

**BỘ CÔNG THƯƠNG
ĐẠI HỌC CÔNG NGHIỆP HÀ NỘI**



TRẦN THỊ HẰNG

**NGHIÊN CỨU TÍNH THÍCH HỢP CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN TRÊN
BÁO CÁO TÀI CHÍNH TẠI CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH
NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

LUẬN ÁN TIÊN SĨ NGÀNH KẾ TOÁN

TRẦN THỊ HẰNG

LUẬN ÁN TIÊN SĨ NGÀNH KẾ TOÁN

2026

Hà Nội – 2026

**BỘ CÔNG THƯƠNG
ĐẠI HỌC CÔNG NGHIỆP HÀ NỘI**



TRẦN THỊ HẰNG

**NGHIÊN CỨU TÍNH THÍCH HỢP CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN TRÊN
BÁO CÁO TÀI CHÍNH TẠI CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH
NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Ngành: Kế toán

Mã số: 9340301

LUẬN ÁN TIẾN SĨ NGÀNH KẾ TOÁN

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:

- 1. PGS.TS. NGUYỄN THỊ XUÂN HỒNG**
- 2. PGS.TS. TRẦN MẠNH DŨNG**

Hà Nội – 2026

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan rằng đây là nghiên cứu độc lập của cá nhân tôi. Toàn bộ nội dung trong luận án được tôi thực hiện một cách nghiêm túc dưới sự góp ý khoa học của các giáo viên hướng dẫn. Các nội dung được kế thừa hay trích dẫn từ các nghiên cứu trước đều được tôi trích dẫn nguồn; dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu được thu thập trung thực và đầy đủ. Kết quả nghiên cứu được trình bày một cách khách quan và phản ánh đúng thực tế. Tôi khẳng định rằng nội dung của đề tài này không trùng lặp với các nghiên cứu trước đây.

Hà Nội, ngày tháng năm 2026

Nghiên cứu sinh

Trần Thị Hằng

LỜI CẢM ƠN

Để hoàn thành luận án này, tôi đã nhận được sự hỗ trợ quý báu đến từ các thầy cô, bạn bè, đồng nghiệp và gia đình.

Trước tiên, tôi xin chân thành cảm ơn Ban Giám đốc Đại học Công nghiệp Hà Nội, Ban Giám hiệu Trường Kinh tế và các thầy cô tại Ban đào tạo đã tạo điều kiện thuận lợi cho tôi trong quá trình học tập, nghiên cứu và bảo vệ luận án.

Tôi xin trân trọng cảm ơn Ban chủ nhiệm khoa, quý thầy cô và đồng nghiệp tại Khoa Kế toán – Kiểm toán, trường Kinh tế đã dành nhiều tâm huyết trong công tác giảng dạy, hướng dẫn và hỗ trợ tôi trong suốt quá trình học tập và nghiên cứu. Đồng thời, tôi xin cảm ơn các thầy cô đã tham gia góp ý, phản biện và chỉnh sửa nội dung chuyên môn trong các buổi hội thảo và Hội đồng đánh giá, giúp tôi hoàn thiện luận án tốt hơn.

Đặc biệt, tôi xin trân trọng gửi lời cảm ơn đến hai thầy cô hướng dẫn khoa học – **PGS.TS Nguyễn Thị Xuân Hồng** và **PGS.TS Trần Mạnh Dũng** – những người đã tận tâm chỉ bảo, định hướng nghiên cứu và đồng hành cùng tôi trong suốt quá trình thực hiện luận án. Thông qua sự hướng dẫn quý báu của các thầy cô, tôi không chỉ được củng cố nền tảng học thuật mà còn tiếp thu nhiều bài học có giá trị về chuyên môn và tính chuyên nghiệp trong nghiên cứu khoa học.

Cuối cùng, tôi xin ghi nhận và cảm ơn bố mẹ hai bên, các anh chị em trong gia đình và đặc biệt là người chồng thân yêu – người luôn đồng hành, hỗ trợ và tiếp thêm động lực để tôi hoàn thành luận án này.

Tôi xin gửi lời tri ân và kính chúc quý thầy cô, bạn bè, đồng nghiệp cùng gia đình luôn mạnh khỏe, hạnh phúc và thành công!

Nghiên cứu sinh

Trần Thị Hằng

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
LỜI CẢM ƠN	ii
MỤC LỤC	iii
DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT	vii
DANH MỤC BẢNG	viii
DANH MỤC HÌNH	ix
CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU ĐỀ TÀI	10
1.1. TÍNH CẤP THIẾT CỦA ĐỀ TÀI	10
1.2. MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU	12
1.3. CÂU HỎI NGHIÊN CỨU	13
1.4. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU	13
1.5. QUY TRÌNH NGHIÊN CỨU	14
1.6. ĐÓNG GÓP CỦA ĐỀ TÀI	17
1.7. KẾT CẤU CỦA ĐỀ TÀI	17
CHƯƠNG 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU	18
2.1. BÁO CÁO TÀI CHÍNH VÀ THÔNG TIN KẾ TOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	18
2.1.1. Khái niệm và bản chất của báo cáo tài chính	18
2.1.2. Thông tin kế toán trên báo cáo tài chính và vai trò trên thị trường chứng khoán	19
2.1.3. Báo cáo tài chính trong nghiên cứu kế toán – tài chính thực chứng	20
2.2. TÍNH THÍCH HỢP CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN TỪ KHUNG KHÁI NIỆM CỦA IASB ĐẾN CÁCH TIẾP CẬN THỰC CHỨNG	21
2.2.1. Hệ thống đặc tính chất lượng của thông tin kế toán theo IASB	21
2.2.2. Bản chất và vai trò của tính thích hợp của thông tin kế toán	21
2.2.3. Tiếp cận thực chứng về tính thích hợp của thông tin kế toán	22

2.3. PHƯƠNG PHÁP ĐO LƯỜNG VÀ ĐÁNH GIÁ TÍNH THÍCH HỢP CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN TRÊN BÁO CÁO TÀI CHÍNH	23
2.3.1. Phương pháp đo lường và đánh giá định tính	24
2.3.2. Phương pháp đo lường và đánh giá định lượng	25
2.4. LÝ THUYẾT NỀN TẢNG	29
2.4.1. Các lý thuyết nền tảng xác định bản chất và phương pháp đo lường tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính.....	30
2.4.1.1. <i>Lý thuyết thị trường hiệu quả</i>	30
2.4.1.2. <i>Lý thuyết tính thích hợp giá trị của thông tin kế toán</i>	31
2.4.2. Các lý thuyết nền tảng giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính.....	33
2.4.2.1. <i>Lý thuyết thông tin bất cân xứng</i>	33
2.4.2.2. <i>Lý thuyết đại diện</i>	35
2.5. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU	37
2.5.1. Nghiên cứu tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính	37
2.5.1.1. <i>Nghiên cứu theo chỉ tiêu kế toán</i>	38
2.5.1.2. <i>Nghiên cứu theo ngành, thời gian và giai đoạn kinh tế</i>	41
2.5.2. Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính.....	46
2.5.2.1. <i>Cơ sở lựa chọn và phân loại các nhân tố ảnh hưởng</i>	46
2.5.2.2. <i>Đặc điểm kinh tế – tài chính của doanh nghiệp</i>	48
2.5.2.3. <i>Cơ cấu sở hữu</i>	53
2.5.2.4. <i>Đặc điểm hội đồng quản trị</i>	55
2.5.2.5. <i>Đặc điểm kiểm toán</i>	57
2.5.2.6. <i>Đặc điểm giao dịch cổ phiếu</i>	60
2.6. KHOẢNG TRỐNG NGHIÊN CỨU	62
KẾT LUẬN CHƯƠNG 2	66
CHƯƠNG 3. MÔ HÌNH VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	67

3.1. TÍNH THÍCH HỢP CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN TRÊN BÁO CÁO TÀI CHÍNH	67
3.1.1. Đo lường và đánh giá tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính.....	67
3.1.2. Phân tích đóng góp tương đối của các chỉ tiêu kế toán vào giá cổ phiếu dựa trên lý thuyết trò chơi của Shapley.....	72
3.1.3. Phân tích tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính theo ngành, thời gian và các giai đoạn kinh tế	75
3.2. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN TÍNH THÍCH HỢP CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN TRÊN BÁO CÁO TÀI CHÍNH ...	76
3.2.1. Giả thuyết nghiên cứu	76
3.2.2. Mô hình hồi quy và các biến trong mô hình.....	83
3.2.3. Phương pháp ước lượng và kiểm định mô hình	84
3.3. DỮ LIỆU VÀ XỬ LÝ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU	86
3.3.1. Dữ liệu nghiên cứu	86
3.3.2. Đặc điểm mẫu nghiên cứu.....	88
3.3.3. Phương pháp xử lý dữ liệu.....	90
KẾT LUẬN CHƯƠNG 3.....	93
CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN	94
4.1. BỐI CẢNH NGHIÊN CỨU	94
4.1.1. Thị trường chứng khoán Việt Nam.....	94
4.1.2. Phân kỳ nghiên cứu theo giai đoạn COVID-19.....	99
4.2. THỐNG KÊ MÔ TẢ DỮ LIỆU.....	101
4.3. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU TÍNH THÍCH HỢP CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN TRÊN BÁO CÁO TÀI CHÍNH.....	103
4.3.1. Kết quả đo lường và đánh giá tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính	103
4.3.2. Kết quả phân tích đóng góp tương đối của các chỉ tiêu kế toán vào giá cổ phiếu dựa trên lý thuyết trò chơi của Shapley	107

4.3.3. Kết quả phân tích tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính theo ngành, thời gian và các giai đoạn kinh tế	109
4.4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN TÍNH THÍCH HỢP CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN TRÊN BÁO CÁO TÀI CHÍNH .	118
4.4.1. Phân tích tương quan và kiểm định các giả định của mô hình hồi quy	118
4.4.2. Kết quả hồi quy mô hình nghiên cứu	123
4.4.3. Thảo luận kết quả và kiểm định giả thuyết nghiên cứu	127
4.4.4. Phân tích độ vững của các mô hình nghiên cứu	141
KẾT LUẬN CHƯƠNG 4.....	144
CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ.....	145
5.1. KẾT LUẬN	145
5.2. KHUYẾN NGHỊ.....	147
5.2.1. Nâng cao khả năng phản ánh giá trị kinh tế của thông tin kế toán thông qua tăng cường khả năng kiểm chứng giữa lợi nhuận và dòng tiền	147
5.2.2. Hoàn thiện nội dung công bố thông tin phù hợp với đặc thù ngành và giai đoạn kinh tế	150
5.2.3. Nâng cao hiệu quả tiếp nhận và phản ánh thông tin của thị trường vốn	153
5.3. ĐÓNG GÓP CỦA LUẬN ÁN	155
5.4. HẠN CHẾ VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO	157
KẾT LUẬN	159
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CÓ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN	160
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	161
PHỤ LỤC	177

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

Viết tắt	Viết đầy đủ tiếng Anh	Viết đầy đủ tiếng Việt
BCTC	Financial Statements	Báo cáo tài chính
BVPS	Book Value Per Share	Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu
CFOPS	Cash Flow from Operating Activities Per Share	Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên mỗi cổ phiếu
CMKT	Accounting Standards	Chuẩn mực kế toán
DNPTC	Non-Financial Enterprises	Doanh nghiệp phi tài chính
EPS	Earnings Per Share	Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu
FEM	Fixed Effects Model	Mô hình hiệu ứng cố định
GLS	Generalized Least Squares	Hồi quy bình phương tối thiểu tổng quát
HDQT	Board of Directors	Hội đồng quản trị
HNX	Hanoi Stock Exchange	Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
HOSE	Ho Chi Minh Stock Exchange	Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh
IASB	International Accounting Standards Board	Hội đồng chuẩn mực kế toán quốc tế
IFRS	International Financial Reporting Standards	Chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế
OLS	Ordinary Least Squares	Phương pháp bình phương tối thiểu thông thường
REM	Random Effects Model	Mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên
TTCK	Stock Market	Thị trường chứng khoán
TTKT	Accounting Information	Thông tin kế toán
VAS	Vietnamese Accounting Standards	Chuẩn mực kế toán Việt Nam
VCSH	Owner's Equity	Vốn chủ sở hữu
VNX	Vietnamese Stock Exchange	Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam

DANH MỤC BẢNG

Bảng 3.1. Phân bố mẫu theo sản giao dịch, ngành nghề và giai đoạn kinh tế	89
Bảng 4.1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu	101
Bảng 4.2. Kết quả hồi quy tổng thể mô hình định giá cổ phiếu.....	104
Bảng 4.3. R^2 điều chỉnh của mô hình hồi quy cổ phiếu theo từng năm và từng ngành	106
Bảng 4.4. Đóng góp tương đối của các chỉ tiêu kế toán vào giá cổ phiếu dựa trên lý thuyết trò chơi của Shapley	107
Bảng 4.5. Ma trận tương quan Pearson giữa các biến nghiên cứu.....	120
Bảng 4.6. Kiểm định đa cộng tuyến của các biến độc lập	121
Bảng 4.7. Kết quả hồi quy các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC	124
Bảng 4.8. Beta chuẩn và R^2 của mô hình định giá cổ phiếu theo P_{t3} và $\ln P_{t3}$	142

DANH MỤC HÌNH

Hình 4.1. R^2 điều chỉnh trung bình theo ngành.....	109
Hình 4.2. R^2 điều chỉnh trung bình theo năm.....	111
Hình 4.3. R^2 điều chỉnh trung bình theo giai đoạn kinh tế.....	114
Hình 4.4. R^2 điều chỉnh trung bình theo ngành và giai đoạn kinh tế	116

CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU ĐỀ TÀI

Chương 1 trình bày bối cảnh và sự cần thiết của luận án, đồng thời xác định mục tiêu, câu hỏi nghiên cứu, đối tượng và phạm vi nghiên cứu. Trên cơ sở đó, chương này trình bày quy trình nghiên cứu, các đóng góp và kết cấu của luận án, nhằm định hướng nội dung và tạo nền tảng cho các phân tích lý thuyết và thực nghiệm ở các chương tiếp theo.

1.1. TÍNH CẤP THIẾT CỦA ĐỀ TÀI

TTKT trên BCTC là nguồn thông tin chính thức phản ánh tình hình tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh và khả năng tạo dòng tiền của doanh nghiệp, giữ vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ các chủ thể trên thị trường vốn ra quyết định kinh tế. Theo Khung khái niệm của IASB (2018), tính thích hợp là một trong hai đặc tính chất lượng cơ bản của TTKT, được thể hiện thông qua giá trị dự đoán và giá trị xác nhận, giúp thông tin có khả năng ảnh hưởng đến quyết định của người sử dụng. Trên phương diện thực nghiệm, nhiều nghiên cứu đã khẳng định TTKT có chất lượng và có tính thích hợp cao góp phần nâng cao hiệu quả định giá doanh nghiệp, giảm bất đối xứng thông tin và tăng cường hiệu quả phân bổ nguồn lực trên thị trường vốn (Barth và cộng sự, 2001; Francis & Schipper, 1999). Vì vậy, nghiên cứu tính thích hợp của TTKT không chỉ có ý nghĩa trong việc đánh giá giá trị ra quyết định của TTKT mà còn phản ánh mức độ thị trường tiếp nhận và sử dụng thông tin được công bố.

Mặc dù đã được nghiên cứu rộng rãi trong nhiều thập kỷ, tính thích hợp của TTKT vẫn là một vấn đề lý luận chưa đạt được sự thống nhất và tiếp tục thu hút sự quan tâm của giới học thuật. Trước hết, vẫn tồn tại những quan điểm khác nhau về cách thức đo lường tính thích hợp, đặc biệt là việc sử dụng các mô hình định giá cổ phiếu và khả năng giải thích của mô hình (R^2) để phản ánh mức độ thị trường tiếp nhận TTKT. Một số nghiên cứu cho rằng R^2 có thể chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố ngoài kế toán như đặc điểm ngành, điều kiện thị trường và hành vi của nhà đầu tư (Easton & Sommers, 2003; Holthausen & Watts, 2001), trong khi nhiều nghiên cứu khác vẫn khẳng định đây là thước đo phù hợp để đánh giá giá trị của TTKT trên thị

trường vốn (Barth và cộng sự, 2001; Holthausen & Watts, 2001). Đồng thời, việc sử dụng các mô hình nghiên cứu khác nhau, như mô hình giá cổ phiếu (price model) hay mô hình lợi suất cổ phiếu (return model), cũng dẫn đến những kết quả chưa thống nhất về mức độ và bản chất của tính thích hợp.

Bên cạnh những khác biệt về phương pháp đo lường, sự thay đổi của môi trường kinh tế và thị trường vốn trong những năm gần đây tiếp tục đặt ra yêu cầu xem xét lại tính thích hợp của TTKT. Sự gia tăng của tài sản vô hình, chuyển đổi số, đổi mới mô hình kinh doanh, cùng với tác động của các cú sốc kinh tế như đại dịch COVID-19 đã làm thay đổi cơ chế tạo lập giá trị doanh nghiệp cũng như hành vi phản ứng của thị trường đối với TTKT. Điều đó đặt ra câu hỏi liệu các thước đo truyền thống về tính thích hợp của TTKT còn phản ánh đầy đủ giá trị thông tin trong bối cảnh mới hay không. Hơn nữa, các bằng chứng thực nghiệm cũng cho thấy mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu không mang tính bất biến mà thay đổi theo đặc điểm doanh nghiệp, ngành nghề, điều kiện kinh tế và mức độ phát triển của thị trường vốn. Vì vậy, tính thích hợp của TTKT vẫn là một vấn đề lý luận có tính mở, cần tiếp tục được kiểm định và hoàn thiện trong các bối cảnh kinh tế và thể chế khác nhau, đặc biệt tại các thị trường mới nổi.

Đối với Việt Nam, yêu cầu nghiên cứu tính thích hợp của TTKT ngày càng trở nên cấp thiết trong bối cảnh TTCK đang phát triển theo hướng minh bạch, hiệu quả và hội nhập quốc tế. Những năm gần đây, khuôn khổ pháp lý về kế toán và công bố thông tin có nhiều thay đổi quan trọng, tiêu biểu là lộ trình áp dụng IFRS theo Quyết định số 345/QĐ-BTC (Bộ Tài chính, 2020a) và việc ban hành Thông tư số 99/2025/TT-BTC về chế độ kế toán doanh nghiệp (Bộ Tài chính, 2025). Những thay đổi này không chỉ tác động đến việc ghi nhận, đo lường và trình bày TTKT mà còn đặt ra yêu cầu đánh giá liệu TTKT được cung cấp theo khuôn khổ pháp lý mới có thực sự được thị trường tiếp nhận và phản ánh vào giá cổ phiếu hay không. Đồng thời, việc nâng cao chất lượng TTKT cũng là một trong những điều kiện quan trọng nhằm tăng cường tính minh bạch của thị trường vốn, bảo vệ nhà đầu tư và góp phần thực hiện mục tiêu nâng hạng TTCK Việt Nam theo các tiêu chí phân loại thị trường quốc tế.

Mặc dù đã có nhiều nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT tại Việt Nam, các bằng chứng thực nghiệm vẫn còn những hạn chế nhất định. Phần lớn các nghiên cứu chủ yếu tập trung đánh giá tính thích hợp của TTKT thông qua các mô hình định giá truyền thống, trong khi số lượng nghiên cứu phân tích một cách hệ thống các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp còn hạn chế. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu chưa thống nhất về mức độ tác động của TTKT cũng như các nhân tố ảnh hưởng; nhiều nghiên cứu sử dụng phạm vi dữ liệu chưa đủ dài, quy mô mẫu còn hạn chế hoặc chưa tách biệt giữa doanh nghiệp tài chính và DNPTC, mặc dù hai nhóm doanh nghiệp có sự khác biệt đáng kể về đặc điểm hoạt động, cấu trúc tài sản và khuôn khổ pháp lý điều chỉnh. Điều này cho thấy vẫn còn khoảng trống nghiên cứu trong việc đánh giá tính thích hợp của TTKT trên cơ sở dữ liệu cập nhật, phạm vi mẫu đủ lớn và xem xét đồng thời các nhân tố ảnh hưởng trong bối cảnh TTCK Việt Nam.

Xuất phát từ những cơ sở lý luận và thực tiễn nêu trên, việc nghiên cứu **“Tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính tại các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”** là cần thiết và có ý nghĩa cả về lý luận và thực tiễn.

1.2. MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU

Mục tiêu tổng quát của nghiên cứu là đánh giá tính thích hợp của TTKT trên BCTC và các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT tại các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam, qua đó cung cấp cơ sở khoa học cho việc nâng cao chất lượng TTKT, tăng cường tính minh bạch của thị trường vốn và hoàn thiện các chính sách liên quan.

Để đạt được mục tiêu tổng quát, nghiên cứu hướng tới các mục tiêu cụ thể sau:

Thứ nhất, đánh giá tính thích hợp của TTKT trên BCTC của các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam, đồng thời làm rõ sự khác biệt về tính thích hợp của TTKT theo ngành, theo thời gian và theo các giai đoạn kinh tế.

Thứ hai, đánh giá mức độ và chiều hướng tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC tại các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Thứ ba, đề xuất các khuyến nghị nhằm nâng cao tính thích hợp của TTKT trên BCTC, góp phần hoàn thiện chính sách kế toán và công bố thông tin, nâng cao tính minh bạch và hiệu quả hoạt động của TTCK Việt Nam.

1.3. CÂU HỎI NGHIÊN CỨU

Xuất phát từ mục tiêu nghiên cứu, luận án tập trung trả lời các câu hỏi sau:

Câu hỏi 1: Tính thích hợp của TTKT trên BCTC tại các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam được thể hiện như thế nào, và có sự khác biệt theo ngành, theo thời gian và giữa các giai đoạn kinh tế hay không?

Câu hỏi 2: Những nhân tố nào ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC tại các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam, và mức độ cũng như chiều hướng tác động của các nhân tố đó như thế nào?

1.4. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU

➤ Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của luận án là tính thích hợp của TTKT trên BCTC và các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT trong điều kiện của TTCK.

➤ Phạm vi nghiên cứu

Về **nội dung**, luận án tập trung nghiên cứu hai nội dung chính sau:

- Đánh giá tính thích hợp của TTKT trên BCTC thông qua mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu.

- Đánh giá tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT, bao gồm các nhân tố thuộc đặc điểm kinh tế – tài chính của doanh nghiệp, cơ cấu sở hữu, đặc điểm HĐQT, đặc điểm kiểm toán và đặc điểm giao dịch cổ phiếu. Bên cạnh đó, luận án xem xét sự khác biệt về tính thích hợp của TTKT theo ngành, theo thời gian và giữa các giai đoạn kinh tế (trước, trong và sau đại dịch COVID-19).

Về **không gian**, nghiên cứu được thực hiện tại các DNPTC niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX).

Về **thời gian**, dữ liệu nghiên cứu được thu thập trong giai đoạn 2014–2024 nhằm phản ánh đầy đủ các giai đoạn trước, trong và sau đại dịch COVID-19. Luận

án được thực hiện trong giai đoạn 2023–2026. Các khuyến nghị được đề xuất trong luận án có ý nghĩa tham khảo cho quá trình hoàn thiện khung pháp lý về kế toán, công bố thông tin và nâng cao mức độ minh bạch, hiệu quả thông tin của TTCK Việt Nam trong tiến trình hội nhập thị trường vốn quốc tế.

Việc xác định rõ đối tượng và phạm vi nghiên cứu nhằm bảo đảm tính tập trung của luận án, tính nhất quán với mục tiêu nghiên cứu và khả năng khái quát hóa của kết quả nghiên cứu, qua đó góp phần cung cấp cơ sở khoa học cho việc nâng cao chất lượng TTKT và hiệu quả công bố thông tin tại Việt Nam.

1.5. QUY TRÌNH NGHIÊN CỨU

Quy trình nghiên cứu được thiết kế theo hướng tiếp cận định lượng nhằm đo lường và đánh giá tính thích hợp của TTKT trên BCTC, đồng thời phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến đặc tính này tại các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam. Cách tiếp cận định lượng cho phép kiểm định khách quan mức độ và chiều hướng tác động của các chỉ tiêu kế toán đến giá cổ phiếu, qua đó đánh giá khả năng phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu. Đồng thời, phương pháp này cung cấp các bằng chứng thực nghiệm có độ tin cậy cao, phù hợp với định hướng nghiên cứu thực chứng trong lĩnh vực kế toán – tài chính (Francis & Schipper, 1999; Holthausen & Watts, 2001; Ohlson, 1995).

Để bảo đảm tính logic và tính chặt chẽ trong thiết kế nghiên cứu, luận án được triển khai theo sáu bước có mối quan hệ kế thừa và liên kết chặt chẽ với nhau, từ hình thành cơ sở lý luận, xây dựng mô hình nghiên cứu đến kiểm định thực nghiệm và đề xuất khuyến nghị. Cụ thể như sau:

Bước 1: Tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý thuyết nền tảng

Luận án hệ thống hóa các nền tảng lý thuyết liên quan đến tính thích hợp của TTKT, bao gồm: Lý thuyết thị trường hiệu quả, lý thuyết tính thích hợp giá trị của TTKT, lý thuyết thông tin bất cân xứng và lý thuyết đại diện. Trên cơ sở đó, các nghiên cứu thực nghiệm trong nước và quốc tế được rà soát và đối chiếu nhằm làm rõ xu hướng nghiên cứu, phương pháp tiếp cận và kết quả nghiên cứu chủ yếu liên quan đến tính thích hợp của TTKT.

Bước 2: Xác định khoảng trống, mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu

Dựa trên cơ sở lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm đã tổng hợp, nghiên cứu xác định những khoảng trống nghiên cứu còn tồn tại, đặc biệt trong bối cảnh TTCK Việt Nam. Từ đó, vấn đề nghiên cứu được xác lập, làm cơ sở hình thành mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu, đồng thời định hướng cho việc xây dựng mô hình và lựa chọn phương pháp nghiên cứu phù hợp.

Bước 3: Xây dựng mô hình và giả thuyết nghiên cứu

Từ cơ sở lý thuyết và khoảng trống nghiên cứu đã xác định, luận án xây dựng mô hình nghiên cứu phù hợp nhằm đo lường tính thích hợp của TTKT và phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến đặc tính này. Cụ thể, luận án vận dụng các mô hình định giá cổ phiếu được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu thực nghiệm để đánh giá mức độ phản ánh của TTKT vào giá cổ phiếu thông qua khả năng giải thích của các biến kế toán trong mô hình.

Trên cơ sở kết quả đo lường thu được, luận án tiếp tục xây dựng mô hình phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT và hình thành các giả thuyết nghiên cứu nhằm kiểm định mức độ cũng như chiều hướng tác động của các nhân tố này trong bối cảnh TTCK Việt Nam.

Bước 4: Thu thập và xử lý dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ BCTC, báo cáo thường niên, báo cáo quản trị và dữ liệu giao dịch thị trường của các DNPTC niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2014–2024. Sau khi thu thập, dữ liệu được tiến hành sàng lọc, chuẩn hóa, mã hóa và kiểm tra nhằm bảo đảm tính đầy đủ, chính xác và nhất quán, phục vụ cho các phân tích định lượng tiếp theo. Đồng thời, các biến nghiên cứu được xác định và tính toán phù hợp với mô hình nghiên cứu và tiêu chí đo lường đã xây dựng.

Bước 5: Phân tích và kiểm định mô hình nghiên cứu

Luận án sử dụng các mô hình hồi quy dữ liệu bảng để đo lường tính thích hợp của TTKT thông qua các chỉ tiêu kế toán chủ yếu, gồm: Lợi nhuận kế toán trên mỗi cổ phiếu (EPS), giá trị sổ sách VCSH trên mỗi cổ phiếu (BVPS) và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên mỗi cổ phiếu (CFOPS), trong khuôn khổ mô hình định giá cổ

phiếu Ohlson mở rộng. Việc phân tích được thực hiện theo nhiều chiều khác nhau, bao gồm toàn bộ mẫu nghiên cứu, theo năm, theo ngành và theo các giai đoạn kinh tế, bao gồm các giai đoạn trước, trong và sau đại dịch COVID-19.

Bên cạnh đó, luận án vận dụng cách tiếp cận dựa trên lý thuyết trò chơi của Shapley (1953) như một công cụ hỗ trợ nhằm xem xét mức độ đóng góp tương đối của từng chỉ tiêu kế toán trong việc giải thích biến động giá cổ phiếu, qua đó làm rõ hàm lượng thông tin của các thành phần TTKT. Trên cơ sở kết quả đo lường theo từng năm và từng ngành, luận án tiếp tục xây dựng mô hình hồi quy để phân tích tác động của các nhân tố đến tính thích hợp của TTKT.

Bước 6: Thảo luận kết quả nghiên cứu và đề xuất khuyến nghị

Trên cơ sở các kết quả phân tích định lượng, luận án tiến hành thảo luận kết quả đo lường tính thích hợp của TTKT và kết quả phân tích các nhân tố ảnh hưởng, đồng thời xem xét mức độ phù hợp của các phát hiện với mục tiêu, câu hỏi và các giả thuyết nghiên cứu đã đề ra. Các kết quả nghiên cứu được đối chiếu với các nghiên cứu trước nhằm làm rõ những điểm tương đồng, khác biệt và nguyên nhân của các khác biệt, qua đó xác định ý nghĩa của các phát hiện trong bối cảnh TTCK Việt Nam.

Trên cơ sở các kết quả nghiên cứu, luận án đề xuất các khuyến nghị nhằm góp phần nâng cao tính thích hợp của TTKT, chất lượng công bố thông tin và mức độ minh bạch của thị trường vốn. Đồng thời, luận án chỉ ra những hạn chế còn tồn tại và đề xuất định hướng cho các nghiên cứu tiếp theo.

Việc triển khai nghiên cứu theo quy trình sáu bước bảo đảm tính hệ thống, logic và chặt chẽ trong toàn bộ quá trình nghiên cứu, từ xây dựng cơ sở lý luận, thiết kế mô hình nghiên cứu, thu thập và xử lý dữ liệu đến kiểm định thực nghiệm, thảo luận kết quả và đề xuất khuyến nghị. Quy trình nghiên cứu này tạo sự liên kết giữa các giai đoạn nghiên cứu, bảo đảm tính nhất quán trong việc đánh giá tính thích hợp của TTKT và phân tích các nhân tố ảnh hưởng trong bối cảnh TTCK Việt Nam. Sơ đồ quy trình nghiên cứu được trình bày tại **Phụ lục 1.1**.

1.6. ĐÓNG GÓP CỦA ĐỀ TÀI

Trên cơ sở mục tiêu nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu và các kết quả thực nghiệm, luận án có những đóng góp chủ yếu về phương diện lý luận, phương pháp nghiên cứu và thực tiễn như sau:

Về lý luận, luận án bổ sung bằng chứng thực nghiệm về tính thích hợp của TTKT trong bối cảnh TTCK Việt Nam thông qua việc đánh giá mức độ phản ánh của các chỉ tiêu kế toán chủ yếu (EPS, BVPS và CFOPS) vào giá cổ phiếu. Điểm mới của nghiên cứu là không chỉ đánh giá tính thích hợp của TTKT trên toàn bộ mẫu nghiên cứu mà còn xem xét sự khác biệt theo ngành, theo thời gian và giữa các giai đoạn kinh tế, qua đó góp phần làm rõ tính phụ thuộc bối cảnh của mối quan hệ giữa TTKT và giá cổ phiếu trong điều kiện của một thị trường mới nổi.

Về phương pháp nghiên cứu, luận án xây dựng và triển khai cách tiếp cận nghiên cứu hai bước, trong đó tính thích hợp của TTKT được đo lường thông qua mô hình định giá cổ phiếu và tiếp tục được sử dụng để phân tích các nhân tố ảnh hưởng. Đồng thời, nghiên cứu vận dụng giá trị Shapley nhằm lượng hóa mức độ đóng góp tương đối của từng chỉ tiêu kế toán vào khả năng giải thích giá cổ phiếu, góp phần bổ sung cách tiếp cận định lượng trong nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT.

Về thực tiễn, luận án cung cấp bằng chứng thực nghiệm về mức độ thị trường tiếp nhận và phản ánh TTKT trên BCTC của các DNPTC niêm yết tại Việt Nam, đồng thời xác định các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT. Kết quả nghiên cứu là cơ sở để đề xuất các khuyến nghị nhằm nâng cao chất lượng TTKT và công bố thông tin, hỗ trợ doanh nghiệp, nhà đầu tư và cơ quan quản lý trong việc nâng cao tính minh bạch và hiệu quả hoạt động của TTCK Việt Nam.

1.7. KẾT CẤU CỦA ĐỀ TÀI

Luận án được kết cấu thành 5 chương, cụ thể như sau:

Chương 1: Giới thiệu đề tài

Chương 2: Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

Chương 3: Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Chương 4: Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Chương 5: Kết luận và khuyến nghị

CHƯƠNG 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

Chương 2 tập trung xây dựng nền tảng lý luận và tổng quan các nghiên cứu liên quan đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC, đồng thời phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến đặc tính này. Trên cơ sở đó, chương xác định các khoảng trống nghiên cứu, làm nền tảng cho việc xây dựng mô hình nghiên cứu, giả thuyết và phương pháp phân tích trong các chương tiếp theo.

2.1. BÁO CÁO TÀI CHÍNH VÀ THÔNG TIN KẾ TOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

2.1.1. Khái niệm và bản chất của báo cáo tài chính

BCTC là sản phẩm đầu ra tổng hợp của hệ thống kế toán, được lập nhằm cung cấp thông tin kinh tế – tài chính về tình hình tài sản, nguồn vốn, kết quả hoạt động kinh doanh và dòng tiền của doanh nghiệp cho các đối tượng sử dụng bên ngoài, đặc biệt là nhà đầu tư, chủ nợ và các chủ thể tham gia thị trường vốn. Theo Khung khái niệm của IASB (2018), mục tiêu cốt lõi của BCTC là cung cấp thông tin hữu ích cho việc đánh giá khả năng tạo ra dòng tiền trong tương lai và đánh giá hiệu quả quản lý nguồn lực của doanh nghiệp.

Dưới góc độ nghiên cứu kế toán – tài chính, BCTC được xem là cơ chế truyền tải thông tin từ doanh nghiệp ra thị trường, trong đó các chỉ tiêu kế toán phản ánh những đặc điểm kinh tế cơ bản của doanh nghiệp và trở thành đầu vào quan trọng trong quá trình định giá tài sản. Các bằng chứng thực nghiệm nền tảng cho thấy TTKT công bố trong BCTC có mối liên hệ có hệ thống với phản ứng của TTCK, qua đó khẳng định vai trò của BCTC trong cơ chế hình thành giá trên thị trường vốn (Ball & Brown, 1968; Beaver, 1968).

Về bản chất, BCTC không chỉ đơn thuần phản ánh các giao dịch đã phát sinh, mà là kết quả của quá trình đo lường, ước tính và trình bày thông tin dựa trên các nguyên tắc, chuẩn mực và xét đoán kế toán. Do đó, thông tin trên BCTC vừa mang tính quá khứ, vừa chứa đựng các hàm ý kinh tế liên quan đến triển vọng tương lai của doanh nghiệp.

2.1.2. Thông tin kế toán trên báo cáo tài chính và vai trò trên thị trường chứng khoán

TTKT là kết quả của quá trình ghi nhận, đo lường và trình bày các giao dịch, sự kiện kinh tế phát sinh trong hoạt động của doanh nghiệp theo các nguyên tắc và CMKT. Các thông tin này được tổng hợp và hệ thống hóa nhằm phản ánh tình hình tài chính, kết quả hoạt động và các thay đổi trong vị thế tài chính của doanh nghiệp trong một kỳ kế toán nhất định.

Dưới góc độ nghiên cứu kế toán – tài chính, TTKT được xem như một dạng tín hiệu kinh tế do doanh nghiệp truyền tải ra thị trường, giúp chuyển hóa các hoạt động nội tại thành các chỉ báo có thể quan sát và diễn giải bởi các chủ thể bên ngoài (Carnegie và cộng sự, 2021; Shamki, 2012). Thông qua việc công bố TTKT, doanh nghiệp góp phần làm giảm bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và các đối tượng bên ngoài, đồng thời tạo cơ sở để nhà đầu tư, chủ nợ và các bên liên quan hình thành kỳ vọng và đưa ra các quyết định kinh tế.

Trong bối cảnh TTCK, TTKT chủ yếu được công bố thông qua hệ thống BCTC và trở thành nguồn thông tin quan trọng phục vụ quá trình phân tích, đánh giá và định giá doanh nghiệp. Với đặc trưng được lập theo các nguyên tắc và chuẩn mực thống nhất, TTKT tạo điều kiện thuận lợi cho việc so sánh giữa các doanh nghiệp cũng như giữa các kỳ kế toán, qua đó nâng cao khả năng đánh giá hiệu quả hoạt động, rủi ro và triển vọng phát triển của doanh nghiệp.

Bên cạnh chức năng phản ánh các sự kiện kinh tế đã phát sinh, TTKT còn bao hàm các yếu tố ước tính và xét đoán kế toán trong quá trình ghi nhận và trình bày thông tin. Do đó, TTKT không chỉ phản ánh kết quả hoạt động trong quá khứ mà còn gián tiếp truyền tải kỳ vọng về triển vọng kinh tế của doanh nghiệp, góp phần định hình kỳ vọng và hành vi của nhà đầu tư trên TTCK.

Trong phạm vi nghiên cứu của luận án, TTKT được tiếp cận theo nghĩa hẹp, chỉ bao gồm các thông tin được công bố chính thức trên BCTC của doanh nghiệp. Cách tiếp cận này phù hợp với định hướng nghiên cứu thực chứng trên TTCK, trong đó dữ liệu công khai từ BCTC được sử dụng như nguồn thông tin có thể quan sát, đo lường và kiểm định một cách khách quan. Các nguồn thông tin khác, như thông tin nội bộ, thông tin phi chính thức hoặc các thông tin không thuộc diện công bố bắt buộc, không thuộc phạm vi phân tích của nghiên cứu.

2.1.3. Báo cáo tài chính trong nghiên cứu kế toán – tài chính thực chứng

Bên cạnh vai trò cung cấp thông tin cho các đối tượng sử dụng trong thực tiễn, BCTC còn được xem là nguồn dữ liệu trung tâm trong nghiên cứu kế toán – tài chính thực chứng. Dưới góc độ nghiên cứu, BCTC được tiếp cận như một tập hợp dữ liệu định lượng phản ánh các đặc điểm kinh tế của doanh nghiệp, phục vụ việc xây dựng và kiểm định các mô hình kinh tế lượng. Với tính chuẩn hóa về nội dung và phương pháp lập, dữ liệu từ BCTC cho phép các nghiên cứu thực hiện so sánh giữa các doanh nghiệp cũng như theo thời gian, qua đó nâng cao độ tin cậy của các kết quả thực nghiệm.

Các nghiên cứu thực nghiệm trong lĩnh vực kế toán – tài chính, đặc biệt là nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT (value relevance), cho thấy các chỉ tiêu kế toán được trình bày trên BCTC, nhất là lợi nhuận và giá trị sổ sách, có mối liên hệ có hệ thống với giá cổ phiếu và giá trị thị trường của doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, các biến kế toán thường được sử dụng làm biến giải thích trong các mô hình định giá nhằm kiểm định mức độ phản ánh của TTKT đối với quá trình hình thành giá trị thị trường (Barth và cộng sự, 2001; Ohlson, 1995).

Theo hướng tiếp cận này, khả năng các chỉ tiêu kế toán giải thích sự biến động của giá cổ phiếu hoặc giá trị thị trường được xem là bằng chứng thực nghiệm về vai trò thông tin của BCTC trên TTCK. Khi TTKT có mối liên hệ thống kê với giá trị thị trường, điều đó hàm ý rằng các thông tin này đã được nhà đầu tư tiếp nhận và phản ánh vào quá trình định giá doanh nghiệp ở những mức độ khác nhau.

Ngoài nghiên cứu định giá doanh nghiệp, BCTC còn là nguồn dữ liệu chủ yếu trong nhiều hướng nghiên cứu kế toán – tài chính thực chứng như chất lượng lợi nhuận, quản trị lợi nhuận, chất lượng BCTC, chất lượng công bố thông tin và tính thích hợp của TTKT. Trong các nghiên cứu này, các chỉ tiêu trên BCTC được sử dụng để xây dựng các biến đại diện cho đặc điểm tài chính, hiệu quả hoạt động, cấu trúc vốn và giá trị kinh tế của doanh nghiệp.

Tóm lại, BCTC là nguồn dữ liệu trung tâm trong nghiên cứu kế toán – tài chính thực chứng, làm cơ sở để kiểm định mối quan hệ giữa TTKT và giá trị thị trường, qua đó đánh giá tính thích hợp của TTKT trên TTCK.

2.2. TÍNH THÍCH HỢP CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN TỪ KHUNG KHÁI NIỆM CỦA IASB ĐẾN CÁCH TIẾP CẬN THỰC CHỨNG

2.2.1. Hệ thống đặc tính chất lượng của thông tin kế toán theo IASB

Theo Khung khái niệm của IASB (2018), mục tiêu của BCTC là cung cấp thông tin hữu ích cho các đối tượng sử dụng trong việc đưa ra các quyết định kinh tế liên quan đến việc cung cấp nguồn lực cho doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, chất lượng của TTKT được xác định thông qua mức độ đáp ứng yêu cầu “tính hữu ích cho việc ra quyết định”.

Theo đó, IASB (2018) phân loại các đặc tính chất lượng của TTKT thành hai nhóm chính. Nhóm thứ nhất là các đặc tính chất lượng cơ bản, bao gồm tính thích hợp (relevance) và trình bày trung thực (faithful representation). Đây là hai yếu tố nền tảng quyết định việc thông tin có thể được sử dụng trong ra quyết định kinh tế hay không. Nhóm thứ hai là các đặc tính chất lượng tăng cường, bao gồm khả năng so sánh (comparability), khả năng kiểm chứng (verifiability), tính kịp thời (timeliness) và tính dễ hiểu (understandability). Các đặc tính này không thay thế các đặc tính cơ bản mà đóng vai trò hỗ trợ, giúp nâng cao khả năng sử dụng và khai thác thông tin trong thực tiễn.

Các đặc tính chất lượng của TTKT không tồn tại tách biệt mà có mối quan hệ tương hỗ trong cùng một hệ thống. Trong đó, các đặc tính cơ bản quyết định “chất lượng cốt lõi” của thông tin, còn các đặc tính tăng cường góp phần cải thiện mức độ hữu ích trong các bối cảnh sử dụng khác nhau.

2.2.2. Bản chất và vai trò của tính thích hợp của thông tin kế toán

Tính thích hợp (relevance) là một trong hai đặc tính chất lượng cơ bản của TTKT theo IASB (2018). Thông tin được coi là thích hợp khi có khả năng tạo ra sự khác biệt trong các quyết định kinh tế của người sử dụng. Nói cách khác, tính thích hợp phản ánh mức độ mà thông tin có thể ảnh hưởng đến việc đánh giá các sự kiện quá khứ, hiện tại hoặc tương lai, từ đó hỗ trợ người sử dụng hình thành hoặc điều chỉnh các quyết định kinh tế.

Theo Khung khái niệm của IASB (2018), tính thích hợp được thể hiện thông qua hai khía cạnh chính: giá trị dự báo (predictive value) và giá trị xác nhận

(confirmatory value). Giá trị dự báo giúp người sử dụng hình thành kỳ vọng về các kết quả kinh tế trong tương lai, trong khi giá trị xác nhận giúp đánh giá lại các kỳ vọng trước đó. Hai khía cạnh này có thể tồn tại đồng thời trong cùng một TTKT.

Về mặt ý nghĩa kinh tế, tính thích hợp phản ánh vai trò của TTKT trong việc hỗ trợ quá trình phân bổ nguồn lực một cách hiệu quả. Khi TTKT có tính thích hợp cao, người sử dụng có cơ sở tốt hơn để đánh giá triển vọng tạo ra dòng tiền của doanh nghiệp, từ đó đưa ra các quyết định kinh tế phù hợp như đầu tư, cho vay hoặc định giá doanh nghiệp.

Trong bối cảnh đó, tính thích hợp gắn liền trực tiếp với chức năng ra quyết định của TTKT. Đây là đặc tính thể hiện rõ nhất mối liên hệ giữa hệ thống kế toán và nhu cầu thông tin của các chủ thể trong nền kinh tế thị trường.

2.2.3. Tiếp cận thực chứng về tính thích hợp của thông tin kế toán

Trong nghiên cứu kế toán – tài chính thực chứng, đặc biệt trong bối cảnh thị trường vốn, tính thích hợp của TTKT được sử dụng như một khái niệm nền tảng để phân tích mối quan hệ giữa TTKT và hành vi ra quyết định của nhà đầu tư. Cách tiếp cận này không làm thay đổi nội hàm của tính thích hợp theo Khung khái niệm của IASB, mà hướng tới việc vận hành hóa khái niệm này thông qua các biến số có thể quan sát và kiểm định bằng dữ liệu thực tế. Nói cách khác, nghiên cứu thực chứng chuyển hóa khái niệm mang tính lý thuyết về khả năng hữu ích của TTKT đối với việc ra quyết định thành các mối quan hệ có thể kiểm định trên thị trường vốn.

Theo quan điểm của IASB (2018), TTKT có tính thích hợp khi có khả năng tạo ra sự khác biệt trong các quyết định kinh tế của người sử dụng thông qua giá trị dự đoán và/hoặc giá trị xác nhận. Trên thị trường vốn, quyết định của nhà đầu tư được phản ánh thông qua hoạt động mua, bán và nắm giữ cổ phiếu, từ đó tác động đến giá và lợi suất cổ phiếu. Vì vậy, nếu TTKT thực sự có tính thích hợp, các thông tin được công bố trên BCTC sẽ được thị trường tiếp nhận, xử lý và phản ánh vào quá trình hình thành giá trị thị trường của doanh nghiệp. Đây chính là cơ sở lý luận để các nghiên cứu thực chứng sử dụng mối quan hệ giữa TTKT và các biến số thị trường nhằm đánh giá tính thích hợp của TTKT (Barth và cộng sự, 2001; Holthausen & Watts, 2001).

Theo cách tiếp cận này, giá cổ phiếu được xem là kết quả tổng hợp phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư về khả năng tạo ra lợi ích kinh tế trong tương lai của doanh nghiệp trên cơ sở toàn bộ thông tin sẵn có trên thị trường. Khi TTKT cung cấp thông tin hữu ích về tình hình tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh và triển vọng của doanh nghiệp, thông tin đó sẽ được nhà đầu tư sử dụng trong quá trình định giá và từng bước phản ánh vào giá hoặc lợi suất cổ phiếu. Do đó, mức độ gắn kết giữa TTKT và các biến số thị trường được sử dụng như một cơ sở để đánh giá tính thích hợp của TTKT trong các nghiên cứu thực chứng (Barth và cộng sự, 2001; Beaver, 1968; Ohlson, 1995).

Trên cơ sở đó, các nghiên cứu thực chứng về tính thích hợp của TTKT thường tập trung kiểm định mức độ phản ánh của TTKT vào giá hoặc lợi suất cổ phiếu thông qua các mô hình kinh tế lượng. Khác với cách tiếp cận chuẩn tắc chỉ xem xét tính thích hợp như một đặc tính chất lượng của TTKT, cách tiếp cận thực chứng cho phép lượng hóa mức độ mà TTKT được thị trường tiếp nhận và sử dụng trong quá trình định giá doanh nghiệp. Kết quả của các nghiên cứu này không chỉ cung cấp bằng chứng về giá trị ra quyết định của TTKT mà còn phản ánh mức độ hiệu quả của hệ thống công bố thông tin và mức độ minh bạch của thị trường vốn.

Như vậy, tính thích hợp của TTKT vừa là một đặc tính chất lượng cơ bản của TTKT theo Khung khái niệm của IASB, vừa là cơ sở lý luận quan trọng cho các nghiên cứu thực chứng trong kế toán – tài chính theo cách tiếp cận thị trường vốn. Trên nền tảng đó, các phương pháp đo lường và đánh giá tính thích hợp của TTKT sẽ được trình bày trong mục tiếp theo của luận án.

2.3. PHƯƠNG PHÁP ĐO LƯỜNG VÀ ĐÁNH GIÁ TÍNH THÍCH HỢP CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN TRÊN BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Trong nghiên cứu kế toán – tài chính, tính thích hợp của TTKT phản ánh khả năng hỗ trợ người sử dụng, đặc biệt là nhà đầu tư, trong quá trình ra quyết định kinh tế. Ở góc độ thực nghiệm, việc đánh giá tính thích hợp của TTKT thường được tiếp cận theo hai hướng có tính bổ sung lẫn nhau:

(i) **Tiếp cận định tính**, dựa trên nhận định và đánh giá của người sử dụng về giá trị dự đoán và xác nhận của TTKT;

(ii) **Tiếp cận định lượng**, tập trung kiểm định bằng chứng thực nghiệm về mức độ phản ánh của các chỉ tiêu kế toán vào giá hoặc lợi suất cổ phiếu trên thị trường.

Việc lựa chọn phương pháp đo lường phụ thuộc vào mục tiêu nghiên cứu, khả năng tiếp cận dữ liệu, mức độ khách quan của kết quả và khả năng khái quát hóa các kết luận nghiên cứu. Theo định hướng đó, nghiên cứu này ưu tiên cách tiếp cận định lượng, sử dụng các chỉ tiêu kế toán đại diện gồm EPS, BVPS và CFOPS nhằm phản ánh các khía cạnh kinh tế cốt lõi của doanh nghiệp, bao gồm hiệu quả hoạt động kinh doanh, giá trị tài sản ròng và khả năng tạo dòng tiền từ hoạt động kinh doanh. Việc lựa chọn các chỉ tiêu này đồng thời bảo đảm cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm phù hợp với hướng nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT.

2.3.1. Phương pháp đo lường và đánh giá định tính

Theo Khung khái niệm của IASB (2018), TTKT được xem là thích hợp nếu có khả năng tạo ra sự khác biệt trong quyết định kinh tế của người sử dụng, thông qua giá trị dự đoán, giá trị xác nhận hoặc cả hai. Theo hướng tiếp cận định tính, tính thích hợp của TTKT thường được đánh giá dựa trên nhận định của người sử dụng thông tin, phổ biến thông qua khảo sát bằng bảng hỏi sử dụng các thang đo chuẩn hóa như thang đo Likert. Phương pháp này tập trung phản ánh mức độ đồng thuận của các nhóm sử dụng TTKT, như nhà đầu tư, kế toán và kiểm toán viên, về khả năng dự đoán và xác nhận của các chỉ tiêu kế toán trên BCTC.

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã vận dụng phương pháp định tính để đánh giá tính thích hợp của TTKT. Chẳng hạn, Obaidat (2007) khảo sát người sử dụng TTKT tại Jordan và ghi nhận mức độ đồng thuận cao về khả năng thông tin phản ánh đúng thực trạng hoạt động của doanh nghiệp cũng như hỗ trợ dự báo tình hình tài chính trong tương lai. Tương tự, Beest và cộng sự (2009) xây dựng bộ thang đo chất lượng BCTC dựa trên các đặc tính định tính của IASB, trong đó có tính thích hợp, thông qua khảo sát các chuyên gia tài chính nhằm lượng hóa nhận thức về mức độ hữu ích của thông tin. Bên cạnh đó, Jonas & Blanchet (2000) đề xuất đánh giá tính thích hợp theo hai khía cạnh gồm giá trị dự đoán – phản ánh khả năng hỗ trợ đánh giá triển vọng tương lai của doanh nghiệp, và giá trị xác nhận – phản ánh khả năng hỗ trợ đánh giá các quyết định quản trị trong quá khứ. Tại Việt Nam, Phạm Quốc Thuần

(2018) đã phát triển thang đo gồm 8 tiêu chí, trong đó 5 tiêu chí phản ánh giá trị xác nhận và 3 tiêu chí phản ánh giá trị dự đoán, qua đó phản ánh nhận thức của người sử dụng thông tin về tính thích hợp của TTKT.

Ưu điểm: Phương pháp định tính có tính linh hoạt cao và phù hợp trong bối cảnh dữ liệu thứ cấp còn hạn chế, vốn là đặc trưng của nhiều TTCK đang phát triển. Dựa trên đánh giá của người sử dụng TTKT, phương pháp này cho phép khảo sát mức độ hữu ích và phù hợp của từng yếu tố cấu thành tính thích hợp như giá trị dự đoán, giá trị xác nhận (Schipper & Vincent, 2003). Kết quả khảo sát có thể được lượng hóa nhằm phục vụ cho việc phân tích, so sánh và đề xuất các giải pháp cải thiện nội dung cũng như hình thức trình bày BCTC.

Nhược điểm: Do phụ thuộc vào nhận thức của đối tượng khảo sát, kết quả nghiên cứu có thể chịu ảnh hưởng bởi kinh nghiệm cá nhân, đặc điểm văn hóa hoặc bối cảnh pháp lý tại thời điểm khảo sát (Podsakoff và cộng sự, 2003). Đồng thời, phương pháp này không phản ánh trực tiếp tác động định lượng của TTKT đến thị trường, chẳng hạn như ảnh hưởng đến giá hoặc lợi suất cổ phiếu – vốn là trọng tâm của nhiều nghiên cứu thực chứng về tính thích hợp của TTKT (Ball & Brown, 1968; Ohlson, 1995).

Điều kiện áp dụng: Phương pháp định tính phù hợp khi mục tiêu nghiên cứu hướng đến việc đánh giá nhận thức và cảm nhận của người sử dụng TTKT. Phương pháp này đặc biệt phù hợp trong bối cảnh dữ liệu thị trường còn hạn chế và có thể được kết hợp với phương pháp định lượng trong các nghiên cứu hỗn hợp nhằm bảo đảm đánh giá toàn diện cả khía cạnh chủ quan và khách quan của TTKT.

2.3.2. Phương pháp đo lường và đánh giá định lượng

Khác với phương pháp định tính, phương pháp định lượng nhấn mạnh việc lượng hóa mức độ TTKT được thị trường vốn tiếp nhận và phản ánh thông qua các biến thị trường, đặc biệt là giá cổ phiếu và lợi suất cổ phiếu. Cách tiếp cận này bắt nguồn từ các nghiên cứu kinh điển của Ball & Brown (1968) và Beaver (1968), theo đó TTKT được xem là thích hợp nếu các chỉ tiêu kế toán có khả năng giải thích sự biến động của giá hoặc lợi suất cổ phiếu, qua đó phản ánh phản ứng của nhà đầu tư đối với TTKT được công bố.

➤ **Các chỉ tiêu kế toán phổ biến**

Trong các nghiên cứu định lượng về tính thích hợp của TTKT trên BCTC, các chỉ tiêu kế toán được lựa chọn nhằm phản ánh các khía cạnh kinh tế cơ bản của doanh nghiệp, bao gồm: hiệu quả hoạt động kinh doanh, giá trị tài sản ròng và khả năng tạo dòng tiền từ hoạt động kinh doanh. Việc phân tích các chỉ tiêu này giúp đánh giá mức độ TTKT có khả năng hỗ trợ quá trình ra quyết định của nhà đầu tư trên thị trường vốn (Nguyen & Dang, 2023).

Lợi nhuận kế toán trên mỗi cổ phiếu (EPS) là chỉ tiêu phổ biến phản ánh khả năng sinh lời của doanh nghiệp trên cơ sở mỗi cổ phiếu. EPS thường được sử dụng trong các mô hình định giá cổ phiếu và được xem là chỉ tiêu quan trọng trong nghiên cứu tính thích hợp của TTKT (Ball & Brown, 1968; Easton & Harris, 1991). Tuy nhiên, EPS có thể hạn chế trong việc phản ánh giá trị doanh nghiệp khi lợi nhuận âm hoặc biến động mạnh (Barth và cộng sự, 1998; Collins và cộng sự, 1997).

Giá trị sổ sách VCSH trên mỗi cổ phiếu (BVPS) phản ánh phần giá trị ròng thuộc về cổ đông trên mỗi cổ phiếu tại một thời điểm nhất định. BVPS cung cấp thông tin bổ sung cho EPS, đặc biệt trong các doanh nghiệp có lợi nhuận biến động hoặc thuộc các ngành đặc thù, qua đó phản ánh năng lực tích lũy vốn và sức khỏe tài chính dài hạn của doanh nghiệp (Beaver, 2002; Rahman & Liu, 2021).

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên mỗi cổ phiếu (CFOPS) thể hiện khả năng tạo ra dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh. Chỉ tiêu này ít chịu ảnh hưởng bởi các chính sách kế toán và các điều chỉnh mang tính kế toán dồn tích, do đó giúp đánh giá chất lượng lợi nhuận kế toán và sức mạnh tài chính của doanh nghiệp. CFOPS cũng đóng vai trò bổ sung thông tin cho EPS, đặc biệt trong các trường hợp lợi nhuận kế toán biến động hoặc có mức độ điều chỉnh cao (Ali, 1994).

Bên cạnh các chỉ tiêu cơ bản, một số nghiên cứu mở rộng còn sử dụng các thước đo bổ sung như lợi nhuận bất thường, tài sản vô hình hoặc các chỉ tiêu phi tài chính liên quan đến hiệu quả hoạt động và triển vọng phát triển của doanh nghiệp (Gjerde và cộng sự, 2011; Habib & Weil, 2008; Mirza và cộng sự, 2019). Việc bổ sung các chỉ tiêu này giúp đánh giá tính thích hợp của TTKT một cách toàn diện hơn, đặc biệt trong bối cảnh thị trường vốn đang phát triển và các ngành có mức độ phụ

thuộc cao vào tài sản vô hình, nơi thông tin phi tài chính ngày càng đóng vai trò quan trọng trong quyết định đầu tư.

➤ **Mô hình định lượng**

(i) Mô hình giá cổ phiếu (Mô hình Ohlson)

Một trong những mô hình định lượng phổ biến trong nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT là mô hình giá cổ phiếu dựa trên khung lý thuyết của Ohlson (1995), được sử dụng để đo lường mức độ phản ánh TTKT vào giá trị thị trường thông qua các chỉ tiêu như lợi nhuận kế toán và giá trị sổ sách VCSH:

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{i,t} + \alpha_2 BVPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2.1)$$

Trong đó:

- $P_{i,t}$ là giá cổ phiếu của doanh nghiệp i tại thời điểm t ;
- $EPS_{i,t}$ là lợi nhuận kế toán trên mỗi cổ phiếu trong kỳ kế toán t ;
- $BVPS_{i,t}$ là giá trị sổ sách VCSH trên mỗi cổ phiếu tại thời điểm t ;
- α_0 là hệ số chặn; α_1 và α_2 là các hệ số hồi quy;
- $\varepsilon_{i,t}$ là sai số ngẫu nhiên.

Trong mô hình này, hệ số xác định R^2 hoặc R^2 điều chỉnh thường được sử dụng như một chỉ báo định lượng cho tính thích hợp của TTKT. Giá trị R^2 hoặc R^2 điều chỉnh cao hàm ý rằng các chỉ tiêu kế toán giải thích được phần lớn biến động của giá cổ phiếu, qua đó phản ánh mức độ hữu ích thông tin của BCTC đối với nhà đầu tư (Francis & Schipper, 1999). Đồng thời, các hệ số hồi quy α_1 và α_2 phản ánh mức độ phản ứng của giá cổ phiếu đối với từng chỉ tiêu kế toán, từ đó làm rõ vai trò thông tin của từng thành phần TTKT trong quá trình định giá.

Để nâng cao khả năng giải thích giá trị thị trường, mô hình Ohlson (1995) có thể được mở rộng bằng cách bổ sung các biến đại diện cho dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, lợi nhuận bất thường, tài sản vô hình và các thước đo phi tài chính phản ánh năng lực hoạt động và triển vọng phát triển của doanh nghiệp (Gjerde và cộng sự, 2011; Habib, 2008; Mirza và cộng sự, 2019). Mô hình mở rộng được biểu diễn tổng quát như sau:

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{i,t} + \alpha_2 BVPS_{i,t} + \alpha_3 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2.2)$$

Trong đó, $X_{i,t}$ là tập hợp các biến bổ sung.

Mô hình mở rộng này cho phép đánh giá toàn diện hơn tính thích hợp của TTKT, đặc biệt trong bối cảnh thị trường mới nổi hoặc các ngành có hàm lượng tài sản vô hình cao, nơi thông tin phi tài chính đóng vai trò ngày càng quan trọng trong quyết định đầu tư. Các nghiên cứu như Habib (2008), Gjerde và cộng sự (2011) và Mirza và cộng sự (2019) đã minh chứng vai trò của các biến mở rộng trong việc cải thiện khả năng giải thích của mô hình định giá.

(ii) Mô hình lợi suất cổ phiếu

Bên cạnh mô hình giá cổ phiếu, một số nghiên cứu sử dụng mô hình lợi suất cổ phiếu để đo lường mức độ TTKT được phản ánh vào lợi suất thị trường thông qua biến động lợi nhuận cổ phiếu. Điển hình là Easton & Harris (1991):

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 \Delta EPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2.3)$$

Trong đó, $R_{i,t}$ là lợi suất cổ phiếu của doanh nghiệp i tại thời điểm t và $\Delta EPS_{i,t}$ là mức thay đổi EPS so với kỳ trước.

Mô hình lợi suất cổ phiếu cho phép lượng hóa trực tiếp mức độ phản ánh của TTKT vào lợi suất thị trường, qua đó thể hiện phản ứng của nhà đầu tư đối với thông tin lợi nhuận. Cách tiếp cận này đặc biệt phù hợp trong các nghiên cứu ngắn hạn hoặc phân tích sự kiện, khi mục tiêu là đo lường phản ứng của thị trường đối với TTKT được công bố.

Ưu điểm: Phương pháp định lượng cho phép đánh giá mức độ TTKT được phản ánh vào giá hoặc lợi suất cổ phiếu, qua đó lượng hóa giá trị thông tin của các chỉ tiêu kế toán theo hướng tính thích hợp. Cách tiếp cận này cho phép kiểm định các giả thuyết nghiên cứu, so sánh tính thích hợp của TTKT giữa các ngành hoặc qua các giai đoạn kinh tế, đồng thời cung cấp bằng chứng thực nghiệm phục vụ cho việc phân tích và đề xuất hàm ý chính sách kế toán.

Nhược điểm: Kết quả đo lường tính thích hợp có thể chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố ngoài TTKT, bao gồm tâm lý thị trường, thông tin phi tài chính và các lựa chọn chính sách kế toán (Holthausen & Watts, 2001). Đặc biệt, tại các thị trường mới nổi có mức độ minh bạch và hiệu quả thị trường còn hạn chế, giá trị R^2 hoặc R^2 điều chỉnh thấp không nhất thiết phản ánh TTKT kém hữu ích, mà có thể xuất phát từ hạn chế trong khả năng phản ánh thông tin của thị trường (Chen và cộng sự, 2001).

Điều kiện áp dụng: Phương pháp này phù hợp với các nghiên cứu đánh giá mức độ phản ánh giá trị của TTKT trên thị trường vốn, đặc biệt khi dữ liệu thứ cấp đầy đủ và mức độ phát triển của thị trường cho phép giá cổ phiếu phản ánh tương đối đầy đủ kỳ vọng của nhà đầu tư. Phương pháp này cũng có thể kết hợp với tiếp cận định tính trong các nghiên cứu hỗn hợp nhằm bổ sung góc nhìn về cả khía cạnh khách quan và nhận thức của người sử dụng TTKT.

