a href="#">NNC</a>	CTCP Đá Núi Nhỏ	Khai khoáng
101	<a href="#">NSC</a>	CTCP Tập đoàn Giống cây trồng Việt Nam	Sản xuất nông nghiệp
102	<a href="#">NTL</a>	CTCP Phát triển Đô thị Từ Liêm	Xây dựng và Bất động sản
103	<a href="#">OPC</a>	CTCP Dược phẩm OPC	Sản xuất
104	<a href="#">PAC</a>	CTCP Pin Ấc quy Miền Nam	Sản xuất
105	<a href="#">PAN</a>	CTCP Tập đoàn Pan	Bán buôn
106	<a href="#">PDN</a>	CTCP Cảng Đồng Nai	Vận tải và Kho bãi
107	<a href="#">PDR</a>	CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	Xây dựng và Bất động sản
108	<a href="#">PET</a>	Tổng Công ty cổ phần Dịch vụ Tổng hợp Dầu khí	Bán buôn
109	<a href="#">PGC</a>	Tổng Công ty Gas Petrolimex - CTCP	Bán buôn
110	<a href="#">PGD</a>	CTCP Phân phối khí thấp áp Dầu khí Việt Nam	Tiện ích
111	<a href="#">PJT</a>	CTCP Vận tải Xăng dầu đường Thủy Petrolimex	Vận tải và Kho bãi
112	<a href="#">PNJ</a>	CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	Sản xuất
113	<a href="#">PPC</a>	CTCP Nhiệt điện Phả Lại	Tiện ích
114	<a href="#">PTB</a>	CTCP Phú Tài	Bán buôn
115	<a href="#">PVD</a>	Tổng Công ty cổ phần Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí	Khai khoáng
116	<a href="#">PXS</a>	CTCP Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí	Xây dựng và Bất động sản
117	<a href="#">PHR</a>	CTCP Cao su Phước Hòa	Sản xuất nông nghiệp
118	<a href="#">RAL</a>	CTCP Bóng đèn Phích nước Rạng Đông	Sản xuất
119	<a href="#">RDP</a>	CTCP Rạng Đông Holding	Sản xuất
120	<a href="#">REE</a>	CTCP Cơ Điện Lạnh	Xây dựng và Bất động sản
121	<a href="#">SBA</a>	CTCP Sông Ba	Tiện ích
122	<a href="#">SC5</a>	CTCP Xây dựng Số 5	Xây dựng và Bất động sản
123	<a href="#">SCD</a>	CTCP Nước giải khát Chương Dương	Sản xuất
124	<a href="#">SFC</a>	CTCP Nhiên liệu Sài Gòn	Bán lẻ
125	<a href="#">SFI</a>	CTCP Đại lý Vận tải SAFI	Vận tải và Kho bãi
126	<a href="#">SHI</a>	CTCP Quốc tế Sơn Hà	Sản xuất
127	<a href="#">SJD</a>	CTCP Thủy điện Cần Đơn	Tiện ích
128	<a href="#">SJS</a>	CTCP Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà	Xây dựng và Bất động sản
129	<a href="#">SMC</a>	CTCP Đầu tư Thương mại SMC	Bán buôn
130	<a href="#">SPM</a>	CTCP SPM	Sản xuất
131	<a href="#">SRC</a>	CTCP Cao su Sao Vàng	Sản xuất
132	<a href="#">SRF</a>	CTCP Kỹ nghệ Lạnh	Xây dựng và Bất động sản

