



## Chất lượng báo cáo tài chính, công bố thông tin và nợ vay của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam

PHAN QUỲNH TRANG<sup>\*, a</sup>, NGUYỄN LÊ NGỌC ANH<sup>a</sup>

<sup>a</sup> Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p>Ngày nhận: 08/06/2024 Ngày nhận lại: 18/07/2024 Duyệt đăng: 22/07/2024</p> <p><b>Mã phân loại JEL:</b> G31; G32.</p> <p><b>Từ khóa:</b> Big Four; Chất lượng báo cáo tài chính; Công bố thông tin; Nợ vay.</p> <p><b>Keywords:</b> Big Four; Financial reporting quality; Information disclosure; Debt.</p>	<p>Bài nghiên cứu này xem xét tác động của chất lượng báo cáo tài chính và công bố thông tin đến nợ vay của các doanh nghiệp. Nghiên cứu này sử dụng bộ dữ liệu với 7.174 quan sát của các doanh nghiệp Việt Nam niêm yết trong giai đoạn 2010–2022. Kết quả hồi quy của mô hình tác động cố định (Fixed Effect Model – FEM) và hồi quy tổng quát thời điểm (Generalized Method of Moments – GMM) cho thấy chất lượng thông tin báo cáo tài chính và công bố thông tin có tác động ngược chiều đến nợ vay và nợ vay dài hạn của các doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu hàm ý rằng các doanh nghiệp có chất lượng báo cáo tài chính và công bố thông tin tốt thường có xu hướng sử dụng nguồn vốn nội bộ hoặc phát hành cổ phần để bổ sung nhu cầu về vốn hơn là sử dụng nguồn vốn vay. Lý giải này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng trong lựa chọn cấu trúc vốn của doanh nghiệp.</p> <p><b>Abstract</b></p> <p>This study examines the impact of financial reporting quality and information disclosure on firm debt. Using a dataset with 7,174 observations of Vietnamese listed firms during the 2010–2022 period. The Fixed Effect Model (FEM) and Generalized Method of Moments (GMM) regression results show that the quality of financial reporting and the information disclosure have a negative effect on the ratio of total debt to total assets and the use of long-term debt. The findings imply that firms with better reporting quality and information disclosure prefer to use internal funds or equity issuing to debt. This explanation is consistent with the pecking-order theory.</p>

\* Tác giả liên hệ.

Biên tập viên: Nguyễn Lương Tâm.

Email: trang.pq@ou.edu.vn (Phan Quỳnh Trang), 2154043006anh@ou.edu.vn (Nguyễn Lê Ngọc Anh).

Trích dẫn bài viết: Phan Quỳnh Trang & Nguyễn Lê Ngọc Anh. (2024). Chất lượng báo cáo tài chính, công bố thông tin và nợ vay của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 35(5), 86-101.

## 1. Giới thiệu

Vấn đề công bố thông tin cũng như chất lượng báo cáo tài chính ngày càng được chú trọng không chỉ ở Việt Nam, mà còn ở tất cả các quốc gia trên thế giới. Đó là bởi vì hoạt động công bố thông tin trên thị trường tài chính ảnh hưởng đến chất lượng của thị trường, quy trình tạo lập thông tin, tính hiệu quả của các quyết định đầu tư và lợi ích của các nhà đầu tư (Goldstein & Yang, 2017). Đối với doanh nghiệp, chất lượng báo cáo tài chính đóng vai trò quan trọng trong hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp (Trần Thị Thùy Linh & Mai Hoàng Hạnh, 2015) và khả năng tiếp cận các khoản vay (Tran, 2022). Chính phủ cũng ban hành các quy định xử phạt liên quan đến công bố thông tin nhưng tình hình vi phạm quy định về công bố thông tin vẫn diễn ra. Theo Thế Mạnh (2023), tổng số quyết định xử phạt vi phạm trên thị trường chứng khoán năm 2023 là 145. Trong đó, chủ yếu là các vi phạm liên quan đến thời hạn công bố, loại hình thông tin cần công bố, sai lệch thông tin khi công bố.

Vay nợ là một trong những quyết định quan trọng trong tài chính doanh nghiệp bởi vì nợ vay có ảnh hưởng rất lớn đến các hoạt động của doanh nghiệp (Ghardallou, 2023). Các nghiên cứu trước đánh giá các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách và quyết định vay nợ của doanh nghiệp (Do và cộng sự, 2022; Fan và cộng sự, 2021). Tuy nhiên, vay nợ phụ thuộc vào chính sách nợ, nhu cầu vay vốn và khả năng việc tiếp cận nguồn vốn vay. Trong đó, khả năng tiếp cận vốn vay phụ thuộc vào bên cho vay, như nguồn vốn của ngân hàng (Gambacorta & Mistrulli, 2004), mối liên hệ giữa bên vay và bên cho vay (Behr và cộng sự, 2011), các yếu tố liên quan đến hoạt động giám sát (Cai và cộng sự, 1999), hay đánh giá tín nhiệm (Cenni và cộng sự, 2015). Khi đánh giá rủi ro tín dụng cũng như xếp hạng tín nhiệm của các doanh nghiệp vay vốn thì các yếu tố liên quan đến chất lượng thông tin được phản ánh trong báo cáo tài chính cũng như hoạt động công bố thông tin là yếu tố then chốt có ảnh hưởng lớn đến đánh giá của bên cho vay, ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận nợ vay của doanh nghiệp (De Meyere và cộng sự, 2018; Ding và cộng sự, 2016).