Trên cơ sở tổng hợp các cách tiếp cận đo lường đã trình bày, luận án lựa chọn hướng tiếp cận định lượng, sử dụng mô hình định giá cổ phiếu để đo lường và đánh giá tính thích hợp của TTKT trên TTCK Việt Nam. Cách tiếp cận này cho phép ghi nhận phản ứng của giá cổ phiếu đối với các chỉ tiêu kế toán, qua đó bảo đảm tính khách quan của kết quả và tạo cơ sở so sánh giữa các ngành cũng như giữa các giai đoạn kinh tế khác nhau. Quy trình áp dụng, mô hình hồi quy và hệ thống biến đo lường sẽ được trình bày chi tiết tại Chương 3.

2.4. LÝ THUYẾT NỀN TẢNG

Nghiên cứu vận dụng hệ thống các lý thuyết nền tảng trong lĩnh vực kế toán – tài chính nhằm xây dựng cơ sở học thuật cho việc xác định bản chất, nội dung và phương pháp đo lường tính thích hợp của TTKT trên BCTC, đồng thời giải thích vai trò của các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT giữa các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK.

Căn cứ vào mục tiêu nghiên cứu, các lý thuyết nền tảng được phân loại theo vai trò học thuật và chức năng trong mô hình nghiên cứu:

(i) Nhóm lý thuyết xác định bản chất và phương pháp đo lường tính thích hợp của TTKT trên BCTC

Nhóm này bao gồm *Lý thuyết thị trường hiệu quả* và *Lý thuyết tính thích hợp giá trị của TTKT*. Hai lý thuyết này cung cấp cơ sở lý luận để giải thích cơ chế phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu, đồng thời hỗ trợ xác định biến phụ thuộc và phương pháp đo lường trong mô hình nghiên cứu.

Nhóm lý thuyết này tập trung vào việc giải thích cách thức thị trường vốn xử lý và phản ánh TTKT vào giá trị doanh nghiệp, qua đó hình thành cơ sở lý thuyết cho việc lượng hóa tính thích hợp của TTKT. Do đó, các lý thuyết trong nhóm này chủ

yếu đóng vai trò nền tảng cho thiết kế mô hình và đo lường biến phụ thuộc, không sử dụng trực tiếp để xây dựng giả thuyết về các nhân tố ảnh hưởng.

(ii) Nhóm lý thuyết giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC

Nhóm này bao gồm *Lý thuyết thông tin bất cân xứng* và *Lý thuyết đại diện*. Các lý thuyết này giải thích sự tồn tại của bất cân xứng thông tin, xung đột lợi ích giữa các chủ thể trong doanh nghiệp, cũng như vai trò của cơ chế giám sát và quản trị doanh nghiệp.

Trên cơ sở đó, nhóm lý thuyết này cung cấp nền tảng để xây dựng các giả thuyết nghiên cứu về tác động của các nhân tố thuộc đặc điểm kinh tế - tài chính của doanh nghiệp, cơ cấu sở hữu, đặc điểm HĐQT, đặc điểm kiểm toán và đặc điểm giao dịch cổ phiếu đến tính thích hợp của TTKT

2.4.1. Các lý thuyết nền tảng xác định bản chất và phương pháp đo lường tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính

2.4.1.1. Lý thuyết thị trường hiệu quả

Lý thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Market Hypothesis – EMH) do Fama (1970) phát triển cho rằng giá cổ phiếu phản ánh đầy đủ, kịp thời và không thiên lệch toàn bộ thông tin sẵn có trên thị trường. Theo đó, mọi thông tin công khai, bao gồm TTKT được công bố trên BCTC, sẽ nhanh chóng được phản ánh vào giá cổ phiếu thông qua quá trình cạnh tranh và giao dịch của các nhà đầu tư trên TTCK.

Theo Fama (1970), thị trường hiệu quả được phân thành ba mức độ: hiệu quả dạng yếu (weak-form efficiency), hiệu quả dạng trung bình (semi-strong-form efficiency) và hiệu quả dạng mạnh (strong-form efficiency). Trong nghiên cứu kế toán – tài chính, đặc biệt là các nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT, giả định thị trường hiệu quả dạng trung bình thường được sử dụng, theo đó giá cổ phiếu phản ánh đầy đủ các thông tin công khai ngay khi chúng được công bố.

Trong nghiên cứu này, lý thuyết thị trường hiệu quả được vận dụng nhằm:

(i) Giải thích cơ chế mà theo đó TTKT được công bố trên BCTC được tiếp nhận và phản ánh vào giá cổ phiếu thông qua hoạt động của TTCK;

(ii) Cung cấp cơ sở lý luận cho cách tiếp cận thực chứng về tính thích hợp của TTKT, theo đó mức độ phản ánh của TTKT trong giá cổ phiếu được sử dụng để đánh giá giá trị thông tin của các chỉ tiêu kế toán đối với nhà đầu tư.

Tuy nhiên, trong bối cảnh thị trường mới nổi như Việt Nam, mức độ hiệu quả của thị trường có thể chưa đạt đến trạng thái hoàn hảo do còn tồn tại những hạn chế về tính minh bạch, mức độ bất cân xứng thông tin và hiệu quả xử lý thông tin của nhà đầu tư. Vì vậy, trong luận án này, lý thuyết thị trường hiệu quả được sử dụng như một khung tham chiếu lý thuyết để giải thích mối quan hệ giữa TTKT và giá cổ phiếu, thay vì được xem là một giả định tuyệt đối.

2.4.1.2. Lý thuyết tính thích hợp giá trị của thông tin kế toán

Lý thuyết tính thích hợp giá trị của TTKT (Value Relevance Theory) được hình thành và phát triển trong khuôn khổ các nghiên cứu kế toán – tài chính thực chứng, với quan điểm rằng TTKT chỉ thực sự có ý nghĩa kinh tế khi được phản ánh vào giá cổ phiếu hoặc giá trị thị trường của doanh nghiệp thông qua cơ chế hình thành giá trên TTCK. Theo cách tiếp cận này, mức độ hữu ích của TTKT không chỉ được đánh giá dựa trên nội dung thông tin được công bố mà còn được xem xét thông qua khả năng ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư và quá trình định giá doanh nghiệp.

Khác với cách tiếp cận mang tính chuẩn tắc, lý thuyết này tiếp cận theo hướng thực chứng, tập trung kiểm định mối quan hệ giữa TTKT và các chỉ tiêu thị trường nhằm đánh giá liệu các TTKT có được nhà đầu tư tiếp nhận và phản ánh vào giá cổ phiếu hay không. Do đó, trọng tâm của các nghiên cứu không nằm ở việc quy định TTKT nên được trình bày như thế nào, mà ở việc đánh giá mức độ TTKT thực sự có giá trị đối với thị trường.

Theo Francis & Schipper (1999), TTKT được coi là có tính thích hợp khi có khả năng làm thay đổi kỳ vọng của nhà đầu tư và được phản ánh vào giá cổ phiếu. Trên cơ sở đó, Holthausen & Watts (2001) cho rằng tính thích hợp giá trị của TTKT có thể được đánh giá thông qua khả năng giải thích của các chỉ tiêu kế toán đối với sự biến động của giá cổ phiếu hoặc lợi suất cổ phiếu. Theo cách tiếp cận này, khả năng giải thích của các TTKT càng lớn thì tính thích hợp của TTKT càng cao.

Để kiểm định tính thích hợp giá trị của TTKT, các nghiên cứu thực chứng thường sử dụng hai nhóm mô hình chủ yếu là mô hình giá cổ phiếu và mô hình lợi suất cổ phiếu. Trong đó, mô hình giá cổ phiếu của Ohlson (1995) được sử dụng phổ biến nhằm đánh giá mức độ mà các chỉ tiêu kế toán, đặc biệt là lợi nhuận và giá trị sổ sách VCSH, có khả năng giải thích giá cổ phiếu hoặc giá trị thị trường của doanh nghiệp. Kết quả của các mô hình này cung cấp bằng chứng thực nghiệm về vai trò của TTKT đối với quá trình định giá trên TTCK.

Trong nghiên cứu này, lý thuyết tính thích hợp giá trị của TTKT được vận dụng nhằm:

(i) Cung cấp cơ sở lý luận để xác định và lượng hóa biến phụ thuộc là tính thích hợp của TTKT;

(ii) Làm cơ sở lựa chọn mô hình định giá cổ phiếu của Ohlson (1995) để đo lường tính thích hợp của TTKT;

(iii) Sử dụng hệ số xác định R^2 điều chỉnh của mô hình định giá cổ phiếu theo từng ngành và từng năm làm thước đo tính thích hợp của TTKT. Giá trị R^2 điều chỉnh càng cao cho thấy TTKT có khả năng giải thích giá cổ phiếu càng lớn, qua đó phản ánh tính thích hợp của TTKT càng cao.

Như vậy, lý thuyết thị trường hiệu quả và lý thuyết tính thích hợp giá trị của TTKT có mối quan hệ bổ trợ lẫn nhau trong việc giải thích mối quan hệ giữa TTKT và giá cổ phiếu trên TTCK. Nếu lý thuyết thị trường hiệu quả giải thích cơ chế mà thông tin công khai được tiếp nhận và phản ánh vào giá cổ phiếu thông qua hoạt động giao dịch của nhà đầu tư, thì lý thuyết tính thích hợp giá trị của TTKT cung cấp nền tảng thực chứng để đo lường mức độ phản ánh đó bằng các mô hình định giá và các chỉ tiêu thống kê. Sự kết hợp giữa hai lý thuyết này tạo nên cơ sở lý luận và phương pháp luận cho việc đo lường tính thích hợp của TTKT cũng như phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT trong bối cảnh các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam. Vai trò cụ thể của từng lý thuyết trong việc xây dựng mô hình nghiên cứu được tổng hợp tại **Phụ lục 2.1**.

2.4.2. Các lý thuyết nền tảng giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính

2.4.2.1. Lý thuyết thông tin bất cân xứng

Lý thuyết thông tin bất cân xứng (Information Asymmetry Theory) được hình thành từ các nghiên cứu nền tảng của Akerlof (1970), Spence (1973) và Stiglitz (1975), cho rằng trên thị trường, các chủ thể tham gia không nắm giữ mức độ thông tin như nhau. Trong bối cảnh doanh nghiệp niêm yết, nhà quản lý – với vai trò trực tiếp điều hành doanh nghiệp – thường có lợi thế thông tin so với nhà đầu tư bên ngoài, dẫn đến các vấn đề kinh tế như lựa chọn đối nghịch (adverse selection) và rủi ro đạo đức (moral hazard).

Bất cân xứng thông tin làm suy giảm khả năng của nhà đầu tư trong việc đánh giá chính xác giá trị nội tại của doanh nghiệp, từ đó ảnh hưởng đến hiệu quả định giá trên TTCK. Trong bối cảnh đó, BCTC và TTKT được công bố trên BCTC được xem là kênh truyền tải thông tin chính thức nhằm thu hẹp khoảng cách thông tin giữa doanh nghiệp và các nhà đầu tư. Tuy nhiên, chỉ khi TTKT bảo đảm tính minh bạch, độ tin cậy và tính kịp thời thì mới có thể làm giảm bất cân xứng thông tin, qua đó nâng cao khả năng thông tin được nhà đầu tư tiếp nhận và phản ánh vào giá cổ phiếu.

Trên cơ sở lý thuyết thông tin bất cân xứng, luận án lập luận rằng tính thích hợp của TTKT có thể khác nhau giữa các doanh nghiệp do sự khác biệt về mức độ bất cân xứng thông tin trên thị trường. Những khác biệt này chịu ảnh hưởng bởi các đặc điểm kinh tế – tài chính của doanh nghiệp, đặc điểm kiểm toán và đặc điểm giao dịch cổ phiếu, từ đó tác động đến khả năng TTKT được nhà đầu tư tiếp nhận và phản ánh vào giá cổ phiếu. Cụ thể:

(i) Nhóm nhân tố về đặc điểm kinh tế – tài chính

Nhóm nhân tố này phản ánh các đặc điểm kinh tế – tài chính của doanh nghiệp có khả năng làm thay đổi mức độ minh bạch và độ tin cậy của TTKT trên BCTC, qua đó ảnh hưởng đến khả năng TTKT được thị trường tiếp nhận và phản ánh vào giá cổ phiếu.

Quy mô doanh nghiệp: Doanh nghiệp có quy mô lớn thường chịu sự giám sát chặt chẽ hơn từ nhà đầu tư, chủ nợ, cơ quan quản lý và các tổ chức trung gian trên thị trường. Đồng thời, các doanh nghiệp này có xu hướng xây dựng hệ thống kiểm

soát nội bộ và cơ chế công bố thông tin bài bản hơn, giúp TTKT phản ánh đầy đủ và nhất quán hơn các yếu tố kinh tế, qua đó gia tăng tính thích hợp của TTKT.

Đòn bẩy tài chính: Doanh nghiệp có mức độ sử dụng nợ cao thường chịu áp lực giám sát từ chủ nợ và các điều khoản ràng buộc trong hợp đồng vay. Điều này thúc đẩy doanh nghiệp cung cấp TTKT minh bạch và đáng tin cậy hơn nhằm hạn chế rủi ro lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức, từ đó nâng cao khả năng TTKT được sử dụng trong quá trình định giá.

Tốc độ tăng trưởng: Doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao thường có nhu cầu huy động vốn lớn và liên tục, làm gia tăng chi phí phát sinh từ bất cân xứng thông tin. Trong bối cảnh đó, doanh nghiệp có động cơ tăng cường công bố TTKT theo hướng đầy đủ, kịp thời và đáng tin cậy hơn nhằm thu hẹp khoảng cách thông tin với nhà đầu tư, qua đó cải thiện tính thích hợp của TTKT.

Khả năng sinh lời: Doanh nghiệp có khả năng sinh lời ổn định thường tạo ra các tín hiệu kinh tế nhất quán và dễ dự đoán thông qua các chỉ tiêu kế toán. Điều này giúp nhà đầu tư nhận diện rõ hơn triển vọng hoạt động và giá trị doanh nghiệp, qua đó làm tăng mức độ TTKT được thị trường tiếp nhận và phản ánh vào giá cổ phiếu.

(ii) Nhóm nhân tố về đặc điểm kiểm toán

Lý thuyết thông tin bất cân xứng cho thấy kiểm toán đóng vai trò như một cơ chế giám sát độc lập, góp phần xác nhận độ tin cậy của TTKT trên BCTC, qua đó hạn chế tình trạng bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư và nâng cao khả năng TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu.

Chất lượng kiểm toán: Kiểm toán viên có uy tín và năng lực chuyên môn cao giúp hạn chế hành vi điều chỉnh lợi nhuận và sai lệch thông tin trong BCTC. Điều này làm gia tăng mức độ tin cậy của TTKT, từ đó nâng cao khả năng thông tin được thị trường tiếp nhận và phản ánh trong giá cổ phiếu.

Thời gian kiểm toán: Thời gian kiểm toán và công bố BCTC càng ngắn thì độ trễ thông tin càng thấp, giúp TTKT phản ánh kịp thời hơn các thông tin kinh tế mới vào giá cổ phiếu. Qua đó, tính thích hợp của TTKT được cải thiện do thông tin mang tính cập nhật cao hơn.

(iii) Nhóm nhân tố về đặc điểm giao dịch cổ phiếu

Từ góc độ thị trường, lý thuyết thông tin bất cân xứng cho rằng mức độ minh bạch thông tin và hiệu quả phản ánh thông tin vào giá cổ phiếu còn phụ thuộc vào các đặc điểm giao dịch của cổ phiếu trên thị trường.

Tính thanh khoản cổ phiếu: Cổ phiếu có tính thanh khoản cao tạo điều kiện cho thông tin mới được hấp thụ nhanh chóng thông qua hoạt động giao dịch mua bán, qua đó thu hẹp chênh lệch giữa giá thị trường và giá trị nội tại. Điều này làm gia tăng mức độ TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu, từ đó nâng cao tính thích hợp của TTKT.

Tần suất giao dịch cổ phiếu: Tần suất giao dịch cao phản ánh mức độ quan tâm của nhà đầu tư và khả năng cập nhật thông tin thường xuyên trên thị trường. Trong điều kiện đó, TTKT có nhiều cơ hội được sử dụng trong quá trình định giá, qua đó gia tăng mức độ phản ánh của TTKT vào giá cổ phiếu.

Như vậy, lý thuyết thông tin bất cân xứng đóng vai trò nền tảng trong việc lý giải sự khác biệt về tính thích hợp của TTKT bắt nguồn từ các đặc điểm kinh tế – tài chính, kiểm toán và giao dịch cổ phiếu của doanh nghiệp. Lý thuyết này liên kết chặt chẽ cách tiếp cận đo lường tính thích hợp theo hướng thị trường với các nhóm biến giải thích trong mô hình nghiên cứu, qua đó hình thành cơ sở học thuật cho việc xây dựng và kiểm định các giả thuyết nghiên cứu trong các phần tiếp theo của luận án.

2.4.2.2. Lý thuyết đại diện

Lý thuyết đại diện (Agency Theory) do Jensen & Meckling (1976) đề xuất, giải thích mối quan hệ giữa người ủy quyền (cổ đông) và người được ủy quyền (nhà quản lý) trong bối cảnh tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền điều hành doanh nghiệp. Theo lý thuyết này, khi mục tiêu của cổ đông và nhà quản lý không hoàn toàn đồng nhất, nhà quản lý có thể theo đuổi lợi ích cá nhân thay vì tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, dẫn đến sự phát sinh của chi phí đại diện. Các chi phí này bao gồm chi phí giám sát, chi phí ràng buộc và tổn thất giá trị do các quyết định không phù hợp với lợi ích của cổ đông.

Trong bối cảnh đó, TTKT đóng vai trò là cơ chế giám sát quan trọng giúp giảm thiểu xung đột đại diện. TTKT minh bạch, trung thực và kịp thời hỗ trợ cổ đông và các bên liên quan đánh giá hiệu quả hoạt động của nhà quản lý, từ đó hạn chế hành

vi thao túng thông tin, điều chỉnh lợi nhuận hoặc che giấu rủi ro. Khi xung đột đại diện được kiểm soát tốt hơn, TTKT có xu hướng phản ánh sát hơn tình hình kinh tế của doanh nghiệp và được thị trường sử dụng hiệu quả hơn trong quá trình định giá, qua đó nâng cao tính thích hợp của TTKT.

Trên cơ sở lý thuyết đại diện, luận án cho rằng tính thích hợp của TTKT có thể khác nhau giữa các doanh nghiệp do sự khác biệt về hiệu quả của các cơ chế quản trị doanh nghiệp. Trong nghiên cứu này, các cơ chế này được phản ánh thông qua các đặc điểm về cơ cấu sở hữu và HĐQT, từ đó phân tích tác động của chúng đến tính thích hợp của TTKT trên TTCK.

(i) Nhóm nhân tố về cơ cấu sở hữu

Theo lý thuyết đại diện, cơ cấu sở hữu là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến mức độ giám sát đối với nhà quản lý, qua đó chi phối hành vi công bố và chất lượng TTKT trên BCTC.

Sở hữu Nhà nước: Doanh nghiệp có sở hữu Nhà nước thường chịu sự giám sát chặt chẽ từ các cơ quan quản lý, gắn với yêu cầu cao về trách nhiệm giải trình và tuân thủ quy định pháp lý. Cơ chế giám sát này làm giảm khả năng phát sinh hành vi theo đuổi lợi ích cá nhân của nhà quản lý, đồng thời thúc đẩy doanh nghiệp công bố TTKT minh bạch, nhất quán và đáng tin cậy hơn. Qua đó, TTKT có khả năng phản ánh tốt hơn tình hình kinh tế của doanh nghiệp và được thị trường sử dụng hiệu quả hơn trong quá trình định giá.

Sở hữu nước ngoài: Nhà đầu tư nước ngoài thường có năng lực phân tích cao, yêu cầu minh bạch thông tin nghiêm ngặt và áp dụng cơ chế giám sát chuyên nghiệp. Sự hiện diện của sở hữu nước ngoài góp phần tăng cường áp lực minh bạch hóa thông tin và hạn chế hành vi quản trị mang tính cơ hội. Do đó, TTKT tại các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao thường có độ tin cậy và mức độ thích hợp cao hơn trong việc phục vụ quyết định đầu tư trên thị trường vốn.

(ii) Nhóm nhân tố về đặc điểm HĐQT

Lý thuyết đại diện nhấn mạnh vai trò của HĐQT như một cơ chế giám sát nội bộ quan trọng nhằm bảo vệ lợi ích của cổ đông và kiểm soát hành vi của ban điều hành.

Quy mô HĐQT: Quy mô HĐQT phù hợp giúp cân bằng giữa khả năng giám sát và hiệu quả ra quyết định. HĐQT có quy mô hợp lý thường tập hợp được sự đa dạng về chuyên môn và kinh nghiệm, từ đó tăng cường năng lực giám sát đối với ban điều hành và yêu cầu hệ thống TTKT cung cấp dữ liệu đầy đủ, chính xác hơn. Điều này góp phần nâng cao mức độ minh bạch của BCTC và cải thiện tính thích hợp của TTKT.

Tần suất họp HĐQT: Tần suất họp HĐQT phản ánh mức độ hoạt động và sự tham gia thực chất của HĐQT trong công tác giám sát. HĐQT họp thường xuyên tạo áp lực đối với ban điều hành trong việc cung cấp TTKT kịp thời, đầy đủ và nhất quán, qua đó hạn chế hành vi che giấu thông tin và điều chỉnh số liệu kế toán. Trong điều kiện đó, TTKT có khả năng được thị trường sử dụng hiệu quả hơn trong quá trình định giá.

Như vậy, lý thuyết đại diện cung cấp cơ sở lý luận để giải thích tác động của các đặc điểm HĐQT đến tính thích hợp của TTKT thông qua cơ chế giám sát và kiểm soát xung đột lợi ích. Khi cơ chế quản trị doanh nghiệp hoạt động hiệu quả, mức độ minh bạch và độ tin cậy của TTKT được nâng cao, qua đó tăng khả năng thông tin được phản ánh vào giá cổ phiếu. Kết hợp với lý thuyết thông tin bất cân xứng, lý thuyết đại diện tạo nền tảng lý luận cho việc xây dựng các giả thuyết nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng trong mô hình thực nghiệm của luận án.

Vai trò của các lý thuyết nền tảng trong việc giải thích và xây dựng các biến đại diện cho các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT được tổng hợp tại **Phụ lục 2.2.**

Tóm lại, các lý thuyết nền tảng cung cấp cơ sở lý luận để đo lường tính thích hợp của TTKT và giải thích cơ chế tác động của các nhân tố trong mô hình nghiên cứu. Trên cơ sở đó, phần tiếp theo tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm nhằm xác định khoảng trống nghiên cứu và làm căn cứ xây dựng mô hình cũng như các giả thuyết nghiên cứu.

2.5. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

2.5.1. Nghiên cứu tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính

Trong nghiên cứu kế toán – tài chính thực chứng, tính thích hợp của TTKT trên BCTC thường được đánh giá thông qua các mô hình định giá, trong đó giá cổ phiếu được sử dụng làm đại diện cho giá trị thị trường của doanh nghiệp. Theo cách

tiếp cận này, TTKT được coi là có tính thích hợp khi có khả năng giải thích sự biến động của giá cổ phiếu.

Các nghiên cứu nền tảng như Ohlson (1995), Collins và cộng sự (1997), Barth và cộng sự (2001) đã thiết lập cơ sở lý thuyết và thực nghiệm cho hướng tiếp cận này. Trong đó, hệ số xác định (R^2 hoặc R^2 điều chỉnh) của mô hình định giá thường được sử dụng để phản ánh mức độ TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu.

Tuy nhiên, các nghiên cứu chưa thống nhất về việc xác định thời điểm đo lường giá cổ phiếu. Một số nghiên cứu sử dụng giá tại thời điểm lập BCTC (Barth và cộng sự, 2023; Collins và cộng sự, 1997; Khanagha và cộng sự, 2011; Ohlson, 1995), trong khi nhiều nghiên cứu khác sử dụng giá sau thời điểm công bố thông tin nhằm phản ánh độ trễ trong quá trình thị trường tiếp nhận và điều chỉnh thông tin (Ali, 2023; Barth và cộng sự, 2001; Belesis và cộng sự, 2022; Omokhudu & Ibadin, 2015; Shamki, 2013). Sự khác biệt này góp phần tạo nên những kết quả thực nghiệm khác nhau giữa các nghiên cứu.

Trên cơ sở đó, các nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT được phát triển theo nhiều hướng tiếp cận khác nhau, nổi bật là nghiên cứu theo các chỉ tiêu kế toán, đặc điểm ngành, yếu tố thời gian và các giai đoạn kinh tế.

2.5.1.1. Nghiên cứu theo chỉ tiêu kế toán

Các nghiên cứu tiên phong của Ball & Brown (1968) và Beaver (1968) đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm về việc lợi nhuận kế toán chứa đựng thông tin hữu ích và được phản ánh vào giá cổ phiếu, đặt nền móng cho dòng nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT. Trên cơ sở đó, các nghiên cứu tiếp theo mở rộng phạm vi phân tích sang nhiều chỉ tiêu kế toán, trong đó ba chỉ tiêu được sử dụng phổ biến nhất là lợi nhuận kế toán trên mỗi cổ phiếu (EPS), giá trị sổ sách VCSH trên mỗi cổ phiếu (BVPS) và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên mỗi cổ phiếu (CFOPS).

➤ Lợi nhuận kế toán trên mỗi cổ phiếu (EPS)

Trong giai đoạn đầu của dòng nghiên cứu, EPS được xem là chỉ tiêu trung tâm phản ánh hiệu quả hoạt động và là cơ sở quan trọng để thị trường hình thành kỳ vọng về giá trị doanh nghiệp. Các bằng chứng kinh điển cho thấy giá cổ phiếu phản ứng có hệ thống quanh thời điểm công bố lợi nhuận, qua đó khẳng định EPS chứa đựng thông

tin hữu ích và được sử dụng trong quá trình định giá. Trên cơ sở đó, Easton & Harris (1991) mở rộng cách tiếp cận khi xem xét đồng thời mức lợi nhuận và biến động lợi nhuận, nhấn mạnh vai trò của kỳ vọng thị trường trong định giá cổ phiếu.

Các nghiên cứu thực nghiệm quy mô lớn tại thị trường vốn phát triển tiếp tục khẳng định vai trò của EPS trong các mô hình định giá cổ phiếu. Collins và cộng sự (1997), với 115.154 quan sát doanh nghiệp–năm tại Mỹ trong giai đoạn 1953–1993, cho thấy EPS có khả năng giải thích đáng kể biến động giá thị trường. Tương tự, Francis & Schipper (1999) và Barth và cộng sự (2001) cũng ghi nhận EPS là một trong những chỉ tiêu kế toán có tính thích hợp cao và được sử dụng rộng rãi trong định giá doanh nghiệp trong bối cảnh thị trường vốn tương đối hiệu quả và thông tin minh bạch.

Tuy nhiên, một số nghiên cứu cho thấy tính thích hợp của EPS không ổn định theo thời gian. Brown và cộng sự (1999), dựa trên dữ liệu doanh nghiệp Mỹ giai đoạn 1958–1996, chỉ ra rằng khả năng giải thích của EPS đối với giá cổ phiếu có xu hướng suy giảm. Nguyên nhân được lý giải là do sự gia tăng vai trò của các nguồn thông tin ngoài BCTC, bao gồm dự báo của nhà phân tích, thông tin về tài sản vô hình và các chỉ tiêu phi tài chính, làm thay đổi cấu trúc thông tin mà thị trường sử dụng trong định giá.

Các bằng chứng gần đây cho thấy EPS vẫn duy trì vai trò trong định giá, song mức độ ảnh hưởng phụ thuộc vào bối cảnh thị trường. Chae & Moon (2025), với 12.048 quan sát doanh nghiệp niêm yết tại Hàn Quốc giai đoạn 2013–2023, ghi nhận EPS có tác động dương và có ý nghĩa thống kê đối với giá cổ phiếu, ngay cả trong bối cảnh kinh tế biến động. Đối với các thị trường đang phát triển, EPS vẫn giữ vai trò trong định giá nhưng mức độ giải thích thấp hơn so với các thị trường phát triển. Tại Việt Nam, Vũ Thị Bích Hà & Đặng Ngọc Hùng (2022), Nguyen & Dang (2023) cũng ghi nhận tác động dương của EPS đến giá cổ phiếu, song hệ số xác định của mô hình chỉ ở mức trung bình, phản ánh mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu còn hạn chế trong bối cảnh thị trường đang hoàn thiện và nâng cao hiệu quả thông tin.

Tổng hợp các bằng chứng thực nghiệm cho thấy EPS là chỉ tiêu kế toán cơ bản phản ánh hiệu quả hoạt động và được thị trường sử dụng trong định giá doanh nghiệp. Tuy nhiên, tính thích hợp của EPS không mang tính ổn định tuyệt đối mà phụ thuộc vào mức độ phát triển của thị trường vốn và bối cảnh kinh tế.

➤ **Giá trị sổ sách VCSH trên mỗi cổ phiếu (BVPS)**

Trên cơ sở mô hình thu nhập còn lại, Ohlson (1995) phát triển mô hình định giá cổ phiếu, trong đó giá trị thị trường của doanh nghiệp được giải thích đồng thời bởi EPS và BVPS. Theo mô hình này, EPS phản ánh kết quả hoạt động kinh doanh trong kỳ, trong khi BVPS phản ánh giá trị tài sản thuần thuộc về cổ đông tại thời điểm lập báo cáo. Hai chỉ tiêu này có tính bổ trợ và trong một số trường hợp có thể thay thế một phần cho nhau trong quá trình định giá doanh nghiệp.

Các nghiên cứu thực nghiệm tại các thị trường phát triển cung cấp bằng chứng nhất quán về vai trò kết hợp của EPS và BVPS trong việc giải thích giá cổ phiếu. Collins và cộng sự (1997) và Francis & Schipper (1999) cho thấy việc sử dụng đồng thời hai chỉ tiêu này giúp nâng cao khả năng giải thích giá cổ phiếu so với các mô hình chỉ sử dụng riêng lẻ từng chỉ tiêu kế toán.

Bằng chứng thực nghiệm dài hạn của Barth và cộng sự (2023), dựa trên dữ liệu Compustat (cơ sở dữ liệu kế toán của các doanh nghiệp niêm yết do Tập đoàn cung cấp dữ liệu và xếp hạng tín nhiệm toàn cầu S&P Global cung cấp) giai đoạn 1962–2018, tiếp tục khẳng định BVPS duy trì tính thích hợp ổn định theo thời gian, ngay cả khi vai trò của tài sản vô hình và thông tin phi tài chính ngày càng gia tăng. Kết quả này cho thấy BVPS không chỉ bổ sung thông tin cho EPS mà còn phản ánh giá trị nền tảng của doanh nghiệp trong các mô hình định giá hiện đại.

Tại các thị trường mới nổi, nhiều nghiên cứu ghi nhận BVPS có vai trò nổi bật trong những bối cảnh nhất định. Các nghiên cứu tại Kuwait và Ai Cập (Alfaraih & Alanezi, 2011; Mostafa, 2016) cho thấy BVPS có khả năng giải thích giá cổ phiếu tương đối ổn định trong môi trường thông tin chưa hoàn thiện, nơi lợi nhuận kế toán thường biến động mạnh và chịu ảnh hưởng đáng kể của các ước tính kế toán. Tại Việt Nam, các nghiên cứu của Nguyen (2010), Nguyen & Dang (2023) và Tran và cộng sự (2023) cũng ghi nhận BVPS đặc biệt hữu ích trong các giai đoạn lợi nhuận biến động lớn hoặc chất lượng lợi nhuận suy giảm.

Như vậy, BVPS là một chỉ tiêu kế toán quan trọng, bổ sung thông tin cho EPS trong quá trình định giá doanh nghiệp. Những bằng chứng lý luận và thực nghiệm này

là cơ sở cho việc sử dụng đồng thời EPS và BVPS trong mô hình định giá cổ phiếu của Ohlson (1995) nhằm đo lường tính thích hợp của TTKT trong nghiên cứu này.

➤ **Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên mỗi cổ phiếu (CFOPS)**

Bên cạnh EPS và BVPS, CFOPS được đưa vào các mô hình định giá nhằm phản ánh dòng tiền thực của doanh nghiệp và hạn chế ảnh hưởng của các ước tính kế toán mang tính dồn tích. Charitou và cộng sự (2001), dựa trên dữ liệu các doanh nghiệp niêm yết tại Anh giai đoạn 1985–1993, cho thấy việc bổ sung CFOPS giúp cải thiện khả năng giải thích biến động giá cổ phiếu, đặc biệt trong các trường hợp lợi nhuận kế toán bị chi phối bởi các khoản dồn tích.

Các nghiên cứu tiếp theo tại cả thị trường phát triển và thị trường mới nổi tiếp tục khẳng định vai trò hỗ trợ của CFOPS. Kwon (2009) tại Hàn Quốc và Dechow và cộng sự (2010) tại Mỹ cho thấy CFOPS có tính thích hợp độc lập và bổ sung thông tin cho EPS và BVPS trong các mô hình định giá. Tương tự, Mirza và cộng sự (2019) tại Malaysia ghi nhận CFOPS có vai trò nhất định trong việc giải thích biến động giá cổ phiếu tại các thị trường mới nổi.

Tuy nhiên, bằng chứng thực nghiệm về CFOPS chưa hoàn toàn nhất quán giữa các nghiên cứu. Omokhudu & Ibadin (2015) tại Nigeria ghi nhận CFOPS có tác động dương và có ý nghĩa thống kê đối với giá cổ phiếu, trong khi Mostafa (2016) tại Ai Cập không tìm thấy bằng chứng rõ ràng về vai trò của chỉ tiêu này. Sự khác biệt này được cho là bắt nguồn từ mức độ minh bạch thông tin, chất lượng BCTC và đặc điểm phát triển của thị trường vốn.

Tổng hợp các kết quả nghiên cứu cho thấy CFOPS đóng vai trò hỗ trợ quan trọng cho EPS và BVPS trong mô hình định giá. Tuy nhiên, tính thích hợp của chỉ tiêu này mang tính điều kiện, phụ thuộc vào đặc điểm thị trường và môi trường thông tin của từng quốc gia.

2.5.1.2. Nghiên cứu theo ngành, thời gian và giai đoạn kinh tế

Bên cạnh việc xem xét tính thích hợp của TTKT thông qua từng chỉ tiêu kế toán, một hướng nghiên cứu quan trọng trong kế toán – tài chính thực nghiệm là phân tích sự khác biệt về tính thích hợp theo đặc điểm ngành, theo thời gian và theo các giai đoạn kinh tế. Hướng tiếp cận này xuất phát từ quan điểm cho rằng khả năng phản ánh của

TTKT vào giá cổ phiếu không mang tính bất biến mà chịu tác động của đặc điểm hoạt động doanh nghiệp, cơ cấu tài sản, mức độ bất định của môi trường kinh doanh cũng như sự phát triển của thị trường vốn. Do đó, cùng một chỉ tiêu kế toán nhưng mức độ được nhà đầu tư sử dụng trong định giá doanh nghiệp có thể khác nhau giữa các ngành, giữa các thời kỳ và giữa các bối cảnh kinh tế khác nhau.

➤ **Theo ngành**

Các nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT theo ngành nhấn mạnh rằng vai trò của các chỉ tiêu kế toán phụ thuộc vào đặc điểm hoạt động, mức độ thâm dụng tài sản hữu hình – vô hình và tính ổn định của dòng tiền trong từng lĩnh vực. Lev (1989), dựa trên dữ liệu doanh nghiệp niêm yết tại Mỹ giai đoạn cuối thập niên 1970 – đầu thập niên 1980, chỉ ra rằng trong các ngành đổi mới nhanh và thâm dụng tài sản vô hình, EPS suy giảm khả năng giải thích giá cổ phiếu, trong khi BVPS và CFOPS duy trì vai trò ổn định hơn.

Sự khác biệt này được lý giải bởi đặc điểm kinh tế của từng ngành. Đối với các ngành thâm dụng tài sản hữu hình như sản xuất, xây dựng hoặc tiện ích công cộng, giá trị sổ sách thường phản ánh khá đầy đủ năng lực tạo lợi ích kinh tế trong tương lai, do đó BVPS có xu hướng mang tính thích hợp cao. Ngược lại, tại các ngành công nghệ, dịch vụ hoặc các ngành thâm dụng tài sản vô hình, phần lớn giá trị doanh nghiệp đến từ tri thức, thương hiệu, dữ liệu và năng lực đổi mới nhưng chưa được ghi nhận đầy đủ trên BCTC theo nguyên tắc kế toán hiện hành, khiến khả năng phản ánh của BVPS và thậm chí EPS suy giảm. Trong khi đó, đối với các ngành có chu kỳ đầu tư dài hoặc dòng tiền biến động mạnh, thông tin về dòng tiền từ hoạt động kinh doanh thường được nhà đầu tư quan tâm nhiều hơn do phản ánh trực tiếp khả năng thanh khoản và năng lực tạo tiền của doanh nghiệp.

Mở rộng hướng tiếp cận này, Dontoh và cộng sự (2004) với dữ liệu doanh nghiệp niêm yết tại Mỹ giai đoạn 1983–2000 cho thấy EPS có tính thích hợp thấp trong các ngành đổi mới nhanh, trong khi BVPS và CFOPS đóng vai trò chủ đạo trong các ngành sản xuất và tài chính – nơi có cấu trúc tài sản hữu hình lớn và dòng tiền ổn định. Kwon (2009) tại Hàn Quốc cũng ghi nhận xu hướng tương tự, khi BVPS

và CFOPS có khả năng giải thích giá cổ phiếu cao hơn EPS trong các ngành thâm dụng tài sản, trong khi EPS suy giảm vai trò trong các ngành công nghệ và dịch vụ. Tương tự, Shamki & Bamahros (2016) tại Jordan cho thấy EPS ít phản ánh giá cổ phiếu trong các ngành có biến động kinh tế cao, trong khi các chỉ tiêu liên quan đến dòng tiền và giá trị sổ sách vẫn duy trì giá trị thông tin.

Các bằng chứng tại Việt Nam phù hợp với xu hướng quốc tế. Nguyen & Dang (2023) cho thấy EPS có vai trò nổi bật hơn trong các ngành ổn định như ngân hàng và tiện ích, trong khi BVPS và CFOPS duy trì tính thích hợp cao trong các ngành thâm dụng vốn và phụ thuộc dòng tiền. Lê Thị Loan và cộng sự (2025) trong nghiên cứu ngành thủy sản xuất khẩu cũng cho thấy đặc điểm chu kỳ sản xuất và dòng tiền đặc thù làm gia tăng vai trò của BVPS và CFOPS, trong khi EPS ít phản ánh biến động giá cổ phiếu.

Tổng hợp các bằng chứng thực nghiệm cho thấy tính thích hợp của TTKT phân hóa rõ rệt theo ngành. EPS có vai trò nổi trội trong các ngành ổn định, trong khi BVPS và CFOPS đóng vai trò quan trọng hơn trong các ngành thâm dụng tài sản hoặc phụ thuộc dòng tiền. Điều này phản ánh cách thị trường chuyển hóa TTKT thành tín hiệu giá trị doanh nghiệp, đồng thời khẳng định đặc thù ngành là nhân tố quan trọng chi phối tính thích hợp của các chỉ tiêu kế toán.

➤ Theo thời gian

Theo thời gian, môi trường kinh doanh và cấu trúc tạo giá trị của doanh nghiệp có nhiều thay đổi do sự phát triển của công nghệ, quá trình số hóa và sự gia tăng của tài sản vô hình. Những thay đổi này làm cho mối quan hệ giữa TTKT và giá cổ phiếu không còn ổn định, dẫn đến sự thay đổi về vai trò tương đối của các chỉ tiêu kế toán trong mô hình định giá.

Các nghiên cứu phân tích tính thích hợp của TTKT theo thời gian, chủ yếu dựa trên dữ liệu chuỗi dài tại các thị trường phát triển, cho thấy tính thích hợp của các chỉ tiêu kế toán mang tính động và thay đổi cùng sự phát triển của thị trường vốn và cơ cấu doanh nghiệp. Collins và cộng sự (1997) cho thấy khả năng giải thích của EPS

có xu hướng giảm theo thời gian, trong khi BVPS duy trì mức độ ổn định và ngày càng đóng vai trò quan trọng hơn trong các mô hình định giá.

Các nghiên cứu tiếp theo của Brown và cộng sự (1999) và Lev & Zarowin (1999) cung cấp bằng chứng cho thấy sự gia tăng của thông tin phi kế toán, tài sản vô hình và đổi mới công nghệ đã làm thay đổi vai trò tương đối của các chỉ tiêu kế toán truyền thống trong định giá doanh nghiệp. Tuy nhiên, Barth và cộng sự (2001) cho thấy trong môi trường có chất lượng ghi nhận và trình bày kế toán cao, EPS và BVPS vẫn duy trì tính thích hợp đáng kể, hàm ý rằng xu hướng suy giảm không mang tính tất yếu mà phụ thuộc vào bối cảnh thể chế và chất lượng thông tin.

Các bằng chứng gần đây tại các thị trường mới nổi tiếp tục mở rộng cách tiếp cận này. Khaldi & Hamamaé (2024) cho thấy tính thích hợp của TTKT biến động theo chu kỳ kinh tế: EPS thường có vai trò nổi trội trong giai đoạn tăng trưởng, trong khi BVPS và dòng tiền trở nên quan trọng hơn trong các giai đoạn suy giảm hoặc bất ổn kinh tế.

Như vậy, tính thích hợp của TTKT không ổn định theo thời gian mà thay đổi cùng sự phát triển của thị trường vốn, sự gia tăng của thông tin phi kế toán và bối cảnh kinh tế vĩ mô theo từng giai đoạn.

➤ **Theo giai đoạn kinh tế (trước – trong – sau COVID-19)**

Các nghiên cứu thực nghiệm sử dụng mô hình định giá cổ phiếu dựa trên TTKT cho thấy tính thích hợp của TTKT không mang tính ổn định mà có xu hướng biến động theo chu kỳ kinh tế và mức độ bất định của môi trường vĩ mô. Sự thay đổi này phản ánh việc nhà đầu tư điều chỉnh mức độ sử dụng các TTKT trong định giá doanh nghiệp khi điều kiện kinh tế thay đổi, làm cho vai trò của các chỉ tiêu như EPS, BVPS và CFOPS cũng thay đổi theo từng giai đoạn.

Trước COVID-19, phần lớn bằng chứng tại các thị trường vốn ghi nhận tính thích hợp tương đối ổn định của TTKT, trong đó EPS thường là chỉ tiêu có khả năng giải thích giá cổ phiếu cao nhất, phản ánh vai trò trung tâm của thông tin lợi nhuận trong môi trường kinh tế tương đối ổn định (Dechow và cộng sự, 2010). Khi hoạt động sản xuất kinh doanh diễn ra bình thường và triển vọng doanh nghiệp ít chịu tác

động bởi các cú sốc bên ngoài, nhà đầu tư có xu hướng sử dụng thông tin lợi nhuận như tín hiệu quan trọng để dự báo khả năng tạo lợi nhuận và dòng tiền trong tương lai.

Trong giai đoạn COVID-19, nhiều nghiên cứu ghi nhận sự suy giảm đáng kể của hệ số xác định (R^2) trong các mô hình định giá, phản ánh mức độ giảm sút khả năng giải thích của các chỉ tiêu kế toán đối với giá cổ phiếu. Điều này có thể được lý giải bởi việc trong giai đoạn khủng hoảng, kỳ vọng của nhà đầu tư chịu ảnh hưởng nhiều hơn bởi các yếu tố vĩ mô, các chính sách hỗ trợ của Chính phủ, mức độ bất định và triển vọng phục hồi của nền kinh tế hơn là kết quả kinh doanh hiện tại của doanh nghiệp. Vì vậy, mức độ phản ánh của TTKT vào giá cổ phiếu có xu hướng suy giảm. Thực tế, nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng mức độ bất định gia tăng, gián đoạn chuỗi cung ứng và biến động dòng tiền đã làm suy yếu vai trò của lợi nhuận kế toán trong định giá doanh nghiệp (Ali, 2023; Belesis và cộng sự, 2022). Trong bối cảnh này, vai trò của EPS suy yếu rõ rệt, trong khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và các chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh khoản có xu hướng duy trì tính thích hợp tốt hơn do cung cấp thông tin trực tiếp về năng lực tạo tiền và khả năng duy trì hoạt động của doanh nghiệp (Kim và cộng sự, 2025).

Sau COVID-19, các nghiên cứu gần đây cho thấy tính thích hợp của TTKT có xu hướng phục hồi khi mức độ bất định giảm dần và hoạt động kinh doanh từng bước ổn định trở lại (Ofor, 2022). Tuy nhiên, sự phục hồi này không diễn ra đồng đều giữa các ngành. Các ngành chịu ảnh hưởng kéo dài của đại dịch như du lịch, vận tải và bất động sản có tốc độ phục hồi về hiệu quả hoạt động và dòng tiền chậm hơn, khiến mức độ phản ánh của TTKT vào giá cổ phiếu tiếp tục bị hạn chế. Ngược lại, các ngành phục hồi nhanh hơn hoặc ít chịu tác động của đại dịch ghi nhận sự cải thiện rõ rệt về tính thích hợp của các chỉ tiêu kế toán trong mô hình định giá (Hoang & Nguyen, 2024).

Tóm lại, các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy tính thích hợp của TTKT chịu ảnh hưởng đáng kể bởi bối cảnh kinh tế vĩ mô và có sự thay đổi rõ rệt giữa giai đoạn trước, trong và sau COVID-19. Những bằng chứng này khẳng định rằng khả năng phản ánh của TTKT đối với giá cổ phiếu không mang tính bất biến mà phụ thuộc vào mức độ ổn định của môi trường kinh tế và kỳ vọng của nhà đầu tư. Do đó, việc đánh

giá tính thích hợp của TTKT cần được thực hiện trong các bối cảnh kinh tế cụ thể, đặc biệt tại các thị trường đang phát triển như Việt Nam, nơi chất lượng thông tin, mức độ phát triển của thị trường vốn và khả năng chống chịu trước các cú sốc kinh tế còn có sự khác biệt đáng kể.

Các nghiên cứu tiêu biểu về tính thích hợp của TTKT trên BCTC được tổng hợp tại **Phụ lục 2.3**, qua đó làm rõ vai trò của các chỉ tiêu kế toán như EPS, BVPS và CFOPS trong việc giải thích giá cổ phiếu trong các bối cảnh ngành, thời gian và điều kiện kinh tế khác nhau.

2.5.2. Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính

2.5.2.1. Cơ sở lựa chọn và phân loại các nhân tố ảnh hưởng

Tính thích hợp của TTKT không chỉ phản ánh đặc điểm nội tại của các chỉ tiêu kế toán mà còn chịu ảnh hưởng của các yếu tố liên quan đến đặc điểm doanh nghiệp, cơ chế quản trị và điều kiện thị trường. Trên cơ sở lý thuyết thông tin bất cân xứng và lý thuyết đại diện, TTKT được xem là kết quả tổng hợp của quá trình lập, công bố và tiếp nhận thông tin trên thị trường vốn.

Trong nghiên cứu thực nghiệm, nhiều công trình trước đây đưa đồng thời các biến kế toán và các biến đặc trưng doanh nghiệp hoặc thị trường vào cùng mô hình định giá cổ phiếu (Barth và cộng sự, 2001; Collins và cộng sự, 1997). Tuy nhiên, cách tiếp cận này chưa làm rõ ranh giới giữa đo lường tính thích hợp của TTKT và phân tích các nhân tố ảnh hưởng, đồng thời có thể làm phát sinh hiện tượng chồng lấn và tương tác giữa các biến trong mô hình.

Do đó, luận án lựa chọn cách tiếp cận tách biệt hai giai đoạn: (i) đo lường tính thích hợp của TTKT thông qua mô hình định giá cổ phiếu (R^2 hoặc R^2 điều chỉnh); và (ii) sử dụng kết quả này làm biến phụ thuộc để phân tích các nhân tố ảnh hưởng. Cách tiếp cận này giúp tăng tính minh bạch phương pháp và khả năng diễn giải kết quả thực nghiệm (Holthausen & Watts, 2001).

Trên cơ sở đó, việc lựa chọn các nhân tố ảnh hưởng được thực hiện theo hướng có chọn lọc, có cơ sở lý thuyết và phù hợp với bối cảnh TTCK Việt Nam, thay vì mở

rộng toàn bộ các biến có thể quan sát trong quản trị doanh nghiệp. Cụ thể, việc lựa chọn tuân theo ba nguyên tắc:

- **Một là**, cơ sở lý thuyết rõ ràng dựa trên lý thuyết thông tin bất cân xứng và lý thuyết đại diện, bảo đảm mỗi nhân tố đều có kênh tác động đến quá trình hình thành, công bố hoặc sử dụng TTKT;

- **Hai là**, phù hợp với đặc thù TTCK Việt Nam, nơi tồn tại bất cân xứng thông tin cao, chất lượng công bố chưa đồng đều, vai trò chi phối của sở hữu Nhà nước, mức độ khác biệt lớn về quản trị doanh nghiệp và hiệu quả thị trường chưa hoàn thiện;

- **Ba là**, tính khả thi và đại diện trong đo lường thực nghiệm, ưu tiên các biến có dữ liệu đầy đủ, ổn định và được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu trước.

Trên cơ sở các nguyên tắc này, các nhóm nhân tố được lựa chọn không nhằm bao quát toàn bộ các biến quản trị có thể quan sát, mà tập trung vào các biến đại diện cho các cơ chế tác động chính đến tính thích hợp của TTKT như sau:

(i) Đặc điểm kinh tế – tài chính: Nhóm này phản ánh nền tảng hoạt động, rủi ro và năng lực tạo lợi nhuận của doanh nghiệp thông qua các chỉ tiêu như quy mô, đòn bẩy tài chính, khả năng sinh lời và tốc độ tăng trưởng. Đây là các yếu tố cốt lõi trong mô hình định giá cổ phiếu, có ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng TTKT giải thích giá trị doanh nghiệp (Barth và cộng sự, 2001; Collins và cộng sự, 1997; Francis & Schipper, 1999). Các biến được lựa chọn đại diện cho nhóm này nhằm phản ánh tổng quát sức khỏe tài chính và mức độ rủi ro hệ thống của doanh nghiệp.

(ii) Cơ cấu sở hữu: Nhóm này phản ánh cơ chế giám sát từ chủ sở hữu và mức độ bất cân xứng thông tin. Luận án tập trung vào sở hữu Nhà nước và sở hữu nước ngoài thay vì phân tách chi tiết theo sở hữu tổ chức, cá nhân hay nội bộ, do các dạng sở hữu này thường có sự chồng lấn về vai trò giám sát, khó bảo đảm tính nhất quán dữ liệu và dễ làm gia tăng đa cộng tuyến. Hai dạng sở hữu được lựa chọn có tính đặc thù cao trong bối cảnh Việt Nam, đồng thời thể hiện rõ sự khác biệt về động cơ giám sát, minh bạch thông tin và mức độ tiếp cận thị trường vốn (Bushman & Smith, 2001; Claessens và cộng sự, 2002).

(iii) Đặc điểm HĐQT: Nhóm này phản ánh cơ chế giám sát nội bộ và hiệu quả quản trị doanh nghiệp. Luận án lựa chọn quy mô HĐQT và tần suất họp HĐQT thay vì các biến chi tiết như tỷ lệ nữ, trình độ chuyên môn hay mức độ độc lập, do các biến chi tiết này có hạn chế về tính đầy đủ dữ liệu và mức độ nhất quán giữa các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Đồng thời, hai biến được lựa chọn có khả năng phản ánh tốt cường độ giám sát và mức độ hoạt động thực chất của HĐQT, phù hợp với mục tiêu nghiên cứu và bảo đảm tính so sánh giữa các doanh nghiệp.

(iv) Đặc điểm kiểm toán: Nhóm này phản ánh cơ chế xác nhận độc lập nhằm nâng cao độ tin cậy của TTKT. Luận án sử dụng các biến như chất lượng kiểm toán và thời gian công bố báo cáo kiểm toán, vì đây là hai yếu tố có ảnh hưởng trực tiếp đến mức độ đáng tin cậy và tính kịp thời của thông tin tài chính, từ đó tác động đến khả năng TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu (Barth và cộng sự, 2001; Dang và cộng sự, 2019).

(v) Đặc điểm giao dịch cổ phiếu: Nhóm này phản ánh mức độ hấp thụ và phản ứng của thị trường đối với TTKT. Các biến như tính thanh khoản và tần suất giao dịch được lựa chọn vì chúng đại diện cho mức độ hoạt động của thị trường và khả năng chuyển hóa thông tin công bố thành biến động giá cổ phiếu (Duong, 2023; Xu và cộng sự, 2023).

Tổng thể, việc lựa chọn các nhóm nhân tố trong luận án được thực hiện trên cơ sở kết hợp giữa nền tảng lý thuyết vững chắc, đặc thù của TTCK Việt Nam và yêu cầu khả thi trong đo lường thực nghiệm. Cách tiếp cận này bảo đảm mô hình nghiên cứu vừa có tính bao quát về mặt lý luận, vừa duy trì được tính gọn, nhất quán và khả năng kiểm định trong phân tích định lượng.

Trên cơ sở đó, phần tiếp theo của luận án sẽ tổng hợp các bằng chứng thực nghiệm trong và ngoài nước theo từng nhóm nhân tố, nhằm làm rõ cơ chế tác động và mức độ ảnh hưởng của từng yếu tố đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

2.5.2.2. Đặc điểm kinh tế – tài chính của doanh nghiệp

Các đặc điểm kinh tế – tài chính của doanh nghiệp được xem là nguồn thông tin quan trọng giúp giảm bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và nhà đầu tư (Akerlof, 1970). Trong điều kiện nhà đầu tư không thể quan sát đầy đủ thông tin nội bộ, các chỉ tiêu như quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, tốc độ tăng trưởng và

khả năng sinh lời đóng vai trò như các tín hiệu kinh tế phản ánh mức độ rủi ro, minh bạch và triển vọng giá trị doanh nghiệp. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy các đặc điểm này có liên quan đến mức độ TTKT được thị trường phản ánh vào giá cổ phiếu, tuy nhiên, mức độ và chiều hướng tác động có thể khác nhau tùy thuộc vào bối cảnh thị trường, cơ chế giám sát và đặc điểm ngành.

(i) Quy mô doanh nghiệp

Quy mô doanh nghiệp là một trong những đặc điểm kinh tế – tài chính được nghiên cứu sớm và phổ biến trong các nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT, do gắn liền với mức độ ổn định hoạt động, khả năng tiếp cận nguồn lực và cường độ công bố thông tin trên thị trường vốn. Trong các mô hình định giá cổ phiếu, quy mô doanh nghiệp thường được sử dụng để phân nhóm doanh nghiệp nhằm xem xét sự khác biệt trong mức độ TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu.

Các nghiên cứu nền tảng tại thị trường phát triển cho thấy TTKT có khả năng giải thích đáng kể biến động giá cổ phiếu, đặc biệt ở các doanh nghiệp có quy mô lớn và hoạt động ổn định (Ball & Brown, 1968; Beaver, 1968). Trên mẫu doanh nghiệp niêm yết tại Mỹ, Collins và cộng sự (1997) cho thấy các đặc điểm doanh nghiệp, trong đó có quy mô, góp phần giải thích sự khác biệt trong mức độ phản ánh của lợi nhuận và giá trị sổ sách vào giá cổ phiếu. Các bằng chứng thực nghiệm tại Úc (Habib & Azim, 2008), Nigeria (Chukwu và cộng sự, 2019) và Việt Nam (Dang và cộng sự, 2019) nhìn chung cũng cho thấy TTKT của các doanh nghiệp quy mô lớn có xu hướng được phản ánh đầy đủ và ổn định hơn vào giá cổ phiếu, đặc biệt trong bối cảnh thị trường đang phát triển với mức độ bất cân xứng thông tin cao.

Tuy nhiên, một số nghiên cứu cho rằng tác động của quy mô doanh nghiệp đến tính thích hợp của TTKT không mang tính nhất quán. Dontoh và cộng sự (2004) lập luận rằng ở các doanh nghiệp lớn có mức độ theo dõi cao, sự gia tăng của các nguồn thông tin ngoài kế toán có thể làm giảm vai trò tương đối của các chỉ tiêu kế toán trong mô hình định giá. Tương tự, Francis & Schipper (1999) và Lev & Zarowin (1999) ghi nhận xu hướng suy giảm giá trị thông tin của lợi nhuận kế toán theo thời gian trên các thị trường vốn phát triển, nơi doanh nghiệp quy mô lớn thường có mức độ bao phủ thông tin cao. Trong bối cảnh các thị trường mới nổi, Ali & Hwang (2000) cho thấy tác

động của quy mô doanh nghiệp đến tính thích hợp của TTKT phụ thuộc đáng kể vào hệ thống kế toán và môi trường thể chế, thay vì thể hiện một chiều tác động thống quán.

Các nghiên cứu gần đây tiếp cận theo hướng điều kiện hóa, cho rằng quy mô doanh nghiệp chủ yếu đóng vai trò điều tiết trong mối quan hệ giữa TTKT và giá cổ phiếu, với mức độ và chiều hướng tác động thay đổi theo ngành, cấu trúc tài chính và môi trường thông tin (Alabdulkarim và cộng sự, 2024; Taufiq và cộng sự, 2025).

(ii) Đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính phản ánh mức độ sử dụng nợ trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp, qua đó gắn liền với rủi ro tài chính, áp lực giám sát từ chủ nợ và mức độ thận trọng của nhà đầu tư khi đánh giá TTKT. Trong các nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT, đòn bẩy tài chính thường được xem là nhân tố có khả năng ảnh hưởng đến cách thức thị trường tiếp nhận và phản ánh TTKT.

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm tại các thị trường vốn phát triển cho thấy đòn bẩy tài chính có xu hướng làm giảm tính thích hợp của TTKT. Trên mẫu doanh nghiệp Mỹ, Collins và cộng sự (1997) cùng Francis & Schipper (1999) ghi nhận rằng ở các doanh nghiệp có mức nợ cao, khả năng giải thích của lợi nhuận kế toán đối với biến động giá cổ phiếu có xu hướng suy giảm. Kết quả tương tự cũng được tìm thấy trong các bối cảnh có mức độ rủi ro cao hoặc chất lượng thông tin hạn chế, khi nhà đầu tư có xu hướng thận trọng hơn trong việc sử dụng TTKT để định giá doanh nghiệp (Alsharairi, 2012; Habib, 2008).

Ngược lại, một số nghiên cứu cho thấy trong môi trường có cơ chế giám sát hiệu quả và chất lượng công bố thông tin cao, đòn bẩy tài chính có thể góp phần nâng cao độ tin cậy của TTKT. Anderson và cộng sự (2004) cho rằng áp lực giám sát từ chủ nợ có thể hạn chế hành vi quản trị lợi nhuận, từ đó cải thiện mức độ phản ánh của các chỉ tiêu kế toán vào giá cổ phiếu. Bằng chứng tại Việt Nam cũng cho thấy tác động của đòn bẩy tài chính đến tính thích hợp của TTKT phụ thuộc đáng kể vào bối cảnh quản trị và chất lượng kiểm toán của doanh nghiệp (Dang và cộng sự, 2019).

Các nghiên cứu gần đây tiếp cận theo hướng tương tác cho thấy ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính không tồn tại độc lập mà phụ thuộc vào các đặc điểm doanh nghiệp khác. Alabdulkarim và cộng sự (2024) chỉ ra rằng đòn bẩy tài chính có sự

tương tác với quy mô doanh nghiệp, dẫn đến sự khác biệt trong phản ứng của thị trường đối với TTKT giữa các nhóm doanh nghiệp. Tương tự, Taufiq và cộng sự (2025) cho thấy tác động của cấu trúc vốn đến giá trị thị trường và tính thích hợp của TTKT thay đổi theo ngành nghề, mức độ tăng trưởng và rủi ro tài chính.

Tổng hợp các bằng chứng cho thấy tác động của đòn bẩy tài chính đến tính thích hợp của TTKT không mang tính tuyến tính, mà phụ thuộc đáng kể vào đặc điểm doanh nghiệp và bối cảnh thị trường.

(iii) Tốc độ tăng trưởng

Tốc độ tăng trưởng phản ánh mức độ mở rộng hoạt động và tính biến động trong kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, qua đó ảnh hưởng đến khả năng dự báo và mức độ TTKT được thị trường phản ánh vào giá cổ phiếu. Trong các nghiên cứu thực nghiệm, doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao thường đi kèm với mức độ rủi ro và biến động lợi nhuận lớn hơn.

Các bằng chứng nền tảng cho thấy tốc độ tăng trưởng cao có xu hướng làm suy giảm tính thích hợp của TTKT. Sloan (1996), trên mẫu doanh nghiệp niêm yết tại Mỹ, chỉ ra rằng các doanh nghiệp tăng trưởng cao thường có tỷ trọng các khoản dồn tích lớn, làm giảm tính bền vững của lợi nhuận và hạn chế khả năng dự báo đối với giá cổ phiếu. Dechow & Schrand (2004) tiếp tục nhấn mạnh rằng doanh nghiệp tăng trưởng nhanh có xu hướng gia tăng hành vi quản trị lợi nhuận, từ đó làm suy yếu mức độ lợi nhuận kế toán được sử dụng trong định giá. Biddle và cộng sự (2009) cũng ghi nhận rằng lợi nhuận của nhóm doanh nghiệp này thường kém ổn định, hàm ý giá trị thông tin của TTKT trong quyết định đầu tư có thể bị hạn chế.

Các nghiên cứu tại các thị trường mới nổi cung cấp bằng chứng tương đồng. Chukwu và cộng sự (2019), trong bối cảnh Nigeria cho thấy ở các doanh nghiệp tăng trưởng cao, mức độ TTKT được thị trường sử dụng trong định giá có xu hướng giảm, chủ yếu do rủi ro kinh doanh và biến động lợi nhuận gia tăng. Tại Việt Nam, Pham & Nguyen (2021) dựa trên dữ liệu các doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2011–2019 cũng cho thấy tốc độ tăng trưởng có liên quan tiêu cực đến chất lượng lợi nhuận, qua

đó làm giảm khả năng giải thích của các mô hình định giá dựa trên TTKT, thể hiện qua hệ số xác định (R^2) thấp hơn.

(iv) Khả năng sinh lời

Khả năng sinh lời là một trong những chỉ tiêu kế toán cốt lõi trong các mô hình định giá cổ phiếu, phản ánh hiệu quả hoạt động và triển vọng tạo giá trị của doanh nghiệp. Trong bối cảnh thông tin bất cân xứng, các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao thường được kỳ vọng cung cấp tín hiệu rõ ràng hơn cho thị trường, qua đó làm gia tăng mức độ TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu.