133	<a href="#">SSC</a>	CTCP Giồng cây trồng Miền Nam	Sản xuất nông nghiệp
134	<a href="#">ST8</a>	CTCP Siêu Thanh	Bán buôn
135	<a href="#">STG</a>	CTCP Kho vận Miền Nam	Vận tải và Kho bãi
136	<a href="#">SVC</a>	CTCP Dịch vụ Tổng hợp Sài Gòn	Bán lẻ
137	<a href="#">SVI</a>	CTCP Bao bì Biên Hòa	Sản xuất
138	<a href="#">SZL</a>	CTCP Sonadezi Long Thành	Xây dựng và Bất động sản
139	<a href="#">TAC</a>	CTCP Dầu thực vật Tường An	Sản xuất
140	<a href="#">TBC</a>	CTCP Thủy điện Thác Bà	Tiện ích
141	<a href="#">TCL</a>	CTCP Đại lý Giao nhận Vận tải Xếp dỡ Tân Cảng	Vận tải và Kho bãi
142	<a href="#">TCM</a>	CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công	Sản xuất
143	<a href="#">TDC</a>	CTCP Kinh doanh và Phát triển Bình Dương	Xây dựng và Bất động sản
144	<a href="#">TDH</a>	CTCP Phát triển Nhà Thủ Đức	Xây dựng và Bất động sản
145	<a href="#">TDW</a>	CTCP Cấp nước Thủ Đức	Tiện ích
146	<a href="#">TIC</a>	CTCP Đầu tư Điện Tây Nguyên	Tiện ích
147	<a href="#">TIE</a>	CTCP TIE	Bán buôn
148	<a href="#">TLG</a>	CTCP Tập đoàn Thiên Long	Sản xuất
149	<a href="#">TMP</a>	CTCP Thủy điện Thác Mơ	Tiện ích
150	<a href="#">TMS</a>	CTCP Transimex	Vận tải và Kho bãi
151	<a href="#">TNA</a>	CTCP Thương mại Xuất nhập khẩu Thiên Nam	Bán buôn
152	<a href="#">TNC</a>	CTCP Cao su Thống Nhất	Sản xuất nông nghiệp
153	<a href="#">TPC</a>	CTCP Nhựa Tân Đại Hưng	Sản xuất
154	<a href="#">THG</a>	CTCP Đầu tư và Xây dựng Tiền Giang	Xây dựng và Bất động sản
155	<a href="#">TRA</a>	CTCP Traphaco	Sản xuất
156	<a href="#">TRC</a>	CTCP Cao su Tây Ninh	Sản xuất nông nghiệp
157	<a href="#">UIC</a>	CTCP Đầu tư Phát triển Nhà và Đô thị IDICO	Tiện ích
158	<a href="#">VCF</a>	CTCP Vinacafé Biên Hòa	Sản xuất
159	<a href="#">VHC</a>	CTCP Vĩnh Hoàn	Sản xuất
160	<a href="#">VIC</a>	Tập đoàn VINGROUP - CTCP	Xây dựng và Bất động sản
161	<a href="#">VID</a>	CTCP Đầu tư Phát triển Thương mại Viễn Đông	Bán buôn
162	<a href="#">VIP</a>	CTCP Vận tải Xăng dầu Vipco	Vận tải và Kho bãi
163	<a href="#">VIS</a>	CTCP Thép Việt Ý	Sản xuất
164	<a href="#">VMD</a>	CTCP Y Dược phẩm Vimedimex	Bán buôn
165	<a href="#">VNE</a>	Tổng Công ty cổ phần Xây dựng Điện Việt Nam	Xây dựng và Bất động sản
166	<a href="#">VNL</a>	CTCP Logistics Vinalink	Vận tải và Kho bãi
167	<a href="#">VNM</a>	CTCP Sữa Việt Nam	Sản xuất
168	<a href="#">VNS</a>	CTCP Ánh Dương Việt Nam	Vận tải và Kho bãi
169	<a href="#">VPK</a>	CTCP Bao bì Dầu Thực Vật	Sản xuất
170	<a href="#">VPH</a>	CTCP Vạn Phát Hưng	Xây dựng và Bất động sản
171	<a href="#">VSC</a>	CTCP Container Việt Nam	Vận tải và Kho bãi
172	<a href="#">VSH</a>	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	Tiện ích
173	<a href="#">VTB</a>	CTCP Viettronics Tân Bình	Sản xuất
174	<a href="#">VTO</a>	CTCP Vận tải Xăng dầu Vitaco	Vận tải và Kho bãi

## CÁC CÔNG TRÌNH KHOA HỌC ĐÃ CÔNG BỐ

### TỪ KHI LÀM NGHIÊN CỨU SINH

#### Tạp chí công bố:

Phan Bùi Gia Thủy, Nguyễn Trần Phúc và Ngô Vi Trọng (2020). Đề xuất mô hình đo lường thông tin bất cân xứng của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển* (đã chấp nhận đăng vào ngày 29/06/2020).

Phan Bùi Gia Thủy, Nguyễn Trần Phúc và Ngô Vi Trọng (2019). Đặc điểm Hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng: Ảnh hưởng điều tiết của loại hình doanh nghiệp. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, Số 268, tháng 10/2019, 33-42.

Phan Bùi Gia Thủy, Trần Đức Tài và Trần Thị Tú Anh (2017). Ảnh hưởng của đặc điểm tổng giám đốc điều hành đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, Số 55(4), 58-66.