Tại Việt Nam, các nghiên cứu về nợ vay không phải là đề tài mới mẻ (Nguyễn Hải Yến, 2021; Nguyễn Thị Thúy Hạnh, 2019). Tuy nhiên, nghiên cứu vai trò của chất lượng công bố thông tin cũng như chất lượng báo cáo tài chính đến khả năng tiếp cận nợ vay thì chưa được xem xét đầy đủ. Ví dụ, Trần Thị Thùy Linh và Mai Hoàng Hạnh (2015) đánh giá vai trò của chất lượng báo cáo tài chính đối với hiệu quả đầu tư. Hay Tran và cộng sự (2021) xem xét tác động của chất lượng báo cáo tài chính đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua dữ liệu khảo sát thu thập từ kế toán viên và nhà quản lý. Hơn nữa, thay vì sử dụng thước đo về chất lượng dồn tích (Accruals Quality) đại diện cho chất lượng báo cáo tài chính (Le và cộng sự, 2021; Tran, 2022), nhóm tác giả xem xét chất lượng báo cáo tài chính thông qua danh tiếng của công ty kiểm toán mà doanh nghiệp sử dụng dịch vụ. Đánh giá xếp hạng chất lượng công bố thông tin (Investor Relations Award - IRA) được sử dụng như là thước đo đánh giá chất lượng công bố thông tin của doanh nghiệp mà các nghiên cứu trước đây chủ yếu đánh giá tác động của các sự kiện công bố thông tin (Hoang và cộng sự, 2020) hơn là chất lượng công bố thông tin của doanh nghiệp. Cuối cùng, để đánh giá vai trò của chất lượng báo cáo tài chính và công bố thông tin, nhóm tác giả sử dụng bộ dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2010–2022. Kết quả hồi quy của mô hình tác động cố định (Fixed Effect Model – FEM) và hồi quy tổng quát thời điểm (Generalized Method of Moments – GMM) cho thấy chất lượng thông tin báo

cáo tài chính và chất lượng công bố thông tin (Investor Relations Award – IRA) có tác động ngược chiều đến khả năng tiếp cận nợ vay của các doanh nghiệp. Diễn giải theo cách khác, các doanh nghiệp có chất lượng báo cáo tài chính và công bố thông tin tốt hơn thì sử dụng nợ vay ít hơn. Kết quả từ nghiên cứu này sẽ gợi ý một số hàm ý về chính sách và quản trị cho các bên có liên quan.

## 2. Cơ sở lý thuyết và lược khảo nghiên cứu

Lý thuyết chi phí đại diện được đề xuất bởi Jensen và Meckling (1976), đề cập về các mâu thuẫn lợi ích giữa các bên có thể làm gia tăng chi phí của doanh nghiệp. Các chi phí phát sinh này có thể được giảm thiểu thông qua các cơ chế và biện pháp khuyến khích khác nhau. Từ lý thuyết về chi phí đại diện có thể giải thích rằng chất lượng thông tin trong báo cáo tài chính và chất lượng công bố thông tin có tác động thuận chiều đến hệ số nợ của các doanh nghiệp do vấn đề thông tin bất cân xứng hoặc thông tin không đầy đủ (Tessema, 2020). Doanh nghiệp có mức độ thông tin bất cân xứng cao có thể sử dụng nợ vay như là cơ chế giải quyết các chi phí mâu thuẫn lợi ích giữa các bên (Gao & Zhu, 2015). Các nghiên cứu thực nghiệm cung cấp các bằng chứng về cách lý giải này (De Meyere và cộng sự, 2018; Nan & Wen, 2023; Van Caneghem & Van Campenhout, 2012). Các nghiên cứu tại Bỉ như của Van Caneghem và Van Campenhout (2012) sử dụng biến giả khi mà doanh nghiệp có báo cáo được kiểm toán thì nhận giá trị 1 và 0 để đại diện cho chất lượng thông tin báo cáo tài chính, De Meyere và cộng sự (2018) sử dụng hồi quy tobit và probit, Selleslagh và Ceustermans (2024) sử dụng dữ liệu của doanh nghiệp khối tư nhân. Nghiên cứu tại Trung Quốc thì có Nan và Wen (2023) đã tìm thấy mối liên hệ tích cực giữa đòn bẩy và chất lượng thông tin tối ưu; hay Ding và cộng sự (2016) tìm thấy mối tương quan thuận chiều giữa chất lượng báo cáo tài chính và khả năng tiếp cận nợ của doanh nghiệp.