Các nghiên cứu nền tảng khẳng định vai trò của lợi nhuận trong việc giải thích biến động giá cổ phiếu, đặc biệt đối với các doanh nghiệp có kết quả kinh doanh dương và tương đối ổn định (Ball & Brown, 1968; Beaver, 1968). Easton & Harris (1991) cho thấy mức độ lợi nhuận kế toán được thị trường phản ánh vào giá cổ phiếu rõ rệt hơn trong nhóm doanh nghiệp có lợi nhuận ổn định và bền vững. Các nghiên cứu tiếp theo tại Mỹ và Úc cũng ghi nhận rằng các chỉ tiêu như EPS và BVPS có khả năng giải thích giá cổ phiếu tốt hơn khi doanh nghiệp đạt mức sinh lời cao và hiệu quả hoạt động ổn định (Chalmers và cộng sự, 2011; Chen và cộng sự, 2001).

Các nghiên cứu tại các thị trường đang phát triển, trong đó có Việt Nam, nhìn chung củng cố vai trò tích cực của khả năng sinh lời đối với tính thích hợp của TTKT (Dang và cộng sự, 2019; Habib, 2008). Trong các giai đoạn biến động kinh tế, Ali (2023) cho thấy mức độ phản ánh lợi nhuận vào giá cổ phiếu phụ thuộc đáng kể vào tình trạng suy giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, qua đó hàm ý rằng tác động của khả năng sinh lời đến tính thích hợp của TTKT không mang tính ổn định tuyệt đối mà chịu ảnh hưởng bởi bối cảnh kinh tế.

Tuy nhiên, một số nghiên cứu cho rằng khả năng sinh lời cao không nhất thiết đồng nghĩa với chất lượng TTKT cao. Ghosh và cộng sự (2005) cùng Perotti & Wagenhofer (2014) chỉ ra rằng khi lợi nhuận đi kèm với biến động lớn hoặc tỷ trọng các khoản dồn tích bất thường cao, chất lượng lợi nhuận có thể suy giảm, làm giảm khả năng dự báo và hạn chế vai trò giải thích của TTKT đối với giá cổ phiếu, đặc biệt trong các doanh nghiệp tăng trưởng nhanh hoặc môi trường thông tin chưa minh bạch.

Nhìn chung, nhóm đặc điểm kinh tế – tài chính là nhóm nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT. Quy mô doanh nghiệp và khả năng sinh lời thường có tác động tích cực, giúp TTKT được thị trường phản ánh ổn định hơn. Đòn bẩy tài chính thể hiện tác động hai chiều tùy thuộc vào mức độ rủi ro và cơ chế giám sát, trong khi tốc độ tăng trưởng có xu hướng làm giảm tính thích hợp do gia tăng biến động lợi nhuận. Nhìn chung, các tác động này mang tính điều kiện, phụ thuộc vào đặc điểm ngành, thể chế và môi trường thông tin của từng thị trường.

2.5.2.3. Cơ cấu sở hữu

Cơ cấu sở hữu phản ánh cách thức phân bổ quyền kiểm soát và lợi ích kinh tế giữa các nhóm cổ đông, từ đó ảnh hưởng đến động cơ quản trị, cường độ giám sát và mức độ minh bạch trong cung cấp thông tin của doanh nghiệp. Trong các nghiên cứu thực chứng, nhân tố này thường được xem xét thông qua các hình thức sở hữu đặc thù, tiêu biểu là sở hữu Nhà nước và sở hữu nước ngoài, với tác động phụ thuộc đáng kể vào bối cảnh thể chế và cơ chế quản trị doanh nghiệp.

(i) Sở hữu Nhà nước

Các nghiên cứu tổng quan về doanh nghiệp có vốn Nhà nước cho thấy loại hình sở hữu này thường gắn với các mục tiêu đa chiều, không chỉ tập trung vào tối đa hóa giá trị cổ đông mà còn bao gồm các mục tiêu chính trị – xã hội và ổn định kinh tế vĩ mô. Trên cơ sở tổng hợp bằng chứng quốc tế, Megginson & Netter (2001) cho rằng những đặc điểm này có thể làm giảm hiệu quả hoạt động và mức độ minh bạch thông tin, qua đó ảnh hưởng đến vai trò thông tin của các chỉ tiêu kế toán trong định giá thị trường.

Tuy nhiên, các bằng chứng thực nghiệm cho thấy tác động của sở hữu Nhà nước không mang tính đồng nhất. Faccio (2002) và Haniffa & Cooke (2005), nghiên cứu trên mẫu doanh nghiệp tại châu Âu và châu Á, chỉ ra rằng trong những môi trường thể chế tương đối phát triển và cơ chế quản trị hiệu quả, doanh nghiệp có vốn Nhà nước vẫn có động cơ duy trì mức độ công bố thông tin nhằm bảo vệ uy tín và tính chính danh. Điều này hàm ý rằng sở hữu Nhà nước không nhất thiết làm suy giảm chất lượng TTKT, mà tác động của nó phụ thuộc đáng kể vào cơ chế giám sát và quản trị đi kèm.

Wang và cộng sự (2008) cũng nhấn mạnh vai trò của cơ chế quản trị nội bộ trong việc hạn chế các ảnh hưởng tiêu cực của sở hữu Nhà nước đối với chất lượng TTKT.

Trong các thị trường mới nổi, mối quan hệ giữa sở hữu Nhà nước và vai trò thông tin của TTKT thể hiện rõ tính điều kiện. La Porta và cộng sự (2002) cho thấy tác động của sở hữu Nhà nước phụ thuộc đáng kể vào mức độ bảo vệ nhà đầu tư và chất lượng thể chế. Tại Trung Quốc, Chen và cộng sự (2009) phát hiện rằng tỷ lệ sở hữu Nhà nước cao làm suy giảm mức độ phản ánh lợi nhuận kế toán vào giá cổ phiếu, hàm ý TTKT được thị trường sử dụng hạn chế hơn trong định giá doanh nghiệp.

Tại Việt Nam, các bằng chứng thực nghiệm cũng chưa thống nhất. Nguyen và cộng sự (2021) cho thấy tỷ lệ sở hữu Nhà nước cao gắn với gia tăng hành vi quản trị lợi nhuận, qua đó làm suy giảm khả năng phản ánh giá trị kinh tế của TTKT. Ngược lại, Nguyen & Vo (2022) chỉ ra rằng trong các doanh nghiệp có cơ chế quản trị hiệu quả, đặc biệt với mức độ độc lập của HĐQT cao và chất lượng kiểm toán tốt, tác động tiêu cực của sở hữu Nhà nước đối với tính thích hợp của TTKT có thể được hạn chế.

(ii) Sở hữu nước ngoài

Sở hữu nước ngoài thường được xem là một cơ chế giám sát bên ngoài quan trọng, đặc biệt tại các thị trường mới nổi, nơi mức độ bất cân xứng thông tin và mức độ bảo vệ nhà đầu tư còn hạn chế. Sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài không chỉ bổ sung nguồn vốn mà còn tạo áp lực nâng cao kỷ luật thị trường, từ đó tác động đến chất lượng thông tin tài chính và mức độ TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu.

Các nghiên cứu nền tảng tại châu Á cung cấp bằng chứng tương đối nhất quán về vai trò tích cực của sở hữu nước ngoài. Fan & Wong (2002), nghiên cứu trên các doanh nghiệp Đông Á, cho thấy sự hiện diện của nhà đầu tư nước ngoài góp phần nâng cao giá trị thông tin của lợi nhuận kế toán thông qua việc thúc đẩy minh bạch và hạn chế hành vi chiếm đoạt của cổ đông kiểm soát. Mitton (2002), trong bối cảnh khủng hoảng tài chính châu Á, cũng ghi nhận rằng tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao gắn liền với mức độ phản ánh thông tin tài chính tốt hơn vào giá cổ phiếu, chủ yếu thông qua cải thiện cơ chế quản trị doanh nghiệp.

Các nghiên cứu tiếp theo làm rõ hơn cơ chế tác động này. Claessens và cộng sự (2002) và Al Farooque và cộng sự (2007) cho thấy sở hữu nước ngoài thúc đẩy tuân thủ CMKT và hạn chế hành vi quản trị lợi nhuận. Ở phạm vi rộng hơn, Giannetti và cộng sự (2015) ghi nhận rằng dòng vốn nước ngoài tạo ra áp lực giám sát mạnh hơn đối với doanh nghiệp, qua đó góp phần nâng cao độ tin cậy của BCTC và tăng mức độ TTKT được sử dụng trong các mô hình định giá.

Tại Việt Nam, các bằng chứng thực nghiệm nhìn chung phù hợp với các kết quả nghiên cứu quốc tế, khi đều ghi nhận vai trò tích cực của sở hữu nước ngoài đối với chất lượng thông tin và mức độ phản ánh của TTKT. Le & Phan (2017) cho thấy nhà đầu tư nước ngoài góp phần tăng cường kỷ luật thị trường và cải thiện chất lượng thông tin tài chính. Vo & Chu (2019) cũng chứng minh rằng sở hữu nước ngoài giúp nâng cao chất lượng lợi nhuận, từ đó làm gia tăng mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu. Tuy nhiên, các tác động tích cực này không hoàn toàn đồng nhất, mà có thể suy yếu trong bối cảnh khung pháp lý chưa hoàn thiện hoặc khi tỷ lệ sở hữu nước ngoài chưa đủ lớn để tạo ảnh hưởng đáng kể đến cơ chế quản trị doanh nghiệp.

Tổng hợp các bằng chứng thực nghiệm cho thấy cơ cấu sở hữu đóng vai trò quan trọng trong việc định hình chất lượng thông tin và mức độ TTKT được thị trường khai thác trong quá trình định giá cổ phiếu. Trong nhiều bối cảnh thể chế còn hạn chế, sở hữu Nhà nước thường gắn với sự suy giảm giá trị thông tin của TTKT; tuy nhiên, tác động này mang tính điều kiện và có thể được cải thiện thông qua các cơ chế quản trị hiệu quả. Ngược lại, sở hữu nước ngoài nhìn chung tạo ra hiệu ứng tích cực thông qua tăng cường giám sát, cải thiện minh bạch và củng cố kỷ luật thị trường, dù mức độ tác động phụ thuộc vào trình độ phát triển của thị trường vốn và chất lượng khung pháp lý.

2.5.2.4. Đặc điểm hội đồng quản trị

HDQT là cơ chế giám sát trung tâm trong quản trị doanh nghiệp, chịu trách nhiệm bảo đảm tính minh bạch, trung thực và tính hữu ích của TTKT trên BCTC. Một HDQT hoạt động hiệu quả có thể giúp giảm xung đột lợi ích giữa cổ đông và ban điều hành, hạn chế hành vi quản trị lợi nhuận và qua đó nâng cao chất lượng BCTC (Fama

& Jensen, 1983). Trong nghiên cứu thực nghiệm, các đặc điểm về cấu trúc và hoạt động của HĐQT, đặc biệt là quy mô và tần suất họp, thường được xác định là những nhân tố có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả giám sát và tính thích hợp của TTKT.

(i) Quy mô HĐQT

Quy mô HĐQT ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả giám sát và quá trình ra quyết định. Theo Jensen (1993) và Yermack (1996), HĐQT có quy mô quá lớn có thể làm giảm hiệu quả giám sát do gia tăng chi phí phối hợp, làm phức tạp quá trình trao đổi thông tin và hạn chế khả năng kiểm soát hành vi quản trị lợi nhuận. Ngược lại, một HĐQT có quy mô vừa phải được cho là có khả năng cân bằng giữa năng lực giám sát và hiệu quả phối hợp, từ đó góp phần cải thiện chất lượng BCTC và giảm chi phí vốn (Anderson và cộng sự, 2004; Eisenberg và cộng sự, 1998).

Bằng chứng thực nghiệm quốc tế nhìn chung ủng hộ lập luận này. Al-Gamrh và cộng sự (2020), khi nghiên cứu các doanh nghiệp niêm yết tại khu vực Trung Đông, cho thấy HĐQT có quy mô hợp lý, kết hợp với tỷ lệ thành viên độc lập cao, góp phần hạn chế hành vi quản trị lợi nhuận và làm gia tăng mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu. Tại Việt Nam, các nghiên cứu của Bùi Văn Dương & Ngô Hoàng Điệp (2017) và Nguyen (2023) cũng ghi nhận kết quả tương đồng, cho thấy quy mô HĐQT ở mức phù hợp có tác động tích cực đến chất lượng BCTC và tính thích hợp của TTKT, qua đó củng cố tính nhất quán của bằng chứng trong cả bối cảnh quốc tế và Việt Nam.

Tuy nhiên, các bằng chứng thực nghiệm cũng chỉ ra rằng hiệu quả giám sát của HĐQT không mang tính đồng nhất trong mọi bối cảnh. Tác động của quy mô HĐQT phụ thuộc vào đặc thù doanh nghiệp, cơ cấu sở hữu và môi trường thể chế. Các nghiên cứu cho thấy cơ cấu sở hữu và đặc điểm của HĐQT có thể tương tác lẫn nhau, qua đó ảnh hưởng đến mức độ thận trọng kế toán và chất lượng thông tin tài chính; đồng thời, hiệu quả của quy mô HĐQT cũng thay đổi theo bối cảnh thể chế của từng quốc gia (Aburishah và cộng sự, 2022; Coles và cộng sự, 2008). Do đó, không tồn tại một quy mô HĐQT tối ưu mang tính phổ quát; mức độ phù hợp của quy mô HĐQT cần được xem xét trong mối quan hệ với đặc điểm doanh nghiệp và bối cảnh thể chế cụ thể.

(ii) Tần suất họp HĐQT

Tần suất họp HĐQT là một chỉ báo quan trọng phản ánh mức độ giám sát chủ động của HĐQT đối với ban điều hành, phù hợp với lập luận của lý thuyết đại diện về vai trò của cơ chế giám sát trong việc hạn chế xung đột lợi ích. Vafeas (1999) cho rằng việc HĐQT họp thường xuyên giúp tăng cường khả năng theo dõi và kiểm soát các quyết định quản trị, từ đó hạn chế hành vi quản trị cơ hội và cải thiện chất lượng thông tin tài chính.

Các nghiên cứu thực nghiệm tiếp theo nhìn chung củng cố nhận định này. Brick & Chidambaran (2010) và Ntim & Osei (2011) cho thấy tần suất họp HĐQT có mối quan hệ tích cực với giá trị doanh nghiệp và chất lượng công bố thông tin, hàm ý rằng cơ chế giám sát thường xuyên góp phần nâng cao mức độ minh bạch và độ tin cậy của BCTC. Gần đây, Hossain & Oon (2022) và Vafeas & Vlittis (2023) nhấn mạnh rằng trong bối cảnh kinh tế biến động hoặc khi chất lượng lợi nhuận suy giảm, tần suất họp cao hơn giúp củng cố niềm tin của nhà đầu tư và làm tăng mức độ phản ánh của TTKT vào giá cổ phiếu, qua đó cải thiện tính thích hợp của TTKT.

Tuy nhiên, một số nghiên cứu tại các thị trường mới nổi ghi nhận kết quả không đồng nhất. Le và cộng sự (2018) cho rằng hiệu quả của tần suất họp phụ thuộc đáng kể vào bối cảnh thể chế, cơ cấu sở hữu và đặc điểm doanh nghiệp. Trong một số trường hợp, việc họp thường xuyên không đồng nghĩa với giám sát hiệu quả, đặc biệt khi HĐQT thiếu tính độc lập hoặc quyền lực tập trung vào ban điều hành.

Như vậy, tần suất họp và quy mô phù hợp của HĐQT có thể góp phần nâng cao chất lượng BCTC và tính thích hợp của TTKT thông qua việc tăng cường cơ chế giám sát. Tuy nhiên, mức độ tác động của các yếu tố này không mang tính đồng nhất mà phụ thuộc vào bối cảnh thể chế, cơ cấu sở hữu và đặc điểm cụ thể của doanh nghiệp.

2.5.2.5. Đặc điểm kiểm toán

Kiểm toán độc lập được xem là một cơ chế giám sát bên ngoài quan trọng, góp phần giảm bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và nhà đầu tư, đồng thời nâng cao độ tin cậy của TTKT trên BCTC. Thông qua việc đưa ra ý kiến độc lập về mức độ trung thực và hợp lý của các chỉ tiêu kế toán, kiểm toán viên làm gia tăng mức độ mà

TTKT được thị trường sử dụng trong quá trình định giá doanh nghiệp. Trong các nghiên cứu thực nghiệm, ảnh hưởng của kiểm toán đến tính thích hợp của TTKT thường được xem xét thông qua các đặc điểm như chất lượng kiểm toán và thời gian kiểm toán, trong đó chất lượng kiểm toán là yếu tố được nghiên cứu phổ biến nhất do gắn trực tiếp với mức độ tin cậy của thông tin tài chính.

(i) Chất lượng kiểm toán

Chất lượng kiểm toán phản ánh khả năng của kiểm toán viên trong việc phát hiện và báo cáo các sai sót trọng yếu trong BCTC (DeAngelo, 1981), và được xem là một nhân tố cốt lõi trong các nghiên cứu về cơ chế giám sát và tính thích hợp của TTKT. Các nghiên cứu kinh điển tại thị trường phát triển, như Simunic (1980), Francis (2004), cho thấy các công ty kiểm toán lớn và uy tín (Big4 – Deloitte, PwC, EY, KPMG) thường có năng lực chuyên môn cao và mức độ độc lập tốt hơn, từ đó góp phần nâng cao chất lượng BCTC và tăng mức độ TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu.

Tuy nhiên, tác động của chất lượng kiểm toán không hoàn toàn đồng nhất mà phụ thuộc vào bối cảnh thể chế và mức độ phát triển của thị trường vốn. Holthausen & Watts (2001) và DeFond & Zhang (2014) khi tiếp cận theo mô hình định giá cổ phiếu, cho thấy BCTC được kiểm toán bởi các công ty kiểm toán uy tín thường có mức độ giải thích giá cổ phiếu cao hơn, hàm ý TTKT được thị trường sử dụng hiệu quả hơn trong định giá. Tại các thị trường mới nổi, Abdollahi và cộng sự (2020) cho rằng quy mô và đặc điểm của kiểm toán viên có thể cải thiện tính thích hợp của TTKT thông qua việc giảm rủi ro thông tin và tăng tính minh bạch. Các nghiên cứu gần đây như Krismiaji & Surifah (2020) và Chehade & Procházka (2024) cũng củng cố kết luận này khi chỉ ra rằng kiểm toán chất lượng cao thúc đẩy tuân thủ chuẩn mực và nâng cao giá trị thông tin của BCTC.

Tại Việt Nam, Hoang & Nguyen (2018) phân tích mẫu doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2010–2016 và ghi nhận rằng việc sử dụng dịch vụ kiểm toán của Big4 gắn liền với mức độ quản trị lợi nhuận thấp và chất lượng lợi nhuận cao hơn, qua đó làm gia tăng mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu, phù hợp với bằng chứng quốc tế. Tuy nhiên, một số nghiên cứu tại các thị trường mới nổi cũng nhấn mạnh rằng tác

động của chất lượng kiểm toán chỉ phát huy đầy đủ khi đi kèm với hệ thống kiểm soát nội bộ hiệu quả và khung thể chế tương đối hoàn thiện (Abdollahi và cộng sự, 2020).

(ii) Thời gian kiểm toán

Thời gian kiểm toán phản ánh mức độ kịp thời của quá trình xác nhận thông tin tài chính, và do đó ảnh hưởng trực tiếp đến giá trị thông tin của BCTC. Các nghiên cứu sớm như Beaver (1968) và Ashton và cộng sự (1987) cho rằng sự kéo dài trong thời gian kiểm toán làm giảm tính hữu ích của thông tin, do nhà đầu tư phải chậm trễ trong việc tiếp cận các dữ liệu đã được kiểm chứng. Dưới góc độ lý thuyết bất cân xứng thông tin, độ trễ kiểm toán làm gia tăng mức độ không chắc chắn trên thị trường, buộc nhà đầu tư phải dựa nhiều hơn vào các nguồn thông tin chưa đầy đủ hoặc chưa được xác minh.

Các nghiên cứu thực nghiệm sau đó tiếp tục củng cố mối quan hệ nghịch chiều giữa thời gian kiểm toán và giá trị thông tin của BCTC. Owusu-Ansah (2000) và Afify (2009) cho thấy doanh nghiệp có thời gian kiểm toán ngắn thường có phản ứng giá cổ phiếu mạnh hơn đối với thông tin lợi nhuận, hàm ý rằng thị trường đánh giá cao tính kịp thời của TTKT trong quá trình định giá. Điều này cho thấy thời gian kiểm toán càng ngắn thì mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu càng cao, qua đó làm tăng tính thích hợp của TTKT. Tại các thị trường mới nổi, thời gian kiểm toán còn chịu ảnh hưởng bởi năng lực kiểm toán viên, quy mô doanh nghiệp và mức độ tuân thủ CMKT, dẫn đến sự khác biệt đáng kể về mức độ kịp thời của thông tin tài chính.

Tại Việt Nam, Lai và cộng sự (2020) nghiên cứu 142 doanh nghiệp FDI niêm yết năm 2019 và đo lường độ trễ kiểm toán bằng số ngày từ cuối kỳ kế toán đến ngày ký báo cáo kiểm toán. Kết quả cho thấy thời gian kiểm toán trung bình khoảng 63 ngày. Nghiên cứu cũng ghi nhận rằng các doanh nghiệp có thời gian kiểm toán ngắn hơn thường có mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu cao hơn, phù hợp với bằng chứng quốc tế về vai trò của tính kịp thời trong nâng cao tính thích hợp của TTKT.

Nhìn chung, thời gian kiểm toán ngắn và chất lượng kiểm toán cao đều góp phần nâng cao tính thích hợp của TTKT thông qua việc tăng độ tin cậy và tính kịp thời của thông tin tài chính. Tuy nhiên, mức độ tác động của các yếu tố này phụ thuộc

vào bối cảnh thể chế, năng lực kiểm toán, đặc điểm doanh nghiệp và cơ chế kiểm soát nội bộ. Các lập luận và bằng chứng thực nghiệm trên là cơ sở quan trọng để xây dựng mô hình nghiên cứu và phát triển các giả thuyết về các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT.

2.5.2.6. Đặc điểm giao dịch cổ phiếu

Đặc điểm giao dịch cổ phiếu được xem là cơ chế quan trọng giúp lan tỏa và hấp thụ TTKT vào giá cổ phiếu, qua đó ảnh hưởng đến tốc độ và mức độ chính xác phản ánh thông tin trên TTCK. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm tập trung chủ yếu vào tính thanh khoản và tần suất giao dịch cổ phiếu, bởi đây là hai yếu tố then chốt quyết định khả năng thị trường phản ứng kịp thời với thông tin tài chính được công bố.

(i) Tính thanh khoản cổ phiếu

Các nghiên cứu kinh điển cho thấy cổ phiếu có tính thanh khoản cao thường có khả năng hấp thụ thông tin nhanh hơn, từ đó nâng cao hiệu quả phản ánh TTKT vào giá. Amihud & Mendelson (1986) chỉ ra rằng thanh khoản cao giúp giảm chi phí giao dịch và thúc đẩy quá trình tích hợp thông tin vào giá cổ phiếu. Tương tự, Brennan & Subrahmanyam (1996) nhấn mạnh rằng thanh khoản cao thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư, qua đó góp phần làm gia tăng tốc độ phản ánh TTKT. Holthausen & Watts (2001) dựa trên bằng chứng từ các thị trường phát triển, cho thấy giá cổ phiếu của các doanh nghiệp có thanh khoản cao thường phản ánh sát hơn giá trị kinh tế nội tại. Tuy nhiên, Chordia và cộng sự (2001) lưu ý rằng tác động của thanh khoản đến hiệu quả phản ánh thông tin còn phụ thuộc vào mức độ minh bạch thông tin và đặc điểm thể chế của từng thị trường.

Các nghiên cứu gần đây tiếp tục củng cố vai trò của thanh khoản trong việc giảm bất cân xứng thông tin. Xu và cộng sự (2023) cho thấy giao dịch của nhà đầu tư có thông tin nội bộ góp phần đưa thông tin vào giá cổ phiếu, song hiệu quả này suy giảm trong giai đoạn thị trường biến động mạnh hoặc khủng hoảng. Kim và cộng sự (2024) cũng ghi nhận rằng thanh khoản cao giúp cải thiện khả năng phản ánh TTKT, tuy nhiên mức độ tác động khác nhau tùy thuộc vào thể chế thị trường và mức độ bảo vệ nhà đầu tư.

Tại Việt Nam, Duong (2023), khi phân tích 149 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX, cho thấy chất lượng thông tin tài chính, đặc biệt là tính trung thực, có tác động tích cực đến thanh khoản cổ phiếu, hàm ý rằng BCTC minh bạch giúp TTKT được phản ánh nhanh hơn vào giá. Tương tự, Tran và cộng sự (2023) phát hiện EPS có tác động đáng kể đến giá cổ phiếu với hệ số giải thích (R^2) tương đối cao trong mô hình định giá, qua đó cho thấy thị trường Việt Nam có phản ứng khá nhanh với thông tin tài chính, đặc biệt ở nhóm cổ phiếu có tính thanh khoản cao.

(ii) Tần suất giao dịch cổ phiếu

Tần suất giao dịch phản ánh mức độ quan tâm và mức độ tham gia của nhà đầu tư đối với cổ phiếu, qua đó có thể ảnh hưởng đến quá trình tích hợp TTKT vào giá cổ phiếu. Các nghiên cứu nền tảng của Kim & Verrecchia (1991) và Chordia và cộng sự (2001) cho thấy cổ phiếu có tần suất giao dịch cao thường giúp thông tin mới được hấp thụ nhanh hơn, từ đó thúc đẩy quá trình hình thành giá và nâng cao mức độ phản ánh TTKT trên thị trường.

Các bằng chứng thực nghiệm gần đây tiếp tục mở rộng vai trò của hoạt động giao dịch trong việc truyền tải thông tin vào giá. Pyo (2022) cho thấy giao dịch thường xuyên của lãnh đạo và cổ đông lớn có mối liên hệ đáng kể với thanh khoản và biến động giá, qua đó góp phần giảm chi phí thông tin và cải thiện khả năng phản ánh TTKT, đặc biệt trong bối cảnh bất cân xứng thông tin cao. Tương tự, Xu và cộng sự (2023) nhấn mạnh rằng hoạt động giao dịch của các nhà đầu tư nắm giữ thông tin quan trọng trong doanh nghiệp có thể thúc đẩy quá trình lan tỏa thông tin vào giá cổ phiếu, mặc dù hiệu ứng này có xu hướng suy giảm trong điều kiện thị trường biến động mạnh.

Trong bối cảnh Việt Nam, Nguyễn Thu Hằng và cộng sự (2023), trên cơ sở dữ liệu doanh nghiệp niêm yết, cho thấy giao dịch của nhà đầu tư tổ chức – nhóm nhà đầu tư thường có khả năng tiếp cận và xử lý thông tin tốt hơn – góp phần gia tăng hàm lượng thông tin của giá cổ phiếu, qua đó cải thiện mức độ phản ánh TTKT. Kết quả này hàm ý rằng tần suất giao dịch cao, đặc biệt khi gắn với sự tham gia của các nhà đầu tư có kinh nghiệm, có thể góp phần hạn chế bất cân xứng thông tin trên TTCK Việt Nam.

Nhìn chung, các đặc điểm giao dịch cổ phiếu, bao gồm tính thanh khoản và tần suất giao dịch, đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tốc độ và mức độ chính xác của quá trình phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu. Bằng chứng thực nghiệm từ cả thị trường quốc tế và Việt Nam đều cho thấy thị trường có mức độ giao dịch sôi động và thanh khoản cao thường đi kèm với mức độ bất cân xứng thông tin thấp hơn. Tuy nhiên, mức độ tác động này có thể thay đổi tùy thuộc vào mức độ minh bạch thông tin, đặc điểm nhà đầu tư và điều kiện thể chế của thị trường.

Trên cơ sở hệ thống lý thuyết kế toán – tài chính và các bằng chứng thực nghiệm đã tổng hợp, nhiều nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC đã được xác định trong các nghiên cứu trước. Các nghiên cứu tiêu biểu được tổng hợp chi tiết tại **Phụ lục 2.4**, qua đó cho phép khái quát hóa các nhóm nhân tố, chiều hướng tác động và cách tiếp cận đo lường được sử dụng trong các nghiên cứu thực nghiệm trước đây.

2.6. KHOẢNG TRỐNG NGHIÊN CỨU

Tổng hợp các nghiên cứu trong và ngoài nước cho thấy tính thích hợp của TTKT trên BCTC là chủ đề được quan tâm rộng rãi trong nghiên cứu kế toán – tài chính, đặc biệt trong lĩnh vực thị trường vốn. Các nghiên cứu chủ yếu tiếp cận theo hướng thực chứng, sử dụng mô hình định giá cổ phiếu để đánh giá mức độ phản ánh của TTKT vào giá trị thị trường của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, kết quả rà soát có hệ thống các công trình nghiên cứu cho thấy vẫn còn một số khoảng trống quan trọng, tập trung vào ba khía cạnh chính: (i) cách tiếp cận nghiên cứu và thiết kế mô hình, (ii) các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT trong bối cảnh thị trường mới nổi, và (iii) đo lường đóng góp tương đối của các thành phần TTKT trong mô hình định giá.

Thứ nhất, khoảng trống về cách tiếp cận nghiên cứu và thiết kế mô hình

Trong phần lớn các nghiên cứu trước đây, các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT thường được đưa trực tiếp vào mô hình định giá cổ phiếu thông qua các biến tương tác giữa chỉ tiêu kế toán và đặc điểm doanh nghiệp hoặc thị trường. Cách tiếp cận này cho phép kiểm định vai trò điều tiết của các nhân tố trong mối quan

hệ giữa TTKT và giá cổ phiếu, qua đó đánh giá sự khác biệt về mức độ phản ánh của TTKT dưới các điều kiện nghiên cứu khác nhau.

Tuy nhiên, cách tiếp cận này chưa tách biệt rõ ràng giữa hai mục tiêu nghiên cứu có bản chất khác nhau, bao gồm: (i) đo lường tính thích hợp của TTKT với tư cách là kết quả phản ánh mức độ thị trường tiếp nhận TTKT; và (ii) phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ đó. Việc thực hiện đồng thời hai mục tiêu trong cùng một mô hình có thể làm giảm tính minh bạch trong việc diễn giải kết quả thực nghiệm, đồng thời hạn chế khả năng so sánh tính thích hợp của TTKT giữa các nhóm doanh nghiệp, ngành nghề và các giai đoạn kinh tế.

Về phương diện phương pháp nghiên cứu, kết quả đo lường tính thích hợp của TTKT có thể được sử dụng như một chỉ tiêu phản ánh mức độ TTKT được thị trường tiếp nhận trong từng bối cảnh nghiên cứu, từ đó làm biến phụ thuộc trong mô hình phân tích các nhân tố ảnh hưởng. Tuy nhiên, cách tiếp cận hai bước này vẫn chưa được áp dụng phổ biến trong các nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT. Do đó, vẫn tồn tại khoảng trống nghiên cứu về việc tách biệt quá trình đo lường tính thích hợp của TTKT và quá trình phân tích các nhân tố ảnh hưởng. Việc áp dụng cách tiếp cận này không chỉ góp phần nâng cao tính minh bạch về phương pháp mà còn tạo điều kiện đánh giá và so sánh mức độ thích hợp của TTKT giữa các nhóm doanh nghiệp, ngành nghề và các giai đoạn kinh tế trên cùng một cơ sở đo lường.

Thứ hai, khoảng trống về các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT trong bối cảnh thị trường mới nổi

Các nghiên cứu hiện có chủ yếu xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT theo từng nhóm riêng lẻ, như đặc điểm kinh tế - tài chính của doanh nghiệp, đặc điểm kiểm toán hoặc đặc điểm thị trường. Mặc dù các nghiên cứu này đã cung cấp nhiều bằng chứng thực nghiệm quan trọng, các nhóm nhân tố thường được phân tích độc lập hoặc chỉ kết hợp một số khía cạnh nhất định, trong khi chưa có nhiều nghiên cứu tích hợp đồng thời các nhóm nhân tố trong một khung phân tích thống nhất.

Đối với các thị trường mới nổi như Việt Nam, tính thích hợp của TTKT chịu tác động bởi nhiều đặc điểm đặc thù của thị trường, như mức độ bất cân xứng thông

tin còn tương đối cao, chất lượng công bố thông tin chưa đồng đều, vai trò của cơ cấu sở hữu (đặc biệt là sở hữu Nhà nước và sở hữu nước ngoài), cơ chế quản trị doanh nghiệp, chất lượng kiểm toán cũng như đặc điểm giao dịch của cổ phiếu trên thị trường. Những yếu tố này có thể tác động đồng thời đến chất lượng TTKT cũng như mức độ thị trường tiếp nhận và phản ánh thông tin vào giá cổ phiếu.

Do đó, vẫn còn khoảng trống nghiên cứu trong việc xây dựng một khung phân tích tổng hợp nhằm xem xét đồng thời các nhóm nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT trong bối cảnh thị trường mới nổi. Trên cơ sở đó, luận án xem xét năm nhóm nhân tố chính, bao gồm: (i) đặc điểm kinh tế – tài chính của doanh nghiệp; (ii) cơ cấu sở hữu; (iii) đặc điểm HĐQT; (iv) đặc điểm kiểm toán; và (v) đặc điểm giao dịch cổ phiếu. Cách tiếp cận này cho phép đánh giá một cách toàn diện hơn cơ chế tác động của các nhóm nhân tố, đồng thời tạo điều kiện xem xét mức độ ảnh hưởng tương đối của từng nhóm nhân tố đối với tính thích hợp của TTKT trong bối cảnh TTCK Việt Nam.

Thứ ba, khoảng trống về đo lường đóng góp tương đối của các thành phần TTKT trong mô hình định giá.

Các nghiên cứu thực nghiệm hiện nay chủ yếu sử dụng hệ số xác định (R^2 hoặc R^2 điều chỉnh) để đo lường tính thích hợp của TTKT, phản ánh mức độ giải thích tổng thể của các biến kế toán đối với giá trị thị trường của doanh nghiệp. Tuy nhiên, chỉ tiêu này chỉ phản ánh khả năng giải thích chung của mô hình mà chưa cho phép xác định mức độ đóng góp riêng của từng thành phần TTKT, như lợi nhuận kế toán, giá trị sổ sách VCSH và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.

Một số nghiên cứu đánh giá vai trò của từng thành phần TTKT thông qua ý nghĩa thống kê của các hệ số hồi quy hoặc so sánh hệ số xác định giữa các mô hình thay thế. Mặc dù các cách tiếp cận này cung cấp những thông tin hữu ích, chúng chưa phản ánh đầy đủ mức độ đóng góp tương đối của từng thành phần TTKT trong điều kiện các biến kế toán có mối quan hệ tương quan và cùng chia sẻ khả năng giải thích đối với giá cổ phiếu.

Do đó, vẫn còn khoảng trống nghiên cứu trong việc phát triển các cách tiếp cận cho phép phân rã một cách hệ thống mức độ đóng góp của từng thành phần TTKT

vào khả năng giải thích tổng thể của mô hình định giá cổ phiếu. Điều này cho thấy nhu cầu tiếp tục hoàn thiện các công cụ đo lường nhằm làm rõ hơn cấu trúc thông tin bên trong của tính thích hợp của TTKT.

Trên cơ sở các khoảng trống nghiên cứu nêu trên, luận án được định hướng theo ba nội dung chính:

Thứ nhất, luận án áp dụng cách tiếp cận hai bước trong nghiên cứu tính thích hợp của TTKT, trong đó tính thích hợp được ước lượng trước thông qua mô hình định giá cổ phiếu, sau đó sử dụng làm biến phụ thuộc trong mô hình phân tích các nhân tố ảnh hưởng. Cách tiếp cận này giúp tách bạch rõ ràng giữa quá trình đo lường và quá trình giải thích, qua đó nâng cao tính minh bạch và khả năng diễn giải kết quả nghiên cứu.

Thứ hai, luận án xây dựng khung phân tích các nhân tố ảnh hưởng dựa trên đặc thù của TTCK Việt Nam, bao gồm năm nhóm nhân tố: (i) đặc điểm kinh tế – tài chính của doanh nghiệp; (ii) cơ cấu sở hữu; (iii) đặc điểm HĐQT; (iv) đặc điểm kiểm toán; và (v) đặc điểm giao dịch cổ phiếu. Khung phân tích này phản ánh đồng thời đặc điểm doanh nghiệp và cơ chế vận hành của thị trường vốn trong bối cảnh thị trường mới nổi.

Thứ ba, bên cạnh việc sử dụng R^2 và R^2 điều chỉnh để đo lường tính thích hợp của TTKT, luận án sử dụng phân rã dựa trên giá trị Shapley như một công cụ nhằm lượng hóa đóng góp tương đối của từng thành phần TTKT trong mô hình định giá cổ phiếu. Cách tiếp cận này cho phép phân bổ mức độ đóng góp của từng biến trong tổng khả năng giải thích của mô hình, qua đó cung cấp thêm bằng chứng về cấu trúc đóng góp của các thành phần TTKT trong việc giải thích giá cổ phiếu của doanh nghiệp.

Như vậy, luận án vừa kế thừa các hướng tiếp cận truyền thống trong nghiên cứu tính thích hợp của TTKT, vừa bổ sung các cải tiến về thiết kế mô hình, khung phân tích nhân tố và phương pháp đo lường đóng góp tương đối. Điều này nhằm cung cấp bằng chứng thực nghiệm toàn diện và có hệ thống hơn về tính thích hợp của TTKT trong bối cảnh TTCK Việt Nam.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Chương 2 đã hệ thống hóa cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu liên quan đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC, qua đó xây dựng nền tảng khoa học cho luận án. Nội dung chương làm rõ khái niệm, bản chất, mục tiêu và vai trò của BCTC cũng như TTKT đối với quá trình ra quyết định của nhà đầu tư trên TTCK.

Trên cơ sở phân tích các đặc tính chất lượng của TTKT, luận án xác định tính thích hợp là đặc tính cốt lõi, phản ánh mức độ TTKT được thị trường sử dụng trong quá trình định giá doanh nghiệp. Các phương pháp đo lường tính thích hợp đã được tổng hợp, trong đó các mô hình định giá cổ phiếu là cách tiếp cận chủ đạo trong các nghiên cứu thực nghiệm kế toán – tài chính, cho phép lượng hóa mức độ phản ánh của TTKT vào giá cổ phiếu.

Bên cạnh đó, chương này đã trình bày hệ thống các lý thuyết nền tảng bao gồm: lý thuyết thị trường hiệu quả, lý thuyết tính thích hợp giá trị của TTKT, lý thuyết thông tin bất cân xứng và lý thuyết đại diện. Các lý thuyết này cung cấp cơ sở lý luận để giải thích cơ chế hình thành giá trên thị trường vốn, vai trò của TTKT trong việc giảm bất cân xứng thông tin, cũng như cơ sở hình thành sự khác biệt về tính thích hợp của TTKT giữa các doanh nghiệp dưới tác động của các nhân tố như đặc điểm tài chính – kinh tế, cơ cấu sở hữu, đặc điểm HĐQT, kiểm toán và giao dịch cổ phiếu.

Thông qua tổng quan các nghiên cứu trong và ngoài nước, luận án đã xác định một số khoảng trống nghiên cứu chủ yếu, bao gồm: (i) sự chưa tách bạch rõ ràng giữa đo lường tính thích hợp của TTKT và phân tích các nhân tố ảnh hưởng; (ii) sự thiếu vắng một khung phân tích tích hợp và nhất quán các nhân tố phù hợp với đặc thù của TTCK Việt Nam; và (iii) hạn chế trong việc lượng hóa và phân rã mức độ đóng góp tương đối của từng thành phần TTKT trong mô hình định giá cổ phiếu.

Những khoảng trống này là cơ sở quan trọng cho việc thiết kế mô hình nghiên cứu của luận án theo hướng tiếp cận hai bước, đồng thời sử dụng các cách tiếp cận phân rã nhằm làm rõ cấu trúc thông tin bên trong của tính thích hợp của TTKT. Trên cơ sở đó, nội dung phương pháp nghiên cứu và mô hình nghiên cứu cụ thể sẽ được trình bày trong Chương 3 của luận án.

CHƯƠNG 3. MÔ HÌNH VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Chương 3 trình bày mô hình và phương pháp nghiên cứu được sử dụng trong luận án, bao gồm thiết kế mô hình nghiên cứu, xác định các biến nghiên cứu, thu thập và xử lý dữ liệu, cũng như các phương pháp phân tích và kiểm định thống kê. Các nội dung này được sử dụng làm cơ sở cho việc phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

3.1. TÍNH THÍCH HỢP CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN TRÊN BÁO CÁO TÀI CHÍNH

3.1.1. Đo lường và đánh giá tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính

(i) Lựa chọn phương pháp đo lường và đánh giá tính thích hợp của TTKT

Xuất phát từ mục tiêu nghiên cứu, nền tảng lý thuyết và kết quả tổng quan nghiên cứu được trình bày trong Chương 1 và Chương 2, luận án áp dụng phương pháp nghiên cứu định lượng với cách tiếp cận dựa trên mô hình định giá cổ phiếu nhằm đo lường tính thích hợp của TTKT trên BCTC của các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam. Việc lựa chọn phương pháp này được xây dựng trên các lập luận khoa học sau:

Thứ nhất, phù hợp với cách tiếp cận thị trường trong nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT:

Trong dòng nghiên cứu kế toán – tài chính thực nghiệm, tính thích hợp của TTKT được hiểu là mức độ mà TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu thông qua hành vi của nhà đầu tư trên thị trường vốn. Do đó, việc sử dụng các mô hình định lượng để lượng hóa mức độ giải thích của các chỉ tiêu kế toán đối với giá cổ phiếu cho phép đánh giá trực tiếp vai trò kinh tế của TTKT trong quá trình ra quyết định đầu tư, phù hợp với khái niệm và nội hàm tính thích hợp được thừa nhận trong các nghiên cứu trước (Barth và cộng sự, 2008; Francis & Schipper, 1999).

Thứ hai, bảo đảm tính khách quan và khả năng so sánh của kết quả đo lường:

Phương pháp định lượng trong luận án được triển khai thông qua các mô hình hồi quy tuyến tính, trong đó hệ số xác định R^2 (hoặc R^2 điều chỉnh) được sử dụng để

phản ánh tỷ lệ biến động của giá cổ phiếu được giải thích bởi các chỉ tiêu TTKT. Thước đo này được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu thực nghiệm về giá trị thông tin của kế toán, đồng thời cho phép so sánh mức độ thích hợp giữa các ngành, các năm và các giai đoạn kinh tế khi cấu trúc mô hình được duy trì nhất quán (Barth và cộng sự, 2001; Collins và cộng sự, 1997).

Thứ ba, phù hợp với thiết kế nghiên cứu hai bước và mục tiêu phân tích tiếp theo của luận án:

Việc ước lượng các mô hình định giá cổ phiếu theo từng năm và từng ngành cho phép thu được các giá trị R^2 điều chỉnh, phản ánh tính thích hợp tổng thể của TTKT trong từng bối cảnh cụ thể. Trên cơ sở đó, các giá trị này được sử dụng như biến kết quả trong bước nghiên cứu tiếp theo nhằm phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến sự khác biệt về tính thích hợp của TTKT, qua đó bảo đảm tính nhất quán trong thiết kế nghiên cứu.

Như vậy, việc lựa chọn phương pháp định lượng là phù hợp với cơ sở lý luận, thông lệ nghiên cứu quốc tế và mục tiêu nghiên cứu của luận án, đồng thời đáp ứng yêu cầu đo lường khách quan và có hệ thống tính thích hợp của TTKT trong bối cảnh TTCK Việt Nam.

(ii) Lựa chọn mô hình đo lường tính thích hợp của TTKT

Trong nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT, hai cách tiếp cận thực nghiệm được sử dụng phổ biến là mô hình giá cổ phiếu và mô hình lợi suất cổ phiếu (Barth và cộng sự, 2001; Easton & Harris, 1991; Ohlson, 1995). Mặc dù đều dựa trên mối quan hệ giữa TTKT và phản ứng của thị trường vốn, hai cách tiếp cận này phản ánh các khía cạnh khác nhau của giá trị TTKT.

Mô hình lợi suất cổ phiếu tập trung đánh giá mức độ phản ứng của lợi suất cổ phiếu đối với TTKT mới được công bố, do đó phù hợp với các nghiên cứu về nội dung thông tin hoặc phản ứng ngắn hạn của thị trường. Ngược lại, mô hình giá cổ phiếu xem giá cổ phiếu là kết quả tổng hợp của toàn bộ thông tin được thị trường tiếp nhận, từ đó đánh giá mức độ mà các chỉ tiêu kế toán giải thích giá trị thị trường của doanh nghiệp.

Vì vậy, mô hình giá cổ phiếu được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT (Barth và cộng sự, 2001; Francis & Schipper, 1999; Ohlson, 1995).

Đối với mục tiêu của luận án, việc lựa chọn mô hình giá cổ phiếu là phù hợp hơn vì nghiên cứu hướng đến đo lường mức độ TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu, thay vì đo lường phản ứng tức thời của thị trường đối với sự kiện công bố thông tin. Cách tiếp cận này cũng thống nhất với nền tảng lý thuyết của luận án là Lý thuyết thị trường hiệu quả và Lý thuyết tính thích hợp giá trị của TTKT, theo đó TTKT được coi là có tính thích hợp khi được thị trường sử dụng trong quá trình định giá doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, việc lựa chọn mô hình giá cổ phiếu còn phù hợp với đặc thù của TTCK Việt Nam. TTCK Việt Nam là thị trường mới nổi, mức độ hiệu quả thông tin chưa hoàn toàn đạt tới dạng trung bình theo giả thuyết thị trường hiệu quả; đồng thời cơ chế giao dịch còn chịu ảnh hưởng của giới hạn biên độ dao động giá hằng ngày, thanh khoản không đồng đều giữa các cổ phiếu và hiện tượng phản ứng thông tin có độ trễ. Những đặc điểm này có thể làm cho tỷ suất sinh lời trong ngắn hạn chưa phản ánh đầy đủ tác động của TTKT, từ đó làm giảm khả năng giải thích của mô hình lợi suất cổ phiếu. Ngược lại, giá cổ phiếu tại một thời điểm sau khi thị trường đã có đủ thời gian hấp thụ thông tin có khả năng phản ánh đầy đủ hơn giá trị kinh tế của TTKT, do đó phù hợp hơn để đánh giá tính thích hợp của TTKT trong bối cảnh Việt Nam.

Xuất phát từ những lập luận trên, luận án lựa chọn mô hình định giá cổ phiếu của Ohlson (1995) làm nền tảng nghiên cứu. Đây là mô hình được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT do phản ánh trực tiếp mối quan hệ giữa giá cổ phiếu với các chỉ tiêu kế toán cơ bản là lợi nhuận và giá trị sổ sách VCSH. Trên cơ sở mô hình gốc, nhiều nghiên cứu tiếp theo đã mở rộng bằng cách bổ sung dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFOPS) nhằm phản ánh khả năng tạo tiền và chất lượng lợi nhuận của doanh nghiệp. Việc bổ sung biến dòng tiền xuất phát từ lập luận rằng lợi nhuận kế toán có thể chịu ảnh hưởng của các chính sách kế toán và các khoản ước tính, trong khi dòng tiền cung cấp thông tin bổ sung về khả năng tạo ra lợi ích kinh tế thực tế của doanh nghiệp.

Kết quả thực nghiệm của nhiều nghiên cứu như Shamki (2013) và Omokhudu & Ibadin (2015) cho thấy mô hình mở rộng bao gồm EPS, BVPS và CFOPS có khả năng giải thích biến động giá cổ phiếu cao hơn mô hình Ohlson gốc, qua đó phản ánh đầy đủ hơn mức độ thị trường sử dụng TTKT trong định giá doanh nghiệp.

Trên cơ sở kế thừa cấu trúc và cách tiếp cận của các nghiên cứu trước, luận án sử dụng mô hình định giá cổ phiếu mở rộng với ba biến kế toán gồm EPS, BVPS và CFOPS để đo lường tính thích hợp của TTKT trên BCTC của các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam. Mô hình được ước lượng riêng theo từng ngành và từng năm nhằm phản ánh sự khác biệt về cơ chế định giá giữa các nhóm doanh nghiệp và sự thay đổi của mức độ phản ánh TTKT theo thời gian. Cách tiếp cận này vừa phù hợp với thông lệ nghiên cứu quốc tế, vừa phù hợp với đặc điểm của TTCK Việt Nam, đồng thời tạo cơ sở để sử dụng hệ số xác định R^2 điều chỉnh làm thước đo tính thích hợp của TTKT trong bước phân tích tiếp theo.

Mô hình định giá cổ phiếu mở rộng được thể hiện như sau:

$$P_{i,t3} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{i,t} + \alpha_2 BVPS_{i,t} + \alpha_3 CFOPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

Trong mô hình, các biến được xác định như sau:

- $P_{i,t3}$: Giá cổ phiếu đóng cửa của doanh nghiệp i sau 3 tháng kể từ ngày kết thúc năm tài chính t .
- $EPS_{i,t}$: Lợi nhuận kế toán trên mỗi cổ phiếu của doanh nghiệp i trong năm tài chính t , tính bằng lợi nhuận sau thuế chia cho số cổ phiếu lưu hành bình quân năm (Ohlson, 1995).
- $BVPS_{i,t}$: Giá trị sổ sách VCSH trên mỗi cổ phiếu của doanh nghiệp i tại cuối năm tài chính t , tính bằng VCSH chia cho số cổ phiếu lưu hành bình quân năm (Ohlson, 1995).
- $CFOPS_{i,t}$: Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên mỗi cổ phiếu của doanh nghiệp i trong năm tài chính t , tính bằng dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh chia cho số cổ phiếu lưu hành bình quân năm (Bao, 2004; Biddle và cộng sự, 2009).
- α_0 : Hằng số; $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$: Hệ số hồi quy; $\varepsilon_{i,t}$: Sai số ngẫu nhiên.

Mô hình (3.1) được ước lượng bằng phương pháp bình phương tối thiểu thông thường (OLS), nhằm bảo đảm các hệ số hồi quy được ước lượng một cách khách quan. Đồng thời, hệ số xác định R^2 điều chỉnh được sử dụng để phản ánh mức độ biến động của giá cổ phiếu được giải thích bởi các biến kế toán trong mô hình.

(iii) Cơ sở lựa chọn thời điểm giá cổ phiếu sau công bố thông tin

Khoảng thời gian 3 tháng được lựa chọn nhằm bảo đảm phù hợp với khuôn khổ công bố thông tin hiện hành tại Việt Nam. Theo quy định của Bộ Tài chính (2020b), doanh nghiệp niêm yết có trách nhiệm công bố BCTC năm đã được kiểm toán trong thời hạn tối đa 90 ngày kể từ ngày kết thúc năm tài chính (Thông tư 96/2020/TT-BTC). Việc sử dụng giá cổ phiếu tại thời điểm sau 3 tháng kể từ ngày kết thúc năm tài chính cho phép thị trường có đủ thời gian tiếp nhận và phản ánh các TTKT được công bố vào giá cổ phiếu.

Trong bối cảnh TTCK Việt Nam đang phát triển theo hướng minh bạch và hiệu quả hơn, với mức độ thanh khoản còn hạn chế và khả năng phản ánh thông tin chưa cao, việc lựa chọn độ trễ thời gian phù hợp có ý nghĩa quan trọng. Khoảng thời gian quá ngắn có thể khiến giá cổ phiếu chưa kịp phản ánh đầy đủ TTKT, trong khi khoảng thời gian quá dài dễ chịu tác động của các yếu tố phi kế toán (Biddle và cộng sự, 2009). Do đó, mốc 3 tháng được xem là sự cân bằng hợp lý giữa tính kịp thời của thông tin và khả năng hạn chế nhiễu, phù hợp với đặc điểm vận hành của thị trường vốn.

(iv) Hệ số xác định R^2 và R^2 điều chỉnh

Trong nghiên cứu này, hệ số xác định R^2 được sử dụng để phản ánh mức độ mà các TTKT trong **mô hình (3.1)** giải thích biến động của giá cổ phiếu trên thị trường vốn. Theo cách tiếp cận trong các nghiên cứu về tính thích hợp, R^2 được xem là thước đo tổng hợp phản ánh mức độ TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu (Barth và cộng sự, 2008; Francis & Schipper, 1999). Theo đó, R^2 càng cao cho thấy mô hình định giá dựa trên TTKT có khả năng giải thích biến động giá cổ phiếu càng lớn, qua đó hàm ý tính thích hợp của TTKT cao hơn.

Trong giai đoạn đo lường tính thích hợp của TTKT, luận án sử dụng R^2 của mô hình hồi quy như một chỉ tiêu phản ánh mức độ giải thích tổng thể của tập hợp

các biến kế toán. Đồng thời, giá trị này được sử dụng trong cách tiếp cận phân rã theo giá trị Shapley nhằm xác định và lượng hóa đóng góp tương đối của từng thành phần TTKT vào khả năng giải thích chung của mô hình.

Tuy nhiên, khi so sánh tính thích hợp giữa các ngành, các năm và các giai đoạn kinh tế khác nhau, luận án sử dụng hệ số R^2 điều chỉnh làm thước đo chính. Lý do là R^2 có xu hướng tăng khi bổ sung thêm biến độc lập, kể cả trong trường hợp các biến không mang lại giá trị thông tin thực sự, dẫn đến nguy cơ đánh giá thiên lệch mức độ phù hợp của mô hình. Trong khi đó, R^2 điều chỉnh đã tính đến số lượng biến giải thích và quy mô mẫu, qua đó cung cấp thước đo khách quan và đáng tin cậy hơn khi so sánh giữa các mô hình có cấu trúc dữ liệu khác nhau.

Đáng chú ý, trong giai đoạn phân tích các nhân tố ảnh hưởng, R^2 điều chỉnh thu được từ mô hình định giá cổ phiếu được sử dụng làm biến phụ thuộc trong mô hình hồi quy các yếu tố giải thích. Cách tiếp cận này cho phép đánh giá tác động của các đặc điểm doanh nghiệp và đặc điểm thị trường đến tính thích hợp của TTKT một cách trực tiếp và có hệ thống, phù hợp với thiết kế nghiên cứu hai bước của luận án.

Như vậy, việc sử dụng kết hợp R^2 và R^2 điều chỉnh trong các giai đoạn phân tích khác nhau cho phép vừa đo lường mức độ giải thích tổng thể của TTKT đối với giá cổ phiếu, vừa bảo đảm tính so sánh và độ tin cậy của kết quả nghiên cứu, đồng thời tạo cơ sở cho việc phân tích sâu hơn vai trò của từng thành phần TTKT trong mô hình định giá cổ phiếu.

3.1.2. Phân tích đóng góp tương đối của các chỉ tiêu kế toán vào giá cổ phiếu dựa trên lý thuyết trò chơi của Shapley

Bên cạnh việc đo lường mức độ giải thích tổng thể của TTKT đối với giá cổ phiếu thông qua hệ số xác định (R^2), một vấn đề quan trọng là xác định mức độ đóng góp tương đối của từng chỉ tiêu kế toán vào khả năng giải thích đó. Trong các mô hình định giá cổ phiếu, các chỉ tiêu kế toán như EPS, BVPS và CFOPS thường có mối quan hệ chặt chẽ với nhau và cùng phản ánh tình hình tài chính của doanh nghiệp. Do đó, khả năng giải thích giá cổ phiếu của các chỉ tiêu này không hoàn toàn độc lập mà tồn tại hiện tượng chia sẻ thông tin (shared explanatory power). Trong trường hợp này,

việc đánh giá vai trò của từng chỉ tiêu chỉ dựa trên hệ số hồi quy riêng lẻ hoặc mức thay đổi của R^2 khi lần lượt đưa các biến vào mô hình có thể dẫn đến kết quả thiếu khách quan, do chịu ảnh hưởng của thứ tự đưa biến vào mô hình, hiện tượng đa cộng tuyến và sự chồng lấn thông tin giữa các biến giải thích.

Để khắc phục những hạn chế trên, luận án sử dụng cách tiếp cận phân rã giá trị Shapley, được phát triển trên cơ sở giá trị Shapley trong lý thuyết trò chơi hợp tác của Shapley (1953), nhằm lượng hóa mức độ đóng góp tương đối của từng chỉ tiêu kế toán vào khả năng giải thích tổng thể của mô hình định giá cổ phiếu. Trong lý thuyết trò chơi hợp tác, giá trị Shapley là một quy tắc phân bổ giá trị được xây dựng để xác định phần đóng góp của mỗi người chơi vào tổng giá trị do sự hợp tác của toàn bộ liên minh tạo ra. Giá trị này được xác định dựa trên đóng góp cận biên trung bình của từng người chơi đối với mọi khả năng hình thành liên minh. Shapley (1953) đã chứng minh rằng đây là quy tắc phân bổ duy nhất đồng thời thỏa mãn bốn tiên đề cơ bản, gồm: (i) tính hiệu quả (efficiency), theo đó toàn bộ giá trị của liên minh được phân bổ hết cho các người chơi; (ii) tính đối xứng (symmetry), các người chơi có đóng góp như nhau sẽ được phân bổ giá trị như nhau; (iii) tính người chơi vô hiệu (dummy player), người chơi không tạo thêm giá trị sẽ không được phân bổ; và (iv) tính cộng (additivity), giá trị phân bổ có thể cộng gộp giữa các trò chơi. Các tiên đề này tạo cơ sở lý thuyết để vận dụng giá trị Shapley vào việc phân bổ phần khả năng giải thích của các biến trong mô hình hồi quy.

Trong nghiên cứu này, mỗi chỉ tiêu kế toán (EPS, BVPS và CFOPS) được xem như một “người chơi”, còn hệ số xác định R^2 của mô hình hồi quy được xem là “giá trị” của trò chơi, phản ánh mức độ mà thị trường sử dụng TTKT trong quá trình định giá doanh nghiệp. Theo cách tiếp cận phân rã giá trị Shapley, mức độ đóng góp của từng chỉ tiêu kế toán được xác định thông qua đóng góp cận biên trung bình của chỉ tiêu đó vào R^2 trên toàn bộ các khả năng kết hợp của tập biến giải thích. Cụ thể, đối với từng tập con của các biến kế toán, mô hình hồi quy được ước lượng và phân gia tăng của R^2 khi bổ sung thêm một biến được xác định là đóng góp cận biên của biến đó trong cấu hình thông tin tương ứng. Giá trị Shapley của mỗi biến sau đó được tính bằng

trung bình có trọng số của tất cả các đóng góp cận biên trên toàn bộ các tập con có thể của tập biến giải thích. Theo nguyên tắc này, tổng giá trị Shapley của tất cả các biến luôn bằng hệ số R^2 của mô hình, đồng thời phản ánh cả phần đóng góp riêng và phần đóng góp chung của từng chỉ tiêu kế toán vào khả năng giải thích giá cổ phiếu.

So với các cách tiếp cận đánh giá mức độ quan trọng của biến dựa trên hệ số hồi quy hoặc sự thay đổi của R^2 trong các mô hình lồng nhau, cách tiếp cận phân rã giá trị Shapley có một số ưu điểm nổi bật. Thứ nhất, cách tiếp cận này xem xét đồng thời toàn bộ các khả năng kết hợp của các biến giải thích, do đó kết quả phân bổ không phụ thuộc vào thứ tự đưa biến vào mô hình. Thứ hai, cách tiếp cận này phân bổ hợp lý phần khả năng giải thích chung giữa các biến có tương quan, qua đó hạn chế sự sai lệch do hiện tượng đa cộng tuyến và sự chồng lán thông tin giữa các biến giải thích. Thứ ba, kết quả phân rã có ý nghĩa kinh tế rõ ràng khi cho phép lượng hóa trực tiếp tỷ trọng đóng góp của từng chỉ tiêu kế toán vào hệ số R^2 tổng thể, tạo điều kiện thuận lợi cho việc so sánh vai trò tương đối giữa các nguồn TTKT trong quá trình thị trường định giá doanh nghiệp.

Trên cơ sở giá trị Shapley, nhiều nghiên cứu sau này đã phát triển cách tiếp cận phân rã nhằm đánh giá mức độ quan trọng tương đối của các biến giải thích trong mô hình hồi quy. Các nghiên cứu của Lipovetsky & Conklin (2001), Grömping (2007), Huettner & Sunder (2012) và Grömping (2015) đã làm rõ cơ sở lý luận, các tính chất tiên đề cũng như thuật toán phân rã R^2 dựa trên giá trị Shapley, đồng thời chỉ ra rằng cách tiếp cận này cho kết quả phân bổ ổn định và nhất quán hơn so với nhiều cách tiếp cận truyền thống trong trường hợp các biến giải thích có mối tương quan và cùng chia sẻ khả năng giải thích đối với biến phụ thuộc. Vì vậy, cách tiếp cận phân rã giá trị Shapley ngày càng được sử dụng rộng rãi trong nghiên cứu kinh tế, tài chính và thống kê để lượng hóa mức độ quan trọng tương đối của các biến trong mô hình hồi quy đa biến.

Trong khuôn khổ luận án, việc kết hợp hệ số R^2 của mô hình định giá cổ phiếu với cách tiếp cận phân rã giá trị Shapley cho phép đánh giá đồng thời hai khía cạnh của tính thích hợp của TTKT. Hệ số R^2 phản ánh mức độ thích hợp tổng thể của

TTKT đối với giá cổ phiếu, trong khi giá trị Shapley cho biết mức độ đóng góp tương đối của từng chỉ tiêu kế toán vào khả năng giải thích đó. Cách tiếp cận này không chỉ giúp xác định vai trò của từng nguồn TTKT trong quá trình thị trường định giá doanh nghiệp mà còn tạo cơ sở phương pháp luận cho các phân tích tiếp theo về sự khác biệt trong tính thích hợp của TTKT theo ngành nghề, theo thời gian và theo các giai đoạn kinh tế.

3.1.3. Phân tích tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính theo ngành, thời gian và các giai đoạn kinh tế

Nhằm phản ánh sự khác biệt về đặc điểm hoạt động giữa các doanh nghiệp trên TTCK Việt Nam, nghiên cứu tiến hành ước lượng **mô hình (3.1)** một cách tách biệt theo ngành, theo năm và theo các giai đoạn kinh tế. Trên cơ sở đó, R^2 điều chỉnh trung bình (average adjusted R^2) được sử dụng như một chỉ tiêu tổng hợp nhằm so sánh mức độ TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu giữa các nhóm quan sát. Việc sử dụng chỉ tiêu này cho phép phản ánh mức độ giải thích tổng thể của mô hình định giá trong từng nhóm, đồng thời bảo đảm tính nhất quán khi thực hiện so sánh giữa các phân nhóm dữ liệu.

Bên cạnh phân tích mô tả, kiểm định ANOVA được sử dụng nhằm đánh giá liệu sự khác biệt về R^2 điều chỉnh giữa các nhóm có ý nghĩa thống kê hay không. Cách tiếp cận kết hợp giữa thống kê mô tả và kiểm định suy luận này cho phép không chỉ nhận diện sự khác biệt về mức độ tương đối, mà còn xác định tính đáng kể về mặt thống kê của các khác biệt giữa các nhóm doanh nghiệp theo ngành, thời gian và giai đoạn kinh tế.