Nguyễn Văn Ngãi, Trần Thị Tú Anh và Phan Bùi Gia Thủy (2016). Mức độ thông tin bất cân xứng: Minh chứng từ các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM. *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, Số 1(46), 58-66.

#### Hội thảo trình bày:

Phan-Bui, T.G., Tran, A.T.T., Nguyen, T.P. & Ngo, T.V. (2019). *Identifying The Effect Of Board's Characteristics On Asymmetric Information*. The 6<sup>th</sup> Vietnam International Conference in Finance (VICIF-2019), 4-5 July 2019, Danang, Vietnam.

Phan, T.B.G., Nguyen, T.P. & Ngo, T.V. (2018). *Signals of market and firm characteristics and asymmetric information*. Asia Conference on Business and Economic Studies, 8-9 September 2018, University of Economics Ho Chi Minh City, Vietnam. ISBN: 978-604-922-660-1.

Phan Bùi Gia Thủy, Trần Thị Tú Anh, Ngô Vi Trọng và Nguyễn Trần Phúc (2016). *Đo lường thông tin bất cân xứng trên thị trường chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh*. Kỷ yếu Hội thảo khoa học: *Lựa chọn tốt hơn cho Kinh tế Việt Nam: Từ lý thuyết đến thực tiễn*, 4/2016, trường Đại học Kinh tế TP.HCM. ISBN: 978-604-922-321-1.

Phan, T.B.G. & Ngo, T.V. (2015). *Effects of Non-Executive Directors on Firm Performance in Financial Crisis: Empirical Evidence in Vietnam*. The 2<sup>nd</sup> Vietnam International Conference in Finance (VICIF-2015), 4-5 June 2015, Ho Chi Minh City, Vietnam.

#### Dự án nghiên cứu được tài trợ:

STT	Dự án	Đơn vị	Vai trò	Năm	Tình trạng
1	Nghiên cứu sự tác động của đặc điểm Tổng giám đốc điều hành đến hiệu quả hoạt động công ty	Trường Đại học Nguyễn Tất Thành	Chủ nhiệm	2016	Đã nghiệm thu

---

## TRƯỚC KHI LÀM NGHIÊN CỨU SINH

---

### Tạp chí công bố:

Võ Hồng Đức, Hoàng Đình Sơn và Phan Bùi Gia Thủy (2014). Các yếu tố tác động đến thù lao Hội đồng quản trị: Bằng chứng từ các công ty niêm yết ở Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM. *Tạp chí Khoa học trường Đại học Mở TP.HCM*, 1(34), 13-26.

Vo, D. H. & Phan, T. (2013). Corporate Governance and Firm's Performance: Empirical Evidence from Vietnam. *Journal of Economic Development*, No.218, 62-78.

Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2013). Quản trị công ty & hiệu quả hoạt động doanh nghiệp: Minh chứng thực nghiệm từ các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TP.HCM. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, Số 275, 1-15.

Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2013). Quyền kiểm soát, kinh nghiệm của Hội đồng quản trị và vai trò điều tiết của cơ hội tăng trưởng đối với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. *Tạp chí Khoa học trường Đại học Mở TP.HCM*, 3(31), 52-65.

Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2013). Tác động của thành viên Hội đồng quản trị nữ đến hiệu quả hoạt động công ty. *Tạp chí Công nghệ ngân hàng*, Số 85, 21-30.

Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2013). Tác động của đặc điểm Hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động công ty: Minh chứng từ Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, Số 188(II), 68-75.

### Hội thảo trình bày:

Đình Hồng Nhật và Phan Bùi Gia Thủy (2014). *Mối quan hệ giữa các cơ chế quản trị công ty và chi phí đại diện: bằng chứng từ các công ty niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh*. Kỷ yếu hội thảo khoa học: *Quản trị công ty ở Việt Nam: Nhận thức và thực tiễn*, ngày 18/04/2014, trường đại học Ngoại thương, Hà Nội.

Vo, D. H. and Phan, T. (2013). Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnam. *42<sup>nd</sup> Australian Conference of Economists*, July 7-10, 2013, Murdoch University, Perth, Western Australia. ISBN: 978-921877-12-4.

### Sách đã xuất bản:

Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2014). *Quản trị công ty: Lý thuyết và cơ chế kiểm soát*. NXB Thanh niên, TP.HCM.

### Dự án nghiên cứu được tài trợ:

STT	Dự án	Đơn vị	Vai trò	Năm	Tình trạng
1	Mối quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp	Trường Đại học Mở TP.HCM	Thành viên	2013	Đã nghiệm thu

---