Mặt khác, lý thuyết trật tự phân hạng được đề xuất bởi Myers và Majluf (1984) giải thích cách các doanh nghiệp tài trợ cho các dự án đầu tư hoặc các nhu cầu về vốn theo thứ tự ưu tiên từ nguồn vốn nội bộ, nợ vay, và cuối cùng là phát hành cổ phiếu. Bởi vì, nhà quản lý thường có thông tin tốt hơn về tình hình tài chính và triển vọng của doanh nghiệp so với các nhà đầu tư bên ngoài. Do đó, việc phát hành cổ phiếu mới có thể được coi là tín hiệu cho thấy doanh nghiệp đang gặp khó khăn về tài chính hoặc không đánh giá cao giá trị hiện tại của cổ phiếu. Vì vậy, nhà quản lý có thể tối ưu hoạt động phát hành thêm vốn (Bessler và cộng sự, 2011) hoặc khả năng phát hành thêm vốn cao hơn (Dierkens, 1991) khi tình trạng thông tin bất cân xứng được cải thiện thông qua việc cải thiện chất lượng báo cáo tài chính và chất lượng công bố thông tin (Brown & Hillegeist, 2007). Hơn nữa, việc cải thiện mức độ bất cân xứng thông tin giúp nhà đầu tư giảm rủi ro lựa chọn (Leuz & Verrecchia, 2000) cho nên nhà đầu tư cũng sẵn lòng tài trợ vốn cho doanh nghiệp hơn (Petacchi, 2015). Từ các lập luận đó cho thấy, chất lượng báo cáo tài chính và chất lượng công bố thông tin có thể có tác động ngược chiều đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp. Một số nghiên cứu thực nghiệm chứng thực cho cách giải thích này, ví dụ như nghiên cứu của Synn và Williams (2024) ước lượng hồi quy bình phương tối thiểu (OLS), Chen và cộng sự (2016) nghiên cứu trên mẫu dữ liệu đa quốc gia hay Tran (2022) sử dụng dữ liệu Việt Nam và kết quả hồi quy cố định FEM đều cho thấy tác động ngược chiều của chất lượng báo cáo tài chính và công bố thông tin đến nợ vay.

Trong bối cảnh Việt Nam là một nước có thị trường tài chính phụ thuộc khá nhiều vào hệ thống ngân hàng, thị trường chứng khoán còn non trẻ với hơn 20 năm phát triển, các doanh nghiệp cũng

không có nhiều sự linh hoạt trong các nguồn tài trợ vốn bên ngoài thì chất lượng thông tin được phản ánh trong báo cáo là cực kỳ quan trọng đối với nhà đầu tư và người cho vay (Ding và cộng sự, 2016; Synn & Williams, 2024). Hơn nữa, Việt Nam là một nước đang phát triển, thị trường chứng khoán hoạt động còn chưa hiệu quả (Gupta và cộng sự, 2014) và các thông tin còn thiếu minh bạch. Khi đó, chất lượng báo cáo tài chính và chất lượng công bố thông tin tốt hơn giúp cải thiện vấn đề thông tin bất cân xứng giữa người doanh nghiệp và nhà đầu tư (Brown & Hillegeist, 2007). Đồng thời, rủi ro trong việc lựa chọn đối tượng cho vay của bên tài trợ cũng được giảm thiểu (Leuz & Verrecchia, 2000). Dựa trên bối cảnh và lược khảo các nghiên cứu trước đó, giả thuyết nghiên cứu của nhóm tác giả như sau:

*Giả thuyết 1a: Chất lượng thông tin báo cáo có tác động ngược chiều đến tỷ lệ nợ.*

*Giả thuyết 1b: Chất lượng công bố thông tin có tác động ngược chiều đến tỷ lệ nợ.*

### 3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Mô hình nghiên cứu

Tham khảo từ các nghiên cứu trước đó về cấu trúc vốn và đòn bẩy tài chính cũng như các nghiên cứu về đánh giá vai trò của chất lượng báo cáo tài chính (De Meyere và cộng sự, 2018; Tran, 2022) thì mô hình nghiên cứu của nhóm tác giả được xây dựng như sau:

Mô hình 1:

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 INFO_{it} + \beta_{2-7} (Control\_Firm)_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Mô hình 2:

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 L.LEV_{it} + \beta_2 INFO_{it} + \beta_{3-8} (Control\_Firm)_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

#### *Biến phụ thuộc*

$LEV_{i,t}$  là hệ số nợ của doanh nghiệp  $i$  tại năm  $t$  và  $L.LEV_{i,t}$  là hệ số nợ của doanh nghiệp  $i$  tại năm  $t-1$ , được đại diện bởi DEBT và LDEBT. Trong đó, DEBT là hệ số giữa nợ phải trả và tổng tài sản và LDEBT được đo bằng tỷ số của nợ dài hạn trên tổng tài sản. Trong mô hình 2, biến trễ của biến phụ thuộc được đưa vào mô hình do các nghiên cứu trước đây nhận thấy rằng mức sử dụng nợ của kỳ trước đó có ảnh hưởng tích lũy đến mức sử dụng nợ của kỳ hiện tại (Chung & Phan, 2020; Rehman và cộng sự, 2017).