➤ Phân tích theo ngành

R^2 điều chỉnh trung bình được ước lượng riêng cho từng ngành nhằm phản ánh tính thích hợp của TTKT trong các lĩnh vực có đặc trưng tài chính – kế toán khác nhau. Trên cơ sở đó, kiểm định ANOVA một nhân tố được sử dụng để xác định liệu sự khác biệt về mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu giữa các ngành có ý nghĩa thống kê hay không.

Cách tiếp cận này cho phép không chỉ nhận diện sự khác biệt về tính thích hợp của TTKT giữa các ngành, mà còn cung cấp cơ sở để giải thích các khác biệt đó thông qua các đặc trưng ngành, bao gồm cơ cấu tài sản, mức độ đòn bẩy tài chính, mức độ minh bạch thông tin và mức độ chuẩn hóa trong kế toán (Barth và cộng sự, 2008)

➤ Phân tích theo thời gian

R^2 điều chỉnh trung bình được tổng hợp theo từng năm trong giai đoạn 2014–2024 nhằm quan sát xu hướng biến động của tính thích hợp của TTKT qua thời gian. Trên cơ sở đó, kiểm định ANOVA theo năm được sử dụng để đánh giá liệu sự khác biệt quan sát được có mang tính hệ thống hay chỉ phản ánh biến động ngẫu nhiên.

Phân tích theo chiều thời gian cho phép xem xét tác động của những thay đổi trong CMKT, môi trường pháp lý, mức độ minh bạch của thị trường và hành vi nhà đầu tư đến vai trò thông tin của BCTC (Alfaraih & Alanezi, 2011).

➤ Phân tích theo giai đoạn kinh tế

Dữ liệu nghiên cứu được chia thành ba giai đoạn: trước COVID-19 (2014–2019), trong COVID-19 (2020–2021) và sau COVID-19 (2022–2024). R^2 điều chỉnh trung bình của từng giai đoạn được so sánh nhằm đánh giá sự khác biệt về mức độ phản ánh TTKT trong các bối cảnh kinh tế khác nhau.

Kiểm định ANOVA được sử dụng để xác định liệu sự khác biệt giữa các giai đoạn có ý nghĩa thống kê hay không, qua đó cung cấp bằng chứng về tác động của cú sốc vĩ mô và khả năng thích ứng của thị trường trong việc hấp thụ TTKT trong điều kiện biến động.

Như vậy, phân tích đa chiều theo ngành, thời gian và giai đoạn kinh tế, kết hợp giữa chỉ tiêu mô tả (R^2 điều chỉnh trung bình) và kiểm định thống kê (ANOVA), cung cấp bằng chứng thực nghiệm toàn diện về sự khác biệt trong tính thích hợp của TTKT trên TTCK Việt Nam.

3.2. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN TÍNH THÍCH HỢP CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN TRÊN BÁO CÁO TÀI CHÍNH

3.2.1. Giả thuyết nghiên cứu

Hệ thống giả thuyết nghiên cứu được xây dựng dựa trên các lý thuyết nền tảng

trong lĩnh vực kế toán – tài chính, kết hợp với việc tổng hợp và đối chiếu các bằng chứng thực nghiệm trong và ngoài nước nhằm lý giải sự khác biệt về mức độ tính thích hợp của TTKT trên BCTC. Cách tiếp cận này giúp bảo đảm các giả thuyết nghiên cứu được hình thành trên cơ sở lập luận lý thuyết nhất quán và các kết quả thực nghiệm đã được kiểm chứng, thay vì dựa trên suy luận chủ quan.

Trên cơ sở đó, nghiên cứu xem xét tác động của 5 nhóm nhân tố chính đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC, bao gồm: (i) đặc điểm kinh tế – tài chính của doanh nghiệp, (ii) cơ cấu sở hữu, (iii) đặc điểm HĐQT, (iv) đặc điểm kiểm toán và (v) đặc điểm giao dịch cổ phiếu. Mỗi nhóm nhân tố được phân tích trong mối liên hệ với các lý thuyết phù hợp, đồng thời đặt trong bối cảnh đặc thù của TTCK Việt Nam để hình thành các giả thuyết nghiên cứu cụ thể.

(i) Đặc điểm kinh tế – tài chính của doanh nghiệp (H1–H4)

Theo lý thuyết thông tin bất cân xứng (Akerlof, 1970), sự chênh lệch về mức độ tiếp cận và kiểm soát thông tin giữa nhà quản trị và nhà đầu tư làm gia tăng mức độ không chắc chắn trong quá trình định giá doanh nghiệp. Trong bối cảnh đó, các đặc điểm kinh tế – tài chính của doanh nghiệp được xem là những yếu tố nền tảng có thể làm thay đổi mức độ bất cân xứng thông tin, qua đó ảnh hưởng đến mức độ TTKT phản ánh thông tin vào giá cổ phiếu (Francis & Schipper, 1999).

➤ Quy mô doanh nghiệp

Quy mô doanh nghiệp thường gắn với mức độ minh bạch thông tin và cường độ giám sát từ các chủ thể bên ngoài. Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy doanh nghiệp có quy mô lớn thường chịu sự giám sát chặt chẽ hơn từ kiểm toán viên, cơ quan quản lý và nhà đầu tư tổ chức, qua đó hạn chế các hành vi điều chỉnh số liệu kế toán và nâng cao chất lượng BCTC (Collins và cộng sự, 1997; Habib & Azim, 2008). Nhờ đó, TTKT của các doanh nghiệp này có độ tin cậy cao hơn và được thị trường sử dụng hiệu quả hơn trong quá trình định giá (Chukwu và cộng sự, 2019; Dang và cộng sự, 2019; Taufiq và cộng sự, 2025). Trong bối cảnh TTCK Việt Nam, nơi mức độ bất cân xứng thông tin còn tương đối cao, quy mô doanh nghiệp được kỳ vọng làm gia tăng tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

Giả thuyết H1: Quy mô doanh nghiệp có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

➤ Đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính phản ánh mức độ ràng buộc hợp đồng và áp lực giám sát từ phía chủ nợ. Theo lý thuyết đại diện, doanh nghiệp có mức nợ cao thường chịu sự giám sát chặt chẽ hơn nhằm hạn chế rủi ro vi phạm các cam kết tài chính (Jensen & Meckling, 1976). Một mặt, nợ cao có thể tạo áp lực làm gia tăng động cơ điều chỉnh lợi nhuận (Alsharairi, 2012; Anderson và cộng sự, 2004). Mặt khác, vai trò giám sát của chủ nợ có thể thúc đẩy kỷ luật báo cáo và cải thiện tính minh bạch thông tin (Dang và cộng sự, 2019; Taufiq và cộng sự, 2025). Do đó, trong bối cảnh TTCK Việt Nam, tác động tổng hợp của đòn bẩy tài chính được kỳ vọng theo hướng làm gia tăng tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

Giả thuyết H2: Đòn bẩy tài chính có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

➤ Tốc độ tăng trưởng

Doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao thường hoạt động trong môi trường kinh doanh biến động, với mức độ rủi ro lớn và tỷ trọng tài sản vô hình cao, làm gia tăng bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và thị trường. Các nghiên cứu cho thấy trong những doanh nghiệp này, TTKT truyền thống có thể chưa phản ánh đầy đủ giá trị kinh tế, dẫn đến khả năng giải thích biến động giá cổ phiếu suy giảm (Dechow & Schrand, 2004; Ghosh và cộng sự, 2005; Sloan, 1996). Do đó, phản ứng của thị trường đối với TTKT trong các doanh nghiệp tăng trưởng cao thường yếu hơn và kém ổn định. Trong bối cảnh TTCK Việt Nam, tốc độ tăng trưởng được dự đoán sẽ làm suy giảm tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

Giả thuyết H3: Tốc độ tăng trưởng có tác động tiêu cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

➤ Khả năng sinh lời

Khả năng sinh lời phản ánh hiệu quả hoạt động và mức độ bền vững của dòng tiền, qua đó góp phần giảm bất cân xứng thông tin và nâng cao độ tin cậy của BCTC. Nhiều bằng chứng thực nghiệm cho thấy lợi nhuận kế toán là một trong những biến thông tin quan trọng nhất được thị trường sử dụng trong quá trình định giá cổ phiếu (Collins và cộng sự, 1997; Easton & Harris, 1991). Doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao thường gắn với chất lượng thông tin tài chính tốt hơn và ít động cơ điều chỉnh

lợi nhuận, giúp TTKT được thị trường phản ánh hiệu quả hơn vào giá cổ phiếu (Biddle và cộng sự, 2009; Perotti & Wagenhofer, 2014). Trong điều kiện TTCK Việt Nam, khả năng sinh lời được kỳ vọng làm gia tăng tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

Giả thuyết H4: Khả năng sinh lời có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

(ii) Cơ cấu sở hữu (H5–H6)

Theo lý thuyết đại diện (Jensen & Meckling, 1976), sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý làm phát sinh xung đột lợi ích và bất cân xứng thông tin giữa nhà quản trị và cổ đông. Trong bối cảnh đó, cơ cấu sở hữu được xem là một cơ chế kiểm soát quan trọng, chi phối cường độ giám sát đối với hành vi quản trị, từ đó ảnh hưởng đến mức độ minh bạch thông tin và khả năng TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu.

➤ Sở hữu Nhà nước

Doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu Nhà nước cao thường hoạt động dưới sự chi phối của nhiều mục tiêu khác nhau, không hoàn toàn gắn với tối đa hóa giá trị cổ đông, qua đó có thể làm suy giảm hiệu quả giám sát từ thị trường vốn. Các bằng chứng thực nghiệm cho thấy trong nhóm doanh nghiệp này, TTKT có xu hướng kém minh bạch và chưa phản ánh đầy đủ giá trị kinh tế do ảnh hưởng của cơ chế quản trị và trách nhiệm giải trình chưa gắn chặt với hiệu quả thị trường (Chen và cộng sự, 2009; Wang và cộng sự, 2008). Trong bối cảnh Việt Nam, đặc thù quản trị của doanh nghiệp có vốn Nhà nước, bao gồm mức độ can thiệp hành chính và hạn chế trong cơ chế khuyến khích, có thể làm gia tăng bất cân xứng thông tin và làm suy giảm mức độ thị trường phản ứng với TTKT (Nguyen & Vo, 2022). Từ góc độ lý thuyết đại diện và thực tiễn quản trị tại Việt Nam, sở hữu Nhà nước được dự đoán làm giảm tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

Giả thuyết H5: Sở hữu Nhà nước có tác động tiêu cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

➤ Sở hữu nước ngoài

Sự tham gia của cổ đông nước ngoài thường đi kèm với yêu cầu cao hơn về tính minh bạch thông tin, xuất phát từ hạn chế trong khả năng tiếp cận và giám sát trực tiếp hoạt động doanh nghiệp. Nhóm cổ đông này có xu hướng thúc đẩy việc áp dụng các thông lệ kế toán và kiểm toán có chất lượng, đồng thời tăng cường cơ chế

giám sát nhằm hạn chế các hành vi quản trị mang tính cơ hội. Nhờ đó, độ tin cậy của TTKT được cải thiện, tạo điều kiện để thị trường khai thác hiệu quả hơn các chỉ tiêu kế toán trong quá trình định giá cổ phiếu (Giannetti và cộng sự, 2015; Mitton, 2002; Vo & Chu, 2019). Trong bối cảnh các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, sự hiện diện của cổ đông nước ngoài được kỳ vọng góp phần nâng cao tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

Giả thuyết H6: Sở hữu nước ngoài có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

(iii) Đặc điểm HĐQT (H7–H8)

Theo lý thuyết đại diện, HĐQT giữ vai trò trung tâm trong cơ chế giám sát nhằm hạn chế xung đột lợi ích và giảm bất cân xứng thông tin giữa nhà quản trị và cổ đông (Jensen & Meckling, 1976). Các đặc điểm cấu trúc và hoạt động của HĐQT phản ánh năng lực giám sát cũng như mức độ tham gia vào quá trình quản trị doanh nghiệp, qua đó ảnh hưởng đến chất lượng BCTC và mức độ TTKT được thị trường sử dụng trong định giá doanh nghiệp.

➤ Quy mô HĐQT

Quy mô HĐQT là một yếu tố cấu trúc quan trọng ảnh hưởng đến hiệu quả giám sát doanh nghiệp. HĐQT có quy mô quá nhỏ có thể thiếu nguồn lực và chuyên môn cần thiết, trong khi HĐQT quá lớn dễ phát sinh vấn đề phối hợp và làm suy giảm hiệu quả ra quyết định (Jensen, 1993; Yermack, 1996). Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy quy mô HĐQT ở mức hợp lý có thể tăng cường chức năng giám sát, hạn chế các hành vi điều chỉnh lợi nhuận mang tính cơ hội và nâng cao độ tin cậy của BCTC, từ đó cải thiện mức độ thị trường sử dụng TTKT trong quá trình định giá doanh nghiệp (Al-Gamrh và cộng sự, 2020; Haniffa & Cooke, 2005; Nguyen & Vo, 2022). Trong bối cảnh doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, nơi vai trò giám sát của HĐQT ngày càng được chú trọng, quy mô HĐQT được kỳ vọng góp phần nâng cao tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

Giả thuyết H7: Quy mô HĐQT có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

➤ Tần suất họp HĐQT

Tần suất họp HĐQT phản ánh mức độ giám sát chủ động và sự tham gia thực

chất của HĐQT trong quá trình quản trị doanh nghiệp. Theo lý thuyết đại diện, việc HĐQT họp thường xuyên hơn giúp tăng cường khả năng theo dõi các quyết định quản trị, kịp thời phát hiện và hạn chế các hành vi mang tính cơ hội, qua đó cải thiện mức độ minh bạch của thông tin tài chính được công bố (Brick & Chidambaran, 2010; Vafeas, 1999). Các bằng chứng thực nghiệm tại các thị trường mới nổi cho thấy tần suất họp HĐQT cao thường gắn liền với mức độ đầy đủ và độ tin cậy của TTKT cao hơn, qua đó giúp thị trường phản ánh hiệu quả hơn TTKT vào giá cổ phiếu (Hossain & Oon, 2022; Ntim & Osei, 2011; Vafeas & Vlittis, 2023). Trong bối cảnh cơ chế giám sát nội bộ tại Việt Nam còn đang trong quá trình hoàn thiện, tần suất họp HĐQT được kỳ vọng góp phần nâng cao tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

Giả thuyết H8: Tần suất họp HĐQT có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

(iv) Đặc điểm kiểm toán (H9–H10)

Theo lý thuyết thông tin bất cân xứng, kiểm toán độc lập đóng vai trò là cơ chế giám sát bên ngoài nhằm giảm khoảng cách thông tin giữa nhà quản trị và các bên sử dụng BCTC (DeAngelo, 1981; Francis, 2004). Các đặc điểm liên quan đến kiểm toán, bao gồm chất lượng kiểm toán và thời gian hoàn thành kiểm toán, ảnh hưởng trực tiếp đến độ tin cậy và tính kịp thời của TTKT, qua đó tác động đến mức độ TTKT được thị trường phản ánh vào giá cổ phiếu.

➤ Chất lượng kiểm toán

Doanh nghiệp được kiểm toán bởi các công ty kiểm toán có uy tín, điển hình là Big4, thường cung cấp TTKT có độ tin cậy cao hơn nhờ quy trình kiểm toán chặt chẽ, năng lực chuyên môn và áp lực duy trì danh tiếng trên thị trường (Abdollahi và cộng sự, 2020; Chehade & Procházka, 2024; DeAngelo, 1981; Simunic, 1980). Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy kiểm toán chất lượng cao góp phần hạn chế sai lệch thông tin, nâng cao chất lượng BCTC và tăng cường khả năng TTKT được thị trường phản ánh vào giá cổ phiếu (Francis, 2004; Hoang & Nguyen, 2018; Krismiaji & Surifah, 2020). Trong bối cảnh thị trường kiểm toán tại Việt Nam đang từng bước nâng cao tính minh bạch và chất lượng dịch vụ, chất lượng kiểm toán được kỳ vọng góp phần nâng cao tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

Giả thuyết H9: Chất lượng kiểm toán có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

➤ Thời gian kiểm toán

Thời gian kiểm toán phản ánh mức độ kịp thời của thông tin tài chính được công bố. Việc kéo dài thời gian kiểm toán có thể làm giảm giá trị thông tin của các chỉ tiêu kế toán do không còn phù hợp với thời điểm ra quyết định của nhà đầu tư (Afify, 2009; Ashton và cộng sự, 1987). Các bằng chứng thực nghiệm tại các thị trường mới nổi cho thấy thời gian kiểm toán dài thường làm giảm tính kịp thời và giá trị thông tin của BCTC, qua đó làm suy giảm khả năng TTKT được thị trường sử dụng trong định giá cổ phiếu (Lai và cộng sự, 2020; Owusu-Ansah, 2000). Trên cơ sở vai trò của tính kịp thời trong công bố thông tin tài chính, trong bối cảnh Việt Nam, thời gian kiểm toán được dự đoán làm giảm tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

Giả thuyết H10: Thời gian kiểm toán có tác động tiêu cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

(v) Đặc điểm giao dịch cổ phiếu (H11–H12)

Theo lý thuyết thông tin bất cân xứng, các đặc điểm giao dịch của cổ phiếu, đặc biệt là tính thanh khoản và tần suất giao dịch, phản ánh mức độ hoạt động và khả năng hấp thụ thông tin của thị trường. Khi cổ phiếu có tính thanh khoản cao và được giao dịch thường xuyên, TTKT có xu hướng được truyền tải nhanh hơn vào giá cổ phiếu, qua đó góp phần thu hẹp khoảng cách thông tin giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư (Amihud & Mendelson, 1986; Holthausen & Watts, 2001; Kim & Verrecchia, 1991). Vì vậy, các đặc điểm giao dịch cổ phiếu được xem là những yếu tố thị trường quan trọng ảnh hưởng đến mức độ TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu.

➤ Tính thanh khoản cổ phiếu

Tính thanh khoản phản ánh mức độ dễ dàng trong việc mua bán cổ phiếu với chi phí giao dịch thấp và khả năng chuyển hóa thông tin thành giá thị trường trong thời gian ngắn. Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy cổ phiếu có tính thanh khoản cao thường phản ứng nhanh và đầy đủ hơn đối với các TTKT được công bố, qua đó nâng cao khả năng giải thích của TTKT đối với biến động giá cổ phiếu (Fang và cộng sự, 2009; Xu và cộng sự, 2023). Bằng chứng tại thị trường Việt Nam cũng cho thấy tính thanh khoản cao góp phần cải thiện vai trò của TTKT trong quá trình định giá cổ phiếu, đặc biệt trong bối cảnh thị trường còn tồn tại mức độ bất cân xứng thông tin đáng kể (Duong, 2023). Do đó, trong bối cảnh TTCK Việt Nam, tính thanh khoản cổ

phiếu được kỳ vọng góp phần nâng cao tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

Giả thuyết H11: Tính thanh khoản cổ phiếu có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

➤ **Tần suất giao dịch cổ phiếu**

Tần suất giao dịch phản ánh mức độ quan tâm và theo dõi của thị trường đối với cổ phiếu doanh nghiệp, đồng thời thể hiện cường độ cập nhật và xử lý thông tin của nhà đầu tư. Khi cổ phiếu được giao dịch thường xuyên, TTKT có nhiều cơ hội được thị trường tiếp nhận và phản ánh liên tục vào giá cổ phiếu, qua đó thúc đẩy tốc độ phản ứng của giá đối với các TTKT được công bố (Chordia và cộng sự, 2001; Kim & Verrecchia, 1991). Các bằng chứng thực nghiệm tại các thị trường đang phát triển, bao gồm Việt Nam, cho thấy tần suất giao dịch cao thường gắn liền với mức độ phản ánh TTKT tốt hơn trong giá cổ phiếu (Nguyễn Thu Hằng và cộng sự, 2023; Pyo, 2022). Dựa trên cơ chế hấp thụ thông tin của thị trường, tần suất giao dịch cổ phiếu được kỳ vọng góp phần nâng cao tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

Giả thuyết H12: Tần suất giao dịch cổ phiếu có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

Trên cơ sở các lập luận lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm, luận án xây dựng hệ thống 12 giả thuyết nghiên cứu (từ H1 đến H12) về tác động của các nhân tố đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC. Hệ thống giả thuyết và chiều hướng tác động kỳ vọng được tổng hợp tại **Phụ lục 3.1** để thuận tiện cho việc theo dõi và đối chiếu trong quá trình phân tích.

3.2.2. Mô hình hồi quy và các biến trong mô hình

Trên cơ sở các giả thuyết đã xây dựng ở **mục 3.2.1**, luận án phát triển mô hình nghiên cứu thực nghiệm nhằm kiểm định tác động của các nhân tố đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC. Các biến giải thích trong mô hình được phân thành 5 nhóm nhân tố chính, bao gồm: (i) đặc điểm kinh tế – tài chính, (ii) cơ cấu sở hữu, (iii) đặc điểm HĐQT, (iv) đặc điểm kiểm toán và (v) đặc điểm giao dịch cổ phiếu.

Mô hình hồi quy được thể hiện như sau:

$$\begin{aligned} \text{REL}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_2 \text{LEV}_{i,t} + \beta_3 \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + & (3.2) \\ & \beta_5 \text{STATE}_{i,t} + \beta_6 \text{FOREIGN}_{i,t} + \beta_7 \text{BDSIZE}_{i,t} + \beta_8 \text{BDMEET}_{i,t} + \beta_9 \text{BIG4}_{i,t} \\ & + \beta_{10} \text{AUDTIME}_{i,t} + \beta_{11} \text{LIQ}_{i,t} + \beta_{12} \text{TURN}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Trong đó, $REL_{i,t}$ là biến phụ thuộc, đại diện cho tính thích hợp của TTKT tại doanh nghiệp i trong năm t . Biến này được xác định dựa trên hệ số R^2 điều chỉnh của mô hình định giá cổ phiếu (**mô hình 3.1 – mục 3.1.1**), được ước lượng theo từng ngành và từng năm, qua đó phản ánh mức độ TTKT trên BCTC được thị trường sử dụng trong việc định giá cổ phiếu.

R^2 điều chỉnh được sử dụng thay cho R^2 nhằm loại trừ ảnh hưởng của số lượng biến độc lập và quy mô mẫu, từ đó bảo đảm khả năng so sánh tính thích hợp của TTKT giữa các ngành, các năm và các giai đoạn kinh tế khác nhau. Theo cách tiếp cận của các nghiên cứu về tính thích hợp, hệ số xác định của mô hình định giá cổ phiếu được xem là thước đo tổng hợp phản ánh mức độ TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu (Barth và cộng sự, 2008; Francis & Schipper, 1999).

Các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu được lựa chọn và phân loại thành năm nhóm nhân tố, bao gồm: đặc điểm kinh tế – tài chính, cơ cấu sở hữu, đặc điểm HĐQT, đặc điểm kiểm toán và đặc điểm giao dịch cổ phiếu. Việc lựa chọn các biến đại diện được thực hiện trên cơ sở nền tảng lý thuyết, kết quả tổng quan các nghiên cứu trước và khả năng thu thập dữ liệu đối với các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam. Ký hiệu, thang đo, phương pháp đo lường và nguồn tham khảo của các biến nghiên cứu được tổng hợp tại **Phụ lục 3.2**.

Trên cơ sở hệ thống biến nghiên cứu đã được xác định, luận án xây dựng mô hình nghiên cứu nhằm kiểm định tác động của năm nhóm nhân tố đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC. Mô hình nghiên cứu thể hiện mối quan hệ giả thuyết giữa các nhóm nhân tố và tính thích hợp của TTKT trên BCTC, đồng thời là cơ sở để kiểm định các giả thuyết H1–H12 bằng các phương pháp phân tích định lượng. Mô hình nghiên cứu được minh họa tại **Phụ lục 3.3**.

3.2.3. Phương pháp ước lượng và kiểm định mô hình

Để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu, luận án sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng (panel data regression). Phương pháp này phù hợp với đặc điểm của bộ dữ liệu nghiên cứu khi kết hợp đồng thời biến thiên theo doanh nghiệp và theo thời gian, qua đó giúp gia tăng số lượng quan sát, giảm thiểu sai lệch do biến bị bỏ sót và phản ánh tốt hơn sự khác biệt giữa các doanh nghiệp qua các năm. So với hồi quy cắt ngang hoặc hồi quy chuỗi thời gian riêng lẻ, dữ liệu bảng cho phép phân tích mối

quan hệ giữa các nhân tố và tính thích hợp của TTKT trên BCTC một cách toàn diện hơn (Wooldridge, 2010).

Trong luận án, ba dạng mô hình hồi quy phổ biến được xem xét, gồm:

- i. **Mô hình Pooled OLS (Ordinary Least Squares):** giả định hệ số chặn và hệ số góc không thay đổi giữa các doanh nghiệp, được sử dụng như mô hình tham chiếu ban đầu;
- ii. **Mô hình tác động cố định (Fixed Effects Model – FEM):** cho phép tồn tại các đặc điểm riêng không quan sát được của từng doanh nghiệp và kiểm soát các đặc điểm này khi chúng không thay đổi theo thời gian;
- iii. **Mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model – REM):** giả định các khác biệt đặc thù giữa các doanh nghiệp mang tính ngẫu nhiên và không tương quan với các biến độc lập trong mô hình.

Việc lựa chọn giữa mô hình FEM và REM được thực hiện thông qua kiểm định Hausman như sau:

- Nếu **p-value < 0,05** → bác bỏ giả thuyết H_0 , lựa chọn mô hình FEM.
- Nếu **p-value \geq 0,05** → không bác bỏ giả thuyết H_0 , lựa chọn mô hình REM.

Nhằm bảo đảm độ tin cậy của các ước lượng hồi quy, nghiên cứu tiến hành kiểm định các giả định nền tảng của mô hình:

- **Hiện tượng đa cộng tuyến:** được đánh giá thông qua hệ số phóng đại phương sai (Variance Inflation Factor – VIF); giá trị VIF lớn hơn 10 cho thấy khả năng tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình (O'Brien, 2007).

- **Hiện tượng phương sai sai số thay đổi:** được kiểm định bằng White test đối với mô hình Pooled OLS và Wald test/xttest3 đối với mô hình FEM; nếu p-value < 0,05, mô hình được xem là tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi (Greene, 2018).

- **Hiện tượng tự tương quan phần dư:** được kiểm định bằng Wooldridge test (xtserial); nếu p-value < 0,05, mô hình được xem là tồn tại hiện tượng tự tương quan phần dư (Wooldridge, 2010).

Trong trường hợp phát hiện hiện tượng phương sai sai số thay đổi và/hoặc tự tương quan phần dư, nghiên cứu sử dụng sai số chuẩn hiệu chỉnh theo cụm doanh

nghiệp (clustered standard errors) đối với các mô hình FEM và REM nhằm bảo đảm tính nhất quán và độ tin cậy của các kiểm định thống kê, ngay cả khi mô hình tồn tại các khuyết tật của sai số (Wooldridge, 2010).

Bên cạnh đó, mô hình hồi quy bình phương tối thiểu tổng quát (Generalized Least Squares – GLS) được sử dụng như một phương pháp ước lượng bổ trợ nhằm kiểm tra độ bền của kết quả nghiên cứu. Phương pháp này cho phép xử lý hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan thông qua việc mô hình hóa cấu trúc của sai số, qua đó nâng cao hiệu quả của các ước lượng hồi quy (Greene, 2018).

Ngoài ra, mức độ giải thích của mô hình được đánh giá thông qua hệ số xác định R^2 , trong khi kiểm định F được sử dụng để xem xét mức độ phù hợp tổng thể của mô hình. Ý nghĩa thống kê của các hệ số hồi quy được đánh giá tại các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%, phù hợp với thông lệ phổ biến trong các nghiên cứu thực nghiệm kế toán – tài chính (Biddle và cộng sự, 2009).

Quy trình trên bảo đảm các mô hình hồi quy được ước lượng một cách nhất quán, đáng tin cậy và có cơ sở khoa học, tạo nền tảng cho việc trình bày và thảo luận kết quả nghiên cứu trong Chương 4.

3.3. DỮ LIỆU VÀ XỬ LÝ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

3.3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp được thu thập từ BCTC đã kiểm toán, báo cáo thường niên, báo cáo quản trị và các cơ sở dữ liệu tài chính công khai của các DNPTC niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2014–2024. Việc sử dụng dữ liệu thứ cấp giúp bảo đảm tính khách quan, khả năng kiểm chứng và tính so sánh theo thời gian của các biến nghiên cứu.

Dữ liệu nghiên cứu chủ yếu mang tính định lượng, được thu thập theo từng doanh nghiệp và từng năm, bao gồm các nhóm thông tin chính sau:

- **TTKT:** Lợi nhuận sau thuế, doanh thu thuần, tổng tài sản, nợ phải trả, giá trị VCSH và dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh

- **Thông tin giao dịch cổ phiếu:** Số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân năm, tổng khối lượng giao dịch trong năm, số ngày cổ phiếu có phát sinh giao dịch và tổng

số ngày giao dịch của TTCK trong năm.

- **Thông tin quản trị doanh nghiệp:** Số lượng thành viên HĐQT và số cuộc họp HĐQT trong năm.

- **Thông tin cơ cấu sở hữu:** Tỷ lệ sở hữu Nhà nước, tỷ lệ sở hữu nước ngoài

- **Thông tin kiểm toán:** Doanh nghiệp kiểm toán (phân loại thành Big4 và không thuộc Big4) và ngày ký báo cáo kiểm toán, trên cơ sở đó xác định thời gian hoàn thành kiểm toán kể từ thời điểm kết thúc năm tài chính đến ngày phát hành báo cáo kiểm toán.

Các nhóm dữ liệu trên phản ánh tương đối toàn diện đặc điểm tài chính, cơ cấu sở hữu, hoạt động quản trị, đặc điểm kiểm toán và giao dịch cổ phiếu của doanh nghiệp, qua đó cung cấp cơ sở dữ liệu phù hợp cho việc đo lường và phân tích tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

Dữ liệu được thu thập thông qua hai phương thức kết hợp:

- **Trích xuất** từ các cơ sở dữ liệu tài chính điện tử uy tín như Fiinx.vn, Vietstock.vn, CafeF.vn.

- **Đối chiếu và bổ sung thủ công** từ BCTC, báo cáo thường niên và báo cáo quản trị được công bố trên website chính thức của HOSE, HNX và các doanh nghiệp nhằm bảo đảm tính chính xác và đầy đủ của dữ liệu nghiên cứu.

Nhằm bảo đảm tính nhất quán và độ tin cậy của bộ dữ liệu, nghiên cứu áp dụng các tiêu chí lựa chọn mẫu như sau:

(i) Doanh nghiệp phải niêm yết liên tục trong giai đoạn 2014–2024 và không bị hủy niêm yết hoặc tạm ngừng giao dịch trong thời gian nghiên cứu;

(ii) Loại trừ các doanh nghiệp thuộc ngành Ngân hàng, Bảo hiểm và Dịch vụ tài chính do các ngành này có đặc thù kế toán và cơ cấu tài chính khác biệt, có thể ảnh hưởng đến tính đồng nhất của mẫu nghiên cứu (Barth và cộng sự, 2001).

(iii) Loại trừ các doanh nghiệp thuộc ngành dầu khí do số lượng quan sát hạn chế (4 doanh nghiệp), không bảo đảm tính đại diện thống kê của mẫu nghiên cứu (Leeb, 2008);

(iv) Chỉ lựa chọn doanh nghiệp áp dụng niên độ kế toán theo năm dương lịch

(01/01–31/12), nhằm bảo đảm khả năng so sánh giữa các doanh nghiệp và các năm quan sát.

(v) Các doanh nghiệp được lựa chọn phải có đầy đủ dữ liệu cho các biến nghiên cứu trong suốt giai đoạn 2014–2024 nhằm bảo đảm độ tin cậy của các kết quả phân tích định lượng.

3.3.2. Đặc điểm mẫu nghiên cứu

Các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu được phân loại theo hệ thống phân loại ngành ICB (Industry Classification Benchmark), đồng thời được điều chỉnh để phù hợp với cơ cấu ngành của TTCK Việt Nam theo phân loại của FiinGroup (2024). Hệ thống phân ngành của FiinGroup được xây dựng trên cơ sở tham khảo các chuẩn phân loại quốc tế phổ biến như ICB (Industry Classification Benchmark) và GICS (Global Industry Classification Standard), đồng thời phản ánh đặc thù của nền kinh tế Việt Nam. Theo FiinGroup (2024), hệ thống này bao gồm 11 ngành cấp 1, 19 ngành cấp 2, 40 ngành cấp 3, 106 ngành cấp 4 và 171 ngành cấp 5 (**Phụ lục 3.4**), được cập nhật định kỳ nhằm phù hợp với sự thay đổi trong cơ cấu ngành của thị trường.

Trong quá trình lựa chọn mẫu nghiên cứu, các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành Ngân hàng, Bảo hiểm và Dịch vụ tài chính được loại bỏ do có đặc thù kế toán và cơ cấu tài chính khác biệt, nhằm bảo đảm tính đồng nhất và độ tin cậy của mẫu nghiên cứu. Tuy nhiên, nhóm Bất động sản – mặc dù thuộc phạm vi ngành tài chính theo phân loại của FiinGroup – vẫn được giữ lại do có đặc điểm kế toán và thông tin tài chính tương đối tương đồng với các DNPTC khác. Để tránh nhầm lẫn trong quá trình phân tích, nhóm này được tách riêng và đặt tên là “Bất động sản”.

Mặc dù FiinGroup phân loại ngành Viễn thông là một nhóm ngành độc lập, nhưng trong mẫu nghiên cứu không có doanh nghiệp nào thuộc ngành này đáp ứng tiêu chí chọn mẫu, do đó ngành Viễn thông không xuất hiện trong các phân tích thực nghiệm.

Sau khi thực hiện sàng lọc và loại bỏ các ngành không phù hợp, bộ dữ liệu nghiên cứu bao gồm 390 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2014–2024, tương ứng với 4.290 quan sát dữ liệu bảng (390 doanh nghiệp \times 11 năm).

Các doanh nghiệp trong mẫu được phân thành 8 nhóm ngành đại diện cho các lĩnh vực chủ yếu của nền kinh tế, bao gồm: (i) Công nghệ thông tin, (ii) Công nghiệp,

(iii) Dịch vụ tiêu dùng, (iv) Dược phẩm và y tế, (v) Hàng tiêu dùng, (vi) Nguyên vật liệu, (vii) Bất động sản, (viii) Tiện ích cộng đồng.

Để phục vụ các phân tích so sánh theo thời gian, dữ liệu nghiên cứu được phân chia thành ba giai đoạn gồm trước, trong và sau đại dịch COVID-19 nhằm phản ánh sự khác biệt về bối cảnh kinh tế – thị trường trong giai đoạn 2014–2024. Cơ sở phân chia các giai đoạn được trình bày chi tiết tại **mục 4.1**.

Bảng 3.1 trình bày cơ cấu mẫu nghiên cứu theo sàn giao dịch, ngành nghề và giai đoạn kinh tế, qua đó phản ánh tính đại diện và mức độ cân đối của bộ dữ liệu được sử dụng trong các phân tích định lượng.

Bảng 3.1. Phân bố mẫu theo sàn giao dịch, ngành nghề và giai đoạn kinh tế

Nhóm tiêu chí	Phân loại	Số doanh nghiệp	Số quan sát	Tỷ lệ (%)
Theo sàn giao dịch	HOSE	209	2.299	53,59
	HNX	181	1.991	46,41
	Tổng cộng	390	4.290	100
Theo ngành nghề	Công nghệ thông tin	12	132	3,08
	Công nghiệp	151	1.661	38,72
	Dịch vụ tiêu dùng	33	363	8,46
	Dược phẩm và Y tế	15	165	3,85
	Hàng tiêu dùng	54	594	13,85
	Nguyên vật liệu	51	561	13,08
	Bất động sản	40	440	10,26
	Tiện ích cộng đồng	34	374	8,72
	Tổng cộng	390	4.290	100
Theo giai đoạn kinh tế	Trước COVID-19 (2014–2019)	390	2.340	54,5
	Trong COVID-19 (2020–2021)	390	780	18,2
	Sau COVID-19 (2022–2024)	390	1.170	27,3
	Tổng cộng	390	4.290	100

Nguồn: Tác giả tổng hợp và xử lý từ dữ liệu thu thập

Xét theo sản giao dịch, mẫu nghiên cứu được phân bố tương đối đồng đều giữa HOSE (53,59%) và HNX (46,41%), qua đó góp phần bảo đảm tính đại diện của mẫu đối với các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam. Về ngành nghề, nhóm Công nghiệp chiếm tỷ trọng lớn nhất (38,72%), tiếp theo là Hàng tiêu dùng (13,85%), Nguyên vật liệu (13,08%) và Bất động sản (10,26%). Các nhóm ngành còn lại chiếm từ 3% đến 10% tổng số quan sát, phản ánh sự đa dạng về cơ cấu ngành trong mẫu nghiên cứu và phù hợp với đặc điểm của các nghiên cứu định lượng trên TTCK (Jenkins & Quintana-Ascencio, 2020).

Dữ liệu nghiên cứu cũng được phân bố theo ba giai đoạn kinh tế gồm trước, trong và sau COVID-19 với tỷ lệ tương ứng là 54,5%, 18,2% và 27,3% tổng số quan sát. Cách phân chia này cho phép phản ánh các điều kiện kinh tế vĩ mô khác nhau trong giai đoạn 2014–2024, qua đó tạo cơ sở để so sánh và đánh giá sự biến động của tính thích hợp của TTKT theo thời gian và bối cảnh kinh tế.

Tổng thể, với 4.290 quan sát được phân bố theo sản giao dịch, ngành nghề và giai đoạn nghiên cứu, bộ dữ liệu có quy mô tương đối lớn và mức độ bao quát phù hợp, tạo cơ sở cho các phân tích hồi quy và kiểm định định lượng được thực hiện trong Chương 4.

Để trực quan hóa đặc điểm phân bố mẫu nghiên cứu, **Phụ lục 3.5 đến Phụ lục 3.7** trình bày cơ cấu mẫu theo sản giao dịch, ngành nghề và giai đoạn nghiên cứu.

3.3.3. Phương pháp xử lý dữ liệu

Sau khi hoàn thành quá trình thu thập dữ liệu từ BCTC đã kiểm toán, dữ liệu giao dịch cổ phiếu và các cơ sở dữ liệu như FiinX, Vietstock, CafeF, nghiên cứu tiến hành kiểm tra, làm sạch và chuẩn hóa dữ liệu trước khi thực hiện các phân tích định lượng. Quy trình xử lý dữ liệu được thực hiện theo các bước sau:

(1) Kiểm tra và làm sạch dữ liệu

Trước khi phân tích, toàn bộ dữ liệu được rà soát nhằm bảo đảm tính đầy đủ, chính xác và nhất quán giữa các nguồn thu thập. Các bước xử lý bao gồm:

- Đối chiếu các chỉ tiêu tài chính giữa BCTC đã kiểm toán và các cơ sở dữ liệu nhằm phát hiện và hiệu chỉnh các sai lệch trong quá trình nhập liệu.

- Loại bỏ các quan sát không đáp ứng tiêu chí lựa chọn mẫu, bao gồm các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực tài chính, doanh nghiệp thiếu dữ liệu trong giai đoạn nghiên cứu hoặc không đủ thông tin để tính toán các biến nghiên cứu.

- Loại bỏ các quan sát thiếu dữ liệu đối với các biến cốt lõi của mô hình, đặc biệt là EPS, BVPS, CFOPS và các biến giải thích.

- Kiểm tra tính nhất quán của dữ liệu theo chuỗi thời gian; các doanh nghiệp có dữ liệu bất thường hoặc không hợp lý giữa các năm được rà soát và xử lý nhằm bảo đảm tính đồng nhất của bộ dữ liệu.

(2) Chuẩn hóa và mã hóa dữ liệu

Sau khi làm sạch, dữ liệu được chuẩn hóa nhằm bảo đảm tính thống nhất trong quá trình phân tích.

- Các chỉ tiêu tài chính được quy đổi thống nhất về đơn vị đồng Việt Nam (VND) và chuẩn hóa định dạng dữ liệu để tương thích với phần mềm Stata.

- EPS, BVPS và CFOPS được tính trên cơ sở số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân năm nhằm hạn chế sai lệch do doanh nghiệp thay đổi vốn điều lệ trong năm tài chính.

- Các giá trị âm của lợi nhuận sau thuế, VCSH và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh vẫn được giữ nguyên vì phản ánh đúng tình trạng tài chính của doanh nghiệp và có ý nghĩa trong phân tích thực nghiệm.

- Các biến định tính được mã hóa thành biến giả phục vụ phân tích hồi quy, bao gồm chất lượng kiểm toán (0 = doanh nghiệp không được kiểm toán bởi Big4; 1 = doanh nghiệp được kiểm toán bởi Big4) và giai đoạn kinh tế (1 = trước COVID-19; 2 = trong COVID-19; 3 = sau COVID-19).

(3) Xử lý dữ liệu ngoại lai

Dữ liệu tài chính của các doanh nghiệp niêm yết thường tồn tại các giá trị cực đoan do khác biệt về quy mô hoạt động hoặc biến động bất thường trong từng năm. Để hạn chế ảnh hưởng của các quan sát này đến kết quả ước lượng mà vẫn bảo đảm duy trì quy mô mẫu nghiên cứu, luận án áp dụng kỹ thuật Winsorize tại hai ngưỡng 1% và 99% đối với các biến liên tục, gồm: EPS, BVPS, CFOPS, SIZE, LEV, GROWTH, ROA, AUDTIME, LIQ và TURN.

Kỹ thuật Winsorize được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu kế toán – tài chính nhằm giảm ảnh hưởng của các giá trị ngoại lai mà không làm mất thông tin như phương pháp loại bỏ quan sát. Đồng thời, các quan sát thiếu dữ liệu đối với các biến nghiên cứu sau khi kiểm tra được loại khỏi mẫu phân tích để bảo đảm tính đầy đủ của bộ dữ liệu.

(4) Tổ chức dữ liệu và thống kê mô tả

Sau khi hoàn tất quá trình xử lý, dữ liệu được tổ chức theo cấu trúc dữ liệu bảng (panel data), sắp xếp theo mã doanh nghiệp và năm tài chính.

Trước khi tiến hành các phân tích kinh tế lượng, nghiên cứu thực hiện thống kê mô tả bộ dữ liệu nhằm đánh giá đặc điểm phân bố của các biến nghiên cứu thông qua các chỉ tiêu như giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất và các phân vị. Kết quả thống kê mô tả là cơ sở để đánh giá sơ bộ đặc điểm của mẫu nghiên cứu trước khi thực hiện các kiểm định và ước lượng mô hình.

(5) Phần mềm xử lý và phân tích dữ liệu

Toàn bộ quá trình nhập liệu, làm sạch, chuẩn hóa, xử lý dữ liệu, thống kê mô tả và phân tích định lượng được thực hiện bằng phần mềm Stata. Phần mềm này được sử dụng để ước lượng các mô hình nghiên cứu, thực hiện các kiểm định cần thiết và đánh giá độ tin cậy của các kết quả thực nghiệm được trình bày trong Chương 4.

Như vậy, quy trình xử lý dữ liệu được thực hiện theo trình tự từ kiểm tra, làm sạch, chuẩn hóa, xử lý dữ liệu ngoại lai đến tổ chức dữ liệu và thống kê mô tả trước khi tiến hành các phân tích định lượng. Quy trình này góp phần bảo đảm tính đầy đủ, nhất quán và độ tin cậy của bộ dữ liệu, tạo cơ sở cho việc ước lượng và kiểm định các mô hình nghiên cứu trong Chương 4.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Chương 3 đã trình bày cơ sở phương pháp luận và thiết kế nghiên cứu của luận án nhằm đo lường và phân tích tính thích hợp của TTKT trên BCTC của các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam. Trên cơ sở mục tiêu nghiên cứu, nền tảng lý thuyết và khoảng trống nghiên cứu đã xác định, luận án lựa chọn phương pháp nghiên cứu định lượng với cách tiếp cận dựa trên mô hình định giá cổ phiếu. Theo đó, tính thích hợp của TTKT được đo lường thông qua hệ số xác định hiệu chỉnh (R^2 điều chỉnh) của mô hình định giá cổ phiếu, đồng thời giá trị Shapley được sử dụng để lượng hóa mức độ đóng góp tương đối của từng thành phần TTKT trong mô hình.

Bên cạnh đó, chương này đã xây dựng mô hình nghiên cứu, hệ thống giả thuyết và các biến nghiên cứu trên cơ sở kế thừa các nghiên cứu trước, đồng thời lựa chọn các nhóm nhân tố ảnh hưởng phù hợp với cơ sở lý thuyết, mục tiêu nghiên cứu và đặc điểm của các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam. Chương cũng trình bày quy trình thu thập, xử lý và chuẩn hóa dữ liệu thứ cấp, cùng các phương pháp phân tích và kiểm định được sử dụng nhằm bảo đảm tính đầy đủ, nhất quán và độ tin cậy của kết quả nghiên cứu.

Như vậy, Chương 3 đã xây dựng đầy đủ khung phương pháp nghiên cứu của luận án, từ đo lường tính thích hợp của TTKT, xây dựng mô hình và giả thuyết nghiên cứu, đến thu thập, xử lý dữ liệu và lựa chọn phương pháp phân tích định lượng. Đây là cơ sở để triển khai các phân tích thực nghiệm và kiểm định các giả thuyết nghiên cứu trong Chương 4.

CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Chương 4 trình bày kết quả phân tích thực nghiệm và thảo luận về tính thích hợp của TTKT trên BCTC của các DNPTC niêm yết tại Việt Nam. Nội dung chương tập trung đánh giá mức độ TTKT được thị trường phản ánh vào giá cổ phiếu thông qua hệ số xác định của mô hình định giá, phân tích mức độ đóng góp tương đối của các chỉ tiêu kế toán, đồng thời xem xét tác động của các nhóm nhân tố đặc điểm kinh tế – tài chính của doanh nghiệp, cơ cấu sở hữu, đặc điểm HĐQT, đặc điểm kiểm toán và đặc điểm giao dịch cổ phiếu đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

4.1. BỐI CẢNH NGHIÊN CỨU

4.1.1. Thị trường chứng khoán Việt Nam

TTCK Việt Nam ngày càng giữ vai trò quan trọng trong huy động vốn trung và dài hạn, đồng thời là kênh phân bổ nguồn lực và định giá doanh nghiệp trong nền kinh tế. Mặc dù hình thành muộn hơn so với các thị trường phát triển, TTCK Việt Nam đã có quá trình tăng trưởng nhanh cả về quy mô và mức độ tham gia của nhà đầu tư, phản ánh tiến trình chuyển đổi sang nền kinh tế thị trường và nhu cầu huy động vốn ngày càng gia tăng của doanh nghiệp.

Không chỉ là bối cảnh của nghiên cứu, đặc điểm của TTCK Việt Nam còn có ý nghĩa quan trọng đối với việc đo lường tính thích hợp của TTKT trên BCTC. Các yếu tố như mức độ hiệu quả thông tin của thị trường, đặc điểm giao dịch cổ phiếu và mức độ minh bạch thông tin ảnh hưởng trực tiếp đến việc lựa chọn mô hình định giá cổ phiếu, xác định thước đo tính thích hợp (R^2 và R^2 điều chỉnh), cũng như thời điểm thu thập dữ liệu giá thị trường. Vì vậy, việc phân tích đặc điểm của TTCK Việt Nam là cơ sở cần thiết nhằm bảo đảm tính phù hợp của phương pháp nghiên cứu và độ tin cậy của các kết quả thực nghiệm.

Tổng quan về TTCK Việt Nam được trình bày theo ba khía cạnh chính: (i) lịch sử hình thành và tổ chức thị trường; (ii) quá trình mở rộng quy mô và hội nhập; và (iii) các đặc điểm thị trường gắn với việc đo lường tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

(i) Lịch sử hình thành và tổ chức thị trường

TTCK Việt Nam chính thức đi vào hoạt động năm 2000 với sự ra đời của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, tiền thân của Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) hiện nay. Đây được xem là cột mốc đánh dấu sự hình thành chính thức của TTCK Việt Nam và bước khởi đầu của cơ chế huy động vốn thông qua TTCK theo định hướng thị trường. Sự ra đời của HOSE góp phần tạo lập môi trường giao dịch tập trung, tăng cường tính minh bạch trong huy động vốn và thúc đẩy quá trình phát triển của thị trường vốn tại Việt Nam.

Đến năm 2005, Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) được thành lập, góp phần mở rộng quy mô và phạm vi hoạt động của TTCK Việt Nam. Ngoài thị trường cổ phiếu niêm yết, HNX còn tổ chức và vận hành thị trường UPCoM cùng thị trường trái phiếu Chính phủ, qua đó góp phần hình thành cấu trúc thị trường đa tầng và đa dạng hóa các sản phẩm giao dịch trên TTCK. Sự phát triển của HNX cũng tạo điều kiện cho các doanh nghiệp có quy mô vừa và nhỏ tiếp cận thị trường vốn, đặc biệt đối với các doanh nghiệp chưa đáp ứng đầy đủ điều kiện niêm yết trên HOSE.

Giai đoạn 2020–2021 đánh dấu bước chuyển quan trọng trong mô hình tổ chức TTCK Việt Nam với việc thành lập Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam (VNX) theo mô hình công ty mẹ – công ty con, trực tiếp quản lý và điều phối HOSE và HNX. Việc thành lập VNX hướng tới mục tiêu thống nhất quản lý thị trường, chuẩn hóa cơ chế quản trị, nâng cao tính minh bạch và giảm tình trạng phân mảnh giữa các sở giao dịch. Đồng thời, đây cũng được xem là bước chuẩn bị quan trọng cho quá trình nâng hạng TTCK Việt Nam theo các bộ tiêu chuẩn quốc tế như MSCI (Morgan Stanley Capital International) và FTSE (Financial Times Stock Exchange) (Thủ tướng Chính phủ, 2020; Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, 2022).

(ii) Quá trình mở rộng quy mô và mức độ hội nhập

Sau hơn hai thập kỷ vận hành, TTCK Việt Nam đã có sự phát triển đáng kể về quy mô, chiều sâu thị trường và mức độ tham gia của các chủ thể trên thị trường. Theo Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2025), vốn hóa thị trường cổ phiếu tại thời điểm cuối năm 2024 ước đạt 7.689,68 nghìn tỷ đồng, tương ứng khoảng 66,8% tổng

sản phẩm quốc nội (GDP). Đồng thời, số lượng doanh nghiệp niêm yết và đăng ký giao dịch đạt 1.765 doanh nghiệp, bao phủ phần lớn các ngành kinh tế trọng yếu. Chỉ số VN-Index kết thúc năm 2024 ở mức 1.267,35 điểm, phản ánh xu hướng phục hồi của thị trường trong bối cảnh điều kiện kinh tế vĩ mô dần cải thiện và niềm tin của nhà đầu tư được củng cố.

Bên cạnh thị trường cổ phiếu, các phân khúc trái phiếu Chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp và TTCK phái sinh (được đưa vào vận hành từ năm 2017) cũng từng bước phát triển, góp phần hoàn thiện cấu trúc TTCK Việt Nam theo hướng đa dạng hóa sản phẩm tài chính và nâng cao khả năng phân bổ vốn của thị trường. Sự phát triển của các phân khúc này không chỉ hỗ trợ chức năng huy động vốn và phòng ngừa rủi ro mà còn góp phần tăng cường vai trò định giá của thị trường tài chính.

Cùng với quá trình mở rộng quy mô, mức độ hội nhập quốc tế của TTCK Việt Nam cũng từng bước được cải thiện thông qua sự gia tăng của dòng vốn đầu tư nước ngoài, quá trình hoàn thiện khung pháp lý và định hướng tiệm cận các chuẩn mực kế toán – kiểm toán quốc tế. Trước đây, TTCK Việt Nam được phân loại là thị trường cận biên (Frontier market) theo các tiêu chuẩn của MSCI và FTSE Russell; tuy nhiên, theo công bố của FTSE Russell vào tháng 10/2025, thị trường đã chính thức được nâng hạng lên thị trường mới nổi (Emerging market), với hiệu lực dự kiến từ tháng 9/2026 sau khi đáp ứng đầy đủ 9 tiêu chí đánh giá (VnExpress, 2025). Đây là một cột mốc quan trọng, phản ánh sự cải thiện rõ rệt về mức độ minh bạch và khả năng tiếp cận của thị trường đối với nhà đầu tư quốc tế, đồng thời kỳ vọng thu hút thêm dòng vốn từ các quỹ đầu tư chỉ số toàn cầu.

Đặc điểm này có ý nghĩa quan trọng đối với nghiên cứu về tính thích hợp của TTKT, bởi trong bối cảnh thị trường gia tăng mức độ hội nhập và sự tham gia của nhà đầu tư quốc tế, khả năng phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu có thể được cải thiện. Do đó, mức độ giải thích của TTKT đối với biến động giá cổ phiếu có thể thay đổi theo thời gian, qua đó tác động trực tiếp đến kết quả đo lường tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

(iii) Đặc thù TTCK Việt Nam và tác động đến việc nghiên cứu và đo lường tính thích hợp của TTKT

Với tư cách là một thị trường đang trong quá trình phát triển và hội nhập sâu hơn vào thị trường vốn quốc tế, TTCK Việt Nam mang những đặc trưng riêng biệt về mức độ minh bạch thông tin, hiệu quả thị trường, cấu trúc sở hữu và hành vi nhà đầu tư. Mặc dù đã đạt được những bước tiến quan trọng, đặc biệt là trong bối cảnh được nâng hạng lên thị trường mới nổi theo các tổ chức xếp hạng quốc tế, thị trường vẫn tồn tại những khác biệt nhất định so với các thị trường phát triển, nhất là về mức độ phản ánh thông tin và tính đồng nhất trong hành vi định giá.

Thứ nhất, mức độ bất cân xứng thông tin và tính minh bạch còn hạn chế là một đặc điểm nổi bật. Chất lượng công bố BCTC giữa các doanh nghiệp chưa đồng đều, thời gian công bố có thể khác biệt đáng kể, và mức độ tuân thủ CMKT còn phụ thuộc vào quy mô cũng như năng lực quản trị. Trong bối cảnh đó, TTKT không phải lúc nào cũng được phản ánh đầy đủ và nhất quán vào giá cổ phiếu. Điều này hàm ý rằng, trong nghiên cứu thực nghiệm, biến đo lường tính thích hợp của TTKT (thông qua hệ số xác định R^2 hoặc R^2 điều chỉnh từ mô hình định giá) có thể chịu ảnh hưởng bởi chất lượng thông tin đầu vào. Do đó, nghiên cứu cần kiểm soát các đặc điểm doanh nghiệp, mức độ minh bạch hoặc chất lượng kiểm toán nhằm hạn chế sai lệch trong việc đánh giá tính thích hợp của TTKT.

Thứ hai, hiệu quả thị trường còn chưa cao khiến cơ chế phản ánh thông tin vào giá cổ phiếu diễn ra không hoàn toàn tức thời và đầy đủ. Giá cổ phiếu tại Việt Nam chịu ảnh hưởng đáng kể từ yếu tố tâm lý nhà đầu tư, dòng vốn ngắn hạn và các thông tin ngoài kế toán, dẫn đến hiện tượng phản ứng chậm hoặc phản ứng nhiễu đối với thông tin trên BCTC. Đặc điểm này có ý nghĩa quan trọng đối với cả phương diện nghiên cứu và đo lường. Cụ thể, nếu giả định thị trường hiệu quả dạng bán mạnh không được bảo đảm, thì mối quan hệ giữa TTKT và giá cổ phiếu sẽ không được phản ánh ngay tại thời điểm công bố thông tin. Vì vậy, việc sử dụng giá cổ phiếu tại thời điểm công bố có thể chưa phản ánh đầy đủ tính thích hợp của TTKT.

Liên quan đến vấn đề này, một nội dung mang tính kỹ thuật nhưng có ý nghĩa

quyết định là lựa chọn thời điểm đo lường giá cổ phiếu trong mô hình định giá. Trong điều kiện TTCK Việt Nam, cần xem xét rõ mối quan hệ thời gian giữa thời điểm công bố TTKT (khi BCTC được phát hành) và thời điểm ghi nhận giá cổ phiếu để đưa vào mô hình nghiên cứu.

Do đặc điểm công bố thông tin có thể chậm và quá trình hấp thụ thông tin của thị trường diễn ra từng bước, nghiên cứu cần lựa chọn một độ trễ thời gian hợp lý giữa hai thời điểm này. Thông thường, việc sử dụng giá cổ phiếu tại thời điểm trễ hơn (ví dụ: sau một khoảng thời gian nhất định kể từ ngày công bố BCTC, hoặc sử dụng giá bình quân trong một khoảng thời gian sau công bố) sẽ giúp bảo đảm rằng TTKT đã được phản ánh tương đối đầy đủ vào giá. Tuy nhiên, nếu độ trễ quá lớn, giá cổ phiếu có thể chịu ảnh hưởng của các thông tin mới không liên quan đến BCTC, làm suy giảm khả năng đo lường chính xác tính thích hợp của TTKT. Vì vậy, việc lựa chọn khoảng thời gian này cần được cân nhắc phù hợp với đặc điểm vận hành của TTCK Việt Nam và mục tiêu nghiên cứu.

Thứ ba, cấu trúc sở hữu và chất lượng quản trị doanh nghiệp chưa đồng đều cũng là một đặc trưng quan trọng. Sự hiện diện lớn của các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa, cùng với tỷ trọng đáng kể của các doanh nghiệp quy mô nhỏ và vừa, dẫn đến sự khác biệt đáng kể về chất lượng TTKT và mức độ minh bạch. Trong bối cảnh đó, khả năng phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu không đồng nhất giữa các nhóm doanh nghiệp. Điều này đặt ra yêu cầu trong nghiên cứu phải phân loại mẫu theo quy mô, ngành nghề hoặc loại hình sở hữu, nhằm làm rõ sự khác biệt về tính thích hợp của TTKT giữa các nhóm và nâng cao độ tin cậy của kết quả thực nghiệm.

Thứ tư, các yếu tố kỹ thuật và hạ tầng thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến dữ liệu nghiên cứu. Những gián đoạn trong hệ thống giao dịch hoặc biến động bất thường của thị trường có thể làm méo mó thông tin giá cổ phiếu trong ngắn hạn. Do đó, nghiên cứu cần thực hiện các bước kiểm tra và làm sạch dữ liệu, đồng thời xem xét loại trừ các giai đoạn bất thường để bảo đảm tính nhất quán của mô hình ước lượng.

Như vậy, các đặc thù của TTCK Việt Nam cho thấy việc nghiên cứu tính thích hợp của TTKT không thể tách rời khỏi bối cảnh thị trường. Những đặc điểm như bất

cân xứng thông tin, hiệu quả thị trường chưa cao, sự khác biệt về quản trị doanh nghiệp và yếu tố kỹ thuật không chỉ ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa TTKT và giá cổ phiếu mà còn chi phối trực tiếp cách thức đo lường trong nghiên cứu thực nghiệm.

Do đó, nghiên cứu này lựa chọn cách tiếp cận phù hợp với đặc điểm thị trường Việt Nam, bao gồm: (i) sử dụng mô hình định giá cổ phiếu để đo lường tính thích hợp của TTKT; (ii) lựa chọn thời điểm giá cổ phiếu có độ trễ hợp lý so với thời điểm công bố BCTC; và (iii) kiểm soát các đặc điểm doanh nghiệp và dữ liệu nhằm bảo đảm kết quả phản ánh đúng tính thích hợp của TTKT. Cách tiếp cận này góp phần nâng cao tính tin cậy và ý nghĩa thực tiễn của các kết luận nghiên cứu trong bối cảnh TTCK Việt Nam.

4.1.2. Phân kỳ nghiên cứu theo giai đoạn COVID-19

Giai đoạn 2014–2024 được lựa chọn cho nghiên cứu vì bao quát một chu kỳ phát triển tương đối đầy đủ của TTCK Việt Nam, từ tăng trưởng ổn định, chịu tác động của cú sốc COVID-19, đến phục hồi và điều chỉnh sau khủng hoảng. Việc phân chia theo các giai đoạn trước – trong – sau COVID-19 nhằm làm rõ sự thay đổi của tính thích hợp của TTKT trong các trạng thái thị trường khác nhau, phù hợp với hướng nghiên cứu về tác động của các cú sốc kinh tế đến giá trị TTKT (Kothari và cộng sự, 2010).

Cần lưu ý rằng, đại dịch COVID-19 diễn ra trên phạm vi toàn cầu trong giai đoạn 2020–2022 và có ảnh hưởng kéo dài đến hoạt động kinh tế cũng như thị trường tài chính. Tuy nhiên, trong bối cảnh Việt Nam, mức độ tác động của đại dịch không đồng nhất theo thời gian. Cụ thể, giai đoạn 2020–2021 được xem là thời kỳ chịu tác động trực tiếp và mạnh nhất của COVID-19, khi hoạt động sản xuất kinh doanh bị gián đoạn trên diện rộng, chuỗi cung ứng đứt gãy và tâm lý nhà đầu tư biến động mạnh. Trong khi đó, từ năm 2022, nền kinh tế đã bắt đầu ghi nhận xu hướng phục hồi rõ rệt nhờ việc kiểm soát dịch bệnh và triển khai các chính sách hỗ trợ kinh tế, dù vẫn còn chịu ảnh hưởng nhất định từ dư âm của đại dịch. Do đó, luận án không gộp toàn bộ giai đoạn 2020–2022 vào cùng một nhóm, mà tách riêng năm 2022 vào giai đoạn sau COVID-19 nhằm phản ánh đúng tính chất chuyển tiếp từ khủng hoảng sang phục hồi của thị trường.

Trên cơ sở đó, luận án phân chia các giai đoạn nghiên cứu như sau:

Trước COVID-19 (2014–2019): Giai đoạn TTCK Việt Nam duy trì đà tăng trưởng mạnh và ổn định. Quy mô vốn hóa, thanh khoản và số lượng doanh nghiệp niêm yết đều tăng nhanh, phản ánh niềm tin của nhà đầu tư và sự phát triển của khu vực doanh nghiệp tư nhân. Hệ thống pháp lý và cơ chế thị trường được hoàn thiện đáng kể thông qua các văn bản như Luật Kế toán số 88/2015/QH13, Nghị định 71/2017/NĐ-CP, Thông tư 99/2025/TT-BTC (và các văn bản sửa đổi, bổ sung liên quan) góp phần nâng cao chất lượng BCTC và tính minh bạch của TTKT (Bộ Tài chính, 2025; Chính phủ, 2017; Quốc hội, 2015). Đây là giai đoạn nền tảng, phản ánh mối quan hệ tương đối “bình thường” giữa TTKT và giá cổ phiếu.