#### *Biến độc lập*

INFO được đại diện bởi chất lượng báo cáo tài chính (BIG4 và FDI) và chất lượng công bố thông tin (IRA). Trong đó:

#### *Chất lượng báo cáo tài chính (BIG4 và FDI)*

Chất lượng thông tin được phản ánh trong báo cáo tài chính có liên hệ chặt chẽ với uy tín và chất lượng dịch vụ được cung cấp bởi công ty kiểm toán. Hay nói cách khác, uy tín và chất lượng của công ty kiểm toán phản ánh một phần độ tin cậy về thông tin và chất lượng của báo cáo tài chính. Các nghiên cứu thực nghiệm cũng chỉ ra rằng uy tín của công ty kiểm toán, cụ thể là giữa nhóm công ty Big Four (bao gồm Deloitte, PwC, EY, và KPMG) và nhóm các công ty kiểm toán còn lại (Harris & Williams, 2020). Thêm vào đó, các nghiên cứu trong mảng tài chính doanh nghiệp cũng thường sử

dụng thông tin về công ty kiểm toán để đánh giá tác động của công ty kiểm toán đến các quyết định của doanh nghiệp cũng như sự khác biệt giữa các nhóm doanh nghiệp khi sử dụng công ty kiểm toán khác nhau (Phan & Rangkulnuwat, 2022). Nhất quán với quan điểm đó, nhóm tác giả đã sử dụng thông tin của loại hình công ty kiểm toán (Big Four và không phải Big Four, có vốn đầu tư nước ngoài (FDI) và nhóm công ty kiểm toán nội địa) để làm thước đo phản ánh chất lượng báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Khi đó, trong mẫu nghiên cứu của nhóm tác giả, doanh nghiệp sử dụng dịch vụ của công ty kiểm toán Big Four (BIG4) hoặc công ty có vốn đầu tư nước ngoài (FDI) thì nhận giá trị 1, giá trị 0 được gán cho các quan sát còn lại.

#### *Chất lượng công bố thông tin (IRA)*

Hoạt động công bố thông tin và chất lượng báo cáo tài chính thực sự có mối liên hệ chặt chẽ (Martínez-Ferrero và cộng sự, 2015). Thông thường, những doanh nghiệp tuân thủ các nguyên tắc về công bố thông tin của pháp luật quy định thì cũng chú trọng chất lượng của hoạt động quản trị nói chung (Hermalin & Weisbach, 2012) và báo cáo tài chính nói riêng (Penno, 1997). Do đó, nhóm tác giả sử dụng thông tin về chất lượng công bố thông tin của các doanh nghiệp niêm yết là một trong các thước đo đại diện cho chất lượng báo cáo tài chính. Cụ thể, các doanh nghiệp được xếp hạng bởi giải thưởng IR Awards trong năm (IRA) nhận giá trị 1 trong khi những doanh nghiệp còn lại nhận giá trị 0.

#### *Khả năng thanh khoản (LIQ)*

LIQ đại diện cho khả năng thanh khoản, được đo bằng tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn. Các đo lường này được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu trước đây (Phan Quỳnh Trang và cộng sự, 2024). Khả năng thanh khoản có tác động đến khả năng tiếp cận nợ vay của doanh nghiệp bởi vì hệ số này có thể thấy khả năng chuyển đổi thành tiền mặt để đáp ứng các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn. Do đó, khả năng thanh khoản tốt có thể giúp doanh nghiệp tiếp cận nợ vay dễ dàng hơn (Ho và cộng sự, 2021). Ngược lại, các doanh nghiệp có khả năng thanh khoản tốt là tín hiệu tích cực về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Farooq & Bouaich, 2012) cho nên doanh nghiệp có thể không có nhu cầu tài trợ vốn bằng nợ vay bên ngoài. Do đó, tác động của thanh khoản đến nợ vay có thể cùng chiều hoặc ngược chiều.

#### *Khả năng tăng trưởng (GROW)*

GROW đại diện cho khả năng tăng trưởng, được đo bởi tăng trưởng doanh thu hàng năm cũng được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu trước đây (Nguyễn Thị Thu Thủy & Nguyễn Văn Thuận, 2021). Tăng trưởng doanh thu có tác động thuận chiều đến tỷ lệ nợ hàm ý về sự gia tăng nhu cầu vay vốn để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh. Kết quả này tương tự như nghiên cứu của Phạm Tiến Minh và Nguyễn Tiến Dũng (2015) trong việc lý giải lựa chọn cấu trúc vốn theo lý thuyết trật tự phân hạng của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

#### *Khả năng sinh lời (ROA)*

ROA đại diện cho hiệu quả hoạt động kinh doanh, được tính bằng lợi nhuận trước thuế chia cho tổng tài sản. Các doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động kinh doanh tốt thì có thể ưa thích việc tự tài trợ cho các dự án bằng nguồn vốn nội bộ hơn là vay nợ. Đặc biệt, khi lãi suất cho vay của thị trường ở mức cao thì vay nợ làm doanh nghiệp chịu phải gánh nặng chi phí lớn. Kết quả tương tự cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của Phạm Tiến Minh và Nguyễn Tiến Dũng (2015).

#### *Quy mô doanh nghiệp (SIZE)*

SIZE đại diện cho quy mô doanh nghiệp, được đo bằng hệ số logarit tự nhiên cho tổng tài sản. Quy mô công ty có mối quan hệ tỷ lệ thuận với nợ vay, bởi vì các công ty lớn thường có rủi ro và chi phí phá sản thấp hơn. Kết quả này cũng được tìm thấy trong các nghiên cứu trước đây (Chung & Phan, 2020; Phạm Tiến Minh & Nguyễn Tiến Dũng, 2015)

#### *Tài sản cố định (TANG)*

TANG đại diện cho tài sản cố định, được đo bằng giá trị còn lại của tài sản cố định chia cho tổng tài sản. Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình có mối quan hệ tỷ lệ thuận với khả năng tiếp cận nợ nay do các chủ nợ thường yêu cầu tài sản thế chấp để đảm bảo cho các khoản vay (Charalambakis & Psychoyios, 2012). Tuy nhiên, khi tỷ lệ tài sản cố định tăng, doanh nghiệp thường cố gắng tối ưu hóa việc sử dụng tài sản và giảm sự phụ thuộc vào nguồn vốn vay. Hơn nữa, các công ty có nhiều tài sản cố định thường có thể tự tài trợ nhiều hơn và ít cần vay nợ hơn (Pandey & Chotigean, 2004).

#### *Thuế suất (TAX)*

TAX đại diện cho tác động của thuế, được tính bằng thuế thu nhập doanh nghiệp chia cho lợi nhuận trước thuế. Tỷ lệ thuế có mối quan hệ thuận chiều với nợ vay, bởi vì các công ty có thể tận dụng lợi thế từ lá chắn thuế, giúp giảm chi phí tài chính thực tế của doanh nghiệp. Kết quả này cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của Graham (1996)

### *3.2. Dữ liệu nghiên cứu*

Số liệu kế toán được cung cấp bởi cơ sở dữ liệu của Fiinpro<sup>1</sup> trong khi đó thông tin về công ty kiểm toán được thu thập trên báo cáo tài chính doanh nghiệp. Thông tin về doanh nghiệp nhận được kết quả bình chọn là doanh nghiệp có công bố thông tin tốt nhất (IRA) được thu thập trên Vietstock. Nhóm tác giả cũng loại bỏ các quan sát bị thiếu dữ liệu cũng như các doanh nghiệp tài chính do sự khác biệt về các quy định liên quan đến cơ cấu vốn. Mẫu dữ liệu cuối cùng bao gồm 7.174 quan sát trong giai đoạn 2010–2022.

## **4. Kết quả nghiên cứu**

### *4.1. Thống kê mô tả*

Bảng 1 mô tả các biến trong mẫu quan sát. Chúng ta có giá trị trung bình của nợ vay là khoảng 48,6% trên tổng nguồn vốn, trong đó nợ dài hạn chiếm 9,8%. Tuy nhiên, việc sử dụng nợ của các doanh nghiệp cũng khá biến động khi có doanh nghiệp tài trợ tài sản với 90,4% là nợ, tỷ lệ vô cùng cao trong khi đó có những doanh nghiệp hoàn toàn không sử dụng nợ vay dài hạn. Phân loại nhóm chất lượng thông tin báo cáo tài chính thì có 24,1% doanh nghiệp sử dụng dịch vụ kiểm toán của nhóm 4 công ty kiểm toán lớn nhất thế giới (BIG4), 33,8% các công ty kiểm toán có vốn đầu tư nước ngoài (FDI) và chỉ 20,5% doanh nghiệp được bình chọn có chất lượng công bố thông tin tốt nhất (IRA).

<sup>1</sup> Fiinpro là hệ thống cơ sở dữ liệu tài chính chuyên sâu cho Thị trường Việt Nam

**Bảng 1.**

Mô tả các biến

Biến nghiên cứu	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
DEBT	7.174	0,486	0,221	0,040	0,904
LDEBT	7.174	0,098	0,136	0,000	0,605
BIG4	7.174	0,241	0,428	0,000	1,000
FDI	7.174	0,338	0,473	0,000	1,000
IRA	7.174	0,205	0,404	0,000	1,000
LIQ	7.174	2,360	2,633	0,396	17,789
GROW	7.174	0,232	0,817	-0,731	5,913
ROA	7.174	0,078	0,074	0,001	0,386
SIZE	7.174	13,537	1,572	9,974	17,854
TANG	7.174	0,193	0,199	0,000	0,855
TAX	7.174	0,196	0,158	-0,216	0,916

**Bảng 2.**

Mô tả các biến theo phân ngành

Ngành	DEBT	LDEBT	BIG4	FDI	IRA	LIQ	GROW	ROA	SIZE	TANG	TAX
Nông nghiệp	0,442	0,062	0,327	0,399	0,218	2,422	0,184	0,090	13,834	0,168	0,155
Hàng tiêu dùng	0,432	0,051	0,323	0,418	0,238	2,303	0,179	0,102	13,673	0,220	0,189
Năng lượng	0,512	0,196	0,370	0,494	0,277	1,835	0,153	0,082	14,241	0,400	0,178
Y tế	0,406	0,046	0,374	0,456	0,248	2,494	0,133	0,120	13,497	0,191	0,187
Công nghiệp	0,436	0,122	0,222	0,295	0,215	2,635	0,192	0,093	13,475	0,283	0,172
Nguyên vật liệu	0,467	0,053	0,233	0,362	0,179	2,252	0,319	0,078	13,246	0,211	0,182
Bất động sản	0,566	0,119	0,213	0,320	0,186	2,104	0,253	0,056	13,737	0,127	0,224
Dịch vụ	0,384	0,070	0,125	0,196	0,186	3,271	0,269	0,089	12,561	0,177	0,195
Công nghệ	0,529	0,059	0,209	0,304	0,200	2,031	0,266	0,059	13,528	0,086	0,199
Viễn thông	0,558	0,013	0,000	0,241	0,138	1,765	0,303	0,083	13,130	0,028	0,194
Giá trị trung bình	0,486	0,098	0,240	0,338	0,205	2,358	0,232	0,077	13,538	0,192	0,196