Trong COVID-19 (2020–2021): Giai đoạn TTCK Việt Nam chịu tác động sâu rộng và trực tiếp từ đại dịch. Hoạt động sản xuất, chuỗi cung ứng và dòng tiền doanh nghiệp bị gián đoạn, trong khi tâm lý nhà đầu tư biến động mạnh, khiến phản ứng của giá cổ phiếu trước TTKT trở nên kém ổn định (Dao và cộng sự, 2021). Tính thích hợp của TTKT có xu hướng suy giảm tạm thời do khoảng cách giữa TTKT và kỳ vọng thị trường gia tăng. Việc giới hạn giai đoạn COVID-19 trong hai năm này được đánh giá hợp lý, bởi năm 2022 đã bắt đầu ghi nhận xu hướng phục hồi rõ rệt (World Bank, 2023).

Sau COVID-19 (2022–2024): Giai đoạn tái cấu trúc và phục hồi của TTCK Việt Nam trong bối cảnh kinh tế vĩ mô toàn cầu nhiều biến động. Các yếu tố như siết tín dụng, khủng hoảng trái phiếu doanh nghiệp và điều chỉnh chính sách lãi suất quốc tế ảnh hưởng đáng kể đến tâm lý đầu tư và cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, chính sách tài khóa – tiền tệ linh hoạt và yêu cầu minh bạch TTKT đã góp phần củng cố niềm tin thị trường, khẳng định vai trò của TTKT trong định giá doanh nghiệp và ổn định thị trường vốn (Nguyen và cộng sự, 2024). Đồng thời, giai đoạn này cho thấy mức độ phân hóa rõ rệt giữa các ngành, phản ánh quá trình phục hồi không đồng đều của nền kinh tế sau đại dịch.

Tổng thể, cách phân kỳ này cho phép phản ánh đầy đủ hơn các trạng thái khác nhau của thị trường (ổn định – khủng hoảng – phục hồi), đồng thời làm rõ sự thay đổi của tính thích hợp của TTKT trong các điều kiện kinh tế khác nhau. Cách tiếp cận

này cũng phù hợp với thực tiễn diễn biến kinh tế tại Việt Nam và bảo đảm tính nhất quán trong phân tích thực nghiệm của luận án.

4.2. THỐNG KÊ MÔ TẢ DỮ LIỆU

Bảng 4.1 trình bày kết quả thống kê mô tả các biến sử dụng trong nghiên cứu, bao gồm các biến đại diện cho TTKT, đặc điểm kinh tế – tài chính, cơ cấu sở hữu, đặc điểm HĐQT, đặc điểm kiểm toán và đặc điểm giao dịch cổ phiếu. Mẫu nghiên cứu gồm 390 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2014–2024, với tổng cộng 4.290 quan sát.

Bảng 4.1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
P ₁₃	4.290	25.335,71	27.426,72	1.000	350.100
EPS	4.290	2.358,129	2.737,329	-3.106,239	14.368,67
BVPS	4.290	19.033,32	10.446,56	1.052,682	69.031,06
CFOPS	4.290	2.268,631	5.803,476	-17.996,09	24.499,79
SIZE	4.290	27,409	1,568	23,773	31,614
LEV	4.290	0,464	0,221	0,034	0,923
GROWTH	4.290	0,131	0,564	-0,808	3,670
ROA	4.290	0,060	0,067	-0,130	0,305
STATE	4.290	0,232	0,254	0	0,992
FOREIGN	4.290	0,104	0,146	0	0,950
BDSIZE	4.290	5,436	1,253	2	11
BDMEET	4.290	10,900	11,109	1	279
BIG4	4.290	0, 270	–	0	1
AUDTIME	4.290	74,485	14,925	25	102
LIQ	4.290	0,638	1,101	0,001	6,025
TURN	4.290	0,998	0,003	0,992	1

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Kết quả thống kê mô tả cho thấy sự khác biệt đáng kể giữa các doanh nghiệp

niêm yết, phản ánh tính đa dạng của mẫu nghiên cứu và đặc điểm không đồng nhất của TTCK Việt Nam.

Giá cổ phiếu sau ba tháng kể từ thời điểm kết thúc năm tài chính (P_{t3}) có giá trị trung bình là 25.335,71 đồng, với độ lệch chuẩn 27.426,72 đồng, dao động từ 1.000 đồng đến 350.100 đồng. Biên độ biến động lớn này phản ánh sự phân hóa đáng kể về quy mô vốn hóa cũng như cách thức thị trường định giá các doanh nghiệp niêm yết, cho thấy mức độ khác biệt rõ rệt trong kỳ vọng và đánh giá của nhà đầu tư giữa các doanh nghiệp.

Lợi nhuận kế toán trên mỗi cổ phiếu (EPS) có giá trị trung bình là 2.358,129 đồng, với giá trị nhỏ nhất -3.106,239 đồng và lớn nhất 14.368,67 đồng, phản ánh sự phân hóa rõ rệt về khả năng sinh lời giữa các doanh nghiệp. Giá trị sổ sách VCSH trên mỗi cổ phiếu (BVPS) đạt trung bình 19.033,32 đồng, trong khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên mỗi cổ phiếu (CFOPS) đạt trung bình 2.268,631 đồng. Độ lệch chuẩn tương đối lớn của hai biến này cho thấy sự khác biệt đáng kể về quy mô vốn, năng lực tạo dòng tiền và mức độ bền vững của kết quả kinh doanh giữa các doanh nghiệp.

Nhóm biến phản ánh đặc điểm kinh tế – tài chính cho thấy sự phân hóa rõ rệt giữa các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu. Quy mô doanh nghiệp (SIZE) có giá trị trung bình 27,409, dao động từ 23,773 đến 31,614, cho thấy sự đồng thời tồn tại của các doanh nghiệp quy mô nhỏ và các tập đoàn có quy mô lớn trên thị trường. Đòn bẩy tài chính (LEV) đạt mức trung bình 0,464, với biên độ từ 0,034 đến 0,923, phản ánh mức độ sử dụng vốn vay khác nhau giữa các doanh nghiệp. Tốc độ tăng trưởng (GROWTH) đạt giá trị trung bình 0,131, dao động trong khoảng từ -0,808 đến 3,670, cho thấy sự khác biệt đáng kể về triển vọng phát triển và chu kỳ kinh doanh. Khả năng sinh lời, đo lường bằng ROA, có giá trị trung bình 6,0%, với mức thấp nhất -13,0% và cao nhất 30,5%, phản ánh hiệu quả hoạt động chưa đồng đều trong toàn bộ mẫu nghiên cứu.

Về cơ cấu sở hữu, Sở hữu Nhà nước (STATE) có giá trị trung bình là 23,2%, trong khi sở hữu nước ngoài (FOREIGN) đạt trung bình 10,4%. Giá trị lớn nhất của hai biến này lần lượt là 99,2% và 95,0%, cho thấy sự khác biệt rõ rệt về cấu trúc sở

hữu giữa các doanh nghiệp niêm yết, từ đó có thể ảnh hưởng đến cơ chế giám sát và mức độ minh bạch thông tin.

Các biến phản ánh đặc điểm HĐQT và kiểm toán cũng cho thấy mức độ phân tán đáng kể. Quy mô HĐQT (BDSIZE) trung bình 5,436 thành viên, dao động từ 2 đến 11 thành viên, phù hợp với đặc điểm quản trị phổ biến của doanh nghiệp Việt Nam. Tần suất họp HĐQT (BDMEET) đạt trung bình 10,9 lần/năm, nhưng có giá trị lớn nhất lên tới 279 lần, phản ánh sự khác biệt lớn về mức độ hoạt động quản trị giữa các doanh nghiệp.

Biến BIG4 là biến giả phản ánh chất lượng kiểm toán, trong đó khoảng 27,0% doanh nghiệp trong mẫu được kiểm toán bởi các công ty kiểm toán Big4. Thời gian kiểm toán (AUDTIME) có giá trị trung bình 74,485 ngày, dao động từ 25 đến 102 ngày, cho thấy sự khác biệt về tiến độ công bố và mức độ kịp thời của báo cáo kiểm toán.

Đối với nhóm biến phản ánh đặc điểm giao dịch cổ phiếu, tính thanh khoản cổ phiếu (LIQ) đạt mức trung bình 0,638 và có độ phân tán tương đối cao, phản ánh sự khác biệt đáng kể về khả năng mua bán giữa các cổ phiếu trong mẫu nghiên cứu. Tần suất giao dịch cổ phiếu (TURN) có giá trị trung bình 0,998, dao động trong khoảng hẹp từ 0,992 đến 1, cho thấy đặc điểm đo lường của biến này cũng như mức độ giao dịch nhìn chung ổn định giữa các doanh nghiệp.

Nhìn chung, mẫu nghiên cứu thể hiện sự đa dạng rõ rệt về quy mô doanh nghiệp, hiệu quả hoạt động, cơ cấu sở hữu, đặc điểm HĐQT, chất lượng kiểm toán và mức độ giao dịch cổ phiếu. Sự khác biệt này tạo cơ sở phù hợp cho các phân tích định lượng tiếp theo nhằm đánh giá tác động của các yếu tố trên đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC trong bối cảnh TTCK Việt Nam.

4.3. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU TÍNH THÍCH HỢP CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN TRÊN BÁO CÁO TÀI CHÍNH

4.3.1. Kết quả đo lường và đánh giá tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính

Để đánh giá mức độ TTKT phản ánh giá trị thị trường, nghiên cứu tiến hành ước lượng mô hình định giá cổ phiếu trên toàn bộ mẫu dữ liệu, đồng thời thực hiện

hồi quy riêng theo từng năm và từng ngành nhằm thu được giá trị R^2 điều chỉnh phục vụ các phân tích mở rộng ở các mục tiếp theo.

(i) Hồi quy tổng thể

Kết quả hồi quy trên toàn bộ mẫu được tổng hợp tại **Bảng 4.2**.

Bảng 4.2. Kết quả hồi quy tổng thể mô hình định giá cổ phiếu

Biến	Hệ số (ý nghĩa thống kê)	Giá trị t
EPS	5,721***	36,50
BVPS	0,412***	10,33
CFOPS	0,143**	2,59
Hệ số chặn	3.659,8***	5,72
Số quan sát = 4.290		
$R^2 = 0,491$		

Ghi chú: * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Các kết quả tổng hợp tại **Bảng 4.2** cho thấy mô hình ước lượng đạt hệ số xác định R^2 bằng 0,491, cho thấy ba chỉ tiêu kế toán gồm EPS, BVPS và CFOPS có khả năng giải thích khoảng 49,1% sự biến động của giá cổ phiếu trong bộ dữ liệu gồm 4.290 quan sát. Giá trị R^2 ở mức này cho thấy mô hình có mức độ phù hợp đáng kể trong điều kiện của TTCK Việt Nam, qua đó khẳng định vai trò quan trọng của TTKT trong cơ chế định giá cổ phiếu trên thị trường.

Xem xét tác động của từng biến giải thích trong mô hình, EPS có hệ số ước lượng 5,721, với giá trị thống kê t đạt 36,50, mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này cho thấy lợi nhuận kế toán trên mỗi cổ phiếu có mối liên hệ chặt chẽ với mức định giá cổ phiếu, phù hợp với các dự báo của lý thuyết định giá cũng như bằng chứng thực nghiệm trong các nghiên cứu trước, theo đó lợi nhuận được xem là một trong những thông tin trọng yếu được thị trường sử dụng khi đánh giá giá trị doanh nghiệp.

Đối với BVPS, hệ số ước lượng đạt 0,412 với giá trị t là 10,33, cũng có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này cho thấy giá trị sổ sách VCSH tiếp tục là một thành phần quan trọng trong mô hình định giá cổ phiếu, phản ánh vai trò của quy mô vốn và giá trị tài sản ròng trong việc hình thành giá thị trường của doanh nghiệp.

Biến CFOPS có hệ số ước lượng 0,143 và giá trị t đạt 2,59, mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Kết quả này cho thấy dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có mối liên hệ thống kê với giá cổ phiếu, mặc dù mức độ tác động thể hiện qua hệ số ước lượng nhỏ hơn so với EPS và BVPS. Điều này hàm ý rằng, trong bối cảnh thị trường Việt Nam, thông tin về dòng tiền được thị trường ghi nhận, nhưng vai trò vẫn mang tính bổ trợ so với các chỉ tiêu kế toán truyền thống.

Bên cạnh các biến giải thích, hệ số chặn của mô hình đạt 3.659,8 với giá trị t là 5,72, có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này cho thấy ngay cả khi các chỉ tiêu kế toán EPS, BVPS và CFOPS bằng 0, mô hình vẫn ước lượng một mức giá cổ phiếu dương và khác biệt có ý nghĩa so với 0. Điều này hàm ý rằng giá cổ phiếu còn chịu tác động bởi các yếu tố ngoài mô hình, chẳng hạn như thông tin phi tài chính, kỳ vọng của nhà đầu tư hoặc các yếu tố vĩ mô và đặc thù thị trường.

Tóm lại, kết quả hồi quy trong **Bảng 4.2** xác nhận rằng cả ba chỉ tiêu kế toán (EPS, BVPS, CFOPS) đều có mối liên hệ thống kê có ý nghĩa với giá cổ phiếu, qua đó cung cấp bằng chứng thực nghiệm về sự tồn tại của tính thích hợp của TTKT trong mẫu nghiên cứu. Phân tích này tập trung phản ánh mối quan hệ tuyến tính tổng thể giữa TTKT và giá cổ phiếu; trong khi đó, vai trò và mức độ đóng góp tương đối của từng chỉ tiêu vào R^2 của mô hình sẽ được phân tích chi tiết tại **Mục 4.3.2** dựa trên lý thuyết trò chơi Shapley.

(ii) Hồi quy theo từng năm và từng ngành

Để đo lường tính thích hợp của TTKT trong các bối cảnh khác nhau, **mô hình (3.1)** được ước lượng riêng cho từng năm và từng ngành. Cách tiếp cận này cho phép thu được R^2 điều chỉnh trong từng tập dữ liệu có cùng đặc trưng ngành và từng năm cụ thể, phản ánh mức độ TTKT giải thích giá trị thị trường cổ phiếu trong các điều kiện kinh tế và đặc điểm hoạt động khác nhau.

Trong khuôn khổ luận án, R^2 điều chỉnh được lựa chọn như chỉ tiêu đại diện cho mức độ thích hợp của TTKT và được sử dụng làm biến phụ thuộc trong mô hình phân tích các nhân tố tác động ở bước tiếp theo. Toàn bộ các giá trị R^2 điều chỉnh thu được từ các mô hình hồi quy theo từng năm và theo ngành được tổng hợp tại **Bảng 4.3**, qua đó hình thành cơ sở dữ liệu phục vụ cho các phân tích chuyên sâu ở các mục tiếp theo.

Bảng 4.3. R² điều chỉnh của mô hình hồi quy cổ phiếu theo từng năm và từng ngành

Năm	Công nghệ thông tin	Công nghiệp	Dịch vụ tiêu dùng	Dược phẩm và y tế	Hàng tiêu dùng	Nguyên vật liệu	Bất động sản	Tiện ích Cộng đồng
2014	0,7066	0,7588	0,617	0,6413	0,6139	0,6893	0,3836	0,7306
2015	0,6828	0,7229	0,7631	0,8077	0,5811	0,6387	0,2323	0,7691
2016	0,7635	0,7123	0,8361	0,7857	0,688	0,5711	0,4034	0,3148
2017	0,6486	0,534	0,7432	0,6766	0,4603	0,6757	0,2524	0,3213
2018	0,1136	0,5552	0,3555	0,234	0,4092	0,5265	0,403	0,468
2019	0,3523	0,6262	0,4996	0,4598	0,5201	0,3935	0,3092	0,4939
2020	0,6918	0,6021	0,1126	0,5914	0,5949	0,6337	0,492	0,5643
2021	0,8213	0,5887	0,1037	0,7292	0,7221	0,5697	0,1625	0,5682
2022	0,4671	0,4316	0,2126	0,7472	0,3858	0,4168	0,3216	0,6791
2023	0,9475	0,2959	0,192	0,8743	0,6595	0,5948	0,373	0,7429
2024	0,8945	0,4216	0,1065	0,9306	0,6116	0,6433	0,5225	0,6608

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Các kết quả trình bày tại **Bảng 4.3** cho thấy mức độ khác biệt theo ngành và theo thời gian. Phân tích chi tiết xu hướng biến động của R^2 điều chỉnh theo từng ngành, từng năm và theo các giai đoạn kinh tế sẽ được trình bày tại **mục 4.3.3**, trong đó nghiên cứu tập trung đánh giá sự khác nhau về tính thích hợp của TTKT, đồng thời đối chiếu các phát hiện thực nghiệm với bằng chứng từ các nghiên cứu trong nước và trên thế giới.

4.3.2. Kết quả phân tích đóng góp tương đối của các chỉ tiêu kế toán vào giá cổ phiếu dựa trên lý thuyết trò chơi của Shapley

Nhằm đánh giá vai trò tương đối của từng chỉ tiêu kế toán trong mô hình định giá cổ phiếu, nghiên cứu sử dụng phân tích đóng góp tương đối dựa trên lý thuyết trò chơi Shapley. Phương pháp này cho phép phân bổ giá trị R^2 của mô hình theo đóng góp biên của từng biến, qua đó khắc phục hạn chế của việc chỉ so sánh hệ số hồi quy hoặc mức ý nghĩa thống kê riêng lẻ.

Bảng 4.4. Đóng góp tương đối của các chỉ tiêu kế toán vào giá cổ phiếu dựa trên lý thuyết trò chơi của Shapley

Biến kế toán	Giá trị Shapley	Tỷ lệ đóng góp (%)
EPS	0,30815	62,80
BVPS	0,15471	31,53
CFOPS	0,02783	5,67
Tổng	0,49069	100

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Bảng 4.4 tổng hợp kết quả phân tích, cho thấy tổng giá trị Shapley đạt 0,49069, tương ứng với R^2 của mô hình hồi quy tổng thể, qua đó xác nhận tính nhất quán giữa kết quả hồi quy và kết quả phân tích đóng góp tương đối.

Trước hết, EPS là chỉ tiêu kế toán có mức đóng góp lớn nhất, với giá trị Shapley đạt 0,30815, chiếm 62,80% tổng R^2 của mô hình. Kết quả này cho thấy lợi nhuận kế toán trên mỗi cổ phiếu giữ vai trò then chốt trong việc giải thích biến động giá cổ phiếu trên TTCK Việt Nam. Phát hiện này phù hợp với các nghiên cứu nền tảng như Ball & Brown (1968), Barth và cộng sự (2001), đồng thời nhất quán với các

bằng chứng thực nghiệm trong nước cho thấy thông tin lợi nhuận thường được thị trường phản ánh rõ nét hơn so với các chỉ tiêu kế toán khác (Nguyen & Dang, 2023; Vũ Thị Bích Hà & Đặng Ngọc Hùng, 2022). Tỷ trọng đóng góp cao của EPS phản ánh hành vi đầu tư vẫn ưu tiên các thông tin ngắn hạn và dễ tiếp cận, qua đó khẳng định vai trò nổi trội của lợi nhuận kế toán trong việc giải thích giá cổ phiếu tại các thị trường đang phát triển.

Tiếp theo, BVPS có giá trị Shapley là 0,15471, tương ứng với 31,53% tổng R^2 , cho thấy vai trò hỗ trợ quan trọng của giá trị sổ sách VCSH trong mô hình định giá. Kết quả này phù hợp với khuôn khổ định giá của Ohlson (1995), trong đó BVPS đóng vai trò như một thước đo giá trị nền tảng, đặc biệt hữu ích khi lợi nhuận kế toán biến động hoặc kém ổn định. Tuy nhiên, mức đóng góp của BVPS trong nghiên cứu này vẫn thấp hơn so với nhiều thị trường phát triển (Collins và cộng sự, 1997; Francis & Schipper, 1999), hàm ý rằng thông tin về giá trị sổ sách tại Việt Nam có thể chưa phản ánh đầy đủ giá trị kinh tế do hạn chế về minh bạch tài sản, khoảng cách giữa giá trị ghi nhận kế toán và giá trị thị trường, cũng như sự khác biệt trong CMKT so với IFRS.

Ngược lại, CFOPS chỉ đóng góp 0,02783, tương ứng 5,67% tổng R^2 , cho thấy vai trò hạn chế của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong việc giải thích biến động giá cổ phiếu. Kết quả này nhất quán với nhiều nghiên cứu tại các thị trường mới nổi (Habib, 2008; Mostafa, 2016; Ragab & Omran, 2006), nơi dòng tiền chủ yếu được xem là thông tin hỗ trợ nhằm xác nhận độ tin cậy của lợi nhuận kế toán hơn là yếu tố định giá trực tiếp. Điều này hàm ý rằng nhà đầu tư Việt Nam chưa thực sự coi dòng tiền là chỉ tiêu trọng yếu khi ra quyết định đầu tư, có thể do thói quen phân tích còn thiên về lợi nhuận kế toán và mức độ công bố thông tin dòng tiền chưa đồng đều giữa các doanh nghiệp.

Tổng hợp lại, kết quả phân tích đóng góp tương đối theo lý thuyết trò chơi Shapley cho thấy một cấu trúc đặc trưng của tính thích hợp TTKT trên TTCK Việt Nam: EPS giữ vai trò chi phối, BVPS đóng vai trò hỗ trợ quan trọng, trong khi CFOPS có tác động hạn chế. Cấu trúc này vừa phù hợp với bằng chứng tại các thị trường mới nổi, vừa phản ánh đặc thù về mức độ minh bạch thông tin và hành vi đầu tư trên thị

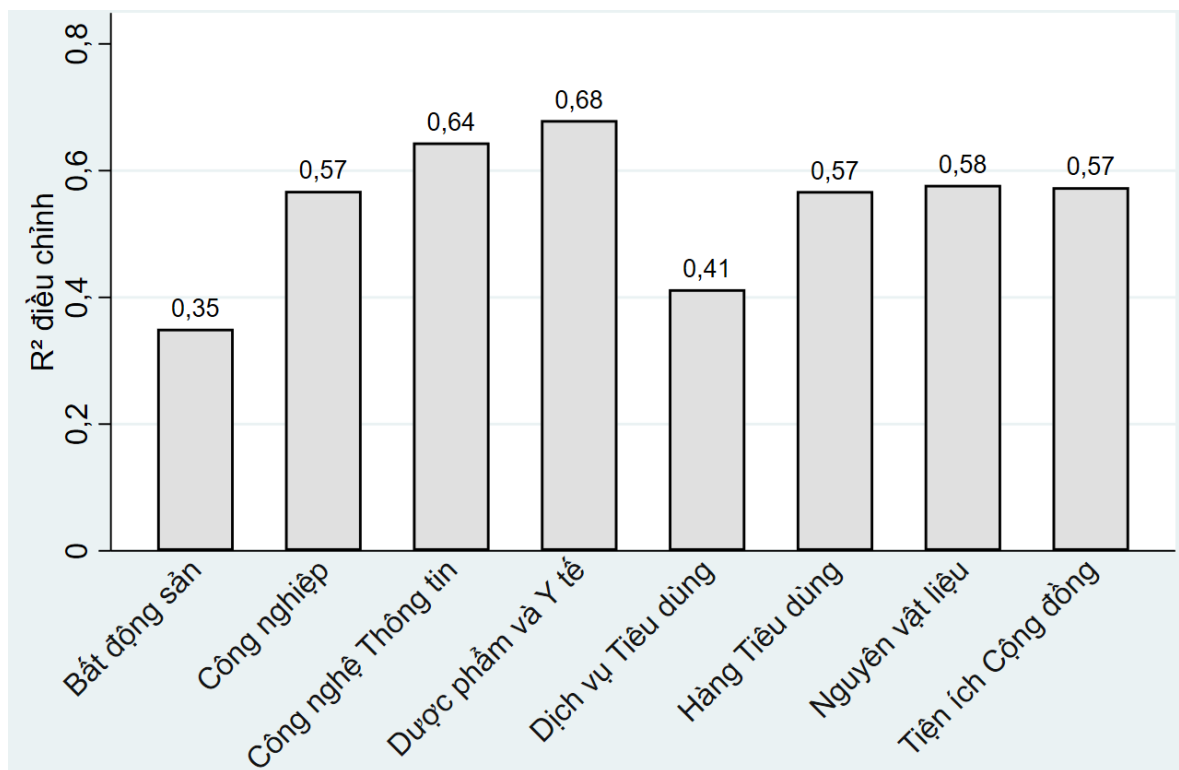
trường Việt Nam. Những phát hiện này góp phần làm rõ mức độ và cơ chế phản ánh của TTKT vào giá cổ phiếu, đồng thời chỉ ra vai trò tương đối của từng chỉ tiêu kế toán, qua đó tạo nền tảng thực nghiệm cho các phân tích sâu hơn về các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT trong các phần tiếp theo.

4.3.3. Kết quả phân tích tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính theo ngành, thời gian và các giai đoạn kinh tế

Để đánh giá tính thích hợp của TTKT theo bối cảnh, nghiên cứu tính R^2 điều chỉnh trung bình từ các mô hình định giá cổ phiếu ước lượng riêng cho từng nhóm quan sát (ngành, năm, giai đoạn kinh tế). Giá trị trung bình này được sử dụng làm thước đo khả năng giải thích giá cổ phiếu của TTKT và so sánh.

(i) Phân tích theo ngành

Để làm rõ vai trò của đặc thù ngành đối với tính thích hợp của TTKT, nghiên cứu tiến hành ước lượng mô hình định giá cổ phiếu riêng cho từng ngành và tính toán R^2 điều chỉnh trung bình theo ngành. Kết quả được tổng hợp và minh họa tại **Hình 4.1**.



Hình 4.1. R^2 điều chỉnh trung bình theo ngành

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Kết quả cho thấy mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu có sự khác biệt rõ rệt giữa các ngành, với R^2 điều chỉnh trung bình dao động trong khoảng từ 0,35 đến 0,68, qua đó khẳng định rằng ngành nghề là yếu tố quan trọng điều tiết tính thích hợp của TTKT.

Các ngành có R^2 điều chỉnh trung bình thấp, tiêu biểu là Bất động sản (0,35) và Dịch vụ tiêu dùng (0,41), cho thấy TTKT trong các ngành này giải thích biến động giá cổ phiếu ở mức hạn chế. Kết quả này phản ánh đặc trưng của thị trường Việt Nam – một thị trường đang trong quá trình phát triển, nơi các ngành này thường chịu ảnh hưởng mạnh từ chu kỳ kinh tế, yếu tố đầu cơ, cũng như mức độ minh bạch thông tin và chất lượng công bố BCTC chưa đồng đều. Trong bối cảnh đó, giá cổ phiếu có thể bị chi phối nhiều hơn bởi kỳ vọng thị trường, thông tin ngoài BCTC hoặc các yếu tố vĩ mô, làm suy giảm vai trò giải thích của các chỉ tiêu kế toán truyền thống.

Ngược lại, các ngành có R^2 điều chỉnh trung bình cao, bao gồm Dược phẩm – Y tế (0,68), Công nghệ thông tin (0,64), Nguyên vật liệu (0,58), Hàng tiêu dùng (0,57), Tiện ích cộng đồng (0,57) và Công nghiệp (0,57), cho thấy TTKT có mức độ phản ánh giá trị doanh nghiệp rõ ràng hơn. Các ngành này thường có đặc điểm hoạt động tương đối ổn định, tài sản và dòng tiền dễ quan sát, mức độ biến động lợi nhuận thấp hơn, từ đó giúp các chỉ tiêu kế toán như lợi nhuận và giá trị sổ sách phản ánh tốt hơn giá trị thị trường.

Kết quả kiểm định ANOVA tiếp tục củng cố nhận định trên khi cho thấy sự khác biệt về R^2 điều chỉnh giữa các ngành có ý nghĩa thống kê cao ($F = 186,57$; $p < 0,001$). Điều này khẳng định rằng sự khác biệt quan sát được không chỉ mang tính mô tả, mà phản ánh tác động có hệ thống của đặc thù ngành đến tính thích hợp của TTKT.

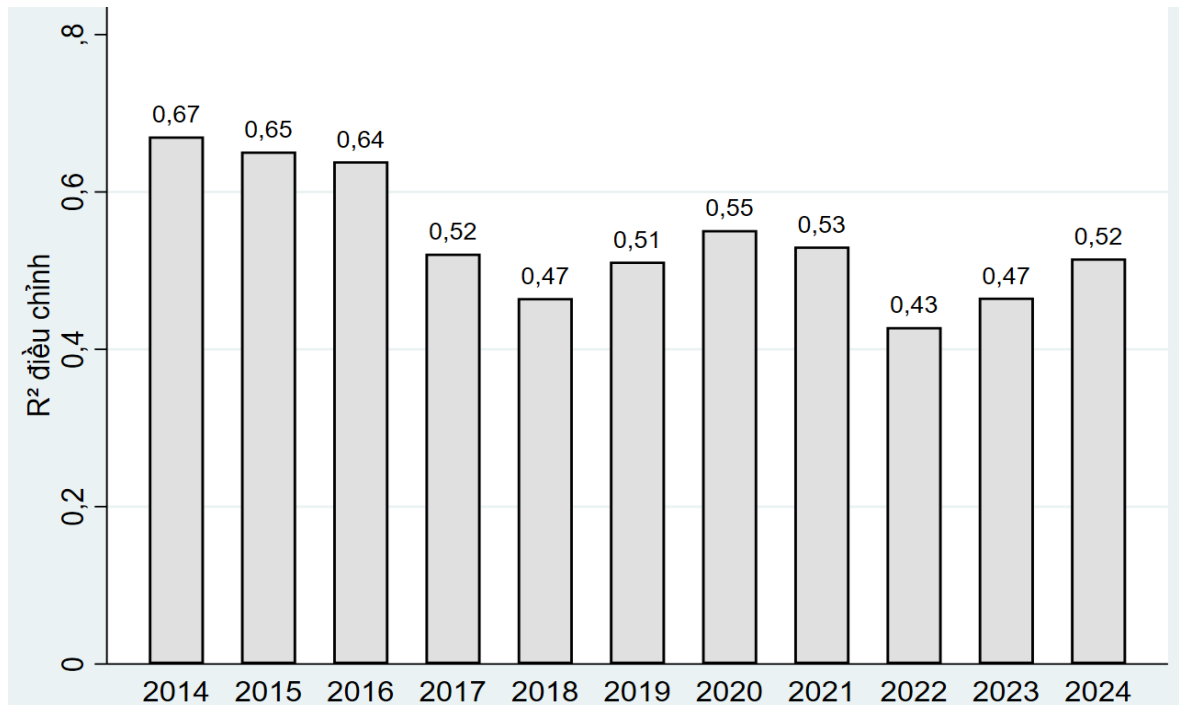
Những phát hiện này phù hợp với bằng chứng quốc tế cho rằng TTKT có tính thích hợp cao hơn trong các ngành thâm dụng tài sản hữu hình hoặc có dòng tiền ổn định (Chalmers và cộng sự, 2011; Ciftci và cộng sự, 2014; Kwon, 2009). Đồng thời, các nghiên cứu tại Việt Nam như Nguyen & Dang (2023) cũng ghi nhận rằng trong những ngành này, lợi nhuận kế toán và giá trị sổ sách VCSH đóng vai trò quan trọng trong việc định hướng quyết định đầu tư và dự đoán giá cổ phiếu. Tuy nhiên, kết quả tại các ngành như Bất động sản và Dịch vụ tiêu dùng cũng đặt ra hàm ý phản biện quan trọng: tính thích hợp thấp của TTKT không chỉ xuất phát từ đặc thù ngành, mà

còn có thể chịu tác động từ các yếu tố ngoài mô hình như mức độ minh bạch, quản trị doanh nghiệp hoặc các cú sốc kinh tế vĩ mô.

Như vậy, phân tích theo ngành cho thấy tính thích hợp của TTKT tại Việt Nam là không đồng đều, phụ thuộc đáng kể vào đặc thù ngành, chu kỳ kinh doanh, mức độ minh bạch thông tin và khả năng tạo dòng tiền. Kết quả này không chỉ củng cố các lập luận lý thuyết về vai trò kinh tế của TTKT, mà còn làm rõ cơ sở thực nghiệm cho việc lý giải sự khác nhau trong mức độ phản ánh TTKT giữa các nhóm ngành trên TTCK Việt Nam.

(ii) Phân tích theo thời gian (năm)

Để làm rõ ảnh hưởng của yếu tố thời gian (năm) đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC, nghiên cứu tiến hành tính toán R^2 điều chỉnh trung bình theo từng năm trong giai đoạn 2014–2024 dựa trên mô hình định giá cổ phiếu. Phương pháp này giúp đánh giá mức độ phản ánh giá cổ phiếu của các chỉ tiêu kế toán trong từng năm cụ thể, đồng thời làm nổi bật xu hướng thay đổi của TTKT theo thời gian. Kết quả được trình bày tại **Hình 4.2**.



Hình 4.2. R^2 điều chỉnh trung bình theo năm

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Kết quả cho thấy mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu biến động rõ rệt theo từng năm, phản ánh sự nhạy cảm của TTKT trước các thay đổi về môi trường kinh tế và điều kiện thị trường vốn. Cụ thể, năm 2014, R^2 điều chỉnh trung bình đạt 0,67, cho thấy TTKT có giá trị thông tin cao, nhà đầu tư chủ yếu dựa vào các chỉ tiêu kế toán truyền thống để đánh giá giá cổ phiếu, phù hợp với bối cảnh thị trường tương đối minh bạch. Năm 2015, R^2 giảm nhẹ xuống 0,65, phản ánh tính ổn định và đáng tin cậy của TTKT. Đến năm 2016, R^2 tiếp tục giảm còn 0,64, hàm ý sự gia tăng vai trò của các yếu tố phi kế toán như tài sản vô hình và thông tin chiến lược; tuy nhiên, TTKT vẫn đóng vai trò nền tảng trong quá trình hình thành kỳ vọng và định giá của thị trường (Beaver, 1968).

Bắt đầu từ năm 2017, R^2 giảm đáng kể xuống 0,52, cho thấy khả năng giải thích của TTKT giảm, chủ yếu do sự gia tăng vai trò của các yếu tố phi kế toán, bao gồm tài sản vô hình và thông tin phi tài chính, cùng với hành vi nhà đầu tư trở nên phức tạp hơn (Collins và cộng sự, 1997). Năm 2018, R^2 tiếp tục giảm xuống 0,47, phản ánh rằng TTKT chưa phản ánh đầy đủ kỳ vọng của thị trường khi doanh nghiệp đẩy mạnh đầu tư vào các yếu tố phi kế toán. Năm 2019, R^2 tăng nhẹ lên 0,51, cho thấy TTKT vẫn đóng vai trò thông tin nhưng giá trị tương đối giảm so với giai đoạn trước, phù hợp với xu hướng dịch chuyển trọng số sử dụng thông tin của nhà đầu tư (Barth và cộng sự, 1998).

Trong bối cảnh đại dịch COVID-19, R^2 của năm 2020 duy trì ở 0,55, chứng tỏ TTKT vẫn là nguồn thông tin cơ bản đáng tin cậy để định giá cổ phiếu. Năm 2021, R^2 giảm nhẹ còn 0,53, phản ánh sự thích ứng của doanh nghiệp và thị trường với điều kiện bất định, đồng thời TTKT vẫn giữ vai trò ổn định. Năm 2022, R^2 đạt 0,43, phản ánh giai đoạn điều chỉnh mạnh của thị trường sau đại dịch, khi giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng đáng kể từ các yếu tố vĩ mô như thắt chặt tín dụng và biến động thị trường trái phiếu doanh nghiệp, làm giảm tạm thời vai trò của TTKT trong định giá. Năm 2023, R^2 tăng lên 0,47, cho thấy TTKT ngày càng được sử dụng hiệu quả trong đánh giá giá trị doanh nghiệp, và năm 2024, R^2 tiếp tục tăng lên 0,52, phản ánh sự ổn định của thị trường và hiệu quả công bố TTKT được nâng cao.

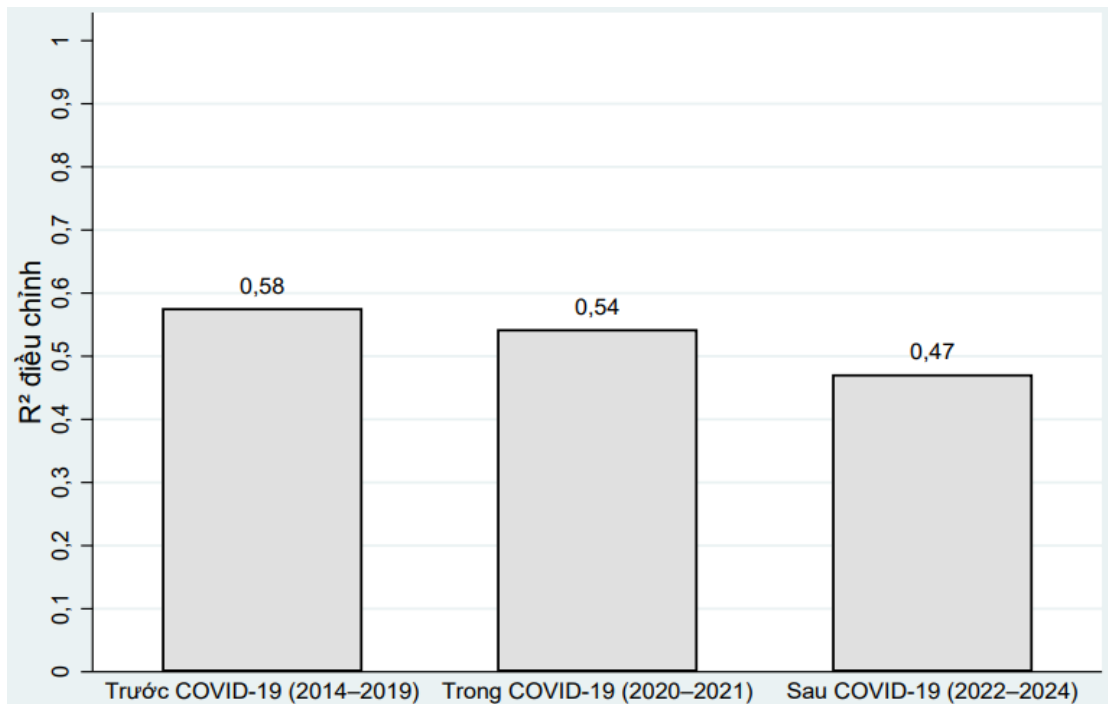
Nhìn chung, phân tích theo từng năm cho thấy xu hướng biến động rõ rệt, giúp xác định những năm TTKT có giá trị thông tin cao hay thấp, cung cấp cơ sở thực tiễn cho các biện pháp nâng cao minh bạch và công bố TTKT. Việc giảm giá trị TTKT trong giai đoạn 2017–2019 phản ánh vai trò ngày càng tăng của các yếu tố phi kế toán, bao gồm tài sản vô hình, thông tin chiến lược và sự phức tạp trong hành vi nhà đầu tư, phù hợp với bằng chứng quốc tế (Barth và cộng sự, 1998; Collins và cộng sự, 1997). Từ sau năm 2020, xu hướng gia tăng của R^2 cho thấy TTKT vẫn duy trì vai trò là nguồn thông tin đáng tin cậy trong bối cảnh bất định, đồng thời phản ánh sự điều chỉnh và thích nghi của cả doanh nghiệp lẫn thị trường trước các thay đổi của môi trường kinh tế.

Như vậy, phân tích chi tiết theo từng năm vừa bảo đảm tính khoa học và thuyết phục, vừa làm nổi bật xu hướng thay đổi ngắn hạn và dài hạn của TTKT, đồng thời tạo nền tảng logic cho các phân tích tiếp theo theo giai đoạn kinh tế.

(iii) Phân tích theo giai đoạn kinh tế (trước – trong – sau COVID-19)

Trong phần trước, phân tích TTKT theo từng năm đã làm nổi bật xu hướng biến động ngắn hạn và dài hạn, đồng thời chỉ ra những năm mà TTKT có giá trị thông tin cao hoặc thấp. Để bổ sung góc nhìn tổng thể về tác động của môi trường kinh tế, nghiên cứu tiếp tục phân tích TTKT theo các giai đoạn kinh tế, nhằm đánh giá ảnh hưởng của các cú sốc vĩ mô và khủng hoảng thị trường đến khả năng phản ánh giá cổ phiếu của các chỉ tiêu kế toán. Phân tích theo giai đoạn kinh tế giúp tách biệt rõ ràng khỏi phân tích theo từng năm, đồng thời cung cấp thông tin có tính thực tiễn và hàm ý chính sách cho nhà quản lý và nhà đầu tư.

Giai đoạn nghiên cứu được phân chia thành ba mốc gồm: trước COVID-19 (2014–2019), trong giai đoạn COVID-19 (2020–2021) và sau COVID-19 (2022–2024). **Hình 4.3** minh họa giá trị R^2 điều chỉnh trung bình của mô hình định giá cổ phiếu theo từng giai đoạn. Kết quả kiểm định ANOVA ba nhóm cho thấy sự khác biệt giữa các giai đoạn là rõ rệt về mặt thống kê ($F = 163,21$; $p < 0,001$), qua đó cho thấy những biến động của bối cảnh kinh tế vĩ mô có tác động đáng kể đến tính thích hợp của TTKT trên TTCK Việt Nam.



Hình 4.3. R² điều chỉnh trung bình theo giai đoạn kinh tế

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Trong giai đoạn **trước COVID-19 (2014–2019)**, R² điều chỉnh trung bình đạt khoảng 0,58, cho thấy TTKT phản ánh tương đối đầy đủ biến động giá cổ phiếu trong bối cảnh kinh tế tăng trưởng ổn định, điều kiện hoạt động của doanh nghiệp tương đối ổn định, và kỳ vọng nhà đầu tư tương đối nhất quán. Kết quả này phản ánh vai trò truyền thống của các chỉ tiêu kế toán cơ bản, đặc biệt là lợi nhuận và giá trị sổ sách, trong việc hỗ trợ nhà đầu tư định giá doanh nghiệp khi thị trường không chịu các cú sốc lớn.

Trong **giai đoạn COVID-19 (2020–2021)**, R² giảm nhẹ xuống khoảng 0,54, cho thấy khả năng phản ánh giá cổ phiếu của TTKT bị ảnh hưởng bởi cú sốc dịch bệnh, rủi ro hoạt động gia tăng và mức độ bất định cao trong triển vọng kinh doanh. Tuy nhiên, mức giảm không đáng kể so với giai đoạn trước COVID-19 hàm ý rằng TTKT vẫn đóng vai trò quan trọng như một nguồn thông tin cơ bản và tương đối ổn định, khi các tín hiệu thị trường khác trở nên khó dự báo.

Trong **giai đoạn sau COVID-19 (2022–2024)**, R² tiếp tục giảm xuống còn khoảng 0,47, phản ánh tác động kéo dài của khủng hoảng đến khả năng dự báo giá

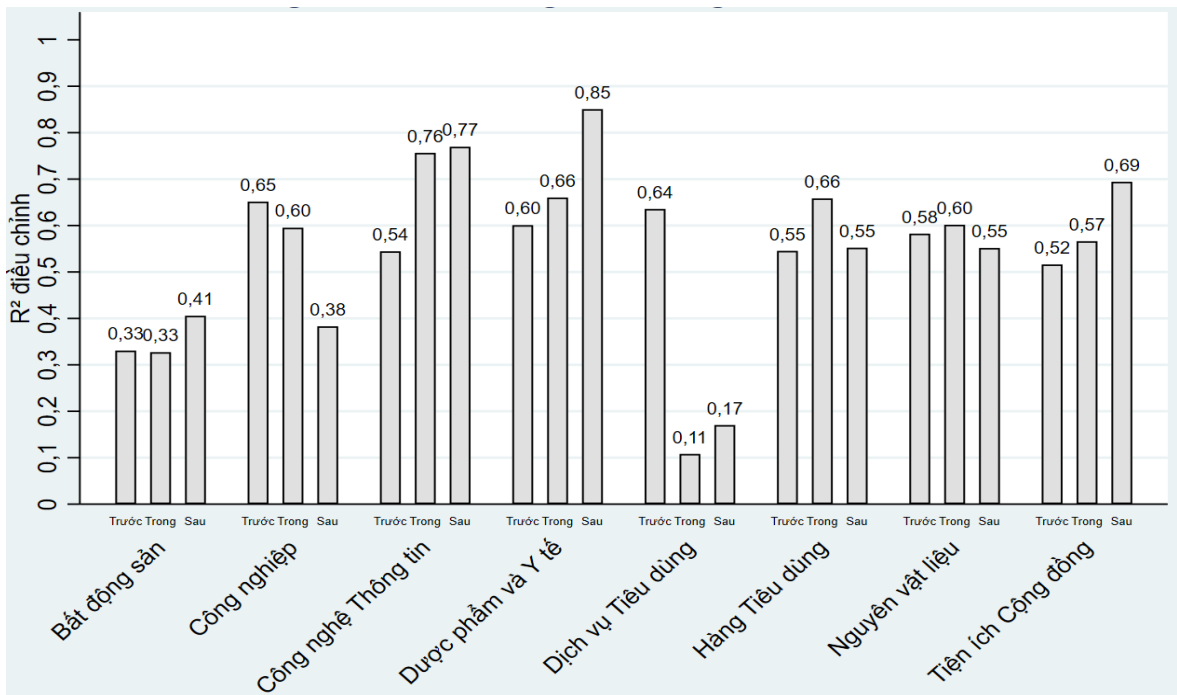
cổ phiếu dựa trên TTKT. Sự giảm sút này đồng thời phản ánh quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp, thay đổi mô hình kinh doanh, và dịch chuyển trong hành vi cũng như kỳ vọng của nhà đầu tư. Trong bối cảnh này, các yếu tố phi kế toán như thông tin chiến lược, quản trị doanh nghiệp và kỳ vọng tăng trưởng tương lai ngày càng đóng vai trò quan trọng hơn trong hình thành giá cổ phiếu.

Những phát hiện này tương đồng với bằng chứng quốc tế, chẳng hạn Belesis và cộng sự (2022) tại châu Âu và Ali (2023) tại Mỹ, khi R^2 trong các mô hình định giá cổ phiếu cũng giảm đáng kể trong và sau đại dịch COVID-19, phản ánh sự suy giảm tương đối của giá trị TTKT trong bối cảnh khủng hoảng. So với các thị trường phát triển, mức giảm và tốc độ phục hồi của R^2 tại Việt Nam diễn ra chậm hơn, thể hiện đặc thù của TTCK Việt Nam, nhạy cảm cao trước cú sốc vĩ mô và còn hạn chế về minh bạch cũng như chiều sâu thông tin.

Tóm lại, kết quả phân tích theo giai đoạn kinh tế cho thấy tính thích hợp của TTKT trên TTCK Việt Nam có sự biến động theo thời gian và chịu ảnh hưởng của bối cảnh kinh tế vĩ mô. Mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu không đồng nhất giữa các giai đoạn, đặc biệt trong những thời kỳ nền kinh tế chịu các cú sốc lớn. Trên cơ sở những khác biệt quan sát được theo thời gian, mục tiếp theo tiếp tục mở rộng phân tích bằng cách xem xét sự tương tác giữa đặc thù ngành và giai đoạn kinh tế, nhằm làm rõ hơn sự khác biệt trong tính thích hợp của TTKT trên thị trường.

(iv) Phân tích tương tác giữa ngành và giai đoạn kinh tế

Để đánh giá tác động đồng thời của đặc thù ngành nghề và giai đoạn kinh tế đến tính thích hợp của TTKT, nghiên cứu sử dụng phân tích phương sai hai yếu tố (two-way ANOVA). Kết quả cho thấy hiệu ứng tương tác giữa ngành và giai đoạn kinh tế đạt mức ý nghĩa thống kê rất cao ($F = 332,69$; $p < 0,001$), cho thấy mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu không chỉ chịu ảnh hưởng riêng lẻ của từng yếu tố, mà còn bị chi phối bởi sự kết hợp giữa đặc thù ngành và bối cảnh kinh tế (**Hình 4.4**).



Hình 4.4. R² điều chỉnh trung bình theo ngành và giai đoạn kinh tế

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Hình 4.4 trình bày R² điều chỉnh trung bình theo từng ngành trong ba giai đoạn kinh tế (trước, trong và sau COVID-19), qua đó cho phép nhận diện sự khác biệt về động thái của tính thích hợp giữa các ngành. Phân tích theo ngành và giai đoạn kinh tế, dựa trên mức độ và xu hướng biến động của R² điều chỉnh, cho thấy một số khuynh hướng đáng chú ý.

Thứ nhất, một số ngành ghi nhận R² điều chỉnh trung bình duy trì ở mức cao và có xu hướng tăng dần qua các giai đoạn, tiêu biểu là Dược phẩm – Y tế và Công nghệ thông tin. Cụ thể, R² điều chỉnh trung bình của ngành Dược phẩm – Y tế tăng từ 0,60 trước COVID-19 lên 0,66 trong giai đoạn COVID-19 và tiếp tục tăng lên 0,85 sau COVID-19. Tương tự, ngành Công nghệ thông tin ghi nhận mức tăng từ 0,54 lên 0,76 và duy trì ở mức 0,77 trong giai đoạn sau COVID-19. Việc R² được duy trì và cải thiện trong các bối cảnh kinh tế khác nhau cho thấy TTKT trong các ngành này có khả năng phản ánh giá trị thị trường một cách tương đối nhất quán. Kết quả này phù hợp với các lập luận cho rằng TTKT có xu hướng hữu ích hơn trong các ngành có dòng tiền ít biến động và mô hình kinh doanh rõ ràng (Chalmers và cộng sự, 2011).

Thứ hai, một số ngành thể hiện mức R^2 điều chỉnh trung bình dao động trong biên độ hẹp giữa các giai đoạn, điển hình là Nguyên vật liệu và Tiện ích cộng đồng. Ngành Nguyên vật liệu ghi nhận R^2 này lần lượt là 0,58, 0,60 và 0,55, trong khi Tiện ích cộng đồng đạt 0,52, 0,57 và tăng lên 0,69 sau COVID-19. Mặc dù có sự thay đổi theo chu kỳ kinh tế, mức độ giải thích của TTKT trong các ngành này nhìn chung không suy giảm mạnh, cho thấy khả năng phản ánh giá trị thị trường ở mức tương đối ổn định. Kết quả này tương thích với các bằng chứng quốc tế về sự khác biệt tính thích hợp của TTKT theo ngành (Barth và cộng sự, 1998; Collins và cộng sự, 1997).

Thứ ba, một nhóm ngành cho thấy R^2 điều chỉnh trung bình biến động mạnh và nhạy cảm hơn trước các cú sốc kinh tế, bao gồm Công nghiệp, Dịch vụ tiêu dùng, Hàng tiêu dùng và Bất động sản. Chẳng hạn, R^2 điều chỉnh trung bình của ngành Công nghiệp giảm từ 0,65 trước COVID-19 xuống 0,60 trong giai đoạn COVID-19 và tiếp tục giảm còn 0,38 sau COVID-19. Ngành Dịch vụ tiêu dùng ghi nhận mức suy giảm rất mạnh từ 0,64 xuống 0,11, sau đó chỉ phục hồi nhẹ lên 0,17. Ngành Hàng tiêu dùng tăng trong giai đoạn COVID-19 (từ 0,55 lên 0,66) nhưng giảm trở lại 0,55 sau COVID-19, trong khi ngành Bất động sản duy trì mức R^2 này thấp nhưng có xu hướng cải thiện nhẹ qua các giai đoạn. Những biến động này cho thấy khả năng phản ánh của TTKT trong các ngành trên chịu ảnh hưởng đáng kể từ điều kiện kinh tế vĩ mô, đặc biệt trong bối cảnh bất định gia tăng.

Tổng hợp các kết quả trên cho thấy tính thích hợp của TTKT tại Việt Nam chịu ảnh hưởng mạnh mẽ từ sự tương tác giữa đặc thù ngành và bối cảnh kinh tế. Các ngành có dòng tiền ổn định, nhu cầu bền vững và khả năng thích ứng cao không những duy trì mà còn cải thiện mức độ phản ánh TTKT trong và sau khủng hoảng, trong khi các ngành mang tính chu kỳ và phụ thuộc mạnh vào điều kiện vĩ mô lại chứng kiến sự suy giảm rõ rệt của R^2 điều chỉnh.

Nhìn chung, phân tích tương tác giữa ngành và giai đoạn kinh tế nhấn mạnh rằng TTKT không mang tính tĩnh, mà là một khái niệm động, phụ thuộc bối cảnh. Kết quả này vừa củng cố các lập luận lý thuyết về tính đặc thù ngành của TTKT (Chalmers và cộng sự, 2011), vừa bổ sung bằng chứng thực nghiệm cho TTCK Việt Nam – một thị trường mới nổi, nơi cấu trúc ngành và biến động kinh tế vĩ mô có ảnh hưởng quan trọng đến mức độ mà TTKT được thị trường phản ánh vào giá trị doanh nghiệp.

4.4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN TÍNH THÍCH HỢP CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN TRÊN BÁO CÁO TÀI CHÍNH

4.4.1. Phân tích tương quan và kiểm định các giả định của mô hình hồi quy

Trước khi tiến hành ước lượng các mô hình nhằm phân tích các nhân tố tác động đến tính thích hợp của TTKT, nghiên cứu tiến hành các kiểm định thống kê cần thiết để đánh giá tính phù hợp của bộ dữ liệu bảng và độ tin cậy của các kết quả ước lượng. Theo đó, các bước kiểm định bao gồm: (i) xem xét mối quan hệ tương quan giữa các biến, (ii) đánh giá hiện tượng đa cộng tuyến, (iii) kiểm tra phương sai sai số thay đổi, và (iv) kiểm định tự tương quan. Việc thực hiện đầy đủ các kiểm định này góp phần giảm thiểu sai lệch trong suy luận thống kê và nâng cao độ tin cậy của kết quả hồi quy (Wooldridge, 2010).

(i) Phân tích tương quan giữa các biến

Phân tích tương quan được sử dụng để đánh giá mức độ và chiều hướng quan hệ tuyến tính giữa các biến trong mô hình, đồng thời cung cấp dấu hiệu ban đầu về khả năng tồn tại đa cộng tuyến. Ma trận tương quan Pearson trình bày tại **Bảng 4.5** cho thấy các hệ số tương quan giữa các biến nhìn chung ở mức thấp đến trung bình, phù hợp với kỳ vọng lý thuyết.

Thứ nhất, mối tương quan giữa biến phụ thuộc và các biến độc lập.

Biến phụ thuộc REL có mối tương quan dương và có ý nghĩa thống kê với ROA ($r = 0,1052$; $p < 0,01$) và TURN ($r = 0,1540$; $p < 0,01$). Kết quả này hàm ý rằng các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao hơn và cổ phiếu có mức độ giao dịch sôi động hơn thường có TTKT phản ánh giá cổ phiếu sát hơn, qua đó làm gia tăng tính thích hợp của TTKT trên BCTC.

Đối với các biến độc lập còn lại như SIZE, LEV, GROWTH, STATE, FOREIGN, BDSIZE, BDMEET, BIG4, AUDTIME và LIQ, hệ số tương quan với REL đều có giá trị tuyệt đối nhỏ ($|r| < 0,1$), cho thấy mối liên hệ tuyến tính yếu. Điều này cho thấy việc đưa đồng thời các biến này vào mô hình hồi quy không có khả năng gây ra sai lệch nghiêm trọng do quan hệ tuyến tính đơn thuần.

Thứ hai, mối tương quan giữa các biến độc lập.

Phân tích tương quan cho thấy các hệ số tương quan cặp giữa các biến độc lập đều thấp hơn ngưỡng 0,8 theo khuyến nghị của Backhaus và cộng sự (2021), qua đó khẳng định không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng trong mô hình. Một số mối tương quan đáng chú ý bao gồm:

- SIZE có tương quan dương tương đối mạnh với BIG4 ($r = 0,4251$; $p < 0,01$), phản ánh xu hướng các doanh nghiệp quy mô lớn thường lựa chọn dịch vụ kiểm toán của các công ty Big 4.

- LEV có mối tương quan âm đáng kể với ROA ($r = -0,4282$; $p < 0,01$), cho thấy các doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao thường đi kèm với khả năng sinh lời thấp hơn, phù hợp với lý thuyết đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận.

- AUDTIME có tương quan âm với ROA ($r = -0,2295$; $p < 0,01$) và STATE ($r = -0,2498$; $p < 0,01$), cho thấy các doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động cao hơn hoặc có tỷ lệ sở hữu nhà nước lớn thường hoàn tất quá trình kiểm toán trong thời gian ngắn hơn.

- Các biến còn lại như GROWTH, STATE, FOREIGN, BDSIZE, BDMEET, LIQ và TURN có hệ số tương quan cặp tương đối nhỏ ($|r| < 0,3$), phản ánh mức độ liên hệ tuyến tính thấp.

Tóm lại, phân tích mối liên hệ giữa các biến cho thấy các thước đo phản ánh đặc điểm kinh tế – tài chính (SIZE, ROA, LEV, GROWTH), cơ cấu sở hữu (STATE, FOREIGN), đặc điểm HĐQT (BDSIZE, BDMEET), kiểm toán (BIG4, AUDTIME) và giao dịch cổ phiếu (LIQ, TURN) có thể được đưa đồng thời vào mô hình hồi quy mà không gây ra hiện tượng đa cộng tuyến đáng kể. Kết quả này phù hợp với lập luận lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm về vai trò của TTKT trong thị trường vốn (Bushman & Smith, 2001; Healy & Palepu, 2001), qua đó bảo đảm cơ sở phương pháp luận cho các bước ước lượng tiếp theo.

Bảng 4.5. Ma trận tương quan Pearson giữa các biến nghiên cứu

	REL	SIZE	LEV	GROWTH	ROA	STATE	FOREIGN	BDSIZE	BDMEET	BIG4	AUDTIME	LIQ	TURN
REL	1,0000												
SIZE	-0,00512	1,0000											
	0,0008												
LEV	0,0077	0,3266	1,0000										
	0,6150	0,0000											
GROWTH	-0,0068	0,0382	0,0434	1,0000									
	0,6554	0,0124	0,0045										
ROA	0,1052	-0,0541	-0,4282	0,0682	1,0000								
	0,0000	0,0004	0,0000	0,0000									
STATE	0,0641	-0,1037	0,0698	-0,0879	0,0613	1,0000							
	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000								
FOREIGN	0,0262	0,1847	-0,1324	0,0082	0,1823	-0,1354	1,0000						
	0,0865	0,0000	0,0000	0,5925	0,0000	0,0000							
BDSIZE	0,0044	0,3331	0,0156	0,0133	0,0993	-0,1206	0,3056	1,0000					
	0,7738	0,0000	0,3075	0,3827	0,0000	0,0000	0,0000						
BDMEET	-0,0819	0,2710	0,1554	0,0209	-0,0875	-0,0671	-0,0287	0,0500	1,0000				
	0,0000	0,0000	0,0000	0,1721	0,0000	0,0000	0,0598	0,0011					
BIG4	-0,0167	0,4251	0,0467	-0,0192	0,0807	0,0023	0,2678	0,1844	0,1067	1,0000			
	0,2739	0,0000	0,0022	0,2092	0,0000	0,8782	0,0000	0,0000	0,0000				
AUDTIME	-0,0549	0,2195	0,0992	0,0246	-0,2295	-0,2498	0,0338	0,0411	0,0748	0,0961	1,0000		
	0,0003	0,0000	0,0000	0,1078	0,0000	0,0000	0,0268	0,0071	0,0000	0,0000			
LIQ	-0,0579	0,2921	0,0436	0,0744	-0,0974	-0,2398	-0,0284	0,0674	0,2100	0,0275	0,1537	1,0000	
	0,0001	0,0000	0,0043	0,0000	0,0000	0,0000	0,0626	0,0000	0,0000	0,0713	0,0000		
TURN	0,1540	-0,0934	0,0136	-0,0208	-0,0273	0,0420	0,0087	-0,0182	-0,0391	-0,0470	0,0016	-0,1236	1,0000
	0,0000	0,0000	0,3722	0,1740	0,0740	0,0059	0,5696	0,2336	0,0105	0,0021	0,9161	0,0000	

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

(ii) Kiểm định đa cộng tuyến

Kiểm định đa cộng tuyến được thực hiện thông qua hệ số phóng đại phương sai (Variance Inflation Factor – VIF) nhằm đánh giá mức độ tương quan tuyến tính giữa các biến độc lập trong mô hình hồi quy. Kết quả kiểm định trình bày tại **Bảng 4.6** cho thấy giá trị VIF của các biến độc lập dao động trong khoảng từ 1,02 đến 1,80, với giá trị VIF trung bình đạt 1,26.

Bảng 4.6. Kiểm định đa cộng tuyến của các biến độc lập

Biến	VIF	1/VIF
SIZE	1,80	0,556496
LEV	1,47	0,680597
GROWTH	1,03	0,973403
ROA	1,38	0,725245
STATE	1,17	0,852947
FOREIGN	1,24	0,809051
BDSIZE	1,22	0,816429
BDMEET	1,12	0,896572
BIG4	1,31	0,763349
AUDTIME	1,18	0,846916
LIQ	1,22	0,817958
TURN	1,02	0,976268
VIF trung bình	1,26	

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Cụ thể, biến SIZE có giá trị VIF cao nhất (1,80), phản ánh mức độ liên hệ tương đối lớn với các biến giải thích khác, tuy nhiên giá trị này vẫn thấp hơn đáng kể so với ngưỡng cảnh báo phổ biến là 10 theo O'Brien (2007), và thậm chí thấp hơn ngưỡng chặt chẽ hơn là 5 được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu thực nghiệm. Các biến còn lại như LEV (1,47), ROA (1,38), BIG4 (1,31), FOREIGN (1,24), BDSIZE (1,22), LIQ (1,22), AUDTIME (1,18), STATE (1,17), BDMEET (1,12),

GROWTH (1,03) và TURN (1,02) đều có hệ số VIF xấp xỉ 1, cho thấy mức độ tương quan tuyến tính rất thấp giữa các biến độc lập.

Ngoài ra, giá trị $1/VIF$ của tất cả các biến đều lớn hơn 0,55, phản ánh phần phương sai riêng biệt của từng biến độc lập vẫn chiếm tỷ trọng cao trong mô hình. Kết quả này khẳng định rằng không có bằng chứng về hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng trong mô hình nghiên cứu.

Nhìn chung, kết quả kiểm định VIF cho thấy tập hợp các biến đại diện cho đặc điểm kinh tế - tài chính của doanh nghiệp, cơ cấu sở hữu, đặc điểm HĐQT, kiểm toán và giao dịch cổ phiếu có thể được sử dụng đồng thời trong mô hình hồi quy mà không làm suy giảm độ tin cậy và tính ổn định của các ước lượng, tạo cơ sở vững chắc cho các phân tích hồi quy đa biến ở các phần tiếp theo.

(iii) Kiểm định phương sai sai số thay đổi

Phương sai sai số thay đổi (heteroskedasticity) là một trong những vi phạm giả định phổ biến trong hồi quy dữ liệu bảng, đặc biệt trong các nghiên cứu sử dụng dữ liệu doanh nghiệp niêm yết, nơi tồn tại sự khác biệt đáng kể về quy mô, cấu trúc tài chính và hiệu quả hoạt động giữa các doanh nghiệp cũng như qua thời gian. Hiện tượng này có thể làm cho ước lượng phương sai của các hệ số hồi quy bị sai lệch, từ đó ảnh hưởng đến độ tin cậy của các kiểm định thống kê t và F (Wooldridge, 2010).