Bảng 2 mô tả các biến theo phân ngành kinh tế. Theo đó, nợ vay cao nhất thuộc các doanh nghiệp nhóm ngành Bất động sản với tỷ lệ nợ vay là 0,566 trong khi đó nhóm doanh nghiệp thuộc ngành Dịch vụ có nợ vay thấp nhất với giá trị trung bình là 0,384. Tiếp theo, đối với nợ vay dài hạn, do đặc thù của ngành Năng lượng và Công nghiệp với các dự án đầu tư dài hạn thì tỷ lệ nợ dài hạn có giá trị trung bình lần lượt là 0,196 và 0,122. Đối với tỷ lệ các doanh nghiệp được kiểm toán bởi nhóm kiểm toán Big Four thì dễ nhận thấy các doanh nghiệp ngành Viễn thông hoàn toàn không sử dụng dịch vụ kiểm toán của nhóm Big Four. Tỷ lệ các doanh nghiệp nằm trong nhóm được bầu chọn công bố thông

tin tốt nhất thuộc về nhóm Năng lượng với tỷ lệ 2,77%. Tuy nhiên, kết quả này không có quá nhiều sự khác biệt đối với các nhóm ngành khác.

#### 4.2. Kết quả hồi quy và Thảo luận

Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy theo mô hình (1) và (2). Kết quả hồi quy FEM cho thấy hệ số hồi quy cho các biến BIG4 và IRA đều có ý nghĩa thống kê và có dấu âm ở cả hai thước đo, đại diện cho tổng nợ vay và nợ vay dài hạn trong khi đó biến FDI thì không có ý nghĩa thống kê. Đối với hồi quy GMM, ý nghĩa thống kê chỉ được tìm thấy với biến đại diện BIG4 cho hai thước đo nợ vay và nợ vay dài hạn trong khi đó FDI và IRA có ý nghĩa thống kê với thước đo nợ vay dài hạn. Như vậy, việc kiểm soát yếu tố tác động của tỷ lệ nợ của kỳ trước đó cũng như nguy cơ của vấn đề nội sinh có ý nghĩa đối với kết quả hồi quy. Tuy nhiên, chiều hướng tác động của các biến đại diện cho thước đo chất lượng báo cáo tài chính và chất lượng công bố thông tin vẫn nhất quán với kết quả hồi quy khi sử dụng mô hình FEM. Điều này khác với các lập luận trước đây về vấn đề kết quả hồi quy có thể thay đổi chiều hướng tác động nếu vấn đề nội sinh không được kiểm soát (Ullah, Akhtar, & Zaefarian, 2018).

Tác động ngược chiều của chất lượng báo cáo tài chính và công bố thông tin đến nợ vay có thể được giải thích như sau. Một mặt, với các doanh nghiệp có chất lượng báo cáo tài chính hoặc chất lượng công bố thông tin kém thì có thể gặp khó khăn trong huy động vốn từ các nhà đầu tư bằng việc phát hành thêm cổ phần. Do đó, họ có xu hướng lựa chọn vay nợ nhiều hơn từ nhiều kênh vay vốn như ngân hàng hay các nhà cung ứng thông qua tài trợ thương mại. Bởi vì, vay nợ từ ngân hàng có thể chịu tác động từ các mối quan hệ cá nhân (Infante & Piazza, 2014) giữa người ký quyết định cho vay và người đứng đầu doanh nghiệp cũng như vay nợ từ nhà cung cấp thì phụ thuộc vào thời gian cũng như uy tín trong hoạt động giữa hai doanh nghiệp (Han và cộng sự, 2013) hơn là căn cứ trên báo cáo tài chính hay là đánh giá chất lượng của bên thứ ba. Mặt khác, đối với các doanh nghiệp có chất lượng báo cáo tài chính tốt, công bố thông tin tốt, thì nhận được sự tin tưởng của nhà đầu tư (giảm sự bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư bên ngoài) cho nên quá trình huy động vốn từ phát hành cổ phần cũng thuận lợi hơn. Thực tế thì nhà quản lý doanh nghiệp là người hiểu rõ về tình hình hoạt động kinh doanh và triển vọng phát triển trong tương lai của doanh nghiệp mình. Do đó, nếu doanh nghiệp có xu hướng phát hành thêm cổ phần để tăng vốn thì cũng có xu hướng cải thiện chất lượng báo cáo tài chính và công bố thông tin để củng cố niềm tin của các nhà đầu tư. Kết quả nghiên cứu này đặt ra thử thách đối với các nhà đầu tư khi đưa ra quyết định đầu tư cổ phiếu. Nhà đầu tư cần có đủ các nguồn thông tin để đánh giá tình hình kinh doanh thực tế cũng như triển vọng phát triển trong tương lai mà không chỉ thông qua các thông tin trên báo cáo tài chính cũng như các thông tin được công bố trên báo cáo tài chính để ra quyết định đầu tư. Kết quả này cũng đưa ra các thử thách cho nhà quản lý về yêu cầu của tính minh bạch trong công bố thông tin của doanh nghiệp.