Nghiên cứu sử dụng kiểm định White với giả thuyết H_0 : phương sai sai số không đổi. Kết quả kiểm định tại **Phụ lục 4.7** cho thấy giá trị $\chi^2(89) = 344,43$ với $p\text{-value} = 0,0000$, qua đó bác bỏ giả thuyết H_0 ở mức ý nghĩa 1%. Bên cạnh đó, kiểm định Cameron & Trivedi's IM-test cho thấy thành phần phản ánh phương sai sai số thay đổi có ý nghĩa thống kê, trong khi các đặc điểm khác của phân phối phần dư không đóng vai trò chi phối. Điều này khẳng định có sự tồn tại của hiện tượng phương sai sai số thay đổi trong mô hình nghiên cứu.

Trên cơ sở đó, trong các phân tích hồi quy tiếp theo, đối với các mô hình tác động cố định và tác động ngẫu nhiên, nghiên cứu sử dụng sai số chuẩn hiệu chỉnh theo cụm doanh nghiệp nhằm bảo đảm tính nhất quán của các kiểm định thống kê;

đồng thời, phương pháp GLS được sử dụng như một cách tiếp cận ước lượng bổ sung để khắc phục tình trạng phương sai sai số không đồng nhất.

(iv) Kiểm định tự tương quan

Tự tương quan trong dữ liệu bảng xảy ra khi sai số của một kỳ có mối liên hệ với sai số của các kỳ liền kề theo thời gian. Hiện tượng này thường xuất hiện trong các nghiên cứu sử dụng dữ liệu doanh nghiệp theo chuỗi thời gian và có thể làm cho phương sai của các ước lượng bị đánh giá sai, từ đó làm giảm độ tin cậy của các kiểm định thống kê t và F trong mô hình (Drukker, 2003).

Nghiên cứu sử dụng kiểm định Wooldridge với giả thuyết H_0 : không tồn tại tự tương quan bậc nhất trong sai số. Kết quả kiểm định tại **Phụ lục 4.8** cho thấy giá trị $F(1,389) = 237,635$ với $p = 0,0000$, qua đó bác bỏ giả thuyết H_0 ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này khẳng định sự tồn tại của tự tương quan bậc nhất trong mô hình.

Do đó, tương tự như cách tiếp cận đối với hiện tượng phương sai sai số thay đổi, các ước lượng FEM và REM trong nghiên cứu được kết hợp với sai số chuẩn điều chỉnh theo cụm ở cấp độ doanh nghiệp nhằm bảo đảm tính vững của các suy luận thống kê; đồng thời, phương pháp GLS được áp dụng để xử lý trực tiếp hiện tượng tự tương quan thông qua cấu trúc ước lượng phù hợp (Drukker, 2003; Wooldridge, 2010).

Tóm lại, các kiểm định cho thấy bộ dữ liệu đáp ứng yêu cầu để ước lượng bằng các mô hình hồi quy dữ liệu bảng. Mặc dù tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan, các vấn đề này không gây sai lệch hệ số ước lượng nhưng có thể làm suy giảm hiệu quả thống kê của mô hình. Trên cơ sở đó, nghiên cứu tiến hành ước lượng bằng các mô hình OLS, FEM và REM, lựa chọn mô hình phù hợp thông qua kiểm định Hausman, đồng thời áp dụng GLS như một cách tiếp cận ước lượng thay thế nhằm xử lý các hạn chế về mặt kỹ thuật và tăng cường độ vững của kết quả thực nghiệm.

4.4.2. Kết quả hồi quy mô hình nghiên cứu

Sau khi tiến hành các kiểm định giả định hồi quy cơ bản, bao gồm kiểm tra đa cộng tuyến, phương sai sai số thay đổi và tự tương quan phần dư, nghiên cứu thực hiện ước lượng **mô hình (3.2)** với biến phụ thuộc REL – đại diện cho tính thích hợp

của TTKT, và tập hợp các biến độc lập phản ánh đặc điểm kinh tế - tài chính của doanh nghiệp, cơ cấu sở hữu, đặc điểm HĐQT, kiểm toán và giao dịch cổ phiếu.

Mô hình được ước lượng lần lượt theo OLS, FEM, REM với sai số chuẩn được hiệu chỉnh theo cụm doanh nghiệp, đồng thời sử dụng mô hình GLS nhằm xử lý trực tiếp hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan bậc nhất. Kết quả hồi quy được tổng hợp trong **Bảng 4.7**.

Bảng 4.7. Kết quả hồi quy các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC

Biến	OLS	FEM	REM	GLS
SIZE	-0,00440 *	-0,0720 ***	-0,0142 ***	-0,0128 ***
LEV	0,0670 ***	0,142 ***	0,0858 ***	0,0715 ***
GROWTH	-0,00330	-0,00299	-0,00244	-0,00282
ROA	0,334 ***	0,424 ***	0,385 ***	0,250 ***
STATE	0,0251 *	0,0826 ***	0,0503 ***	0,0376 ***
FOREIGN	0,0273	-0,00655	0,0295	0,0246
BDSIZE	0,00114	0,00113	0,00390	0,00439 *
BDMEET	-0,00098 **	-0,00058 *	-0,00081 ***	-0,00066 ***
BIG4	-0,00292	-0,00082	0,00116	-0,00046
AUDTIME	-0,00012	-0,00027	-0,00025	-0,00005
LIQ	0,00098	0,00800 ***	0,00600 **	0,00387 *
TURN	8,848 ***	7,938 ***	8,857 ***	1,536 ***
Hằng số	-8,219 ***	-5,506 ***	-7,988 ***	-0,698
Số quan sát	4.290	4.290	4.290	4.290
R ² điều chỉnh	0,045	-0,006	—	—

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

(i) Đánh giá mức độ phù hợp của mô hình

Kết quả ước lượng theo OLS cho thấy hệ số xác định R² điều chỉnh đạt 0,045, hàm ý rằng các biến giải thích trong mô hình giải thích được khoảng 4,5% sự biến động của tính thích hợp (REL). Mặc dù giá trị R² điều chỉnh không cao, kết quả này phù hợp

với đặc thù của các nghiên cứu thực nghiệm về tính thích hợp của TTKT, trong đó biến phụ thuộc thường được đo lường gián tiếp thông qua giá cổ phiếu và chịu ảnh hưởng mạnh từ các yếu tố phi kế toán cũng như yếu tố tâm lý thị trường (Barth và cộng sự, 2001; Collins và cộng sự, 1997).

Đối với mô hình FEM, hệ số R^2 điều chỉnh mang giá trị âm (-0,006), phản ánh việc bổ sung các hiệu ứng cố định theo doanh nghiệp không làm gia tăng khả năng giải thích của mô hình. Điều này có thể xuất phát từ việc mức độ biến thiên theo thời gian của biến REL tương đối thấp, trong khi các đặc điểm cố hữu của doanh nghiệp đã được kiểm soát trong mô hình.

Mặc dù các mô hình REM và GLS không báo cáo trực tiếp hệ số R^2 điều chỉnh, kết quả kiểm định cho thấy mô hình GLS được ước lượng trong bối cảnh đã xử lý đồng thời hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan bậc nhất, do đó được xem là ước lượng hiệu quả và đáng tin cậy hơn về mặt thống kê so với các mô hình ước lượng thông thường.

Nhìn chung, các kết quả thu được cho thấy mô hình đề xuất đáp ứng yêu cầu về mặt dữ liệu và phương pháp, qua đó tạo cơ sở cho việc tiếp tục phân tích, so sánh và lựa chọn cách tiếp cận ước lượng phù hợp trong các bước tiếp theo.

(ii) Lựa chọn mô hình phù hợp

Luận án tiến hành ước lượng mô hình lần lượt bằng các phương pháp OLS, FEM và REM nhằm so sánh kết quả và lựa chọn cách tiếp cận ước lượng phù hợp với cấu trúc và đặc tính của bộ dữ liệu.

Kết quả kiểm định Hausman tại **Phụ lục 4.12** cho thấy giá trị thống kê χ^2 đạt mức cao (112,96) và có ý nghĩa thống kê ($p < 0,01$), do đó bác bỏ giả thuyết rằng các hiệu ứng ngẫu nhiên không tương quan với các biến giải thích. Kết quả này hàm ý mô hình tác động cố định phù hợp hơn so với mô hình tác động ngẫu nhiên trong bối cảnh nghiên cứu.

Tuy nhiên, để bảo đảm độ tin cậy của các suy luận thống kê, nghiên cứu tiếp tục kiểm định các giả định của mô hình FEM. Kết quả kiểm định Wooldridge (xtserial) cho thấy tồn tại hiện tượng tự tương quan chuỗi trong phần dư, trong khi

kiểm định Wald/xttest3 chỉ ra sự tồn tại của phương sai sai số thay đổi giữa các doanh nghiệp. Các kết quả này cho thấy giả định về sai số độc lập và đồng nhất của FEM và REM không còn được thỏa mãn.

Trong bối cảnh đó, nghiên cứu áp dụng hai cách tiếp cận bổ sung. Thứ nhất, đối với các mô hình FEM và REM, sai số chuẩn được điều chỉnh theo cụm doanh nghiệp nhằm khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan trong nội bộ từng doanh nghiệp, từ đó bảo đảm độ tin cậy của các kiểm định thống kê. Thứ hai, mô hình Hồi quy bình phương tối thiểu tổng quát (Generalized Least Squares – GLS) được sử dụng để xử lý trực tiếp các khuyết tật của mô hình thông qua việc giả định cấu trúc phương sai–hiệp phương sai phù hợp, cụ thể là phương sai thay đổi giữa các doanh nghiệp và tự tương quan bậc nhất theo thời gian.

Theo lập luận của Drukker (2003) và Wooldridge (2010), GLS cho phép thu được các ước lượng hiệu quả hơn trong trường hợp tồn tại đồng thời phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Do đó, trong luận án này, kết quả ước lượng từ mô hình GLS được lựa chọn làm cơ sở chính để diễn giải và kiểm định các giả thuyết nghiên cứu.

(iii) Diễn giải kết quả ước lượng

Xét theo **đặc điểm kinh tế – tài chính**, kết quả từ mô hình GLS được sử dụng làm cơ sở diễn giải chính – cho thấy quy mô doanh nghiệp (SIZE) có tác động âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (hệ số -0,0128). Kết quả này hàm ý rằng tại các doanh nghiệp có quy mô lớn, TTKT phản ánh vào giá cổ phiếu kém thích hợp hơn, có thể do cơ cấu tổ chức phức tạp và mức độ phân tán thông tin cao hơn. Ngược lại, đòn bẩy tài chính (LEV) có tác động dương và có ý nghĩa thống kê cao (0,0715; $p < 0,01$), cho thấy các doanh nghiệp có mức nợ cao có xu hướng công bố thông tin minh bạch hơn nhằm giảm chi phí vốn và rủi ro tín dụng. Khả năng sinh lời (ROA) cũng có tác động dương mạnh đến tính thích hợp của TTKT (0,250; $p < 0,01$), khẳng định vai trò quan trọng của hiệu quả hoạt động trong việc nâng cao mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng (GROWTH) không có ý nghĩa thống kê, cho thấy yếu tố tăng trưởng chưa đóng vai trò rõ nét trong việc cải thiện tính thích hợp của TTKT tại Việt Nam.

Về **cơ cấu sở hữu**, sở hữu Nhà nước (STATE) có tác động dương và có ý nghĩa thống kê cao (0,0376; $p < 0,01$), phản ánh vai trò tích cực của doanh nghiệp có vốn Nhà nước trong việc nâng cao độ tin cậy và mức độ hữu ích của TTKT. Ngược lại, sở hữu nước ngoài (FOREIGN) không có ý nghĩa thống kê, cho thấy trong bối cảnh thị trường Việt Nam, nhà đầu tư nước ngoài chưa tạo ra ảnh hưởng đáng kể đến tính thích hợp của TTKT.

Đối với **đặc điểm HĐQT**, quy mô HĐQT (BDSIZE) chỉ có ý nghĩa thống kê ở mức 10% trong mô hình GLS (0,00439; $p < 0,1$), cho thấy vai trò của quy mô HĐQT đối với tính thích hợp của TTKT còn hạn chế. Trong khi đó, tần suất họp HĐQT (BDMEET) có tác động âm và có ý nghĩa thống kê cao (-0,00066; $p < 0,01$), hàm ý rằng việc họp HĐQT với tần suất cao chưa chắc đã nâng cao hiệu quả giám sát và chất lượng TTKT phản ánh trên BCTC.

Ở nhóm **đặc điểm kiểm toán**, cả chất lượng kiểm toán (BIG4) và thời gian kiểm toán (AUDTIME) đều không có ý nghĩa thống kê trong tất cả các mô hình, cho thấy việc doanh nghiệp được kiểm toán bởi Big4 hoặc thời gian kiểm toán kéo dài chưa tạo ra sự khác biệt đáng kể về tính thích hợp của TTKT.

Cuối cùng, xét về **đặc điểm giao dịch cổ phiếu**, tần suất giao dịch cổ phiếu (TURN) có tác động dương và có ý nghĩa thống kê cao (1,536; $p < 0,01$), khẳng định rằng các cổ phiếu có mức độ giao dịch sôi động giúp TTKT được hấp thụ vào giá cổ phiếu hiệu quả hơn. Tính thanh khoản cổ phiếu (LIQ) cũng có tác động dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 10% trong mô hình GLS (0,00387; $p < 0,1$), phản ánh vai trò hỗ trợ của thanh khoản trong việc lan tỏa TTKT trên thị trường.

4.4.3. Thảo luận kết quả và kiểm định giả thuyết nghiên cứu

Kết quả ước lượng từ mô hình GLS trình bày trong **Bảng 4.7** cho thấy tính thích hợp của TTKT tại các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam chịu ảnh hưởng khác nhau từ các nhóm nhân tố: đặc điểm kinh tế – tài chính của doanh nghiệp, cơ cấu sở hữu, đặc điểm HĐQT, đặc điểm kiểm toán và đặc điểm giao dịch cổ phiếu. Việc lựa chọn mô hình GLS – sau khi đã xử lý đồng thời hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan bậc nhất – cho phép các kết luận rút ra có độ tin cậy cao

về mặt thống kê. Trên cơ sở đó, nghiên cứu tiến hành thảo luận kết quả và kiểm định các giả thuyết nghiên cứu như sau.

(i) Nhóm đặc điểm kinh tế – tài chính

➤ **Quy mô doanh nghiệp (SIZE)**

Kết quả hồi quy cho thấy quy mô doanh nghiệp có tác động âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đến tính thích hợp của TTKT ($\beta = -0,0128$), qua đó không ủng hộ giả thuyết H1. Kết quả này hàm ý rằng trong bối cảnh Việt Nam, doanh nghiệp có quy mô lớn không nhất thiết có mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu cao hơn.

Theo lý thuyết thông tin bất cân xứng, mức độ bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư phụ thuộc vào khả năng tiếp cận, xử lý và chất lượng công bố thông tin trên thị trường. Trong trường hợp doanh nghiệp quy mô lớn, mặc dù lượng thông tin công bố thường nhiều hơn, nhưng cấu trúc tổ chức phức tạp, hệ thống báo cáo nhiều cấp và sự đa dạng hoạt động có thể làm gia tăng độ nhiễu thông tin, khiến việc tiếp nhận và xử lý TTKT trở nên khó khăn hơn. Điều này làm suy giảm mức độ phản ánh của TTKT vào giá cổ phiếu.

Kết quả này khác với một số bằng chứng tại các thị trường phát triển (Collins và cộng sự, 1997; Francis & Schipper, 1999), nơi quy mô doanh nghiệp thường đi kèm với hệ thống công bố thông tin minh bạch hơn và năng lực phân tích của nhà đầu tư cao hơn, từ đó làm tăng tính thích hợp của TTKT. Sự khác biệt này có thể được giải thích bởi đặc điểm của thị trường Việt Nam, nơi mức độ bất cân xứng thông tin còn cao, nhà đầu tư cá nhân chiếm tỷ trọng lớn và năng lực phân tích thông tin còn hạn chế. Đồng thời, một số doanh nghiệp lớn có yếu tố sở hữu Nhà nước hoặc mô hình tập đoàn đa ngành, làm gia tăng tính phức tạp và giảm khả năng phản ánh TTKT một cách trực tiếp vào giá cổ phiếu.

Như vậy, kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô doanh nghiệp không phải là yếu tố làm giảm bất cân xứng thông tin một cách tự động trong bối cảnh thị trường mới nổi, qua đó làm giảm tính thích hợp của TTKT thay vì cải thiện như kỳ vọng.

➤ Đòn bẩy tài chính (LEV)

Đòn bẩy tài chính có tác động dương và có ý nghĩa thống kê cao đối với tính thích hợp của TTKT ($\beta = 0,0715$; $p < 0,01$), qua đó ủng hộ giả thuyết H2. Kết quả này cho thấy khi mức độ sử dụng nợ của doanh nghiệp gia tăng, mức độ phản ánh của TTKT vào giá cổ phiếu cũng gia tăng tương ứng.

Theo lý thuyết thông tin bất cân xứng, việc gia tăng sử dụng nợ làm mở rộng khoảng cách thông tin giữa doanh nghiệp và các bên liên quan, do đó làm gia tăng nhu cầu về thông tin minh bạch nhằm giảm rủi ro lựa chọn bất lợi và hạn chế bất cân xứng thông tin trong quan hệ tài chính. Trong bối cảnh đó, doanh nghiệp có động cơ nâng cao chất lượng công bố TTKT để cải thiện khả năng tiếp cận vốn và giảm chi phí vốn trong tương lai. Sự cải thiện này giúp TTKT trở nên đáng tin cậy hơn và có mức độ phản ánh cao hơn vào giá cổ phiếu.

Kết quả thực nghiệm phù hợp với các nghiên cứu tại các thị trường mới nổi (Chukwu và cộng sự, 2019; Dang và cộng sự, 2019; Nguyen & Dang, 2023), khi đều cho thấy đòn bẩy tài chính có liên quan tích cực đến chất lượng thông tin và mức độ phản ánh thông tin vào giá thị trường.

Trong bối cảnh Việt Nam, khi hệ thống tài chính vẫn phụ thuộc lớn vào tín dụng ngân hàng, doanh nghiệp có đòn bẩy cao phải đối mặt với mức độ bất cân xứng thông tin lớn hơn trong quan hệ vay vốn. Điều này tạo áp lực cải thiện tính minh bạch và độ tin cậy của TTKT, qua đó tăng cường vai trò của TTKT trong quá trình định giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu vì vậy củng cố lập luận của lý thuyết thông tin bất cân xứng rằng các doanh nghiệp có mức độ đòn bẩy cao thường có động cơ giảm bất cân xứng thông tin, từ đó làm gia tăng tính thích hợp của TTKT.

➤ Tốc độ tăng trưởng (GROWTH)

Biến GROWTH không có ý nghĩa thống kê trong mô hình GLS, do đó giả thuyết H3 không được chấp nhận. Kết quả này cho thấy thông tin về tăng trưởng doanh thu hoặc tài sản chưa được TTCK Việt Nam phản ánh một cách nhất quán vào giá cổ phiếu.

Theo lý thuyết thông tin bất cân xứng, giá cổ phiếu chỉ phản ánh hiệu quả các TTKT khi thông tin đó có khả năng giảm bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư, đồng thời có độ tin cậy và khả năng kiểm chứng cao. Tuy nhiên, thông tin tăng trưởng mang tính chất kỳ vọng về tương lai, phụ thuộc mạnh vào điều kiện kinh tế vĩ mô, chu kỳ ngành và chính sách, do đó mức độ bất cân xứng thông tin đối với chỉ tiêu này thường cao hơn so với các chỉ tiêu phản ánh kết quả hiện tại như lợi nhuận.

Chính đặc điểm này làm cho thông tin tăng trưởng khó được thị trường xử lý một cách nhất quán trong quá trình định giá, dẫn đến mối quan hệ yếu và không có ý nghĩa thống kê giữa GROWTH và tính thích hợp của TTKT. Kết quả này phù hợp với lập luận của Biddle và cộng sự (2009), theo đó trong môi trường có mức độ biến động cao, các thông tin mang tính dự báo nhưng độ tin cậy thấp thường có giá trị thích hợp hạn chế. Đồng thời, Dechow & Schrand (2004) cũng nhấn mạnh rằng lợi nhuận và dòng tiền có khả năng phản ánh giá trị doanh nghiệp tốt hơn so với các chỉ tiêu tăng trưởng do tính ổn định và khả năng kiểm chứng cao hơn.

Trong bối cảnh TTCK Việt Nam, sự thận trọng của nhà đầu tư cùng với hạn chế trong năng lực phân tích thông tin tài chính làm giảm khả năng khai thác hiệu quả các tín hiệu tăng trưởng trong định giá cổ phiếu. Do đó, thông tin tăng trưởng chưa đóng vai trò đáng kể trong việc hình thành giá thị trường, dẫn đến kết quả không có ý nghĩa thống kê trong mô hình nghiên cứu.

Từ đó, nghiên cứu hàm ý rằng để nâng cao tính thích hợp của thông tin tăng trưởng, cần tăng cường tính kiểm chứng của các chỉ tiêu này thông qua việc gắn kết với các thước đo có độ tin cậy cao hơn như lợi nhuận hoặc dòng tiền, qua đó góp phần giảm bất cân xứng thông tin trên thị trường.

➤ **Khả năng sinh lời (ROA)**

ROA có tác động dương mạnh và có ý nghĩa thống kê cao đối với tính thích hợp của TTKT ($\beta = 0,250$; $p < 0,01$), qua đó xác nhận giả thuyết H4. Kết quả này cho thấy khả năng sinh lời là yếu tố có ảnh hưởng rõ rệt nhất trong nhóm biến đặc điểm kinh tế - tài chính đến mức độ phản ánh của TTKT vào giá cổ phiếu.

Theo lý thuyết thông tin bất cân xứng, lợi nhuận là chỉ tiêu phản ánh trực tiếp kết quả hoạt động của doanh nghiệp và có khả năng cung cấp tín hiệu đáng tin cậy về dòng lợi ích kinh tế trong tương lai. So với các thông tin mang tính dự báo hoặc mang nhiều yếu tố ước lượng, lợi nhuận có mức độ kiểm chứng cao hơn, do đó giúp giảm bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư một cách hiệu quả hơn. Chính đặc điểm này làm cho ROA trở thành biến kế toán có khả năng giải thích mạnh mẽ sự biến động giá cổ phiếu.

Kết quả nghiên cứu phù hợp với các bằng chứng thực nghiệm kinh điển của Ball & Brown (1968), Beaver (1968) và Easton & Harris (1991), khi đều khẳng định vai trò trung tâm của lợi nhuận trong quá trình hình thành giá cổ phiếu. Đồng thời, các nghiên cứu tại thị trường mới nổi (Ali, 2023; Chalmers và cộng sự, 2011; Chen và cộng sự, 2001) cũng ghi nhận mối quan hệ tương tự, cho thấy tính ổn định của vai trò thông tin lợi nhuận trong các bối cảnh thị trường khác nhau.

Tuy nhiên, trong bối cảnh TTCK Việt Nam, mức độ phản ánh của ROA vào giá cổ phiếu vẫn chưa đạt mức cao tương đương các thị trường phát triển. Điều này phản ánh sự tồn tại của độ trễ thông tin và hạn chế trong khả năng phân tích, xử lý thông tin tài chính của nhà đầu tư, từ đó làm giảm tốc độ và mức độ phản ánh của TTKT vào giá thị trường.

Như vậy, mặc dù lợi nhuận vẫn giữ vai trò trung tâm trong việc giảm bất cân xứng thông tin và giải thích giá cổ phiếu, hiệu quả truyền dẫn thông tin của ROA phụ thuộc đáng kể vào mức độ phát triển của thị trường và chất lượng môi trường thông tin.

Nhìn chung, kết quả thực nghiệm cho thấy các nhân tố thuộc nhóm đặc điểm kinh tế – tài chính có ảnh hưởng không đồng nhất đến tính thích hợp của TTKT trên TTCK Việt Nam. Cụ thể, ROA và LEV có tác động dương và có ý nghĩa thống kê, trong khi SIZE có tác động âm và GROWTH không có ý nghĩa thống kê. Điều này hàm ý rằng thị trường Việt Nam phản ứng mạnh hơn với các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả hoạt động và mức độ kỷ luật tài chính, trong khi các yếu tố mang tính quy mô và kỳ vọng tăng trưởng chưa đóng vai trò rõ rệt trong quá trình định giá. Kết quả nghiên cứu qua đó củng cố nhận định rằng trong bối cảnh bất cân xứng thông tin còn phổ

biến, TTKT phát huy giá trị chủ yếu khi gắn với các thông tin có độ tin cậy và khả năng kiểm chứng cao.

(ii) Nhóm cơ cấu sở hữu

➤ **Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (STATE)**

Kết quả hồi quy từ mô hình GLS cho thấy tỷ lệ sở hữu Nhà nước (STATE) có tác động dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đối với tính thích hợp của TTKT ($\beta = 0,0376$), qua đó không ủng hộ giả thuyết H5 về tác động âm của sở hữu Nhà nước. Kết quả này cho thấy trong bối cảnh các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, sự hiện diện của Nhà nước trong cơ cấu sở hữu có thể góp phần nâng cao mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu.

Theo lý thuyết đại diện, sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý làm phát sinh chi phí đại diện do xung đột lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý. Trong bối cảnh đó, cổ đông lớn có vai trò như một cơ chế giám sát nhằm hạn chế hành vi tư lợi của nhà quản lý, góp phần nâng cao tính minh bạch và chất lượng công bố thông tin. Đối với doanh nghiệp có sở hữu Nhà nước, Nhà nước với tư cách cổ đông lớn có thể tạo áp lực giám sát mạnh hơn đối với hoạt động quản trị, qua đó thúc đẩy tuân thủ các quy định về kế toán, kiểm toán và công bố thông tin. Điều này góp phần giảm chi phí đại diện, nâng cao chất lượng TTKT và làm tăng mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu.

Trong bối cảnh Việt Nam, nhiều doanh nghiệp có vốn Nhà nước hoạt động trong các ngành kinh tế trọng yếu và chịu sự giám sát đồng thời của cơ quan chủ quản, cơ quan đại diện chủ sở hữu vốn Nhà nước và cơ quan quản lý TTCK. Cơ chế giám sát này có thể góp phần tăng cường trách nhiệm giải trình, hạn chế hành vi quản trị cơ hội và nâng cao tính minh bạch của BCTC, từ đó giúp TTKT được thị trường phản ánh rõ nét hơn vào giá cổ phiếu.

Kết quả nghiên cứu phù hợp với các bằng chứng thực nghiệm tại các nền kinh tế chuyển đổi như (Wang và cộng sự, 2008), (Chen và cộng sự, 2009), cho rằng sở hữu Nhà nước có thể phát huy vai trò giám sát, góp phần giảm chi phí đại diện và cải thiện chất lượng thông tin tài chính. Tuy nhiên, kết quả này khác với nhiều nghiên

cứu tại các thị trường phát triển (La Porta và cộng sự, 2002; Megginson & Netter, 2001), nơi doanh nghiệp Nhà nước thường được cho là chịu chi phí đại diện cao hơn do mục tiêu hoạt động đa dạng và sự can thiệp của Nhà nước. Sự khác biệt này cho thấy tác động của sở hữu Nhà nước phụ thuộc đáng kể vào bối cảnh thể chế và đặc điểm của từng thị trường vốn.

Như vậy, kết quả nghiên cứu cho thấy trong điều kiện TTCK Việt Nam, sở hữu Nhà nước có thể phát huy vai trò như một cơ chế giám sát góp phần giảm chi phí đại diện, nâng cao chất lượng TTKT và tăng tính thích hợp của TTKT đối với giá cổ phiếu.

➤ Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (FOREIGN)

Kết quả hồi quy cho thấy tỷ lệ sở hữu nước ngoài (FOREIGN) không có ý nghĩa thống kê trong mô hình GLS ($\beta = 0,0246$; $p > 0,1$), do đó không ủng hộ giả thuyết H6 về tác động tích cực của sở hữu nước ngoài đối với tính thích hợp của TTKT.

Theo lý thuyết đại diện, sự tham gia của các cổ đông bên ngoài, đặc biệt là cổ đông có năng lực giám sát, được kỳ vọng góp phần giảm chi phí đại diện thông qua việc tăng cường giám sát nhà quản lý và nâng cao chất lượng công bố thông tin. Tuy nhiên, hiệu quả của cơ chế này phụ thuộc vào khả năng tham gia thực chất của cổ đông vào hoạt động quản trị doanh nghiệp cũng như mức độ bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư.

Trong bối cảnh Việt Nam, nhà đầu tư nước ngoài chủ yếu đóng vai trò là nhà đầu tư tài chính và có mức độ tham gia trực tiếp vào hoạt động quản trị doanh nghiệp còn hạn chế. Đồng thời, các rào cản về giới hạn tỷ lệ sở hữu, chi phí tham gia quản trị và cơ chế bảo vệ cổ đông thiểu số chưa hoàn thiện có thể làm suy giảm vai trò giám sát của nhóm cổ đông này. Do đó, sở hữu nước ngoài chưa phát huy rõ vai trò trong việc giảm chi phí đại diện và nâng cao chất lượng TTKT, dẫn đến tác động không có ý nghĩa thống kê đối với tính thích hợp của TTKT.

Kết quả này phù hợp với một số nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam (Nguyen & Vo, 2022; Vo & Chu, 2019), cho thấy ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài đến chất lượng thông tin và hiệu quả doanh nghiệp còn hạn chế. Tuy nhiên, kết quả không đồng nhất với nhiều nghiên cứu tại các thị trường phát triển và một số nền kinh tế châu Á

(Al Farooque và cộng sự, 2007; Fan & Wong, 2002), nơi sở hữu nước ngoài được xem là cơ chế giám sát hiệu quả giúp giảm chi phí đại diện và nâng cao chất lượng BCTC. Điều này cho thấy vai trò của sở hữu nước ngoài phụ thuộc đáng kể vào mức độ phát triển của thể chế quản trị doanh nghiệp và cơ chế bảo vệ nhà đầu tư.

Tóm lại, kết quả thực nghiệm cho thấy cơ cấu sở hữu có tác động không đồng nhất đến tính thích hợp của TTKT trên TTCK Việt Nam. Trong khi sở hữu Nhà nước thể hiện tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê, sở hữu nước ngoài chưa cho thấy ảnh hưởng đáng kể. Kết quả này góp phần củng cố lập luận của lý thuyết đại diện rằng hiệu quả của cơ chế giám sát không chỉ phụ thuộc vào sự hiện diện của cổ đông lớn mà còn phụ thuộc vào mức độ tham gia thực chất và bối cảnh thể chế. Trong điều kiện Việt Nam, cơ chế giám sát gắn với cổ đông Nhà nước hiện phát huy vai trò rõ nét hơn so với cơ chế giám sát từ nhà đầu tư nước ngoài trong việc nâng cao tính thích hợp của TTKT.

(iii) Nhóm đặc điểm HĐQT

➤ Quy mô HĐQT (BDSIZE)

Kết quả hồi quy từ mô hình GLS cho thấy quy mô HĐQT (BDSIZE) có tác động dương nhưng chỉ đạt mức ý nghĩa thống kê 10% ($\beta = 0,00439$), hàm ý rằng ảnh hưởng của quy mô HĐQT đến tính thích hợp của TTKT là yếu và chưa ổn định. Kết quả này cho thấy việc gia tăng số lượng thành viên HĐQT không hàm ý sự cải thiện tương ứng về chất lượng giám sát hay mức độ phản ánh của TTKT vào giá cổ phiếu nếu không đi kèm với chất lượng và hiệu quả hoạt động của HĐQT.

Theo lý thuyết đại diện, HĐQT đóng vai trò cơ chế giám sát nhằm giảm xung đột lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý. Tuy nhiên, hiệu quả giám sát không chỉ phụ thuộc vào quy mô mà còn phụ thuộc vào năng lực, mức độ tham gia thực chất và khả năng phối hợp giữa các thành viên. Khi quy mô HĐQT tăng lên, chi phí điều phối và chi phí ra quyết định có thể gia tăng, từ đó làm suy giảm hiệu quả giám sát và hạn chế khả năng kiểm soát hành vi quản lý, qua đó làm yếu đi tác động đối với chất lượng TTKT.

Kết quả này phù hợp với lập luận của Yermack (1996) và Eisenberg và cộng sự (1998) về việc HĐQT quy mô lớn có thể làm giảm hiệu quả hoạt động do gia tăng chi phí phối hợp. Ngược lại, một số nghiên cứu như Anderson và cộng sự (2004) và Al-Gamrh và cộng sự (2020) cho rằng quy mô lớn có thể mang lại lợi ích thông qua đa dạng hóa chuyên môn và kinh nghiệm. Tuy nhiên, tổng thể bằng chứng thực nghiệm cho thấy tác động của quy mô HĐQT là không nhất quán và phụ thuộc mạnh vào bối cảnh thể chế cũng như chất lượng quản trị nội tại (Coles và cộng sự, 2008).

Trong bối cảnh Việt Nam, việc gia tăng quy mô HĐQT trong nhiều doanh nghiệp niêm yết chủ yếu nhằm đáp ứng yêu cầu về cơ cấu quản trị hoặc đại diện cổ đông, hơn là hướng đến nâng cao hiệu quả giám sát thực chất. Do đó, quy mô HĐQT chưa phản ánh đầy đủ chất lượng quản trị và chưa tạo ra tác động rõ rệt đến tính thích hợp của TTKT.

➤ **Tần suất họp HĐQT (BDMEET)**

Kết quả ước lượng từ mô hình GLS cho thấy biến tần suất họp HĐQT (BDMEET) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ($\beta = -0,00066$), trái với kỳ vọng ban đầu của giả thuyết H8. Kết quả này hàm ý rằng việc HĐQT họp thường xuyên hơn không những không làm gia tăng mà còn có thể làm giảm tính thích hợp của TTKT.

Theo lý thuyết đại diện, HĐQT là cơ chế giám sát nhằm giảm xung đột lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý. Trong điều kiện cơ chế quản trị vận hành hiệu quả, tần suất họp cao có thể phản ánh mức độ giám sát tích cực, góp phần nâng cao chất lượng thông tin công bố và giảm chi phí đại diện. Tuy nhiên, nếu hoạt động của HĐQT chưa thực sự hiệu quả, việc gia tăng số lượng cuộc họp có thể phản ánh những vấn đề quản trị phát sinh hoặc nhu cầu xử lý các khó khăn nội tại, thay vì nâng cao chất lượng giám sát.

Kết quả này không tương đồng với bằng chứng tại các thị trường có cơ chế quản trị phát triển, nơi tần suất họp HĐQT thường được xem là tín hiệu tích cực về hiệu quả giám sát và chất lượng ra quyết định (Brick & Chidambaran, 2010; Ntim & Osei, 2011; Vafeas & Vlittis, 2023). Trong các bối cảnh đó, các cuộc họp HĐQT

thường gắn với việc thảo luận chiến lược, giám sát hoạt động quản lý và nâng cao chất lượng công bố thông tin.

Trong bối cảnh Việt Nam, kết quả nghiên cứu cho thấy tần suất họp HĐQT cao có thể phản ánh những hạn chế trong cơ chế quản trị hơn là hiệu quả giám sát thực chất. Le và cộng sự (2018) cho rằng nhiều cuộc họp HĐQT chủ yếu nhằm đáp ứng yêu cầu tuân thủ hoặc xử lý các vấn đề ngắn hạn, trong khi vai trò của thành viên độc lập và chất lượng thảo luận chiến lược còn hạn chế. Tương tự, Jensen (1993) lập luận rằng việc HĐQT họp thường xuyên trong một số trường hợp có thể là hệ quả của những bất cập trong hệ thống kiểm soát nội bộ, làm gia tăng chi phí đại diện thay vì góp phần giảm chi phí này.

Do đó, kết quả nghiên cứu cho thấy tại TTCK Việt Nam, tần suất họp HĐQT chưa phản ánh hiệu quả của cơ chế giám sát mà lý thuyết đại diện kỳ vọng, nên chưa góp phần nâng cao mức độ phản ánh của TTKT vào giá cổ phiếu. Điều này cũng hàm ý rằng thị trường có xu hướng đánh giá cao chất lượng và hiệu quả thực chất của hoạt động HĐQT hơn là số lượng các cuộc họp.

Như vậy, kết quả thực nghiệm cho thấy các đặc điểm mang tính định lượng của HĐQT như quy mô và tần suất họp chưa phản ánh đầy đủ hiệu quả cơ chế giám sát đối với tính thích hợp của TTKT. Trong đó, quy mô HĐQT chỉ có tác động yếu, còn tần suất họp có tác động âm và trái với kỳ vọng lý thuyết. Điều này hàm ý rằng trong bối cảnh Việt Nam, hoạt động của HĐQT chưa thực sự phát huy vai trò là cơ chế giám sát hiệu quả nhằm giảm chi phí đại diện và nâng cao chất lượng TTKT, mà có thể vẫn thiên về tính hình thức hoặc phản ứng trước các vấn đề quản trị phát sinh. Do đó, kết quả nghiên cứu nhấn mạnh rằng hiệu quả quản trị doanh nghiệp phụ thuộc nhiều hơn vào chất lượng, tính độc lập và mức độ tham gia thực chất của HĐQT, thay vì các đặc điểm định lượng đơn thuần.

(iv) Nhóm đặc điểm kiểm toán

➤ Chất lượng kiểm toán (BIG4)

Kết quả hồi quy trong **Bảng 4.7** cho thấy biến BIG4 không có ý nghĩa thống kê trong tất cả các mô hình OLS, FEM, REM và GLS, với hệ số ước lượng nhỏ và

không ổn định về dấu. Điều này hàm ý rằng việc doanh nghiệp được kiểm toán bởi các công ty thuộc nhóm Big4 không làm gia tăng đáng kể tính thích hợp của TTKT trên TTCK Việt Nam, qua đó không ủng hộ giả thuyết H9.

Theo lý thuyết thông tin bất cân xứng, kiểm toán độc lập chất lượng cao được kỳ vọng đóng vai trò giảm bất cân xứng thông tin thông qua việc nâng cao độ tin cậy của BCTC và hạn chế sai lệch thông tin. Trên cơ sở đó, kiểm toán viên quy mô lớn như Big4 thường được xem là một tín hiệu về chất lượng thông tin, giúp thị trường định giá doanh nghiệp chính xác hơn.

Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho thấy trong bối cảnh Việt Nam, tín hiệu Big4 chưa được thị trường phản ánh rõ rệt vào giá cổ phiếu. Điều này có thể xuất phát từ việc mức độ khác biệt về chất lượng kiểm toán giữa Big4 và các công ty kiểm toán khác chưa được thị trường nhận diện một cách rõ ràng, trong khi cơ chế giám sát nghề nghiệp và thực thi chuẩn mực kiểm toán vẫn đang trong quá trình hoàn thiện. Do đó, tác động giảm bất cân xứng thông tin của kiểm toán Big4 chưa được chuyển hóa đầy đủ thành lợi ích trong quá trình định giá.

Kết quả này tương đồng với một số bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam (Hoang & Nguyen, 2018; Lai và cộng sự, 2020), cho rằng vai trò của Big4 trong việc cải thiện chất lượng TTKT và phản ứng của thị trường còn hạn chế. Từ góc độ kinh tế thông tin, điều này hàm ý rằng nhà đầu tư chưa xem Big4 như một tín hiệu đủ mạnh trong quá trình định giá, hoặc tín hiệu này bị lấn át bởi các thông tin trực tiếp hơn như lợi nhuận, rủi ro và hành vi giao dịch.

Tổng hợp lại, kết quả nghiên cứu cho thấy tác động của chất lượng kiểm toán đến tính thích hợp của TTKT phụ thuộc đáng kể vào mức độ phát triển của thể chế kiểm toán và khả năng hấp thụ thông tin của thị trường.

➤ Thời gian kiểm toán (AUDTIME)

Kết quả ước lượng cho thấy biến thời gian kiểm toán (AUDTIME) không có ý nghĩa thống kê nhất quán trong các mô hình OLS, FEM, REM và GLS, hàm ý rằng độ trễ trong công bố báo cáo kiểm toán chưa thể hiện vai trò đáng kể đối với mức độ phản ánh của TTKT vào giá cổ phiếu. Trên cơ sở đó, giả thuyết H10 không được ủng hộ.

Theo lý thuyết thông tin bất cân xứng, tính kịp thời của thông tin góp phần thu hẹp khoảng cách thông tin giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư. Trong đó, thời gian kiểm toán thường được xem là chỉ báo gián tiếp phản ánh độ trễ trong quá trình xác nhận thông tin tài chính, qua đó có thể ảnh hưởng đến thời điểm thị trường tiếp nhận thông tin.

Tuy nhiên, trong bối cảnh Việt Nam, AUDTIME chưa đóng vai trò là một tín hiệu thông tin đủ mạnh trong quá trình định giá. Một mặt, sự khác biệt về thời gian kiểm toán giữa các doanh nghiệp niêm yết tương đối hạn chế và chủ yếu chịu ảnh hưởng bởi quy trình lập và công bố BCTC cũng như quy định pháp lý. Mặt khác, nhà đầu tư có xu hướng tập trung vào nội dung thông tin tài chính đã được công bố hơn là sử dụng độ trễ kiểm toán như một tín hiệu về chất lượng thông tin.

Kết quả này tương đồng với một số nghiên cứu tại các thị trường mới nổi, cho thấy vai trò của thời gian kiểm toán trong việc phản ánh chất lượng TTKT không phải lúc nào cũng rõ ràng như kỳ vọng lý thuyết (Lai và cộng sự, 2020). Do đó, trong điều kiện thị trường Việt Nam, AUDTIME chưa tạo ra tác động đáng kể đến tính thích hợp của TTKT.

Nhìn chung, kết quả liên quan đến đặc điểm kiểm toán cho thấy cả chất lượng kiểm toán (BIG4) và thời gian kiểm toán (AUDTIME) đều chưa thể hiện vai trò rõ ràng trong việc nâng cao tính thích hợp của TTKT trên TTCK Việt Nam. Phát hiện này không hoàn toàn tương đồng với nhiều bằng chứng tại các thị trường phát triển, qua đó nhấn mạnh tính phụ thuộc vào bối cảnh của vai trò kiểm toán. Kết quả nghiên cứu gợi ý rằng việc cải thiện tính thích hợp của TTKT không chỉ dựa vào đặc điểm hình thức của kiểm toán, mà còn phụ thuộc vào mức độ phát triển của cơ chế giám sát thị trường và khả năng tiếp nhận, xử lý thông tin của nhà đầu tư.

(v) Nhóm đặc điểm giao dịch cổ phiếu

➤ Tần suất giao dịch cổ phiếu (TURN)

Kết quả hồi quy trong **Bảng 4.7** cho thấy tần suất giao dịch cổ phiếu (TURN) có tác động dương, mạnh và nhất quán đến tính thích hợp của TTKT trong tất cả các mô hình ước lượng. Hệ số ước lượng của TURN đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và ổn

định giữa các mô hình, qua đó khẳng định vai trò nổi bật của hoạt động giao dịch trong việc gia tăng mức độ phản ánh của TTKT vào giá cổ phiếu và ủng hộ giả thuyết H11.

Theo lý thuyết thông tin bất cân xứng, hoạt động giao dịch đóng vai trò là kênh truyền dẫn thông tin, giúp rút ngắn quá trình điều chỉnh giá trước các tín hiệu mới. Tần suất giao dịch cao thường gắn với mức độ quan tâm lớn hơn của nhà đầu tư, khả năng xử lý thông tin tốt hơn và tốc độ phản ứng nhanh hơn, từ đó góp phần giảm bất cân xứng thông tin và nâng cao hiệu quả phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu.

Trong bối cảnh TTCK Việt Nam, nơi mức độ hiệu quả thông tin còn hạn chế và hành vi nhà đầu tư mang tính ngắn hạn, hoạt động giao dịch trở thành yếu tố quan trọng giúp TTKT được chuyển hóa nhanh hơn thành thông tin giá. Do đó, các cổ phiếu có tần suất giao dịch cao thường phản ứng mạnh hơn với TTKT, qua đó làm gia tăng tính thích hợp của TTKT.

Kết quả này phù hợp với các lập luận lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm quốc tế, theo đó hoạt động giao dịch tích cực giúp cải thiện quá trình phản ánh thông tin vào giá và rút ngắn độ trễ điều chỉnh của thị trường (Chordia và cộng sự, 2001; Kim & Verrecchia, 1991). Các nghiên cứu gần đây cũng ghi nhận vai trò tương tự của thanh khoản và hoạt động giao dịch trong việc nâng cao hiệu quả định giá, ngay cả trong điều kiện thị trường biến động (Xu và cộng sự, 2023).

Như vậy, tần suất giao dịch không chỉ phản ánh mức độ quan tâm của nhà đầu tư mà còn đóng vai trò quan trọng trong việc giảm bất cân xứng thông tin và thúc đẩy quá trình phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu.

➤ **Tính thanh khoản cổ phiếu (LIQ)**

Kết quả hồi quy cho thấy biến thanh khoản cổ phiếu (LIQ) có tác động dương nhưng không hoàn toàn nhất quán đối với tính thích hợp của TTKT. Cụ thể, LIQ không có ý nghĩa thống kê trong mô hình OLS, nhưng có ý nghĩa ở mức 1% trong FEM ($\beta = 0,00800$), 5% trong REM ($\beta = 0,00600$) và 10% trong GLS ($\beta = 0,00387$). Điều này cho thấy tác động của thanh khoản mang tính hỗ trợ nhưng chưa ổn định giữa các mô hình, qua đó chỉ ủng hộ giả thuyết H12 ở mức độ hạn chế.

Theo lý thuyết thông tin bất cân xứng, thanh khoản thị trường góp phần giảm chi phí giao dịch và cải thiện khả năng phản ánh thông tin vào giá cổ phiếu. Thị trường có thanh khoản cao tạo điều kiện thuận lợi cho giao dịch, từ đó thúc đẩy quá trình điều chỉnh giá đối với các thông tin mới, bao gồm cả TTKT.

Tuy nhiên, trong bối cảnh TTCK Việt Nam, tác động của thanh khoản đối với tính thích hợp của TTKT chưa thực sự rõ ràng và ổn định. Điều này có thể xuất phát từ sự phân hóa thanh khoản giữa các nhóm cổ phiếu và đặc điểm nhà đầu tư còn thiên về cá nhân, trong khi tỷ trọng nhà đầu tư tổ chức – nhóm có khả năng khai thác thông tin hiệu quả hơn – vẫn còn hạn chế. Do đó, thanh khoản cao chủ yếu cải thiện điều kiện giao dịch, nhưng chưa đủ để đảm bảo TTKT được phản ánh đầy đủ và nhất quán vào giá cổ phiếu.

So sánh với biến TURN, có thể thấy rằng tần suất giao dịch phản ánh mức độ tham gia và phản ứng chủ động của nhà đầu tư, trong khi thanh khoản chủ yếu phản ánh điều kiện giao dịch. Vì vậy, TURN có vai trò nổi bật hơn trong việc nâng cao tính thích hợp của TTKT tại thị trường Việt Nam.

Tổng hợp lại, kết quả nghiên cứu cho thấy thanh khoản có vai trò hỗ trợ trong việc giảm bất cân xứng thông tin, song mức độ ảnh hưởng còn phụ thuộc vào cấu trúc nhà đầu tư và mức độ phát triển của thị trường. Như vậy, trong nhóm đặc điểm giao dịch cổ phiếu, tần suất giao dịch (TURN) đóng vai trò quan trọng hơn thanh khoản (LIQ) trong việc giải thích tính thích hợp của TTKT.

(vi) Tổng hợp kiểm định giả thuyết nghiên cứu

Từ các kết quả ước lượng và phân tích, nghiên cứu ghi nhận rằng trong số 12 giả thuyết được đề xuất, ba giả thuyết nhận được sự ủng hộ nhất quán, bao gồm: đòn bẩy tài chính (LEV – H2), khả năng sinh lời (ROA – H4) và tần suất giao dịch cổ phiếu (TURN – H12). Các biến này đều thể hiện tác động cùng chiều, có ý nghĩa thống kê ở mức cao và ổn định giữa các mô hình, cho thấy tính thích hợp của TTKT trên TTCK Việt Nam chịu chi phối chủ yếu bởi năng lực tài chính hiện hữu của doanh nghiệp và mức độ sôi động của hoạt động giao dịch trên thị trường.

Giả thuyết về tính thanh khoản cổ phiếu (LIQ – H11) được chấp nhận ở mức độ hạn chế, do chỉ có ý nghĩa thống kê trong một số mô hình và mức tác động tương đối nhỏ. Điều này cho thấy thanh khoản đóng vai trò hỗ trợ, nhưng chưa phải là yếu tố quyết định trong việc nâng cao tính thích hợp của TTKT.

Các giả thuyết còn lại liên quan đến quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng, cơ cấu sở hữu, đặc điểm HĐQT và kiểm toán đều không được chấp nhận do không có ý nghĩa thống kê hoặc mang dấu ngược với kỳ vọng lý thuyết (hoặc không ổn định về dấu giữa các mô hình ước lượng). Kết quả này phản ánh đặc thù của TTCK Việt Nam, nơi giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng mạnh từ các yếu tố kinh tế – tài chính cốt lõi và hành vi giao dịch, trong khi các cơ chế quản trị và kiểm toán chưa đủ mạnh để trở thành tín hiệu thông tin quan trọng trong quá trình định giá.

Tổng quát, kết quả cho thấy tính thích hợp của TTKT mang tính phụ thuộc bối cảnh; tại Việt Nam, việc cải thiện mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu cần dựa nhiều hơn vào hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và sự phát triển của thị trường vốn, thay vì chỉ chú trọng các cơ chế quản trị mang tính hình thức.

Kết quả tổng hợp kiểm định các giả thuyết nghiên cứu được trình bày chi tiết tại **Phụ lục 4.15**

4.4.4. Phân tích độ vững của các mô hình nghiên cứu

Để bảo đảm tính ổn định, độ tin cậy và khả năng tổng quát hóa của các kết quả thực nghiệm, nghiên cứu tiến hành phân tích độ vững đối với mô hình định giá cổ phiếu – **mô hình (3.1)** và mô hình phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC – **mô hình (3.2)**. Phân tích độ vững được thực hiện dựa trên ba nguyên tắc cơ bản:

- (i) Kiểm tra sự ổn định về chiều hướng tác động và ý nghĩa thống kê của các biến giải thích;
- (ii) Đánh giá mức độ nhạy cảm của các ước lượng khi thay đổi dạng dữ liệu hoặc phương pháp ước lượng;
- (iii) Kiểm tra các giả định liên quan đến sai số mô hình, bao gồm hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan.

Trên cơ sở đó, nghiên cứu lần lượt kiểm định độ vững của **mô hình (3.1)** thông qua việc thay đổi dạng biến phụ thuộc, và của **mô hình (3.2)** thông qua so sánh kết quả ước lượng giữa các phương pháp FEM, REM và GLS nhằm đánh giá tính nhất quán của các kết quả thực nghiệm dưới các cách tiếp cận ước lượng khác nhau.

Đối với **mô hình (3.1)**, nghiên cứu tiến hành ước lượng với hai đặc tả khác nhau của biến phụ thuộc, bao gồm giá cổ phiếu nguyên mẫu (P_{t3}) và logarit tự nhiên của giá cổ phiếu ($\ln P_{t3}$), nhằm kiểm tra tính ổn định của các hệ số ước lượng và khả năng giải thích của mô hình khi biến đổi dạng đo lường của biến phụ thuộc. Kết quả ước lượng được trình bày trong **Bảng 4.8**.

Bảng 4.8. Beta chuẩn và R^2 của mô hình định giá cổ phiếu theo P_{t3} và $\ln P_{t3}$

Biến độc lập	Beta chuẩn (P_{t3})	Hệ số chuẩn ($\ln P_{t3}$)	Ý nghĩa thống kê ($P_{t3}/\ln P_{t3}$)	Nhận xét
EPS	0,571	0,561	0,000 / 0,000	Duy trì tác động mạnh, rất có ý nghĩa
BVPS	0,157	0,181	0,000 / 0,000	Tác động tích cực, ý nghĩa cao
CFOPS	0,030	0,019	0,010 / 0,092	Tác động yếu, giữ nguyên chiều hướng tác động
R^2	0,491	0,499	-	Độ giải thích ổn định ~ 50%, mô hình vững

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Kết quả tại **Bảng 4.8** cho thấy các biến EPS và BVPS duy trì chiều hướng tác động tích cực và ý nghĩa thống kê rất cao ($p < 0,001$) trong cả hai đặc tả của mô hình, trong khi CFOPS có mức độ tác động yếu hơn nhưng không thay đổi về chiều hướng. Hệ số Beta chuẩn của EPS giảm nhẹ từ 0,571 xuống 0,561 khi biến phụ thuộc được logarit hóa, trong khi Beta chuẩn của BVPS tăng từ 0,157 lên 0,181; Beta chuẩn của CFOPS giảm từ 0,030 xuống 0,019. Hệ số xác định R^2 dao động ổn định trong khoảng 0,49–0,50, cho thấy mô hình giải thích khoảng 50% biến động của giá cổ phiếu.

Những kết quả này cho thấy mô hình định giá cổ phiếu duy trì độ vững cao khi thay đổi dạng biến phụ thuộc. Việc logarit hóa giá cổ phiếu góp phần làm giảm

ảnh hưởng của hiện tượng phương sai sai số thay đổi mà không làm thay đổi bản chất mối quan hệ giữa TTKT và giá cổ phiếu, qua đó củng cố cơ sở sử dụng R^2 của **mô hình (3.1)** làm thước đo đại diện cho tính thích hợp của TTKT trong các phân tích tiếp theo.

Đối với **mô hình (3.2)**, nghiên cứu so sánh kết quả ước lượng thu được từ các phương pháp FEM, REM và GLS nhằm đánh giá độ bền của các phát hiện thực nghiệm. Kết quả kiểm định Hausman cho giá trị $\chi^2 = 112,96$ với mức ý nghĩa $p < 0,001$, bác bỏ giả thuyết H_0 (REM là phù hợp) và khẳng định FEM là phương pháp ước lượng thích hợp hơn, bảo đảm tính nhất quán trong bối cảnh tồn tại các khác biệt không quan sát được giữa các doanh nghiệp.

Kết quả ước lượng cho thấy các biến chủ chốt như SIZE, LEV, ROA, STATE, BDMEET và TURN duy trì chiều hướng tác động tích cực và ý nghĩa thống kê tương đối ổn định giữa các mô hình FEM và REM. Phương pháp GLS được sử dụng như một bước kiểm định bổ sung nhằm xử lý đồng thời hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan bậc nhất; kết quả cho thấy các biến chủ chốt vẫn giữ nguyên chiều hướng tác động, trong khi mức ý nghĩa thống kê có sự điều chỉnh nhẹ nhưng không làm thay đổi kết luận chính của nghiên cứu. Một số biến như FOREIGN, BIG4 và AUDTIME không đạt ý nghĩa thống kê trong phần lớn các mô hình ước lượng, qua đó cho thấy các cơ chế này chưa thực sự đóng vai trò đáng kể trong việc giải thích mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu tại Việt Nam, thay vì chỉ phản ánh sự khác biệt về phương pháp ước lượng.

Tổng hợp kết quả phân tích độ vững đối với cả hai mô hình cho thấy các phát hiện thực nghiệm của nghiên cứu là ổn định và đáng tin cậy. **Mô hình (3.1)** duy trì chiều hướng tác động và mức ý nghĩa thống kê nhất quán khi thay đổi dạng biến phụ thuộc, đồng thời các chỉ tiêu R^2 và Beta chuẩn không biến động đáng kể, cho thấy kết quả không nhạy cảm với cách đo lường biến phụ thuộc. **Mô hình (3.2)** cho kết quả ổn định giữa các phương pháp FEM, REM và GLS, qua đó xác nhận tính bền vững và khách quan của các kết luận nghiên cứu. Những kết quả này góp phần củng cố giá trị thực nghiệm và đóng góp học thuật của luận án, đồng thời tạo cơ sở vững chắc cho các phân tích và khuyến nghị tiếp theo trong bối cảnh TTCK Việt Nam là một thị trường mới nổi.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

Chương 4 trình bày kết quả thực nghiệm về tính thích hợp của TTKT trên BCTC của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam và các nhân tố ảnh hưởng trong bối cảnh thị trường mới nổi, bao gồm giai đoạn biến động do COVID-19.

Phân tích bối cảnh nghiên cứu cho thấy đặc điểm vận hành của TTCK Việt Nam có sự biến động đáng kể theo các giai đoạn kinh tế, qua đó nhấn mạnh sự cần thiết xem xét tính thích hợp của TTKT trong điều kiện mức độ bất định gia tăng.

Kết quả đo lường tính thích hợp cho thấy lợi nhuận kế toán và giá trị sổ sách VCSH là các thành phần thông tin có mức độ đóng góp đáng kể trong việc giải thích biến động giá cổ phiếu. Kết quả phân rã theo giá trị Shapley cho thấy lợi nhuận kế toán có mức đóng góp tương đối lớn hơn trong mô hình, trong khi các thành phần thông tin khác đóng vai trò bổ sung trong cấu trúc giải thích tổng thể.

Kết quả phân tích các nhân tố ảnh hưởng cho thấy tính thích hợp của TTKT chịu tác động khác nhau từ các nhóm nhân tố bao gồm đặc điểm kinh tế – tài chính của doanh nghiệp, cơ cấu sở hữu, đặc điểm HĐQT và đặc điểm giao dịch cổ phiếu. Một số nhân tố thể hiện tác động có ý nghĩa thống kê và tương đối ổn định, trong khi một số nhân tố khác chưa cho thấy ảnh hưởng rõ ràng, phản ánh đặc thù của TTCK Việt Nam.

Phân tích độ bền của kết quả cho thấy các phát hiện nghiên cứu tương đối nhất quán giữa các mô hình ước lượng khác nhau, qua đó củng cố độ tin cậy của các kết quả thực nghiệm. Những kết quả này là cơ sở quan trọng cho việc tổng hợp hàm ý nghiên cứu và đề xuất khuyến nghị chính sách trong Chương 5 của luận án.

CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chương 5 tổng hợp và khái quát các kết quả nghiên cứu chính của luận án, trên cơ sở đó đề xuất hệ thống khuyến nghị nhằm nâng cao tính thích hợp của TTKT trên BCTC của các DNPTC niêm yết tại Việt Nam. Đồng thời, chương này cũng chỉ ra những hạn chế của nghiên cứu và định hướng các hướng nghiên cứu tiếp theo.

5.1. KẾT LUẬN

Trên cơ sở dữ liệu các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2014–2024, luận án đã tiến hành đo lường và đánh giá tính thích hợp của TTKT trên BCTC thông qua mô hình định giá cổ phiếu, đồng thời kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu.

Kết quả thực nghiệm cho thấy TTKT phản ánh giá trị thị trường ở mức có ý nghĩa thống kê nhưng chưa cao, phù hợp với đặc trưng của thị trường mới nổi, nơi các yếu tố phi kế toán vẫn chi phối đáng kể giá cổ phiếu. Trong các chỉ tiêu kế toán, EPS là nhân tố trung tâm, giải thích phần lớn biến động giá cổ phiếu; BVPS và CFOPS đóng vai trò hỗ trợ, củng cố độ tin cậy của TTKT. Phân tích giá trị Shapley khẳng định EPS chiếm tỷ trọng đóng góp cao nhất (62,80%), BVPS 31,53% và CFOPS 5,67%, phản ánh rõ xu hướng “lợi nhuận dẫn dắt giá trị” tại Việt Nam.

Tính thích hợp của TTKT không đồng nhất giữa các ngành, biến động theo thời gian và giai đoạn kinh tế. Các ngành như Công nghệ thông tin và Dược phẩm – Y tế duy trì mức phản ánh ổn định, trong khi Bất động sản và Dịch vụ tiêu dùng có mức thấp hơn, chịu ảnh hưởng của chu kỳ kinh tế và yếu tố đầu cơ. Theo thời gian, tính thích hợp của TTKT giảm trong giai đoạn 2017–2019 và trong đại dịch COVID-19, sau đó phục hồi, phản ánh xu hướng cải thiện dần chất lượng công bố thông tin. Hiệu ứng tương tác giữa ngành và giai đoạn kinh tế là đáng kể, cho thấy mức độ phản ánh TTKT mang tính động và phụ thuộc mạnh vào bối cảnh.

Kết quả từ phân tích hồi quy đa biến cho thấy các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT được xác định như sau

- **Quy mô doanh nghiệp** tác động âm, phản ánh thực tế rằng các doanh nghiệp quy mô lớn thường có cơ cấu hoạt động phức tạp và mức độ phân tán thông tin cao, qua đó làm giảm mức độ TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu.

- **Đòn bẩy tài chính** và **khả năng sinh lời** tác động dương mạnh, nhấn mạnh vai trò của áp lực giám sát từ chủ nợ và hiệu quả tài chính trong việc gia tăng mức độ TTKT được thị trường tiếp nhận và phản ánh vào giá cổ phiếu.

- **Sở hữu Nhà nước** có tác động tích cực, cho thấy tại các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu Nhà nước cao, TTKT có xu hướng được phản ánh tốt hơn vào giá cổ phiếu, có thể xuất phát từ cơ chế giám sát và yêu cầu tuân thủ công bố thông tin tương đối chặt chẽ hơn.

- **Sở hữu nước ngoài** không có ý nghĩa thống kê, cho thấy trong bối cảnh TTCK Việt Nam, yếu tố này chưa tạo ra ảnh hưởng rõ rệt đến mức độ TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu.

- **Tần suất giao dịch cổ phiếu** có tác động tích cực, cho thấy mức độ quan tâm và hoạt động giao dịch của thị trường góp phần giúp TTKT được phản ánh nhanh hơn và đầy đủ hơn vào giá cổ phiếu.

- **Ngược lại**, các yếu tố như **quy mô HĐQT**, **tần suất họp HĐQT**, **chất lượng kiểm toán**, **thời gian kiểm toán** và **tính thanh khoản cổ phiếu** không thể hiện tác động ổn định hoặc có ý nghĩa thống kê nhất quán, cho thấy ảnh hưởng chưa rõ ràng của các nhân tố này đến tính thích hợp của TTKT trong mẫu nghiên cứu.

Phân tích độ bền mô hình cho thấy các kết quả tương đối ổn định và nhất quán giữa các phương pháp ước lượng (OLS, FEM, REM và GLS), qua đó củng cố độ tin cậy của các kết luận nghiên cứu.

Tổng hợp các kết quả trên khẳng định rằng TTKT trên BCTC của DNPTC niêm yết tại Việt Nam có giá trị thực chứng trong việc phản ánh giá trị doanh nghiệp, tuy nhiên mức độ còn hạn chế và phụ thuộc mạnh vào bối cảnh ngành, thời gian và đặc điểm doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cũng gợi mở các hàm ý quan trọng về việc nâng cao chất lượng công bố thông tin, tăng cường cơ chế giám sát và cải thiện

mức độ minh bạch của TTCK Việt Nam, đặc biệt trong bối cảnh thị trường mới nổi và biến động kinh tế.