Đối với hồi quy GMM, tỷ lệ nợ vay và nợ vay dài hạn của năm trước (L.LEV) có tác động đến nợ vay và nợ vay dài hạn của hiện tại với mức ý nghĩa thống kê 1%. Điều này cho thấy, chính sách nợ vay của doanh nghiệp thường được duy trì trong nhiều năm. Nếu doanh nghiệp có xu hướng duy trì mức nợ vay cao thì vẫn tiếp tục tận dụng khả năng tiếp cận nợ vay hơn là vay vốn thông qua các kênh tài trợ khác như là phát hành cổ phiếu. Thực tế cho thấy các doanh nghiệp có xu hướng duy trì tỷ lệ nợ vay khá cao với giá trị trung bình là 48,6%.

Đối với các biến kiểm soát, kết quả cho thấy tác động cùng chiều của quy mô (SIZE) đến nợ vay và nợ vay dài hạn. Doanh nghiệp có quy mô lớn thì có nhu cầu nợ vay cao hơn để phục vụ cho hoạt động thúc đẩy bán hàng. Thêm vào đó, các doanh nghiệp có quy mô lớn thường được nhìn nhận là có rủi ro thấp hơn cho nên tiếp cận nợ vay cũng dễ dàng hơn (Chung & Phan, 2020). Kết quả cũng cho thấy tác động của tăng trưởng (GROW) đến nợ vay. Các doanh nghiệp có tăng trưởng về doanh thu cũng có nhu cầu lớn hơn về tiếp cận vốn vay để mở rộng hoạt động sản xuất, phục vụ cho nhu cầu gia tăng doanh số. Yếu tố thuế suất (TAX) chỉ có tác động tích cực đối với tổng nợ hơn là nợ dài hạn. Khi doanh nghiệp vay nợ nhiều, chi phí lãi vay cao làm giảm lợi nhuận trước thuế, dẫn đến tỷ lệ thuế suất (TAX) tăng. Quan hệ thuận chiều giữa TAX và DEBT hàm ý rằng khi nợ vay tăng, lợi ích từ lá chắn thuế của nợ vay cũng tăng, khuyến khích các doanh nghiệp sử dụng nợ vay nhiều hơn để giảm thuế phải trả. Điều này làm cho nợ vay trở nên hấp dẫn hơn đối với các công ty, đặc biệt là những công ty có lợi nhuận cao và phải chịu mức thuế suất cao. Trong khi đó, khi doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn dài hạn, thường là tài trợ cho các dự án dài hạn như là xây dựng nhà xưởng hay nhập máy móc thì nợ vay lúc này là nguồn vốn cần thiết mà các nguồn tài trợ nội bộ và dòng tiền ngắn hạn không đảm bảo cho hoạt động của dự án.

Tác động tích cực của tài sản cố định (TANG) đối với nợ vay dài hạn (LDEBT) nhưng có tác động ngược chiều với tổng nợ (DEBT). Khi các doanh nghiệp cần vốn dài hạn thì thường cần tài sản đảm bảo là bất động sản để thế chấp cho ngân hàng hay tổ chức tài chính. Hơn nữa, khi đánh giá cho vay dài hạn thì các tổ chức cũng cần đánh giá toàn diện về rủi ro vỡ nợ hay dòng tiền tiềm năng để hoàn trả nợ vay trong tương lai. Do đó, yếu tố liên quan đến thanh khoản và tài sản cố định đóng vai trò quan trọng trong tiếp cận thêm nguồn vốn vay dài hạn. Garcia-Rodriguez và cộng sự (2022) đã chỉ ra rằng nợ dài hạn gia tăng khi có nhiều tài sản cố định và thanh khoản tốt hơn. Tuy nhiên, đối với các khoản nợ ngắn hạn thì thế chấp tài sản cố định trong một số trường hợp là không bắt buộc mà doanh nghiệp có thể sử dụng hàng tồn kho. Mặt khác, các doanh nghiệp có khả năng thanh khoản tốt và dồi dào tài sản cố định thì có xu hướng cố gắng tối ưu hóa việc sử dụng tài sản cố định và dòng tiền sẵn có hơn là tiếp tục vay nợ và phải chịu gánh nặng lãi vay.

Tác động ngược chiều giữa lợi nhuận (ROA) và nợ vay hàm ý rằng các doanh nghiệp có kết quả kinh doanh tốt có thể ít vay nợ hơn do họ có xu hướng tài trợ cho các hoạt động kinh doanh bằng nguồn vốn nội bộ. Nghiên cứu của Singh và Faircloth (2005) cho thấy các doanh nghiệp duy trì tỷ lệ nợ cao thì thường có hiệu quả kinh doanh thấp. Tuy nhiên, trên thực tế, khi doanh nghiệp tiếp cận vốn vay từ các nguồn chính thức như ngân hàng hay tổ chức tài chính thì họ sẽ có xu hướng e ngại trong cho vay đối với các doanh nghiệp kinh doanh kém hiệu quả.