5.2. KHUYẾN NGHỊ

Trên cơ sở các kết quả nghiên cứu thực nghiệm đối với các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2014–2024, luận án cho thấy tính thích hợp của TTKT trên BCTC còn ở mức hạn chế và chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố khác nhau. Kết quả nghiên cứu đồng thời khẳng định mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu không chỉ phụ thuộc vào chất lượng của TTKT mà còn chịu tác động bởi đặc thù ngành, bối cảnh kinh tế và mức độ hiệu quả trong quá trình tiếp nhận, xử lý và phản ánh thông tin của thị trường vốn.

Những kết quả này hàm ý rằng việc nâng cao tính thích hợp của TTKT cần được tiếp cận một cách toàn diện, không chỉ tập trung vào việc nâng cao chất lượng thông tin được công bố mà còn chú trọng tăng cường khả năng kiểm chứng giữa các thành phần của hệ thống BCTC, hoàn thiện nội dung công bố thông tin phù hợp với đặc thù ngành và điều kiện kinh tế, đồng thời nâng cao hiệu quả tiếp nhận, xử lý và phản ánh thông tin của các chủ thể trên thị trường vốn.

Trên cơ sở đó, luận án đề xuất ba nhóm khuyến nghị sau:

- (i) Nâng cao khả năng phản ánh giá trị kinh tế của TTKT thông qua tăng cường khả năng kiểm chứng giữa lợi nhuận và dòng tiền;
- (ii) Hoàn thiện nội dung công bố thông tin phù hợp với đặc thù ngành và giai đoạn kinh tế;
- (iii) Nâng cao hiệu quả tiếp nhận và phản ánh thông tin của thị trường vốn.

5.2.1. Nâng cao khả năng phản ánh giá trị kinh tế của thông tin kế toán thông qua tăng cường khả năng kiểm chứng giữa lợi nhuận và dòng tiền

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy EPS là nhân tố chi phối chủ đạo trong mô hình định giá cổ phiếu, trong khi CFOPS chỉ đóng góp ở mức rất hạn chế vào khả năng giải thích biến động giá cổ phiếu. Điều này phản ánh thực tế rằng trên TTCK Việt Nam, nhà đầu tư vẫn chủ yếu dựa vào thông tin lợi nhuận kế toán để định

giá cổ phiếu, trong khi thông tin dòng tiền chưa được khai thác đầy đủ với vai trò là cơ sở kiểm chứng chất lượng và tính bền vững của lợi nhuận.

Từ góc độ đặc thù thị trường, hiện tượng này có thể được lý giải bởi một số nguyên nhân chủ yếu: (i) mức độ hiểu biết tài chính giữa các nhóm nhà đầu tư còn chưa đồng đều, trong đó lợi nhuận kế toán là chỉ tiêu đơn giản, dễ tiếp cận và dễ diễn giải hơn so với thông tin dòng tiền; (ii) thông tin về dòng tiền trên BCTC hiện nay chủ yếu được trình bày như một báo cáo độc lập, trong khi mối liên hệ giữa lợi nhuận và khả năng tạo tiền chưa được giải thích đầy đủ trong quá trình công bố thông tin; (iii) nhà đầu tư có xu hướng sử dụng EPS như một chỉ báo tổng hợp về hiệu quả hoạt động mà chưa phân tích sâu chất lượng lợi nhuận thông qua khả năng chuyển hóa thành dòng tiền; và (iv) sự chi phối của các yếu tố ngắn hạn trên thị trường làm giảm mức độ quan tâm đối với các thông tin mang tính kiểm chứng và có giá trị dự báo dài hạn.

Trong khi đó, theo cách tiếp cận công bố thông tin hiện hành, doanh nghiệp chủ yếu trình bày Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh và Báo cáo lưu chuyển tiền tệ theo yêu cầu của chuẩn mực và chế độ kế toán, nhưng mối quan hệ giữa hai báo cáo này chưa được giải thích một cách có hệ thống. Do đó, thông tin cung cấp cho nhà đầu tư vẫn mang tính trình bày song song hơn là phản ánh mối liên kết về bản chất kinh tế, làm hạn chế khả năng đánh giá chất lượng lợi nhuận và triển vọng tạo dòng tiền của doanh nghiệp.

Trên cơ sở đó, luận án đề xuất định hướng hoàn thiện công bố thông tin theo hướng tăng cường khả năng kiểm chứng giữa lợi nhuận và dòng tiền, qua đó nâng cao khả năng phản ánh giá trị kinh tế của TTKT. Trọng tâm của khuyến nghị không phải là gia tăng khối lượng thông tin được công bố mà là nâng cao tính liên kết, khả năng kiểm chứng và giá trị sử dụng của thông tin đối với quá trình định giá và ra quyết định đầu tư. Cụ thể:

- Đối với doanh nghiệp:

+ Cần tăng cường thuyết minh và giải trình về mối quan hệ giữa lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, trong đó làm rõ các khoản điều chỉnh trọng yếu dẫn đến chênh lệch giữa lợi nhuận và dòng tiền, như các khoản dồn tích, biến động

vốn lưu động hoặc các khoản mục phi tiền tệ có ảnh hưởng đáng kể. Việc tăng cường giải trình các nội dung này giúp nhà đầu tư đánh giá đầy đủ hơn chất lượng lợi nhuận, khả năng tạo tiền và mức độ bền vững của kết quả kinh doanh.

+ Cần bổ sung các phân tích hỗ trợ phản ánh quá trình chuyển hóa từ lợi nhuận kế toán sang dòng tiền, thông qua việc giải thích nguyên nhân của các biến động lớn hoặc các chênh lệch kéo dài giữa lợi nhuận và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh. Việc nhấn mạnh bản chất kinh tế của các khoản điều chỉnh sẽ giúp nhà đầu tư hiểu rõ hơn khả năng duy trì lợi nhuận trong tương lai và hạn chế việc đánh giá doanh nghiệp chỉ dựa trên các chỉ tiêu lợi nhuận mang tính tổng hợp.

- **Đối với cơ quan quản lý**, cần từng bước nghiên cứu hoàn thiện hướng dẫn trình bày và thuyết minh BCTC theo hướng tăng cường khả năng liên kết giữa lợi nhuận và dòng tiền. Theo đó, Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và các Sở giao dịch chứng khoán có thể nghiên cứu xây dựng hoặc hoàn thiện các hướng dẫn khuyến khích doanh nghiệp mở rộng giải trình về các khoản điều chỉnh trọng yếu giữa lợi nhuận và dòng tiền, đồng thời tăng cường tính nhất quán trong cách trình bày các thông tin phản ánh chất lượng lợi nhuận. Cách tiếp cận này không làm thay đổi nội dung cốt lõi của BCTC theo quy định hiện hành mà góp phần nâng cao khả năng kiểm chứng, khả năng diễn giải và giá trị sử dụng của TTKT đối với nhà đầu tư.

Khác với cách tiếp cận công bố thông tin hiện hành vốn chủ yếu trình bày các BCTC theo từng cấu phần riêng biệt, khuyến nghị của luận án nhấn mạnh việc tăng cường tính liên kết và khả năng kiểm chứng giữa các thành phần của hệ thống BCTC. Theo đó, bên cạnh việc tuân thủ các yêu cầu chung của CMKT, doanh nghiệp cần tăng cường giải trình mối quan hệ giữa lợi nhuận và dòng tiền nhằm phản ánh rõ hơn bản chất kinh tế của kết quả kinh doanh. Đồng thời, cơ quan quản lý giữ vai trò định hướng thông qua việc từng bước hoàn thiện các hướng dẫn trình bày và thuyết minh BCTC theo hướng nâng cao tính liên kết và khả năng kiểm chứng của thông tin, qua đó gia tăng giá trị sử dụng của TTKT đối với quá trình định giá và ra quyết định đầu tư.

Về cơ chế tác động, khi mối liên hệ giữa lợi nhuận và dòng tiền được trình bày và giải trình đầy đủ hơn, nhà đầu tư sẽ có điều kiện đánh giá chính xác hơn chất lượng

lợi nhuận, khả năng tạo tiền và triển vọng hoạt động của doanh nghiệp. Điều này góp phần giảm bất cân xứng thông tin, nâng cao mức độ tin cậy của TTKT và tăng cường khả năng phản ánh giá trị kinh tế của doanh nghiệp vào giá cổ phiếu. Đồng thời, việc cơ quan quản lý từng bước hoàn thiện các hướng dẫn công bố thông tin theo hướng tăng cường khả năng kiểm chứng giữa lợi nhuận và dòng tiền sẽ nâng cao tính minh bạch, khả năng so sánh và chất lượng thông tin trên phạm vi toàn thị trường. Qua đó, tính thích hợp của TTKT được cải thiện một cách thực chất, tạo cơ sở khoa học cho việc hoàn thiện chính sách công bố thông tin, nâng cao hiệu quả định giá trên thị trường vốn, hỗ trợ nhà đầu tư và cơ quan quản lý trong quá trình ra quyết định, đồng thời góp phần thúc đẩy sự phát triển minh bạch, hiệu quả và bền vững của TTCK Việt Nam.

5.2.2. Hoàn thiện nội dung công bố thông tin phù hợp với đặc thù ngành và giai đoạn kinh tế

Kết quả nghiên cứu cho thấy tính thích hợp của TTKT có sự khác biệt rõ rệt giữa các ngành và biến động theo giai đoạn kinh tế. Cụ thể, các ngành có tính ổn định cao như công nghệ thông tin và dược phẩm – y tế duy trì mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu tương đối tốt, trong khi các ngành có tính chu kỳ cao như bất động sản và dịch vụ tiêu dùng có mức độ thấp hơn và biến động mạnh hơn theo các giai đoạn kinh tế. Đồng thời, trong các giai đoạn bất ổn như COVID-19, tính thích hợp của TTKT nhìn chung suy giảm đáng kể.

Sự khác biệt này phản ánh một số đặc điểm của TTCK Việt Nam, bao gồm: (i) mức độ đồng đều về chất lượng và mức độ chi tiết của thông tin công bố giữa các ngành còn hạn chế; (ii) nhà đầu tư vẫn có xu hướng sử dụng các tín hiệu ngắn hạn và chịu ảnh hưởng đáng kể bởi yếu tố tâm lý trong quá trình định giá; (iii) hệ thống công bố thông tin hiện nay chủ yếu được xây dựng trên khuôn khổ CMKT thống nhất, chưa phản ánh đầy đủ đặc thù mô hình kinh doanh và cơ chế tạo giá trị của từng ngành; và (iv) trong các giai đoạn kinh tế biến động, mức độ bất định gia tăng làm suy giảm khả năng dự báo và diễn giải TTKT của nhà đầu tư.

Trên cơ sở đó, luận án đề xuất định hướng hoàn thiện công bố thông tin theo hướng nâng cao mức độ phù hợp của nội dung công bố với đặc thù ngành và khả năng

thích ứng với bối cảnh kinh tế. Trọng tâm của khuyến nghị không phải là gia tăng khối lượng thông tin được công bố mà là nâng cao tính hữu ích, khả năng diễn giải và giá trị sử dụng của thông tin đối với quá trình định giá và ra quyết định đầu tư. Cụ thể:

- Đối với doanh nghiệp:

+ Các doanh nghiệp thâm dụng tài sản và có chu kỳ kinh doanh dài (như bất động sản, xây dựng và công nghiệp), cần tăng cường giải trình hoặc công bố bổ sung các thông tin phản ánh cấu trúc tạo giá trị dài hạn của doanh nghiệp, như tiến độ triển khai các dự án trọng yếu, chính sách ghi nhận doanh thu theo từng giai đoạn thực hiện, khả năng chuyển hóa tài sản thành dòng tiền và các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng tạo dòng tiền trong tương lai. Những thông tin này giúp nhà đầu tư đánh giá đầy đủ hơn chất lượng tài sản, tính bền vững của lợi nhuận và triển vọng tạo giá trị của doanh nghiệp.

+ Các doanh nghiệp có vòng quay kinh doanh ngắn và phụ thuộc nhiều vào hiệu quả vận hành (như hàng tiêu dùng, dịch vụ và công nghệ thông tin), cần tăng cường công bố hoặc giải trình các thông tin phản ánh hiệu quả hoạt động và khả năng tạo tiền, bao gồm các chỉ tiêu về hiệu quả sinh lời, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, hiệu quả sử dụng vốn lưu động và các yếu tố ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu và khả năng sinh lời. Việc nhấn mạnh các thông tin này sẽ giúp nhà đầu tư đánh giá đầy đủ hơn hiệu quả hoạt động và triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp.

+ Trong các giai đoạn kinh tế bất ổn hoặc thị trường biến động mạnh, doanh nghiệp cần chủ động mở rộng các nội dung giải trình về những giả định kinh doanh chủ yếu, các yếu tố có thể ảnh hưởng đáng kể đến doanh thu, lợi nhuận và dòng tiền, cùng với các biện pháp quản trị rủi ro và bảo đảm khả năng hoạt động liên tục. Việc tăng cường các thông tin mang tính định hướng và giải trình sẽ giúp nhà đầu tư đánh giá tốt hơn khả năng thích ứng và triển vọng phát triển của doanh nghiệp trong các bối cảnh kinh tế khác nhau.

- Đối với cơ quan quản lý, cần từng bước nghiên cứu hoàn thiện khuôn khổ và hướng dẫn công bố thông tin theo hướng kết hợp giữa tính thống nhất của CMKT và tính linh hoạt theo đặc thù ngành. Theo đó, Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán

Nhà nước và các Sở giao dịch chứng khoán có thể nghiên cứu xây dựng hoặc hoàn thiện các hướng dẫn công bố thông tin đối với một số nhóm ngành có đặc điểm kinh doanh đặc thù hoặc mức độ bất định cao, đồng thời khuyến khích doanh nghiệp tăng cường công bố các thông tin mang tính phân tích và giải trình về mô hình tạo giá trị, các giả định kinh doanh trọng yếu, rủi ro đặc thù ngành và triển vọng hoạt động. Cách tiếp cận này không làm gia tăng đáng kể nghĩa vụ công bố thông tin mà góp phần nâng cao khả năng diễn giải, tính hữu ích và khả năng so sánh của thông tin tài chính đối với nhà đầu tư.

Khác với cách tiếp cận công bố thông tin hiện hành vốn chủ yếu bảo đảm tính thống nhất giữa các doanh nghiệp, khuyến nghị của luận án nhấn mạnh việc hoàn thiện nội dung công bố theo hướng kết hợp giữa chuẩn hóa và thích ứng (adaptive disclosure). Theo đó, bên cạnh việc tuân thủ các yêu cầu chung của CMKT, doanh nghiệp cần tăng cường công bố và giải trình các thông tin phản ánh đặc thù ngành nghề và bối cảnh kinh tế nhằm nâng cao khả năng diễn giải của thông tin tài chính đối với nhà đầu tư. Đồng thời, cơ quan quản lý giữ vai trò định hướng thông qua việc từng bước hoàn thiện các hướng dẫn công bố phù hợp với từng nhóm ngành, qua đó nâng cao tính hữu ích của thông tin đối với quá trình định giá và ra quyết định đầu tư thay vì chỉ gia tăng số lượng thông tin được công bố.

Về cơ chế tác động, khi TTKT được thiết kế và công bố phù hợp hơn với đặc thù ngành và điều kiện kinh tế, khả năng diễn giải, so sánh và xử lý thông tin của nhà đầu tư sẽ được cải thiện. Điều này góp phần giảm bất cân xứng thông tin, nâng cao chất lượng kỳ vọng về dòng tiền tương lai và tăng mức độ sử dụng TTKT trong quá trình định giá cổ phiếu. Đồng thời, việc cơ quan quản lý từng bước hoàn thiện các hướng dẫn công bố thông tin theo hướng phù hợp với đặc thù từng nhóm ngành sẽ nâng cao tính nhất quán, khả năng so sánh và tính minh bạch của thông tin trên phạm vi toàn thị trường. Qua đó, tính thích hợp của TTKT được cải thiện một cách thực chất, thể hiện qua khả năng phản ánh tốt hơn giá trị kinh tế của doanh nghiệp vào giá cổ phiếu, đồng thời tạo cơ sở khoa học cho việc hoàn thiện chính sách công bố thông tin, nâng cao hiệu quả định giá trên thị trường vốn, hỗ trợ nhà đầu tư và cơ quan quản

lý trong quá trình ra quyết định, cũng như góp phần thúc đẩy sự phát triển minh bạch, hiệu quả và bền vững của TTCK Việt Nam.

5.2.3. Nâng cao hiệu quả tiếp nhận và phản ánh thông tin của thị trường vốn

Kết quả nghiên cứu cho thấy tần suất giao dịch cổ phiếu có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT, trong khi nhiều yếu tố thuộc đặc điểm HĐQT (như quy mô HĐQT, tần suất họp HĐQT) và đặc điểm kiểm toán (như chất lượng kiểm toán, thời gian kiểm toán) không thể hiện tác động có ý nghĩa thống kê ổn định. Kết quả này hàm ý rằng mức độ phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu trên TTCK Việt Nam phụ thuộc đáng kể vào mức độ hoạt động, khả năng tiếp nhận và mức độ tham gia của thị trường hơn là các tín hiệu gián tiếp từ cơ chế quản trị doanh nghiệp hay kiểm toán.

Từ góc độ đặc thù thị trường, hiện tượng này có thể được lý giải bởi một số nguyên nhân chủ yếu: (i) TTCK Việt Nam vẫn đang trong quá trình hoàn thiện về mức độ hiệu quả thông tin, do đó khả năng phản ánh thông tin vào giá cổ phiếu còn phụ thuộc nhiều vào thanh khoản thị trường và mức độ quan tâm của nhà đầu tư; (ii) các tín hiệu phát ra từ cơ chế quản trị doanh nghiệp chưa đủ mạnh hoặc chưa được nhà đầu tư diễn giải một cách thống nhất để chuyển hóa thành thay đổi trong kỳ vọng về giá trị doanh nghiệp; (iii) mặc dù chất lượng kiểm toán và công bố thông tin đã từng bước được cải thiện, nhưng khả năng khai thác và xử lý thông tin của một bộ phận nhà đầu tư còn hạn chế, dẫn đến việc các thông tin này chưa được phản ánh đầy đủ vào giá cổ phiếu; và (iv) hạ tầng dữ liệu và các công cụ hỗ trợ phân tích thông tin trên thị trường vẫn chưa đáp ứng đầy đủ nhu cầu tiếp cận, so sánh và xử lý thông tin tài chính một cách nhanh chóng và hiệu quả.

Trên cơ sở đó, luận án đề xuất định hướng hoàn thiện theo hướng nâng cao hiệu quả tiếp nhận, xử lý và phản ánh thông tin của thị trường vốn, thay vì chỉ tập trung vào việc gia tăng khối lượng thông tin được công bố. Trọng tâm của khuyến nghị là nâng cao khả năng chuyển hóa TTKT thành thông tin kinh tế hữu ích đối với quá trình định giá của thị trường. Cụ thể:

- **Đối với doanh nghiệp**, cần tiếp tục chuẩn hóa cách trình bày và giải trình thông tin tài chính theo hướng rõ ràng, nhất quán và thuận tiện cho việc so sánh giữa

các kỳ và giữa các doanh nghiệp. Việc sử dụng các bảng tổng hợp chỉ tiêu tài chính trọng yếu, phân tích xu hướng và giải thích các biến động đáng kể sẽ giúp nhà đầu tư tiếp cận, diễn giải và sử dụng TTKT một cách hiệu quả hơn.

- **Đối với cơ quan quản lý và các Sở giao dịch chứng khoán**, cần từng bước nghiên cứu hoàn thiện hạ tầng công bố thông tin theo hướng tăng cường khả năng dữ liệu hóa, chuẩn hóa và kết nối dữ liệu tài chính. Theo đó, cần tiếp tục phát triển các cơ sở dữ liệu tài chính tập trung, chuẩn hóa hệ thống chỉ tiêu công bố, nâng cao khả năng tìm kiếm, khai thác và so sánh thông tin giữa các doanh nghiệp và giữa các giai đoạn, qua đó giảm chi phí tiếp cận và xử lý thông tin của nhà đầu tư.

- **Đối với các tổ chức trung gian trên thị trường**, bao gồm công ty chứng khoán, tổ chức phân tích và các nhà cung cấp dữ liệu tài chính, cần phát triển các công cụ phân tích, hệ thống hóa và trực quan hóa thông tin theo ngành, hỗ trợ chuyên hóa dữ liệu kế toán thành các chỉ báo phản ánh chất lượng lợi nhuận, khả năng tạo dòng tiền và triển vọng hoạt động của doanh nghiệp. Điều này góp phần thu hẹp khoảng cách về năng lực phân tích giữa các nhóm nhà đầu tư và nâng cao hiệu quả lan tỏa của TTKT trên thị trường.

- **Đối với nhà đầu tư**, đặc biệt là nhà đầu tư cá nhân, cần tăng cường năng lực tiếp cận và sử dụng TTKT thông qua các chương trình phổ biến kiến thức tài chính, hướng dẫn phân tích BCTC và nâng cao hiểu biết về mối quan hệ giữa lợi nhuận, dòng tiền và giá trị doanh nghiệp. Việc nâng cao năng lực phân tích sẽ giúp nhà đầu tư sử dụng TTKT hiệu quả hơn trong quá trình ra quyết định đầu tư, thay vì phụ thuộc chủ yếu vào các tín hiệu ngắn hạn hoặc tâm lý thị trường.

Khác với các giải pháp hiện hành vốn chủ yếu tập trung vào việc mở rộng phạm vi và khối lượng thông tin công bố, khuyến nghị của luận án nhấn mạnh sự chuyển dịch trọng tâm sang nâng cao hiệu quả sử dụng thông tin. Theo đó, việc cải thiện khả năng tiếp nhận, xử lý, phân tích và phản ánh TTKT của các chủ thể trên thị trường được xem là điều kiện quan trọng để phát huy đầy đủ giá trị của TTKT trong quá trình định giá cổ phiếu. Đồng thời, cơ quan quản lý giữ vai trò định hướng thông qua việc từng bước hoàn thiện hạ tầng thông tin, chuẩn hóa dữ liệu và phát triển hệ

sinh thái thông tin tài chính hiện đại, qua đó nâng cao khả năng tiếp cận, khả năng so sánh và giá trị sử dụng của TTKT trên thị trường vốn.

Về cơ chế tác động, khi khả năng tiếp nhận, xử lý và diễn giải TTKT của thị trường được cải thiện, tốc độ và mức độ phản ánh thông tin vào giá cổ phiếu sẽ gia tăng, qua đó nâng cao hiệu quả thông tin của thị trường vốn. Điều này không chỉ làm tăng khả năng giải thích biến động giá cổ phiếu của TTKT mà còn góp phần giảm bất cân xứng thông tin, nâng cao hiệu quả phân bổ nguồn lực và củng cố niềm tin của nhà đầu tư đối với thị trường. Đồng thời, việc hoàn thiện hạ tầng thông tin và nâng cao năng lực sử dụng TTKT của các chủ thể tham gia thị trường sẽ tạo nền tảng để nâng cao tính minh bạch, khả năng so sánh và hiệu quả vận hành của TTCK Việt Nam. Qua đó, kết quả nghiên cứu cung cấp cơ sở khoa học cho việc hoàn thiện chính sách công bố thông tin, nâng cao hiệu quả định giá trên thị trường vốn, hỗ trợ cơ quan quản lý, doanh nghiệp và nhà đầu tư trong quá trình ra quyết định, đồng thời góp phần thúc đẩy sự phát triển minh bạch, hiệu quả và bền vững của TTCK Việt Nam.

5.3. ĐÓNG GÓP CỦA LUẬN ÁN

Trên cơ sở khung lý thuyết, phương pháp nghiên cứu và các kết quả thực nghiệm, luận án có những đóng góp chủ yếu trên các phương diện lý luận, phương pháp nghiên cứu, thực tiễn và học thuật như sau:

(i) Đóng góp về lý luận

Luận án bổ sung bằng chứng thực nghiệm về tính thích hợp của TTKT trong điều kiện của một thị trường mới nổi thông qua việc đánh giá mức độ phản ánh của các chỉ tiêu kế toán chủ yếu (EPS, BVPS và CFOPS) vào giá cổ phiếu tại các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam. Kết quả nghiên cứu khẳng định các chỉ tiêu kế toán truyền thống vẫn có giá trị thông tin đối với quá trình định giá doanh nghiệp, đồng thời chỉ ra sự khác biệt về mức độ đóng góp của từng chỉ tiêu trong việc giải thích biến động giá cổ phiếu.

Điểm mới về mặt lý luận của luận án là tiếp cận tính thích hợp của TTKT như một đặc tính mang tính động và phụ thuộc bối cảnh, thay vì là một đặc tính ổn định và đồng nhất giữa các doanh nghiệp. Thông qua phân tích theo ngành, theo thời gian

và theo các giai đoạn kinh tế, luận án làm rõ rằng mức độ phản ánh của TTKT vào giá cổ phiếu thay đổi theo điều kiện kinh tế và đặc điểm ngành nghề. Kết quả này bổ sung bằng chứng thực nghiệm cho lý thuyết thị trường hiệu quả và lý thuyết tính thích hợp giá trị của TTKT, đồng thời mở rộng khả năng vận dụng các lý thuyết này trong bối cảnh các thị trường mới nổi.

(ii) Đóng góp về phương pháp nghiên cứu

Luận án xây dựng và triển khai cách tiếp cận nghiên cứu hai bước nhằm đánh giá tính thích hợp của TTKT và phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến đặc tính này. Điểm mới của cách tiếp cận là sử dụng hệ số xác định R^2 điều chỉnh của mô hình định giá cổ phiếu theo từng năm và từng ngành làm thước đo tính thích hợp của TTKT, sau đó sử dụng chỉ tiêu này làm biến phụ thuộc trong mô hình hồi quy dữ liệu bảng để xác định các nhân tố ảnh hưởng.

Bên cạnh đó, luận án vận dụng cách tiếp cận phân rã giá trị Shapley để lượng hóa mức độ đóng góp tương đối của từng chỉ tiêu kế toán đối với khả năng giải thích giá cổ phiếu. Cách tiếp cận này không chỉ đánh giá mức độ thích hợp của TTKT mà còn làm rõ cấu trúc thông tin của từng thành phần kế toán, góp phần khắc phục hạn chế của các phương pháp dựa chủ yếu vào hệ số hồi quy trong điều kiện các biến kế toán có sự tương quan với nhau.

(iii) Đóng góp về thực tiễn

Luận án cung cấp bằng chứng thực nghiệm có hệ thống về mức độ thị trường tiếp nhận và phản ánh TTKT vào giá cổ phiếu của các DNPTC niêm yết trên TTCK Việt Nam, đồng thời xác định các nhân tố ảnh hưởng đáng kể đến tính thích hợp của TTKT. Kết quả nghiên cứu cho thấy tính thích hợp của TTKT chịu tác động của nhiều yếu tố thuộc đặc điểm doanh nghiệp, cơ cấu sở hữu, quản trị doanh nghiệp và đặc điểm giao dịch cổ phiếu.

Trên cơ sở các kết quả thực nghiệm, luận án đề xuất hệ thống khuyến nghị gắn trực tiếp với các nhân tố đã được kiểm định nhằm nâng cao tính thích hợp của TTKT, chất lượng công bố thông tin và tính minh bạch của thị trường. Các khuyến nghị này cung cấp cơ sở tham khảo cho doanh nghiệp trong việc nâng cao chất lượng TTKT,

hỗ trợ nhà đầu tư trong quá trình phân tích và định giá doanh nghiệp, đồng thời cung cấp luận cứ thực nghiệm cho cơ quan quản lý trong việc hoàn thiện cơ chế kế toán, công bố thông tin và phát triển TTCK Việt Nam.

(iv) Đóng góp về học thuật

Luận án mở rộng hướng nghiên cứu thực chứng về tính thích hợp của TTKT tại Việt Nam thông qua việc sử dụng bộ dữ liệu dài hạn giai đoạn 2014–2024 với phạm vi bao quát các DNPTC niêm yết trên cả HOSE và HNX. Việc kết hợp phân tích theo ngành, theo thời gian và theo các giai đoạn kinh tế cho phép đánh giá tính thích hợp của TTKT trong nhiều bối cảnh khác nhau, qua đó bổ sung bằng chứng thực nghiệm cho các nghiên cứu về thị trường mới nổi.

Kết quả nghiên cứu không chỉ làm phong phú thêm cơ sở học thuật về tính thích hợp của TTKT tại Việt Nam mà còn tạo nền tảng cho các nghiên cứu tiếp theo về tác động của quá trình áp dụng IFRS, chất lượng công bố thông tin, quản trị doanh nghiệp và phản ứng của thị trường vốn đối với TTKT trong bối cảnh chuyển đổi và hội nhập quốc tế.

5.4. HẠN CHẾ VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO

Bên cạnh các đóng góp về phương diện lý luận, phương pháp và thực tiễn, luận án vẫn tồn tại một số hạn chế nhất định liên quan đến phạm vi dữ liệu, đặc tả mô hình và hệ thống biến nghiên cứu. Những hạn chế này đồng thời mở ra các hướng nghiên cứu tiếp theo nhằm tiếp tục hoàn thiện và mở rộng kết quả đạt được.

Thứ nhất, về phạm vi dữ liệu và đối tượng nghiên cứu, luận án tập trung vào các DNPTC niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2014–2024. Mặc dù đây là nhóm doanh nghiệp có quy mô tương đối lớn và mức độ công bố thông tin cao, bảo đảm chất lượng dữ liệu phục vụ nghiên cứu thực nghiệm, phạm vi này chưa bao quát các doanh nghiệp trên UPCoM hoặc doanh nghiệp chưa niêm yết. Do đó, khả năng khái quát hóa kết quả đối với toàn bộ nền kinh tế còn hạn chế. Các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng phạm vi mẫu hoặc xem xét theo từng nhóm ngành đặc thù nhằm kiểm định tính thích hợp của TTKT trong các bối cảnh khác nhau.

Thứ hai, về đặc tả mô hình nghiên cứu, luận án sử dụng mô hình định giá cổ phiếu theo Ohlson (1995) dựa trên giả định mối quan hệ tuyến tính giữa TTKT và giá cổ phiếu. Tuy nhiên, trong thực tế, mối quan hệ này có thể mang tính phi tuyến và thay đổi theo trạng thái thị trường hoặc điều kiện kinh tế vĩ mô. Vì vậy, các nghiên cứu trong tương lai có thể xem xét mở rộng bằng các mô hình phi tuyến, mô hình ngưỡng hoặc các phương pháp học máy nhằm phản ánh linh hoạt hơn cơ chế phản ứng của thị trường đối với TTKT.

Thứ ba, về hệ thống biến nghiên cứu và bối cảnh phân tích, luận án tập trung vào các chỉ tiêu kế toán truyền thống (EPS, BVPS, CFOPS) và một số nhóm nhân tố thuộc đặc điểm doanh nghiệp, cơ cấu sở hữu, quản trị, kiểm toán và giao dịch cổ phiếu. Cách tiếp cận này giúp làm rõ vai trò của TTKT cơ bản trong định giá doanh nghiệp, nhưng chưa bao quát đầy đủ các khía cạnh mới của chất lượng thông tin trong bối cảnh hiện đại. Theo đó, các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng theo hướng bổ sung các yếu tố như chất lượng lợi nhuận, quản trị lợi nhuận, cũng như các thông tin phi tài chính (ESG, CSR, báo cáo tích hợp). Đồng thời, cần xem xét yếu tố công nghệ trong hệ thống kế toán – tài chính (ERP, BI, AI) và phát triển các nghiên cứu so sánh quốc tế nhằm làm rõ vai trò của yếu tố thể chế và mức độ hội nhập IFRS. Ngoài ra, việc tiếp cận theo hướng tài chính hành vi cũng là một hướng mở quan trọng khi hành vi và tâm lý nhà đầu tư có thể ảnh hưởng đáng kể đến phản ứng của thị trường đối với TTKT.

Các hạn chế nêu trên mang tính khách quan trong khuôn khổ dữ liệu và phương pháp nghiên cứu được lựa chọn, đồng thời tạo cơ sở cho các hướng nghiên cứu tiếp theo theo hướng mở rộng phạm vi, hoàn thiện mô hình và tích hợp các cách tiếp cận đa chiều trong nghiên cứu tính thích hợp của TTKT.

KẾT LUẬN

Luận án tiếp cận một cách có hệ thống vấn đề tính thích hợp của TTKT trong mối quan hệ với giá cổ phiếu của các DNPTC niêm yết tại Việt Nam. Trên cơ sở kết hợp khung lý thuyết về thị trường hiệu quả và lý thuyết giá trị thích hợp của TTKT với phương pháp nghiên cứu thực chứng, luận án đã làm rõ mức độ phản ánh của TTKT vào giá cổ phiếu, đồng thời xác định các nhân tố ảnh hưởng trong bối cảnh TTCK mới nổi.

Kết quả nghiên cứu cho thấy TTKT có vai trò đáng kể trong định giá cổ phiếu, song mức độ thích hợp còn hạn chế và chưa ổn định theo thời gian. Trong đó, EPS có mức độ đóng góp tương đối lớn hơn trong việc giải thích biến động giá cổ phiếu, trong khi BVPS và CFOPS đóng vai trò bổ trợ, phản ánh sự khác biệt trong mức độ phản ứng của thị trường đối với các thành phần TTKT.

Tính thích hợp của TTKT mang tính phụ thuộc bối cảnh, biến động theo ngành, giai đoạn thời gian và điều kiện kinh tế vĩ mô. Đồng thời, tính thích hợp chịu ảnh hưởng bởi các đặc điểm doanh nghiệp và thị trường như quy mô, đòn bẩy tài chính, khả năng sinh lời, sở hữu Nhà nước và tính thanh khoản của cổ phiếu.

Về phương pháp, luận án sử dụng cách tiếp cận hai bước trong đo lường và phân tích tính thích hợp của TTKT, đồng thời áp dụng phân rã dựa trên giá trị Shapley để bổ sung bằng chứng về cấu trúc đóng góp của các thành phần thông tin trong mô hình định giá.

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, luận án đề xuất các hàm ý chính sách theo ba hướng chính: (i) nâng cao khả năng phản ánh giá trị kinh tế của TTKT thông qua tăng cường kiểm chứng giữa lợi nhuận và dòng tiền; (ii) hoàn thiện công bố thông tin theo đặc thù ngành và giai đoạn phát triển; và (iii) nâng cao hiệu quả tiếp nhận và phản ánh thông tin của thị trường vốn.

Tổng thể, luận án cung cấp bằng chứng thực nghiệm về vai trò và giới hạn của TTKT trong định giá cổ phiếu tại Việt Nam, đồng thời góp phần củng cố cách tiếp cận nghiên cứu theo hướng động và phụ thuộc bối cảnh, tạo nền tảng cho các nghiên cứu tiếp theo và quá trình hoàn thiện thể chế kế toán trong bối cảnh hội nhập.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CÓ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN

- [1]. Trần Thị Hằng và Trần Mạnh Dũng (2024) “Tính thích hợp của thông tin kế toán: Bằng chứng thực nghiệm từ thị trường chứng khoán Việt Nam”. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, số 325, trang 42-51, tháng 7/2024.
- [2]. Trần Thị Hằng (2025) “Các đặc điểm riêng của doanh nghiệp và tính thích hợp của thông tin kế toán tại Việt Nam”. *Hội thảo Khoa học Quốc gia về Kế toán – Kiểm toán (VCAA 2025)*, tháng 7/2025, Trường Đại học Nha Trang.
- [3]. Trần Thị Hằng (2025) “Tính thích hợp của thu nhập, giá trị sổ sách và dòng tiền: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam”. *Tạp chí Kinh tế - Luật và Ngân hàng*, số 283, trang 65-76, tháng 10/2025.
- [4]. Trần Thị Hằng, Nguyễn Thị Xuân Hồng và Trần Mạnh Dũng (2025) “Tác động của khả năng sinh lời đến tính thích hợp của thông tin kế toán tại Việt Nam”. *Nghiên cứu Kinh tế - Tài chính Online, Tạp chí Kinh tế - Tài chính*, số 1104, tháng 11/2025.
- [5]. Trần Thị Hằng và Nguyễn Thị Xuân Hồng (2025) “Tác động của tần suất giao dịch cổ phiếu đến tính thích hợp của thông tin kế toán tại Việt Nam”. *Tạp chí Kinh tế - Tài chính*, số 6, trang 227-232, tháng 11/2025.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt

- [1] Bộ Tài chính. (2020a). *Quyết định số 345/QĐ-BTC về việc phê duyệt Đề án áp dụng Chuẩn mực Báo cáo Tài chính Quốc tế tại Việt Nam.*
- [2] Bộ Tài chính. (2020b). *Thông tư 96/2020/TT-BTC hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.*
- [3] Bộ Tài chính. (2025). *Thông tư số 99/2025/TT-BTC hướng dẫn chế độ kế toán doanh nghiệp.*
- [4] Bùi Văn Dương, & Ngô Hoàng Điệp. (2017). Đặc điểm hội đồng quản trị và hành vi quản trị lợi nhuận của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở TP.HCM*, 12(2), 113–126. <https://journalofscience.ou.edu.vn/index.php/econ-vi/article/view/656>
- [5] Chính phủ. (2017). *Nghị định số 71/2017/NĐ-CP ngày 06/6/2017 về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng.*
- [6] FiinGroup. (2024). *Phương pháp phân ngành doanh nghiệp niêm yết theo chuẩn FiinGroup.* <https://docs.fiinpro.com/phuong-phap-luan-1/phan-nganh/phuong-phap-phan-nganh-cua-fiingroup>
- [7] Lê Thị Loan, Lê Thị Điệp, & Phạm Thị Ngọc. (2025). Tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính: Trường hợp các doanh nghiệp thủy sản xuất khẩu Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Hồng Đức*, 72B(2), 43–51. <https://doi.org/10.70117/hdujs.72.02.2025.705>
- [8] Nguyễn Thu Hằng, Nguyễn Thị Như Hào, & Nguyễn Thị Thanh Loan. (2023). Giao dịch của nhà đầu tư tổ chức và tính thông tin của giá cổ phiếu: Bằng chứng thực nghiệm từ thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 34(6), 55–72. <https://doi.org/10.24311/jabes/2023.34.6.8>
- [9] Phạm Quốc Thuận. (2018). Tác động của các nhân tố bên trong doanh nghiệp đến chất lượng thông tin báo cáo tài chính trong các doanh nghiệp tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Khoa học và Công nghệ: Chuyên san Kinh tế-Luật và Quản lý*, 2(1), 66–76.
- [10] Quốc hội. (2015). *Luật Kế toán số 88/2015/QH13 ngày 20/11/2015.*

- [11] Thủ tướng Chính phủ. (2020). *Quyết định số 37/2020/QĐ-TTg về việc thành lập Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam*.
- [12] Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. (2022). *Báo cáo thường niên năm 2022*.
- [13] VnExpress. (2025). *Chứng khoán Việt Nam được nâng hạng*. VnExpress. <https://vnexpress.net/chung-khoan-viet-nam-duoc-nang-hang-5059738.html>
- [14] Vũ Thị Bích Hà, & Đặng Ngọc Hùng. (2022). Ảnh hưởng tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính và giá trị doanh nghiệp: Nghiên cứu tại Việt Nam. *Tạp chí Khoa học & Công nghệ*, 58(4), 159–165.

Tiếng Anh

- [15] Abdollahi, A., Rezaei Pitenoei, Y., & Safari Gerayli, M. (2020). Auditor's report, auditor's size and value relevance of accounting information. *Journal of Applied Accounting Research*, 21(4), 721–739. <https://doi.org/10.1108/JAAR-11-2019-0153>
- [16] Aburishah, K. E., Dahiyat, A. A., Owais, W. O., Al Shanti, A. M., & AlQudah, L. A. (2022). The effect of ownership structure and board structure on accounting conservatism throughout financial reporting: Evidence from Jordanian industrial corporations. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2112819. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2112819>
- [17] Afify, H. (2009). Determinants of audit report lag: does implementing corporate governance have any impact? Empirical evidence from Egypt. *Journal of Applied Accounting Research*, 10(1), 56–86. <https://doi.org/10.1108/09675420910963397>
- [18] Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- [19] Al-Gamrh, B., Al-Dhamari, R., Jalan, A., & Afshar Jahanshahi, A. (2020). The impact of board independence and foreign ownership on financial and social performance of firms: evidence from the UAE. *Journal of Applied Accounting Research*, 21(2), 201–229. <https://doi.org/10.1108/JAAR-09-2018-0147>
- [20] Al Farooque, O., Van Zijl, T., Dunstan, K., & Karim, A. W. (2007). Corporate governance in Bangladesh: link between ownership and financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1453–1468. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00657.x>

- [21] Alabdulkarim, N., Kalyanaraman, L., & Alhussayen, H. (2024). The impact of firm size on the relationship between leverage and firm performance: evidence from Saudi Arabia. *Humanities and Social Sciences Communications*, 11(1), 4211. <https://doi.org/10.1057/s41599-024-04211-x>
- [22] Alfaraih, M. M., & Alanezi, F. S. (2011). Does voluntary disclosure level affect the value relevance of accounting information? *Accounting & Taxation*, 3(2), 65–84.
- [23] Ali, A. (1994). The incremental information content of earnings, working capital from operations, and cash flows. *Journal of Accounting Research*, 32(1), 61–74. <https://doi.org/10.2307/2491387>
- [24] Ali, A., & Hwang, L.-S. (2000). Country-specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 1–21. <https://doi.org/10.2307/2672920>
- [25] Ali, I. (2023). COVID-19, firm performance, and the value relevance of earnings. *The Economics and Finance Letters*, 10(1), 69–77. <https://doi.org/10.18488/29.v10i1.3295>
- [26] Alsharairi, M. (2012). Does high leverage impact earnings management? Evidence from non-cash mergers and acquisitions. *Journal of Financial and Economic Practice*, 12(1), 17–33.
- [27] Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223–249. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90065-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90065-6)
- [28] Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315–342. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.01.004>
- [29] Ashton, R. H., Willingham, J. J., & Elliott, R. K. (1987). An empirical analysis of audit delay. *Journal of Accounting Research*, 25(2), 275–292. <https://doi.org/10.2307/2491018>
- [30] Backhaus, K., Erichson, B., Gensler, S., Weiber, R., & Weiber, T. (2021). *Multivariate analysis* (Vol. 10). Springer.
- [31] Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–178. <https://doi.org/10.2307/2490232>

- [32] Bao, Y. (2004). *The value relevance of accounting information: Evidence from Asian stock markets* (Doctoral dissertation, Kent State University).
- [33] Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (1998). Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting and Economics*, 25(1), 1–34. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00017-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00017-2)
- [34] Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 77–104. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- [35] Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467–498. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x>
- [36] Barth, M. E., Li, K., & McClure, C. G. (2023). Evolution in value relevance of accounting information. *The Accounting Review*, 98(1), 1–28. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0521>
- [37] Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6(Supplement), 67–92. <https://doi.org/10.2307/2490070>
- [38] Beaver, W. H. (2002). Perspectives on recent capital market research. *The Accounting Review*, 77(2), 453–474. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.2.453>
- [39] Beest, F. V., Braam, G., & Boelens, S. (2009). *Quality of financial reporting: measuring qualitative characteristics* (Working Paper No. 09-108). Nijmegen School of Management, Radboud University. <http://hdl.handle.net/2066/74896>
- [40] Belesis, N. D., Kampouris, C. G., & Karagiorgos, A. T. (2022). The effect of COVID-19 on the value relevance of European firms' financial statements. *International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting*, 14(1), 91–99. <https://doi.org/10.33094/ijaefa.v14i1.661>
- [41] Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2–3), 112–131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>

- [42] Brennan, M. J., & Subrahmanyam, A. (1996). Market microstructure and asset pricing: On the compensation for illiquidity in stock returns. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 441–464. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00870-K](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00870-K)
- [43] Brick, I. E., & Chidambaran, N. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 533–553. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.06.003>
- [44] Brown, S., Lo, K., & Lys, T. (1999). Use of R² in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 83–115. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00023-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00023-3)
- [45] Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 237–333. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- [46] Carnegie, G., Parker, L., & Tsahuridu, E. (2021). It's 2020: What is accounting today? *Australian Accounting Review*, 31(1), 65–73. <https://doi.org/10.1111/auar.12325>
- [47] Chae, S.-J., & Moon, B. (2025). Value relevance of accounting information in the New Normal era: Effects of the COVID-19 pandemic. *Investment Management & Financial Innovations*, 22(3), 358–366. [https://doi.org/10.21511/imfi.22\(3\).2025.27](https://doi.org/10.21511/imfi.22(3).2025.27)
- [48] Chalmers, K., Clinch, G., & Godfrey, J. M. (2011). Changes in value relevance of accounting information upon IFRS adoption: Evidence from Australia. *Australian Journal of Management*, 36(2), 151–173. <https://doi.org/10.1177/0312896211404571>
- [49] Charitou, A., Clubb, C., & Andreou, A. (2001). The effect of earnings permanence, growth, and firm size on the usefulness of cash flows and earnings in explaining security returns: Empirical evidence for the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(5–6), 563–594. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00385>
- [50] Chehade, S., & Procházka, D. (2024). Value relevance of accounting information in an emerging market: the case of IFRS adoption by non-financial listed firms in Saudi Arabia. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 14(1), 220–246. <https://doi.org/10.1108/JAEE-06-2022-0165>

- [51] Chen, C. J., Chen, S., & Su, X. (2001). Is accounting information value-relevant in the emerging Chinese stock market? *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(1), 1–22. [https://doi.org/10.1016/S1061-9518\(01\)00033-7](https://doi.org/10.1016/S1061-9518(01)00033-7)
- [52] Chen, G., Firth, M., & Xu, L. (2009). Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 171–181. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.023>
- [53] Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2001). Market liquidity and trading activity. *The Journal of Finance*, 56(2), 501–530. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00335>
- [54] Chukwu, G. J., Damiebi, I., & Okoye, E. I. (2019). Firm-specific attributes and the value relevance of accounting information in Nigeria. *International Journal of Business and Management*, 14(10), 12–20. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v14n10p12>
- [55] Ciftci, M., Darrough, M., & Mashruwala, R. (2014). Value relevance of accounting information for intangible-intensive industries and the impact of scale: The US evidence. *European Accounting Review*, 23(2), 199–226. <https://doi.org/10.1080/09638180.2013.815124>
- [56] Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- [57] Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329–356. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>
- [58] Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39–67. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)
- [59] Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. V. (2019). Study the impact of growth, firm size, capital structure, and profitability on enterprise value: Evidence of enterprises in Vietnam. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 144–160. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22371>

- [60] Dao, V. H., Nguyen, T. M. H., & Vu, T. D. (2021). The impact of COVID-19 on stock market returns in Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(9), 441. <https://doi.org/10.3390/jrfm14090441>
- [61] DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 183–199. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(81\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(81)90002-1)
- [62] Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- [63] Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). *Earnings quality*. CFA Institute.
- [64] DeFond, M., & Zhang, J. (2014). A review of archival auditing research. *Journal of Accounting and Economics*, 58(2–3), 275–326. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.09.002>
- [65] Dontoh, A., Radhakrishnan, S., & Ronen, J. (2004). The declining value-relevance of accounting information and non-information-based trading: An empirical analysis. *Contemporary Accounting Research*, 21(4), 795–812. <https://doi.org/10.1506/J6P4-2UYP-HFXY-RBT1>
- [66] Drukker, D. M. (2003). Testing for serial correlation in linear panel-data models. *The Stata Journal*, 3(2), 168–177. <https://doi.org/10.1177/1536867X030030020>
- [67] Duong, T. N. (2023). Impact of the quality of financial reporting information on the securities liquidity of listed companies on the stock market in Vietnam. *Economics, Finance and Management Review*, 16(4), 40–50. <https://doi.org/10.36690/2674-5208-2023-4-40-50>
- [68] Easton, P. D., & Harris, T. S. (1991). Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of Accounting Research*, 29(1), 19–36. <https://doi.org/10.2307/2491026>
- [69] Easton, P. D., & Sommers, G. A. (2003). Scale and the scale effect in market-based accounting research. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(1–2), 25–56. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00482>

- [70] Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35–54. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00003-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00003-8)
- [71] Faccio, M. (2002). *Politically-connected firms: Can they squeeze the State?* (Working paper). SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.305099>
- [72] Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- [73] Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327–349. <https://doi.org/10.1086/467038>
- [74] Fan, J. P., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 401–425. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00047-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00047-2)
- [75] Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 150–169. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.08.007>
- [76] Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319–352. <https://doi.org/10.2307/2491412>
- [77] Francis, J. R. (2004). What do we know about audit quality? *The British Accounting Review*, 36(4), 345–368. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2004.09.003>
- [78] Ghosh, A., Gu, Z., & Jain, P. C. (2005). Sustained earnings and revenue growth, earnings quality, and earnings response coefficients. *Review of Accounting Studies*, 10(1), 33–57.
- [79] Giannetti, M., Liao, G., & Yu, X. (2015). The brain gain of corporate boards: Evidence from China. *The Journal of Finance*, 70(4), 1629–1682. <https://doi.org/10.1111/jofi.12198>
- [80] Gjerde, Ø., Knivsflå, K., & Sættem, F. (2011). The value relevance of financial reporting in Norway 1965–2004. *Scandinavian Journal of Management*, 27(1), 113–128. <https://doi.org/10.1016/j.scaman.2010.08.001>
- [81] Greene, W. H. (2018). *Econometric analysis/Limdep users manual*. Retrieved on July, 15, 2022.

- [82] Grömping, U. (2007). Estimators of relative importance in linear regression based on variance decomposition. *The American Statistician*, 61(2), 139–147. <https://doi.org/10.1198/000313007X188252>
- [83] Grömping, U. (2015). Variable importance in regression models. *Wiley interdisciplinary reviews: Computational statistics*, 7(2), 137–152.
- [84] Habib, A. (2008). The role of accruals and cash flows in explaining security returns: Evidence from New Zealand. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 17(1), 51–66. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2008.01.003>
- [85] Habib, A., & Azim, I. (2008). Corporate governance and the value-relevance of accounting information: Evidence from Australia. *Accounting Research Journal*, 21(2), 167–194. <https://doi.org/10.1108/10309610810905944>
- [86] Habib, A., & Weil, S. (2008). The impact of regulatory reform on the value-relevance of accounting information: Evidence from the 1993 regulatory reforms in New Zealand. *Advances in Accounting*, 24(2), 227–236. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2008.08.010>
- [87] Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2005). The impact of culture and governance on corporate social reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(5), 391–430. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2005.06.001>
- [88] Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- [89] Hoang, T. M. K., & Nguyen, V. K. (2018). Audit quality, firm characteristics and real earnings management: The case of listed Vietnamese firms. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(4), 243–249.
- [90] Hoang, T. T. T., & Nguyen, H. C. (2024). Insights into voluntary disclosure quality and determinants: Evidence from Vietnamese listed companies during COVID-19. *Reporting and Accountability Review*, 1(2), 8–16. <https://doi.org/10.22495/rarv1i2p1>
- [91] Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of*

- Accounting and Economics*, 31(1–3), 3–75. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00029-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00029-5)
- [92] Hossain, M. A., & Oon, E. Y. N. (2022). Board leadership, board meeting frequency and firm performance in two-tier boards. *Managerial and Decision Economics*, 43(3), 862–879. <https://doi.org/10.1002/mde.3423>
- [93] Huettner, F., & Sunder, M. (2012). Axiomatic arguments for decomposing goodness of fit according to Shapley and Owen values. *Electronic Journal of Statistics*, 6, 1239–1250. <https://doi.org/10.1214/12-EJS710>
- [94] International Accounting Standards Board (IASB). (2018). *Conceptual framework for financial reporting*. IFRS Foundation. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/conceptual-framework/>
- [95] Jenkins, D. G., & Quintana-Ascencio, P. F. (2020). A solution to minimum sample size for regressions. *PloS One*, 15(2), 1–15. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0229345>
- [96] Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- [97] 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- [98] Jonas, G. J., & Blanchet, J. (2000). Assessing quality of financial reporting. *Accounting Horizons*, 14(3), 353–363. <https://doi.org/10.2308/acch.2000.14.3.353>
- [99] Khaldi, H., & Hamamaé, F. (2024). Value relevance of accounting information in uncertain economic policy context: Evidence from Tunisia. *Accounting and Management Information Systems*, 23(3), 570–595. <https://doi.org/10.24818/jamis.2024.03006>
- [100] Khanagha, J. B., Mohamad, S., Hassan, T., & Sori, Z. M. (2011). The impact of reforms on the value relevance of accounting information: Evidence from Iran. *African Journal of Business Management*, 5(1), 96–107.
- [101] Kim, J.-B., Kim, J., & Lee, J. J. (2025). Earnings versus cash flows in equity valuation: Evidence from the COVID-19 crisis. *Advances in Accounting*, 69, 100837. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2025.100837>

- [102] Kim, J.-C., Su, Q., & Elliott, T. (2024). Political regimes, stock liquidity, and information asymmetry in a global context. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(8), 1–16. <https://doi.org/10.3390/jrfm17080342>
- [103] Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1991). Trading volume and price reactions to public announcements. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 302–321. <https://doi.org/10.2307/2491051>
- [104] Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1994). Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1–2), 41–67.
- [105] Kothari, S., Ramanna, K., & Skinner, D. J. (2010). Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 246–286. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.003>
- [106] Krismiaji, K., & Surifah, S. (2020). Corporate governance, compliance level of IFRS disclosure and value relevance of accounting information – Indonesian evidence. *Journal of International Studies*, 13(2), 191–211. <https://doi.org/10.14254/20718330.2020/13-2/14>
- [107] Kwon, G.-J. (2009). The value relevance of book values, earnings and cash flows: Evidence from Korea. *International Journal of Business and Management*, 4(10), 28–42. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v4n10p28>
- [108] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- [109] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147–1170. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>
- [110] Lai, T. T. T., Tran, M. D., Hoang, V. T., & Nguyen, T. H. L. (2020). Determinants influencing audit delay: The case of Vietnam. *Accounting*, 6(5), 851–858. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.5.009>
- [111] Le, T. M. H., Ting, I. W. K., Kweh, Q. L., & Hoanh, L. T. H. (2018). Board meeting frequency and financial performance: A case of listed firms in Vietnam. *International Journal of Business and Society*, 19(2), 464–472.

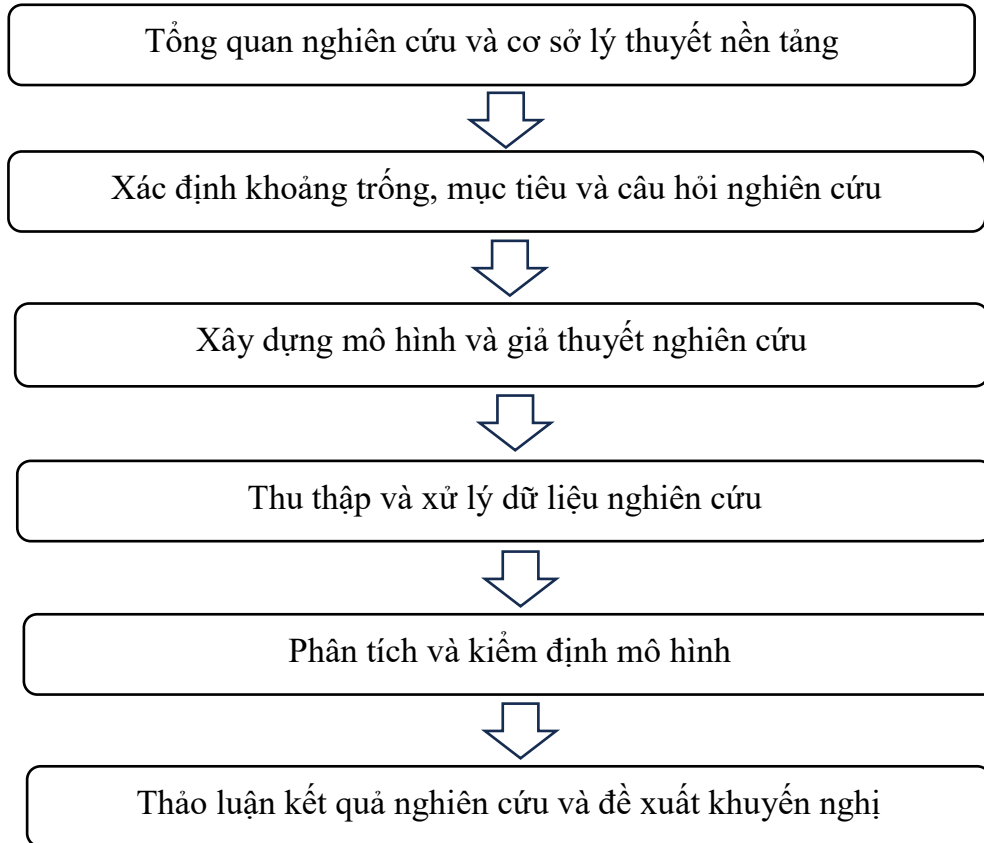
- [112] Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in International Business and Finance*, 42, 710–726. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.012>
- [113] Leeb, H. (2008). Evaluation and selection of models for out-of-sample prediction when the sample size is small relative to the complexity of the data-generating process. *Bernoulli*, 14(3), 661–690. <https://doi.org/10.3150/08-BEJ127>
- [114] Lev, B. (1989). On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research. *Journal of Accounting Research*, 27, 153–192. <https://doi.org/10.2307/2491070>
- [115] Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 353–385.
- [116] Lipovetsky, S., & Conklin, M. (2001). Analysis of regression in game theory approach. *Applied Stochastic Models in Business and Industry*, 17(4), 319–330. <https://doi.org/10.1002/asmb.446>
- [117] Megginson, W. L., & Netter, J. M. (2001). From state to market: A survey of empirical studies on privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321–389. <https://doi.org/10.1257/jel.39.2.321>
- [118] Mirza, A., Malek, M., & Abdul-Hamid, M. A. (2019). Value relevance of financial reporting: Evidence from Malaysia. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1651623. <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1651623>
- [119] Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 64(2), 215–241. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00076-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00076-4)
- [120] Mostafa, W. (2016). The value relevance of earnings, cash flows and book values in Egypt. *Management Research Review*, 39(12), 1752–1778. <https://doi.org/10.1108/MRR-02-2016-0031>
- [121] Nguyen, H. A., & Dang, T. T. G. (2023). Accounting reform and value relevance of financial reporting from non-financial listed firms on the Vietnam stock market. *Cogent Business & Management*, 10(2), 2220193. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2220193>

- [122] Nguyen, H. A., Le, Q. L., & Vu, T. K. A. (2021). Ownership structure and earnings management: Empirical evidence from Vietnam. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1908006. <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1908006>
- [123] Nguyen, L. S., Duy, D. D., Tran, T. T. H., & Nguyen, D. H. (2024). The impact of environmental accounting information disclosure on financial risk: The case of listed companies in the Vietnam stock market. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(2), 1–27. <https://doi.org/10.3390/jrfm17020062>
- [124] Nguyen, M. H., & Vo, T. Q. (2022). Residual state ownership and firm performance: A case of Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(6), 1–28. <https://doi.org/10.3390/jrfm15060259>
- [125] Nguyen, N. P. L. (2023). Corporate governance, firm characteristics and financial statements quality: Evidence from Vietnamese listed firms. *International Journal of Business and Management Research*, 11(1), 40–44. <https://doi.org/10.37391/IJBMR.110105>
- [126] Nguyen, V. D. (2010). *Value-relevance of financial statement information: A flexible application of modern theories to the Vietnamese stock market*. (DEPOCEN Working Paper No. 2010/02). Development and Policies Research Center (DEPOCEN).
- [127] Ntim, C. G., & Osei, K. A. (2011). The impact of corporate board meetings on corporate performance in South Africa. *African Review of Economics and Finance*, 2(2), 83–103.
- [128] O'Brien, R. M. (2007). A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors. *Quality & Quantity*, 41(5), 673–690. <https://doi.org/10.1007/s11135-006-9018-6>
- [129] Obaidat, A. N. (2007). Accounting information qualitative characteristics gap: Evidence from Jordan. *International Management Review*, 3(2), 26–32.
- [130] Ofor, N. (2022). Value relevance of accounting information in pre-post COVID-19 pandemic. *Journal of Accounting and Financial Management*, 8(7), 235–251. <https://doi.org/10.56201/jafm.v8.no7.2022.pg235.251>
- [131] Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>

- [132] Omokhudu, O. O., & Ibadin, P. O. (2015). The value relevance of accounting information: Evidence from Nigeria. *Accounting and Finance Research*, 4(3), 1–20. <https://doi.org/10.5430/afr.v4n3p20>
- [133] Owusu-Ansah, S. (2000). Timeliness of corporate financial reporting in emerging capital markets: Empirical evidence from the Zimbabwe Stock Exchange. *Accounting and Business Research*, 30(3), 241–254. <https://doi.org/10.1080/00014788.2000.9728939>
- [134] Perotti, P., & Wagenhofer, A. (2014). Earnings quality measures and excess returns. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(5–6), 545–571. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12071>
- [135] Pham, M. H., & Nguyen, D. Q. (2021). Earnings quality measurements and determinants: The case of listed firms in Vietnam. *Journal of International Economics and Management*, 21(3), 22–46. <https://doi.org/10.38203/jiem.021.3.0034>
- [136] Podsakoff, P. M., MacKenzie, S. B., Lee, J.-Y., & Podsakoff, N. P. (2003). Common method biases in behavioral research: A critical review of the literature and recommended remedies. *Journal of Applied Psychology*, 88(5), 879–903. <https://doi.org/10.1037/0021-9010.88.5.879>
- [137] Pyo, G. (2022). Insider trading, stock volatility, and market liquidity in the Korean capital market. *Studies in Business and Economics*, 17(3), 175–189. <https://doi.org/10.2478/sbe-2022-0054>
- [138] Ragab, A. A., & Omran, M. M. (2006). Accounting information, value relevance, and investors' behavior in the Egyptian equity market. *Review of Accounting and Finance*, 5(3), 279–297. <https://doi.org/10.1108/14757700610686444>
- [139] Rahman, J. M., & Liu, R. (2021). Value relevance of accounting information and stock price reaction: Empirical evidence from China. *Accounting and Management Information Systems*, 20(1), 5–27. <https://doi.org/10.24818/jamis.2021.01001>
- [140] Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- [141] Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting Horizons*, 17(2), 97–110. <https://doi.org/10.2308/acch.2003.17.s-1.97>

- [142] Shamki, D. (2012). Impact of non accounting information on the value relevance of accounting information: The case of Jordan. *International Journal of Business and Social Research*, 2(1), 9–24. <https://doi.org/10.18533/ijbsr.v2i1.202>
- [143] Shamki, D. (2013). The influence of economic factors on the value relevance of accounting information in Jordan. *International Journal of Business and Management*, 8(6), 89–104. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v8n6p89>
- [144] Shamki, D., & Bamahros, H. M. (2016). Industry type and accounting numbers relevance the case of Jordan. *Asian Journal of Social Sciences and Management Studies*, 3(3), 191–197. <https://doi.org/10.20448/journal.500/2016.3.3/500.3.191.197>
- [145] Shapley, L. S. (1953). *A value for n-person games*. Princeton University Press.
- [146] Simunic, D. A. (1980). The pricing of audit services: Theory and evidence. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 161–190. <https://doi.org/10.2307/2490397>
- [147] Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289–315.
- [148] Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 281–306. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- [149] State Securities Commission (SSC). 2025. *SSC held preliminary review meeting on the direction and operation works in the first 6 months of 2025 and deployed tasks for the last 6 months of the year*.
- [150] Stiglitz, J. E. (1975). Incentives, risk, and information: Notes towards a theory of hierarchy. *The Bell Journal of Economics*, 6(2), 552–579.
- [151] Taufiq, M., Sumiyarti, & Sihombing, P. (2025). The effect of company size, leverage, profitability, and company growth on company value. *International Journal of Economics, Accounting and Management*, 2(2), 174–183. <https://doi.org/10.60076/ijeam.v2i2.1289>
- [152] Tran, Q. T., Nguyen, T. P., & Tran, K. L. (2023). The value relevance of earnings and book value at Vietnamese listed enterprises. *Investment Management & Financial Innovations*, 20(2), 182–192. [https://doi.org/10.21511/imfi.20\(2\).2023.16](https://doi.org/10.21511/imfi.20(2).2023.16)

- [153] Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113–142. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00018-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00018-5)
- [154] Vafeas, N., & Vlittis, A. (2023). Earnings quality and board meeting frequency. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 62(3), 1037–1067. <https://doi.org/10.1007/s11156-023-01230-8>
- [155] Vo, X. V., & Chu, T. K. H. (2019). Do foreign shareholders improve corporate earnings quality in emerging markets? Evidence from Vietnam. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 169894. <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1698940>
- [156] Wang, K., Sewon, O., & Claiborne, M. C. (2008). Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 17(1), 14–30. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2008.01.001>
- [157] Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge, MA: MIT Press.
- [158] World Bank. (2023). *Vietnam macro monitoring, August 2023*. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/40406>
- [159] Xu, L., Xue, M., Zhang, X., & Zhao, Y. (2023). Heterogeneously informed trading and the stock market efficiency during the Covid-19 pandemic. *International Review of Financial Analysis*, 87, 102608. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102608>
- [160] Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)

PHỤ LỤC**Phụ lục 1.1: Quy trình nghiên cứu**

Nguồn: Tác giả tổng hợp và thiết kế

Phụ lục 2.1: Vai trò của các lý thuyết nền tảng trong đánh giá tính thích hợp của TTKT trên BCTC

Lý thuyết	Đối tượng vận dụng trong nghiên cứu	Vai trò trong nghiên cứu
Lý thuyết thị trường hiệu quả	Tính thích hợp của TTKT (biến phụ thuộc)	<ul style="list-style-type: none"> - Giải thích cơ chế mà TTKT được công bố trên BCTC được phản ánh vào giá cổ phiếu thông qua hoạt động giao dịch của nhà đầu tư trên TTCK. - Cung cấp cơ sở lý luận cho giả định rằng giá cổ phiếu phản ánh các thông tin công khai, từ đó cho phép sử dụng giá cổ phiếu để đánh giá giá trị thông tin của TTKT. - Là nền tảng lý luận cho cách tiếp cận thực chứng trong nghiên cứu tính thích hợp của TTKT.
Lý thuyết tính thích hợp giá trị của TTKT	Tính thích hợp của TTKT (biến phụ thuộc)	<ul style="list-style-type: none"> - Cung cấp khung thực chứng để đánh giá mức độ TTKT được phản ánh vào giá cổ phiếu. - Là cơ sở lựa chọn mô hình định giá cổ phiếu của Ohlson (1995) nhằm đo lường tính thích hợp của TTKT. - Là nền tảng cho việc sử dụng hệ số xác định R^2 điều chỉnh của mô hình định giá cổ phiếu theo từng ngành và từng năm làm đại diện cho tính thích hợp của TTKT trong luận án.

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các tài liệu nghiên cứu

Phụ lục 2.2: Vai trò của các lý thuyết nền tảng trong giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC

Lý thuyết	Biến nghiên cứu	Vai trò trong nghiên cứu
Lý thuyết thông tin bất cân xứng	Đặc điểm kinh tế – tài chính (quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, tốc độ tăng trưởng, khả năng sinh lời)	<ul style="list-style-type: none"> – Giải thích vai trò của các đặc điểm kinh tế – tài chính trong việc chi phối mức độ công bố, minh bạch và độ tin cậy của TTKT. – Làm rõ cách thức thông qua đó các đặc điểm này ảnh hưởng đến mức độ thông tin được thị trường sử dụng trong quá trình định giá.
	Đặc điểm kiểm toán (chất lượng và thời gian kiểm toán)	<ul style="list-style-type: none"> – Giải thích vai trò của kiểm toán như một cơ chế giám sát và xác nhận độc lập, qua đó góp phần thu hẹp khoảng cách thông tin giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư. – Làm rõ tác động của kiểm toán đến mức độ tin cậy và khả năng TTKT được thị trường tiếp nhận.
	Đặc điểm giao dịch cổ phiếu (tính thanh khoản và tần suất giao dịch cổ phiếu)	<ul style="list-style-type: none"> – Giải thích vai trò của cơ chế thị trường trong việc tiếp nhận và phản ánh thông tin vào giá cổ phiếu. – Làm rõ cách thức điều kiện giao dịch ảnh hưởng đến mức độ mà TTKT được phản ánh trong giá thị trường.
Lý thuyết đại diện	Cơ cấu sở hữu (sở hữu Nhà nước và sở hữu nước ngoài)	<ul style="list-style-type: none"> – Giải thích tác động của cơ cấu sở hữu đến cường độ giám sát ban điều hành và động cơ công bố thông tin.

Lý thuyết	Biến nghiên cứu	Vai trò trong nghiên cứu
		<ul style="list-style-type: none"> – Làm rõ ảnh hưởng của cơ cấu sở hữu đến mức độ TTKT phản ánh thông tin kinh tế của doanh nghiệp.
	Đặc điểm HĐQT (quy mô và tần suất họp HĐQT)	<ul style="list-style-type: none"> – Giải thích vai trò của HĐQT trong việc giảm chi phí đại diện và hạn chế hành vi quản trị cơ hội. – Làm rõ tác động của cơ chế quản trị đến mức độ hữu ích và tính thích hợp của TTKT.

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước

Phụ lục 2.3: Nghiên cứu tiêu biểu về tính thích hợp của TTKT trên BCTC

Nguồn	Thị trường & Giai đoạn	Biến kế toán	Kết quả chính
Ball & Brown (1968)	Mỹ, 1954–1966	EPS	EPS có tương quan dương và ý nghĩa thống kê với giá cổ phiếu, phản ánh thị trường phản ứng quanh công bố lợi nhuận → đặt nền tảng cho nghiên cứu tính thích hợp.
Lev (1989)	Mỹ, 1980 – 1984	EPS, BVPS, CFOPS	Tính thích hợp phân hóa theo ngành: EPS giảm khả năng giải thích trong ngành thâm dụng tài sản vô hình; BVPS và CFOPS ổn định hơn.
Ohlson (1995)	Mỹ (mô hình tổng quát)	EPS, BVPS	Mô hình định giá kết hợp EPS và BVPS giúp tăng khả năng giải thích giá cổ phiếu hơn các mô hình chỉ dùng một biến; EPS phản ánh kết quả hoạt động, BVPS phản ánh giá trị tích lũy.
Collins và cộng sự (1997)	Mỹ, 1953–1993	EPS, BVPS	EPS và BVPS đều giải thích biến động giá cổ phiếu đáng kể; mô hình EPS + BVPS cho R^2 điều chỉnh $\sim 0,54$, thể hiện tính bổ trợ lẫn nhau.
Brown và cộng sự (1999)	Mỹ, 1958–1996	EPS, BVPS	Xu hướng giảm tính thích hợp của EPS theo thời gian, phản ánh vai trò gia tăng của thông tin phi kế toán; BVPS giữ vai trò ổn định hơn → minh họa thay đổi theo thời gian.

Nguồn	Thị trường & Giai đoạn	Biến kế toán	Kết quả chính
Charitou và cộng sự (2001)	Anh, 1985–1993	EPS, BVPS, CFOPS	CFOPS bổ sung thông tin quan trọng khi lợi nhuận kế toán bị điều chỉnh, giúp cải thiện khả năng giải thích biến động giá cổ phiếu.
Shamki & Bamahros (2016)	Jordan, 2009–2014	EPS, BVPS, CFOPS	EPS ít phản ánh giá cổ phiếu trong các ngành biến động kinh tế cao; BVPS và CFOPS duy trì vai trò giải thích ổn định → bằng chứng theo ngành khác thị trường phát triển.
Belesis và cộng sự (2022)	Châu Âu, 2019–2021	EPS, BVPS, CFOPS	Trong giai đoạn COVID-19, EPS giảm rõ rệt tính thích hợp, trong khi BVPS và CFOPS duy trì mức giải thích tương đối ổn định → ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế tới tính thích hợp.
Ali (2023)	Mỹ, 2020–2021	EPS, BVPS, CFOPS	Đại dịch làm suy yếu tính thích hợp của EPS; BVPS và CFOPS duy trì tốt hơn → phản ánh giai đoạn kinh tế bất định.
Nguyen & Dang (2023)	Việt Nam, 2010–2020	EPS, BVPS	EPS giải thích tốt hơn trong ngành ổn định; BVPS nổi bật trong ngành thâm dụng vốn; cung cấp bằng chứng Việt Nam về phân hóa theo ngành.

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu trước

Phụ lục 2.4: Nghiên cứu tiêu biểu về các nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC

Nhóm nhân tố	Nhân tố	Mô tả/Định nghĩa	Tác động kỳ vọng	Nguồn
1. Đặc điểm kinh tế – tài chính	Quy mô doanh nghiệp	Tổng tài sản hoặc doanh thu; doanh nghiệp lớn hơn thường công bố thông tin ổn định và minh bạch hơn	Dương (+)	Ball & Brown (1968); Beaver (1968); Collins và cộng sự (1997); Dang và cộng sự (2019)
	Đòn bẩy tài chính	Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản; phản ánh rủi ro tài chính và áp lực giám sát	Có thể dương (+) hoặc âm (-) tùy bối cảnh	Ross (1977); Collins và cộng sự (1997); Alsharairi (2012); Dang và cộng sự (2019)
	Tốc độ tăng trưởng	Tốc độ tăng trưởng doanh thu hoặc tài sản; phản ánh kỳ vọng tương lai	Có thể dương (+) hoặc âm (-) tùy trường hợp	Sloan (1996); Dechow & Schrand (2004); Biddle và cộng sự (2009); Pham & Nguyen (2021)
	Khả năng sinh lời	ROA, ROE, lợi nhuận ròng; thể hiện hiệu quả hoạt động và khả năng giải trình	Dương (+)	Ball & Brown (1968); Easton & Harris (1991); Dang và cộng sự (2019)

Nhóm nhân tố	Nhân tố	Mô tả/Định nghĩa	Tác động kỳ vọng	Nguồn
2. Cơ cấu sở hữu	Sở hữu Nhà nước	% cổ phần thuộc sở hữu Nhà nước	Thường âm (-) do thông tin bị chính trị hóa hoặc mục tiêu phi lợi nhuận	La Porta và cộng sự (1999); Faccio (2002); Wang và cộng sự (2008); Nguyen và cộng sự (2021).
	Sở hữu nước ngoài	% cổ phần do nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ	Dương (+)	Mitton (2002); Al Farooque và cộng sự (2007); Vo & Chu (2019).
3. Đặc điểm HĐQT	Quy mô HĐQT	Số thành viên HĐQT	Dương (+) nếu quy mô hợp lý; Có thể âm (-) nếu quy mô quá lớn	Jensen (1993); Yermack (1996); Anderson và cộng sự (2004); Bùi Văn Dương & Ngô Hoàng Điệp (2017).
	Tần suất họp HĐQT	Số cuộc họp HĐQT trong một năm	Dương (+)	Vafeas (1999), Brick & Chidambaran (2010)
4. Đặc điểm kiểm toán	Chất lượng kiểm toán	Kiểm toán bởi Big4 hoặc đơn vị uy tín	Dương (+)	DeAngelo (1981); Francis (2004); DeFond & Zhang (2014); Hoang & Nguyen (2018).

Nhóm nhân tố	Nhân tố	Mô tả/Định nghĩa	Tác động kỳ vọng	Nguồn
	Thời gian kiểm toán	Số ngày từ ngày kết thúc năm tài chính đến ngày công bố BCTC	Âm (-)	Owusu-Ansah (2000); Afify (2009); Lai và cộng sự (2020).
5. Đặc điểm giao dịch cổ phiếu	Tính thanh khoản cổ phiếu	Khối lượng giao dịch trung bình/ngày; khả năng chuyển đổi nhanh mà không làm biến động giá	Dương (+)	Amihud & Mendelson (1986); Brennan & Subrahmanyam (1996); Holthausen & Watts (2001); Duong (2023).
	Tần suất giao dịch cổ phiếu	Số ngày giao dịch trên thị trường trong năm; giao dịch trung bình	Dương (+)	Kim & Verrecchia (1991); Chordia và cộng sự (2001); Pyo (2022); Tran và cộng sự (2023)

Ghi chú: Tác động kỳ vọng là định hướng lý thuyết hoặc kết quả phổ biến: Dương (+), Âm (-).

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu trước

Phụ lục 3.1: Hệ thống giả thuyết nghiên cứu và kỳ vọng

Nhóm	Giả thuyết	Nội dung giả thuyết	Kỳ vọng
Đặc điểm kinh tế – tài chính	H1	Quy mô doanh nghiệp có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC	(+)
	H2	Đòn bẩy tài chính có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC	(+)
	H3	Tốc độ tăng trưởng có tác động tiêu cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC	(-)
	H4	Khả năng sinh lời có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC	(+)
Cơ cấu sở hữu	H5	Sở hữu Nhà nước có tác động tiêu cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC	(-)
	H6	Sở hữu nước ngoài có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC	(+)
Đặc điểm HĐQT	H7	Quy mô HĐQT có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC	(+)
	H8	Tần suất họp HĐQT có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC	(+)
Đặc điểm kiểm toán	H9	Chất lượng kiểm toán có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC	(+)
	H10	Thời gian kiểm toán có tác động tiêu cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC	(-)
Đặc điểm giao dịch cổ phiếu	H11	Tính thanh khoản cổ phiếu có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC	(+)
	H12	Tần suất giao dịch cổ phiếu có tác động tích cực đến tính thích hợp của TTKT trên BCTC	(+)

Nguồn: Tác giả tổng hợp

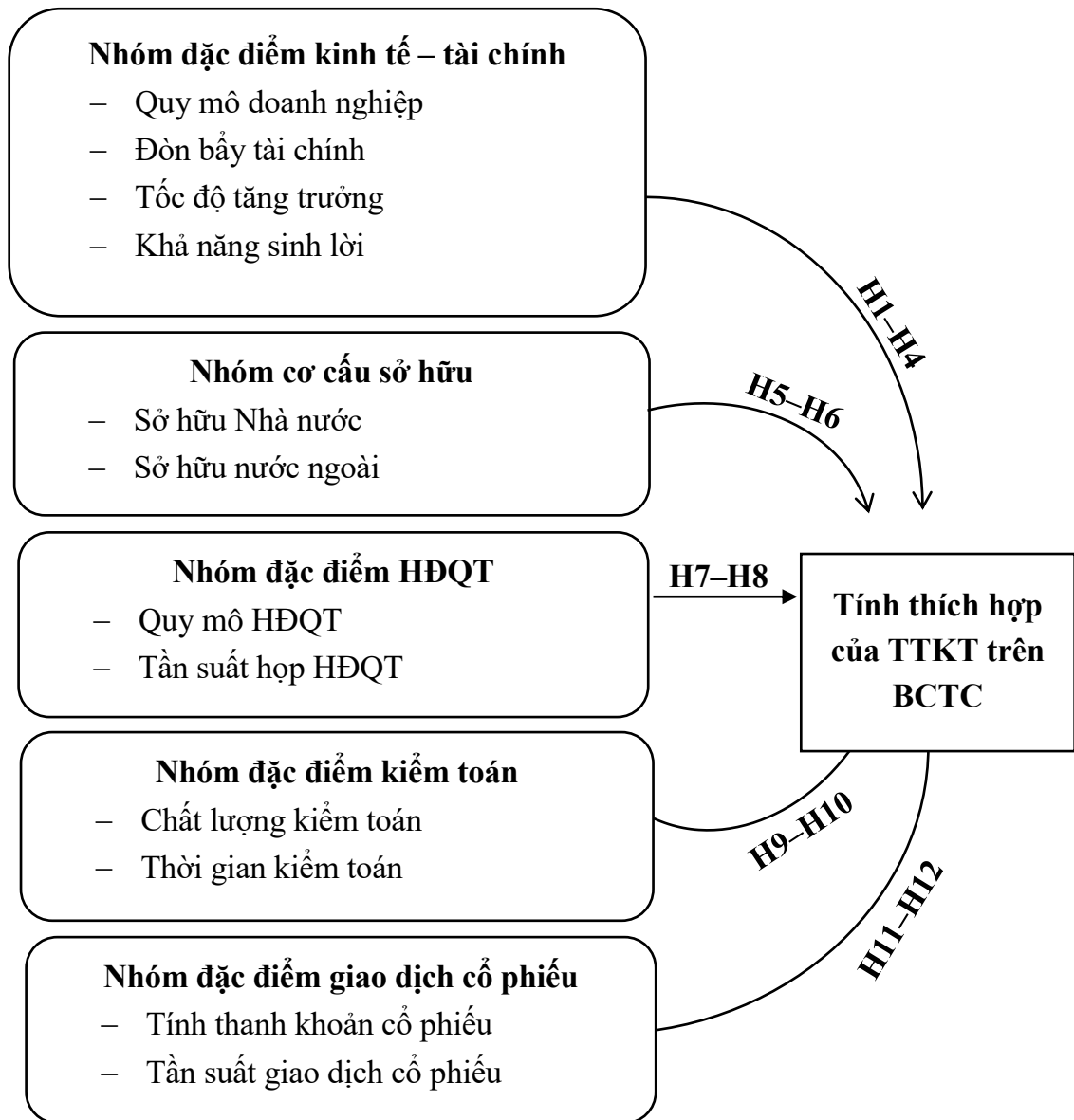
Phụ lục 3.2: Nhóm nhân tố ảnh hưởng đến tính thích hợp của TTKT, biến đại diện và phương pháp đo lường

Nhóm nhân tố	Biến	Ký hiệu	Thang đo	Đo lường	Nguồn
Đặc điểm kinh tế – tài chính	Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Logarit	Logarit (tổng tài sản cuối năm t)	Dang và cộng sự (2019) Alabdulkarim và cộng sự (2024)
	Đòn bẩy tài chính	LEV	Tỷ số	Tổng nợ phải trả/ Tổng tài sản cuối năm t	Dang và cộng sự (2019) Alabdulkarim và cộng sự (2024)
	Tốc độ tăng trưởng	GROWTH	Tỷ số	(Doanh thu thuần năm t – Doanh thu thuần năm t-1) / Doanh thu thuần năm t-1	Dang và cộng sự (2019) Pham & Nguyen (2021) Alabdulkarim và cộng sự (2024)
	Khả năng sinh lời	ROA	Tỷ số	Lợi nhuận sau thuế năm t/ Tổng tài sản cuối năm t	Dang và cộng sự (2019) Alabdulkarim và cộng sự (2024)
Cơ cấu sở hữu	Sở hữu Nhà nước	STATE	Tỷ số	% cổ phần Nhà nước nắm giữ cuối năm t (dữ liệu công bố trên Fiinx.vn)	Chen và cộng sự (2009) Nguyen và cộng sự (2021)
	Sở sở hữu nước ngoài	FOREIGN	Tỷ số	% cổ phần nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ cuối năm t (dữ liệu công bố trên Fiinx.vn)	Fan & Wong (2002) Le & Phan (2017)

Nhóm nhân tố	Biến	Ký hiệu	Thang đo	Đo lường	Nguồn
Đặc điểm HĐQT	Quy mô HĐQT	BDSIZE	Số lượng	Tổng số thành viên HĐQT	Bùi Văn Dương & Ngô Hoàng Điệp (2017) Al-Gamrh và cộng sự (2020)
	Tần suất họp HĐQT	BDMEET	Số lần	Số cuộc họp HĐQT trong năm	Le và cộng sự (2018) Vafeas & Vlittis (2023)
Đặc điểm kiểm toán	Chất lượng kiểm toán	BIG4	Biến giả	1 nếu doanh nghiệp được kiểm toán bởi Big4, 0 nếu không	Francis (2004) Habib & Azim (2008)
	Thời gian kiểm toán	AUDTIME	Số ngày	Số ngày từ ngày kết thúc năm tài chính đến ngày ký BCTC kiểm toán	Ashton và cộng sự (1987) Lai và cộng sự (2020)
Đặc điểm giao dịch cổ phiếu	Tính thanh khoản cổ phiếu	LIQ	Tỷ số	Tổng khối lượng giao dịch trong năm t / Số cổ phiếu lưu hành bình quân năm	Kim & Verrecchia (1994) Duong (2023)
	Tần suất giao dịch cổ phiếu	TURN	Tỷ số	Số ngày giao dịch trong năm t / Tổng số ngày giao dịch trên sàn HOSE hoặc HNX	Chordia và cộng sự (2001) Nguyễn Thu Hằng và cộng sự (2023)

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu trước

Phụ lục 3.3: Mô hình nghiên cứu đề xuất



Nguồn: Tác giả đề xuất

Phụ lục 3.4: Hệ thống phân ngành doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam của FiinGroup

Ngành: Dầu khí (Mã 0001) – Nguyên vật liệu (Mã 1000)

Mã ngành	Ngành (cấp 1)	Mã ngành	Ngành (cấp 2)	Mã ngành	Ngành (cấp 3)	Mã ngành	Ngành (cấp 4)	Mã ngành	Ngành (cấp 5)
0001	Dầu khí								
		0500	Dầu khí						
				0530	Sản xuất Dầu khí				
						0533	Sản xuất và Khai thác dầu khí	05331	Sản xuất và Khai thác dầu khí
						0537	Tổ hợp Dầu khí	05371	Tổ hợp Dầu khí
				0570	Thiết bị, Dịch vụ và Phân phối Dầu khí				
						0573	Thiết bị và Dịch vụ Dầu khí	05731	Thiết bị và Dịch vụ Dầu khí
						0577	Ống dẫn Dầu	05771	Ống dẫn Dầu
				0580	Năng lượng thay thế				
						0583	Thiết bị năng lượng tái chế	05831	Thiết bị năng lượng tái chế
						0587	Nhiên liệu thay thế	05871	Nhiên liệu thay thế
1000	Nguyên vật liệu								
		1300	Hóa chất						
				1350	Hóa chất				
						1353	Nhựa, cao su & sợi	13531	Nhựa
								13532	Cao su
								13533	Sợi tổng hợp
								13534	Hóa chất cơ bản bán buôn
						1357	Sản phẩm hóa dầu, Nông dược & Hóa chất khác	13571	Hóa chất hàng hóa khác
								13572	Phân bón
								13573	Thuốc trừ sâu
								13574	Hóa chất nông nghiệp Bán buôn
		1700	Tài nguyên Cơ bản						
				1730	Lâm nghiệp và Giấy				
						1733	Lâm sản và Chế biến gỗ	17331	Lâm sản và Chế biến gỗ
						1737	Sản xuất giấy	17371	Sản xuất giấy
				1750	Kim loại				
						1753	Nhôm	17531	Nhôm
						1755	Kim Loại màu	17551	Kim Loại màu
						1757	Thép và sản phẩm thép	17571	Sản xuất, chế biến thép
								17572	Thương mại (Bán buôn) sắt thép
				1770	Khai khoáng				
						1771	Khai thác Than	17711	Khai thác Than
						1773	Đá quý và Kim cương	17731	Đá quý và Kim cương
						1775	Khai khoáng	17751	Khai khoáng
						1777	Khai thác vàng	17771	Khai thác vàng
						1779	Bạch kim & Kim loại quý khác	17791	Bạch kim & Kim loại quý khác

Ngành: Công nghiệp (Mã 2000)

Mã ngành (cấp 1)	Mã ngành (cấp 2)	Mã ngành (cấp 3)	Mã ngành (cấp 4)	Mã ngành	Ngành (cấp 5)	
2000	Công nghiệp					
	2300	Xây dựng và Vật liệu				
		2350	Xây dựng và Vật liệu			
			2353	Vật liệu xây dựng & Nội thất	23531	Vật liệu xây dựng khác
					23532	Xi măng
					23533	Sản xuất bê tông
					23534	Sản xuất gạch
					23535	Sản xuất gạch ốp lát & Vật liệu lát
					23536	Khai thác đá
					23537	Sơn và chất phủ
					23538	Vật liệu xây dựng bán buôn
		2357	Xây dựng	23571	Xây dựng	
	2700	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp				
		2710	Hàng không & Quốc phòng			
			2713	Công nghiệp hàng không	27131	Hàng không
			2717	Quốc phòng	27171	Quốc phòng
		2720	Hàng công nghiệp			
			2723	Containers & Đóng gói	27231	Thùng chứa và bao bì khác
					27232	Bao bì, đóng gói thủy tinh
					27233	Bao bì, đóng gói kim loại
					27234	Bao bì, đóng gói bằng nhựa
					27235	Bao bì, đóng gói từ gỗ
					27236	Bao bì, đóng gói từ giấy
					27237	Vật liệu bao bì, đóng gói bán buôn
			2727	Công nghiệp phức hợp	27271	Công nghiệp phức hợp
		2730	Điện tử & Thiết bị điện			
			2733	Hàng điện & điện tử	27331	Hàng điện & điện tử
			2737	Thiết bị điện	27371	Thiết bị điện
		2750	Công nghiệp nặng			
			2753	Xe tải & Đóng tàu	27531	Xe tải & Đóng tàu
			2757	Máy công nghiệp	27571	Máy công nghiệp
		2770	Vận tải			
			2771	Chuyến phát nhanh	27711	Chuyến phát nhanh
			2773	Vận tải Thủy	27731	Vận tải nội địa
					27732	Vận tải quốc tế
			2775	Đường sắt	27751	Đường sắt
			2777	Kho bãi, hậu cần và bảo dưỡng	27771	Cảng hàng không
					27772	Bến xe khách
					27773	Dịch vụ Sân bay
					27774	Dịch vụ cảng biển, cảng sông
					27775	Dịch vụ kho bãi
					27776	Hỗ trợ vận tải
			2779	Dịch vụ vận tải	27791	Vận tải hàng lạnh
					27792	Vận tải hàng khô
		2790	Tư vấn & Hỗ trợ Kinh doanh			
			2791	Tư vấn & Hỗ trợ KD	27911	Tư vấn & Hỗ trợ KD
			2793	Đào tạo & Việc làm	27933	Đào tạo & Việc làm
			2795	Quản lý Tài chính	27951	Quản lý Tài chính
			2797	Nhà cung cấp thiết bị	27971	Nhà cung cấp thiết bị
			2799	Chất thải & Môi trường	27991	Chất thải & Môi trường

Ngành: Hàng tiêu dùng (Mã 3000)

Mã ngành (cấp 1)	Ngành (cấp 1)	Mã ngành (cấp 2)	Ngành (cấp 2)	Mã ngành (cấp 3)	Ngành (cấp 3)	Mã ngành (cấp 4)	Ngành (cấp 4)	Mã ngành	Ngành (cấp 5)
3000	Hàng Tiêu dùng								
		3300	Ô tô và phụ tùng						
				3350	Ô tô và phụ tùng				
						3353	Sản xuất ô tô	33531	Sản xuất ô tô
						3355	Phụ tùng ô tô	33551	Phụ tùng ô tô
						3357	Lốp xe	33571	Lốp xe
		3500	Thực phẩm và đồ uống						
				3530	Bia và đồ uống				
						3533	Sản xuất bia	35331	Sản xuất bia
						3535	Vang & Rượu mạnh	35351	Vang & Rượu mạnh
						3537	Đồ uống & giải khát	35371	Đồ uống không cồn khác
								35372	Trà
								35373	Cafe
								35374	Đồ uống có ga mềm
								35375	Nước ngũ cốc (đậu nành, đậu phộng, vv)
								35376	Nước trái cây
								35377	Nước đóng chai
				3570	Sản xuất thực phẩm				
						3573	Nuôi trồng nông & hải sản	35731	Nuôi trồng thủy hải sản
								35732	Chăn nuôi gia súc, gia cầm
								35733	Trồng ngũ cốc, rau, trái cây & hạt
								35734	Hạt, cây giống thương mại
								35735	Trồng Cà phê, trà, ca cao
								35736	Trồng mía
								35737	Thức ăn gia súc
								35738	Bán buôn, thu mua nông thủy sản
								35739	Nông trại và nuôi trồng khác
						3577	Thực phẩm	35771	Sô cô la, Bánh kẹo, bánh mỳ
								35772	Trái cây và rau quả chế biến
								35773	Động vật giết mổ và chế biến
								35774	Hải sản chế biến và đóng gói
								35775	Thực phẩm chế biến
								35776	Sản phẩm từ sữa
								35777	Tinh bột, rau có chất béo
								35778	Đường
								35779	Nguyên liệu chế biến, dầu ăn, gia vị (bột nở, hương liệu, etc)
								357710	Suất ăn công nghiệp
								357711	Thực phẩm khác
		3700	Hàng cá nhân & Gia dụng						
				3720	Hàng gia dụng				
						3722	Đồ gia dụng lâu bền	37221	Đồ gia dụng lâu bền
						3724	Đồ gia dụng một lần	37241	Đồ gia dụng một lần
						3726	Thiết bị gia dụng	37261	Thiết bị gia dụng
						3728	Xây nhà	37281	Xây nhà
				3740	Hàng hóa giải trí				
						3743	Điện tử tiêu dùng	37431	Điện tử tiêu dùng
						3745	Sản phẩm nghệ thuật	37451	Sản phẩm nghệ thuật
						3747	Đồ chơi	37471	Đồ chơi
				3760	Hàng cá nhân				
						3763	Hàng May mặc	37631	Hàng May mặc
						3765	Giày dép	37651	Giày dép
						3767	Hàng cá nhân	37671	Hàng cá nhân
				3780	Thuốc lá				
						3785	Thuốc lá	37851	Thuốc lá

**Ngành: Dược phẩm và Y tế (Mã 4000) – Dịch vụ Tiêu dùng (Mã 5000)
– Viễn thông (Mã 6000)**

Mã ngành	Ngành (cấp 1)	Mã ngành (cấp 2)	Ngành (cấp 3)	Mã ngành (cấp 4)	Ngành (cấp 5)	Mã ngành	Ngành (cấp 5)
4000	Dược phẩm và Y tế						
		4500	Y tế				
				4530	Thiết bị và Dịch vụ Y tế		
				4533	Chăm sóc y tế	45331	Chăm sóc y tế
				4535	Thiết bị y tế	45351	Thiết bị y tế
				4537	Dụng cụ y tế	45371	Dụng cụ y tế
				4570	Dược phẩm		
				4573	Công nghệ sinh học	45731	Công nghệ sinh học
				4577	Dược phẩm	45771	Dược phẩm
5000	Dịch vụ Tiêu dùng						
		5300	Bán lẻ				
				5330	Phân phối thực phẩm & dược phẩm		
				5333	Phân phối dược phẩm	53331	Phân phối dược phẩm
				5337	Phân phối thực phẩm	53371	Phân phối thực phẩm
				5370	Bán lẻ		
				5371	Bán lẻ hàng may mặc	53711	Bán lẻ hàng may mặc
				5373	Bán lẻ phức hợp	53731	Siêu thị
						53732	Cửa hàng tiện dụng
						53733	Đại siêu thị
						53734	Online
						53735	Các dịch vụ kinh doanh bán lẻ khác
				5375	Phân phối nội thất	53751	Phân phối nội thất
				5377	Dịch vụ tiêu dùng chuyên ngành	53771	Dịch vụ tiêu dùng chuyên ngành
				5379	Phân phối hàng chuyên dụng	53791	Phân phối hàng chuyên dụng
		5500	Truyền thông				
				5550	Truyền thông		
				5553	Giải trí & Truyền thông	55531	Giải trí & Truyền thông
				5555	Dịch vụ truyền thông	55551	Dịch vụ truyền thông
				5557	Sách, ấn bản & sản phẩm văn hóa	55571	Sách, ấn bản & sản phẩm văn hóa
		5700	Du lịch và Giải trí				
				5750	Du lịch & Giải trí		
				5751	Dịch vụ hàng không	57511	Dịch vụ Hàng không
				5752	Gambling	57521	Gambling
				5753	Khách sạn	57531	Khách sạn, resort
				5755	Dịch vụ giải trí	57551	Dịch vụ giải trí
				5757	Nhà hàng và quán bar	57571	Nhà hàng và quán bar
				5759	Vận tải hành khách & Du lịch	57591	Vận tải hành khách đường bộ
						57592	Vận tải hành khách đường thủy
						57593	Công ty du lịch
6000	Viễn thông						
		6500	Viễn thông				
				6530	Viễn thông cố định		
				6535	Viễn thông cố định	65351	Viễn thông cố định
				6570	Viễn thông di động		
				6575	Viễn thông di động	65751	Viễn thông di động

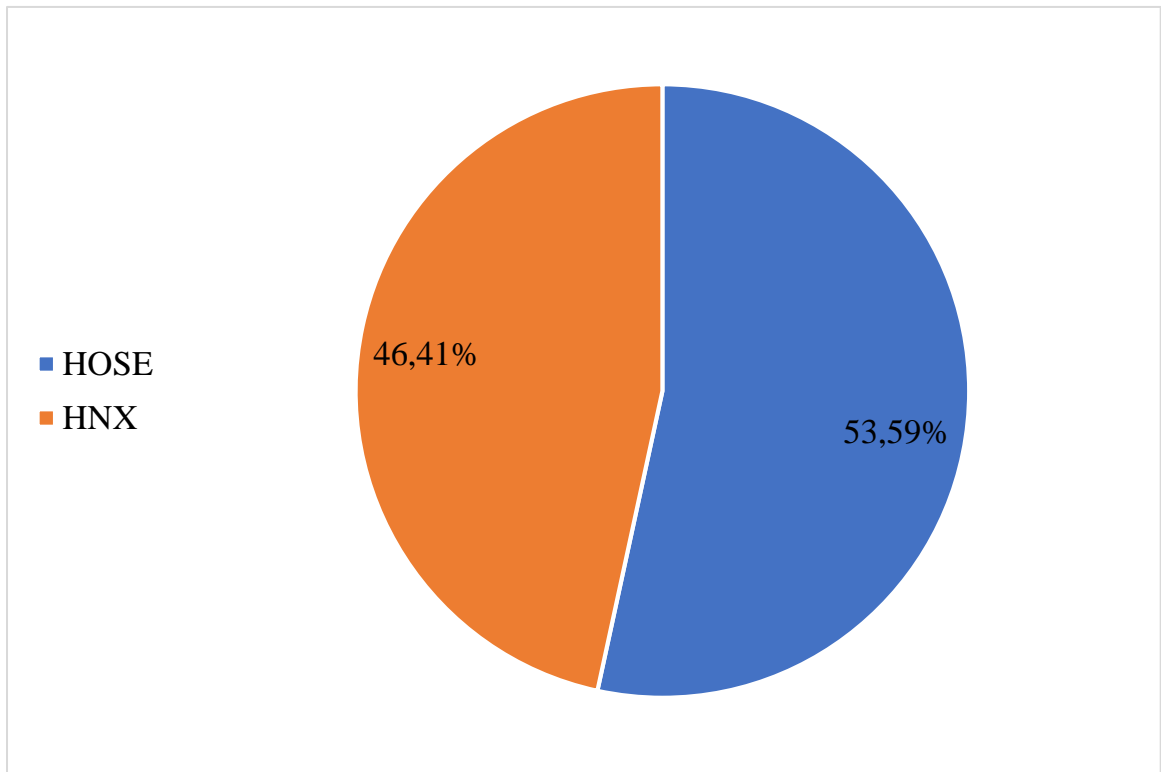
Ngành: Tiện ích Cộng đồng (Mã 7000) – Tài chính (Mã 8000)

Mã ngành	Ngành (cấp 1)	Mã ngành (cấp 2)	Ngành (cấp 3)	Mã ngành (cấp 4)	Mã ngành	Ngành (cấp 5)
7000	Tiện ích Cộng đồng					
		7500	Điện, nước & xăng dầu khí đốt			
			7530	Sản xuất & Phân phối Điện		
				7535	Sản xuất & Phân phối Điện	Sản xuất & Phân phối Điện
			7570	Nước & Khí đốt		
				7573	Phân phối xăng dầu & khí đốt	Phân phối xăng dầu & khí đốt
				7575	Tiện ích khác	Tiện ích khác
				7577	Nước	Nước
8000	Tài chính					
		8500	Bảo hiểm			
			8530	Bảo hiểm phi nhân thọ		
				8532	Bảo hiểm phức hợp	Bảo hiểm phức hợp
				8534	Môi giới bảo hiểm	Môi giới bảo hiểm
				8536	Bảo hiểm phi nhân thọ	Bảo hiểm phi nhân thọ
				8538	Tái bảo hiểm	Tái bảo hiểm
			8570	Bảo hiểm nhân thọ		
				8575	Bảo hiểm nhân thọ	Bảo hiểm nhân thọ
		8600	Bất động sản			
			8630	Bất động sản		
				8633	Bất động sản	Phát triển & vận hành Bất động sản khác
					86332	Văn phòng cho thuê
					86333	Bất động sản công nghiệp
					86334	Bất động sản dân cư
				8637	Tư Vấn, Định giá, Môi giới Bất động sản	Dịch vụ Bất động sản khác
					86372	Dịch vụ Bất động sản thương mại
					86373	Dịch vụ Bất động sản bán lẻ
					86374	Dịch vụ Bất động sản Công nghiệp
			8670	Quỹ ủy thác BĐS		
				8677	Quỹ ủy thác BĐS	Quỹ ủy thác BĐS
		8700	Dịch vụ tài chính			
			8770	Dịch vụ tài chính		
				8771	Quản lý tài sản	Quản lý tài sản
				8773	Tài chính cá nhân	Tài chính cá nhân
				8775	Tài chính đặc biệt	Tài chính đặc biệt
				8777	Môi giới chứng khoán	Môi giới chứng khoán
				8779	Cầm cố	Cầm cố
			8980	Quỹ đầu tư		
				8985	Quỹ đầu tư	Quỹ đầu tư

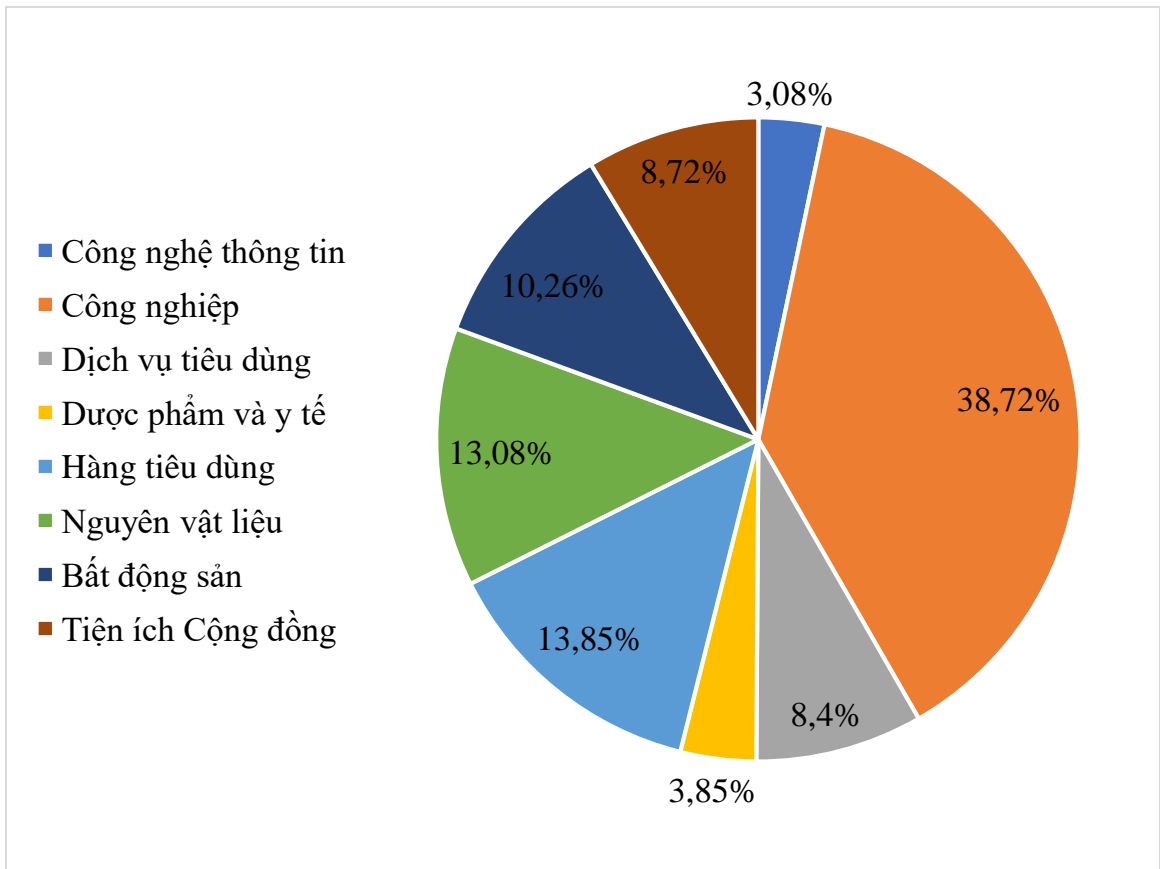
Ngành: Ngân hàng (Mã 8301) – Công nghệ Thông tin (Mã 9000)

Mã ngành	Ngành (cấp 1)	Mã ngành (cấp 2)	Ngành (cấp 3)	Mã ngành (cấp 4)	Mã ngành	Ngành (cấp 5)
8301	Ngân hàng					
		8300	Ngân hàng			
			8350	Ngân hàng		
				8355	Ngân hàng	Ngân hàng thương mại truyền thống
					83552	Fin tech
9000	Công nghệ Thông tin					
		9500	Công nghệ Thông tin			
			9530	Phần mềm & Dịch vụ Máy tính		
				9533	Dịch vụ Máy tính	Dịch vụ Máy tính
				9535	Internet	Internet
				9537	Phần mềm	Phần mềm
			9570	Thiết bị và Phần cứng		
				9572	Phần cứng	Phần cứng
				9574	Thiết bị văn phòng	Thiết bị văn phòng
				9576	Bán dẫn	Bán dẫn
				9578	Thiết bị viễn thông	Thiết bị viễn thông

Nguồn: FiinGroup (2024)

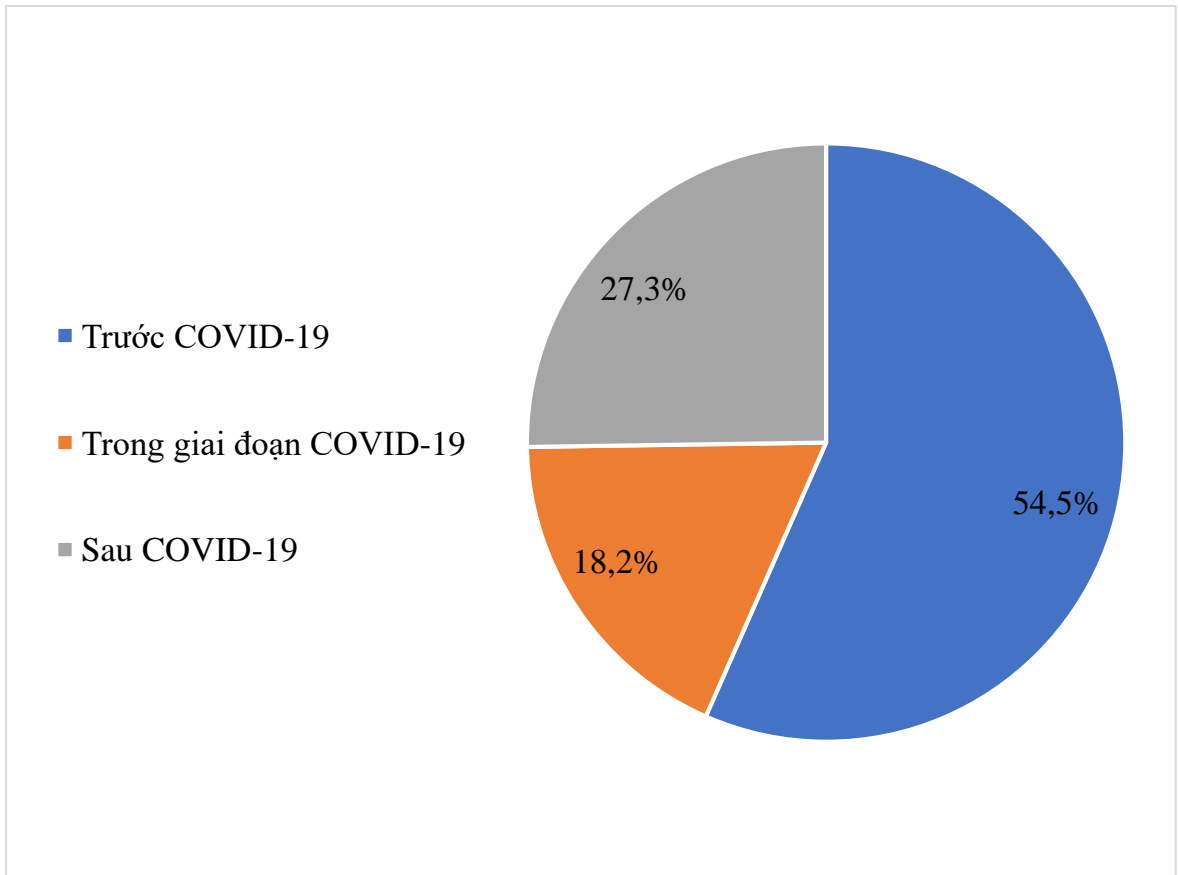
Phụ lục 3.5: Phân bổ mẫu nghiên cứu theo sàn giao dịch

Nguồn: Tác giả tổng hợp và xử lý từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 3.6: Phân bố mẫu nghiên cứu theo ngành

Nguồn: Tác giả tổng hợp và xử lý từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 3.7: Phân bố mẫu nghiên cứu theo giai đoạn kinh tế



Nguồn: Tác giả tổng hợp và xử lý từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 4.1: Kết quả hồi quy tổng thể OLS mô hình định giá cổ phiếu với P₁₃

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	4,290
Model	1.5831e+12	3	5.2770e+11	F(3, 4286)	=	1376.45
Residual	1.6432e+12	4,286	383382345	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.4907
				Adj R-squared	=	0.4903
Total	3.2263e+12	4,289	752224696	Root MSE	=	19580

Pt3	Coef.	Std. Err.	t	P> t	Beta
EPS	5.720891	.1567396	36.50	0.000	.5709747
BVPS	.4117356	.0398529	10.33	0.000	.156826
CFOPS	.142714	.0550401	2.59	0.010	.0301982
_cons	3684.647	644.0863	5.72	0.000	.

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 4.2: Kết quả phân rã Shapley mức độ đóng góp của các biến kế toán

Factor	Shapley value (estimate)	Per cent (estimate)
EPS	0.30815	62.80 %
BVPS	0.15471	31.53 %
CFOPS	0.02783	5.67 %
TOTAL	0.49069	100.00 %

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 4.3: Kết quả kiểm định ANOVA theo ngành

Number of obs = **4,290** R-squared = **0.2337**
 Root MSE = **.149841** Adj R-squared = **0.2325**

Source	Partial SS	df	MS	F	Prob>F
Model	29.322348	7	4.1889068	186.57	0.0000
NGANH	29.322348	7	4.1889068	186.57	0.0000
Residual	96.14092	4,282	.02245234		
Total	125.46327	4,289	.02925234		

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 4.4: Kết quả kiểm định ANOVA theo thời gian (năm)

Number of obs = **4,290** R-squared = **0.2015**
 Root MSE = **.153016** Adj R-squared = **0.1996**

Source	Partial SS	df	MS	F	Prob>F
Model	25.275844	10	2.5275844	107.95	0.0000
YEAR	25.275844	10	2.5275844	107.95	0.0000
Residual	100.18742	4,279	.02341375		
Total	125.46327	4,289	.02925234		

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 4.5: Kết quả kiểm định ANOVA theo giai đoạn kinh tế (trước – trong – sau COVID-19)

Number of obs =	4,290	R-squared =	0.0708
Root MSE =	.16491	Adj R-squared =	0.0703

Source	Partial SS	df	MS	F	Prob>F
Model	8.8769358	2	4.4384679	163.21	0.0000
covid_per~d	8.8769358	2	4.4384679	163.21	0.0000
Residual	116.58633	4,287	.02719532		
Total	125.46327	4,289	.02925234		

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 4.6: Kết quả kiểm định ANOVA theo ngành và giai đoạn kinh tế

Number of obs =	4,290	R-squared =	0.6420
Root MSE =	.102603	Adj R-squared =	0.6401

Source	Partial SS	df	MS	F	Prob>F
Model	80.553318	23	3.5023182	332.69	0.0000
NGANH	37.0134	7	5.2876286	502.27	0.0000
covid_per~d	.095712	2	.047856	4.55	0.0107
NGANH#covid_per~d	42.354035	14	3.0252882	287.37	0.0000
Residual	44.909949	4,266	.01052741		
Total	125.46327	4,289	.02925234		

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 4.7: Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi

White's test for H_0 : homoskedasticity
 against H_a : unrestricted heteroskedasticity

chi2(89) = 344.43
 Prob > chi2 = 0.0000

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	344.43	89	0.0000
Skewness	364.07	12	0.0000
Kurtosis	2.08	1	0.1494
Total	710.58	102	0.0000

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 4.8: Kết quả kiểm định tự tương quan

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H_0 : no first-order autocorrelation

F(1, 389) = 237.635
 Prob > F = 0.0000

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 4.9: Kết quả hồi quy OLS

Linear regression

Number of obs	=	4,290
F(12, 389)	=	28.32
Prob > F	=	0.0000
R-squared	=	0.0480
Root MSE	=	.16711

(Std. Err. adjusted for 390 clusters in MaCK)

REL	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	-.0044009	.0036552	-1.20	0.229	-.0115873	.0027855
LEV	.0669867	.0219511	3.05	0.002	.0238291	.1101443
GROWTH	-.0033302	.0044713	-0.74	0.461	-.012093	.0054889
ROA	.3344309	.0613205	5.45	0.000	.2138699	.4549919
STATE	.0251264	.015057	1.67	0.096	-.0044768	.0547296
FOREIGN	.0273332	.0244082	1.12	0.263	-.0206554	.0753218
BDSIZE	.0011368	.0036888	0.31	0.758	-.0061156	.0083893
BDMEET	-.0009841	.0003866	-2.55	0.011	-.0017441	-.000224
BIG4	-.0029175	.0102617	-0.28	0.776	-.0230929	.0172578
AUDTIME	-.0001219	.0002672	-0.46	0.649	-.0006472	.0004035
LIQ	.0009832	.003762	0.26	0.794	-.0064133	.0083797
TURN	8.848401	.6181013	14.32	0.000	7.633164	10.06364
_cons	-8.218975	.6591878	-12.47	0.000	-9.514992	-6.922958

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 4.10: Kết quả hồi quy FEM

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: **MaCK**

Number of obs = 4,290
 Number of groups = 390

R-sq:
 within = 0.0879
 between = 0.0024
 overall = 0.0143

Obs per group:
 min = 11
 avg = 11.0
 max = 11

corr(u_i, Xb) = -0.7291

F(12, 389) = 27.47
 Prob > F = 0.0000

(Std. Err. adjusted for 390 clusters in MaCK)

REL	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	-.0720047	.0108489	-6.64	0.000	-.0933344	-.0506749
LEV	.1423877	.0458181	3.11	0.002	.0523057	.2324698
GROWTH	-.0029868	.0042343	-0.71	0.481	-.0113117	.0053381
ROA	.4243921	.1015267	4.18	0.000	.2247823	.6240019
STATE	.0825775	.0209357	3.94	0.000	.0414162	.1237388
FOREIGN	-.0065489	.0371533	-0.18	0.860	-.0795953	.0664975
BDSIZE	.001127	.0051846	0.22	0.828	-.0090664	.0113204
BDMEET	-.0005813	.0003276	-1.77	0.077	-.0012254	.0000628
BIG4	-.0008228	.0179996	-0.05	0.964	-.0362114	.0345658
AUDTIME	-.000265	.0003132	-0.85	0.398	-.0008808	.0003508
LIQ	.0080012	.0032972	2.43	0.016	.0015186	.0144837
TURN	7.937967	.6452199	12.30	0.000	6.669412	9.206521
_cons	-5.505911	.770568	-7.15	0.000	-7.02091	-3.990912
sigma_u	.13398556					
sigma_e	.1501818					
rho	.44318909	(fraction of variance due to u_i)				

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 4.11: Kết quả hồi quy REM

```

Random-effects GLS regression              Number of obs   =      4,290
Group variable: MaCK                      Number of groups =      390

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.0680                          min =          11
  between = 0.0152                         avg =         11.0
  overall = 0.0436                          max =          11

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                 Wald chi2(12)   =      406.33
                                              Prob > chi2     =      0.0000

```

(Std. Err. adjusted for 390 clusters in MaCK)

REL	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SIZE	-.0142027	.0038522	-3.69	0.000	-.021753	-.0066524
LEV	.085799	.0253901	3.38	0.001	.0360353	.1355626
GROWTH	-.0024446	.0040913	-0.60	0.550	-.0104633	.0055742
ROA	.3845499	.075715	5.08	0.000	.2361512	.5329485
STATE	.0503097	.0149634	3.36	0.001	.0209819	.0796375
FOREIGN	.029487	.0254867	1.16	0.247	-.0204661	.0794401
BDSIZE	.0038991	.0039018	1.00	0.318	-.0037482	.0115465
BDMEET	-.0008107	.0003004	-2.70	0.007	-.0013995	-.000222
BIG4	.0011579	.0112093	0.10	0.918	-.0208118	.0231276
AUDTIME	-.0002537	.0002653	-0.96	0.339	-.0007737	.0002664
LIQ	.0059968	.0031461	1.91	0.057	-.0001694	.0121629
TURN	8.85663	.6217663	14.24	0.000	7.63799	10.07527
_cons	-7.987835	.662812	-12.05	0.000	-9.286923	-6.688747
sigma_u	.06782839					
sigma_e	.1501818					
rho	.16942169	(fraction of variance due to u_i)				

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 4.12: Kết quả kiểm định Hausman

	— Coefficients —		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
SIZE	-.0720047	-.0142027	-.057802	.0057768
LEV	.1423877	.085799	.0565888	.0192168
GROWTH	-.0029868	-.0024446	-.0005422	.000664
ROA	.4243921	.3845499	.0398422	.0276647
STATE	.0825775	.0503097	.0322678	.0109224
FOREIGN	-.0065489	.029487	-.0360359	.0166621
BDSIZE	.001127	.0038991	-.0027722	.0020339
BDMEET	-.0005813	-.0008107	.0002294	.000151
BIG4	-.0008228	.0011579	-.0019807	.0079179
AUDTIME	-.000265	-.0002537	-.0000113	.0001149
LIQ	.0080012	.0059968	.0020044	.001431
TURN	7.937967	8.85663	-.9186633	.

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(12) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 112.96
 Prob>chi2 = 0.0000
 (V_b-V_B is not positive definite)

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 4.13: Kết quả hồi quy GLS

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: **generalized least squares**Panels: **heteroskedastic**Correlation: **common AR(1) coefficient for all panels (0.4325)**

Estimated covariances	=	390	Number of obs	=	4,290
Estimated autocorrelations	=	1	Number of groups	=	390
Estimated coefficients	=	13	Time periods	=	11
			Wald chi2(12)	=	105.82
			Prob > chi2	=	0.0000

REL	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SIZE	-.0127559	.0025301	-5.04	0.000	-.0177149	-.0077969
LEV	.0714781	.0150227	4.76	0.000	.042034	.1009221
GROWTH	-.0028194	.0032208	-0.88	0.381	-.009132	.0034932
ROA	.2501739	.0409817	6.10	0.000	.1698512	.3304966
STATE	.0376449	.0107707	3.50	0.000	.0165347	.0587551
FOREIGN	.0246041	.0199152	1.24	0.217	-.014429	.0636372
BDSIZE	.0043947	.0023254	1.89	0.059	-.0001629	.0089524
BDMEET	-.0006623	.0002313	-2.86	0.004	-.0011157	-.0002088
BIG4	-.000459	.0070731	-0.06	0.948	-.014322	.013404
AUDTIME	-.0000484	.0001668	-0.29	0.772	-.0003754	.0002785
LIQ	.0038704	.0022932	1.69	0.091	-.0006241	.0083649
TURN	1.536485	.6198575	2.48	0.013	.3215868	2.751384
_cons	-.697746	.6233405	-1.12	0.263	-1.919471	.5239788

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 4.14: Tổng hợp kết quả hồi quy OLS, FEM, REM và GLS

	(1) REL	(2) REL	(3) REL	(4) REL
SIZE	-0.00440 [0.00366]	-0.0720*** [0.00655]	-0.0142*** [0.00308]	-0.0128*** [0.00253]
LEV	0.0670*** [0.0220]	0.142*** [0.0266]	0.0858*** [0.0184]	0.0715*** [0.0150]
GROWTH	-0.00330 [0.00447]	-0.00299 [0.00439]	-0.00244 [0.00433]	-0.00282 [0.00322]
ROA	0.334*** [0.0613]	0.424*** [0.0577]	0.385*** [0.0506]	0.250*** [0.0410]
STATE	0.0251* [0.0151]	0.0826*** [0.0173]	0.0503*** [0.0134]	0.0376*** [0.0108]
FOREIGN	0.0273 [0.0244]	-0.00655 [0.0287]	0.0295 [0.0233]	0.0246 [0.0199]
BDSIZE	0.00114 [0.00369]	0.00113 [0.00340]	0.00390 [0.00273]	0.00439* [0.00233]
BDMEET	-0.000984** [0.000387]	-0.000581* [0.000314]	-0.000811*** [0.000275]	-0.000662*** [0.000231]
BIG4	-0.00292 [0.0103]	-0.000823 [0.0117]	0.00116 [0.00855]	-0.000459 [0.00707]
AUDTIME	-0.000122 [0.000267]	-0.000265 [0.000238]	-0.000254 [0.000208]	-0.0000484 [0.000167]
LIQ	0.000983 [0.00376]	0.00800** [0.00316]	0.00600** [0.00281]	0.00387* [0.00229]
TURN	8.848*** [0.618]	7.938*** [0.826]	8.857*** [0.827]	1.536** [0.620]
_cons	-8.219*** [0.659]	-5.506*** [0.865]	-7.988*** [0.834]	-0.698 [0.623]
N	4290	4290	4290	4290
adj. R-sq	0.045	-0.006		

Standard errors in brackets

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 4.15: Tổng hợp kết quả kiểm định các giả thuyết nghiên cứu

Nhóm	Giả thuyết	Biến	Kỳ vọng	Kết quả thực nghiệm	Trạng thái
Đặc điểm doanh nghiệp	H1	SIZE – Quy mô doanh nghiệp	(+)	Có ý nghĩa thống kê, dấu (-), $p < 0,01$	Không chấp nhận
	H2	LEV – Đòn bẩy tài chính	(+)	Có ý nghĩa thống kê, dấu (+), $p < 0,01$	Chấp nhận
	H3	GROWTH – Tốc độ tăng trưởng	(-)	Không có ý nghĩa thống kê, $p > 0,1$	Không chấp nhận
	H4	ROA – Khả năng sinh lời	(+)	Có ý nghĩa thống kê, dấu (+), $p < 0,01$	Chấp nhận
Cơ cấu sở hữu	H5	STATE – Tỷ lệ sở hữu Nhà nước	(-)	Có ý nghĩa thống kê, dấu (+), $p < 0,01$	Không chấp nhận
	H6	FOREIGN – Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	(+)	Không có ý nghĩa thống kê, $p > 0,1$	Không chấp nhận
Đặc điểm HĐQT	H7	BDSIZE – Quy mô HĐQT	(+)	Ý nghĩa thống kê yếu, dấu (+), $p < 0,1$	Không chấp nhận
	H8	BDMEET – Tần suất họp HĐQT	(+)	Có ý nghĩa thống kê, dấu (-), $p < 0,01$	Không chấp nhận

Nhóm	Giả thuyết	Biến	Kỳ vọng	Kết quả thực nghiệm	Trạng thái
Đặc điểm kiểm toán	H9	BIG4 – Chất lượng kiểm toán	(+)	Không có ý nghĩa thống kê, $p > 0,1$	Không chấp nhận
	H10	AUDTIME – Thời gian kiểm toán	(-)	Không có ý nghĩa thống kê, $p > 0,1$	Không chấp nhận
Đặc điểm giao dịch cổ phiếu	H11	LIQ – Tính thanh khoản cổ phiếu	(+)	Dấu (+), có ý nghĩa trong FEM và REM	Chấp nhận (mức hạn chế)
	H12	TURN – Tần suất giao dịch cổ phiếu	(+)	Có ý nghĩa thống kê, dấu (+), $p < 0,01$	Chấp nhận
<p>Ghi chú:</p> <ul style="list-style-type: none"> • “Chấp nhận” → Kết quả thực nghiệm trùng với dấu kỳ vọng và có ý nghĩa thống kê. • “Không chấp nhận” → Kết quả thực nghiệm không trùng dấu kỳ vọng hoặc không có ý nghĩa thống kê. • “Chấp nhận (mức hạn chế)” → Kết quả có ý nghĩa nhưng mức tác động không toàn diện, áp dụng cho LIQ. 					

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ kết quả nghiên cứu

Phụ lục 4.16: Kết quả hồi quy tổng thể OLS mô hình định giá cổ phiếu với $\ln P_{t3}$

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	4,290
Model	1586.03972	3	528.679908	F(3, 4286)	=	1421.36
Residual	1594.19221	4,286	.371953386	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.4987
				Adj R-squared	=	0.4984
Total	3180.23194	4,289	.741485646	Root MSE	=	.60988

$\ln P_{t3}$	Coef.	Std. Err.	t	P> t	Beta
EPS	.0001765	4.88e-06	36.15	0.000	.5609631
BVPS	.0000149	1.24e-06	12.02	0.000	.1810892
CFOPS	2.89e-06	1.71e-06	1.69	0.092	.0194979
_cons	9.055778	.0200619	451.39	0.000	.

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập

Phụ lục 4.17: Kết quả hồi quy OLS mô hình định giá cổ phiếu với P_{t3} và $\ln P_{t3}$

	(1) P_{t3}	(2) $\ln P_{t3}$
EPS	5.721*** [36.50]	0.000176*** [36.15]
BVPS	0.412*** [10.33]	0.0000149*** [12.02]
CFOPS	0.143*** [2.59]	0.00000289* [1.69]
_cons	3684.6*** [5.72]	9.056*** [451.39]
N	4290	4290
R-sq	0.491	0.499

t statistics in brackets

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Nguồn: Tác giả ước lượng từ dữ liệu thu thập