**Bảng 3.**

Kết quả hồi quy

Biến nghiên cứu	Hồi quy FEM						Hồi quy GMM					
	Tổng nợ vay (DEBT)			Nợ dài hạn (LDEBT)			Tổng nợ vay (DEBT)			Nợ dài hạn (LDEBT)		
	BIG4	FDI	IRA	BIG4	FDI	IRA	BIG4	FDI	IRA	BIG4	FDI	IRA
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	
L.LEV							0,520***	0,533***	0,547***	0,800***	0,806***	0,813***
							(0,059)	(0,055)	(0,064)	(0,043)	(0,043)	(0,047)
INFO	-0,028***	-0,002	-0,029***	-0,013*	0,001	-0,027***	-0,020***	-0,006	0,003	-0,013***	-0,006**	-0,003*
	(0,008)	(0,006)	(0,004)	(0,006)	(0,005)	(0,003)	(0,005)	(0,004)	(0,003)	(0,003)	(0,002)	(0,002)
SIZE	0,041***	0,039***	0,045***	0,033***	0,032***	0,038***	0,005**	0,003	0,003	0,008***	0,007***	0,007***
	(0,006)	(0,006)	(0,006)	(0,005)	(0,005)	(0,005)	(0,002)	(0,002)	(0,002)	(0,002)	(0,002)	(0,001)
TANG	-0,047*	-0,048*	-0,052*	0,177***	0,177***	0,172***	-0,143***	-0,140***	-0,131***	0,018	0,018	0,021
	(0,023)	(0,023)	(0,023)	(0,025)	(0,025)	(0,024)	(0,020)	(0,019)	(0,022)	(0,012)	(0,013)	(0,012)
GROW	0,017***	0,017***	0,017***	0,006***	0,006***	0,005***	0,003	0,004	0,005	-0,004	-0,004	-0,003
	(0,002)	(0,002)	(0,002)	(0,002)	(0,002)	(0,002)	(0,001)	(0,003)	(0,003)	(0,002)	(0,002)	(0,002)
ROA	-0,525***	-0,527***	-0,533***	-0,279***	-0,280***	-0,285***	-0,221***	-0,229***	-0,260***	-0,143***	-0,142***	-0,105***
	(0,043)	(0,043)	(0,042)	(0,031)	(0,032)	(0,031)	(0,053)	(0,053)	(0,049)	(0,036)	(0,036)	(0,026)
LIQ	-0,024***	-0,024***	-0,024***	0,002*	0,002*	0,002**	-0,054***	-0,052***	-0,049***	0,001*	0,001*	0,002**
	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,007)	(0,007)	(0,009)	(0,001)	(0,001)	(0,001)
TAX	0,026**	0,027**	0,026**	-0,005	-0,004	-0,006	0,009	0,008	0,009	-0,098	-0,091	-0,001
	(0,009)	(0,009)	(0,009)	(0,008)	(0,008)	(0,008)	(0,008)	(0,008)	(0,008)	(0,066)	(0,065)	(0,039)

Biến nghiên cứu	Hồi quy FEM						Hồi quy GMM					
	Tổng nợ vay (DEBT)			Nợ dài hạn (LDEBT)			Tổng nợ vay (DEBT)			Nợ dài hạn (LDEBT)		
	BIG4	FDI	IRA	BIG4	FDI	IRA	BIG4	FDI	IRA	BIG4	FDI	IRA
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	
Hệ số góc	0,040	0,058	-0,017	-0,362***	-0,353***	-0,426***	0,333***	0,347***	0,328***	-0,064*	-0,052	-0,073***
	(0,076)	(0,075)	(0,078)	(0,064)	(0,063)	(0,064)	(0,051)	(0,050)	(0,062)	(0,028)	(0,027)	(0,020)
Số quan sát	7.174	7.174	7.174	7.174	7.174	7.174	6.153	6.153	6.153	6.153	6.153	6.153
Adj. R-sq	0,305	0,302	0,312	0,134	0,133	0,151						
AR (2) (P-value)							0,650	0,691	0,737	0,245	0,258	0,240
Hansen (P-value)							0,509	0,454	0,075	0,109	0,114	0,036

*Ghi chú:* Sai số hiệu chỉnh được trình bày trong dấu ngoặc đơn. Cột 1 đến 6 trình bày kết quả hồi quy theo mô hình FEM. Cột 7 đến 12 trình bày kết quả hồi quy theo ước lượng GMM. Ký hiệu \*, \*\* và \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

## 5. Kết luận

Bài nghiên cứu này xem xét tác động của chất lượng báo cáo tài chính và công bố thông tin đến sử dụng nợ vay của các doanh nghiệp. Sử dụng bộ dữ liệu với 7.174 quan sát của các doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2010–2022. Kết quả hồi quy FEM và GMM cho thấy chất lượng báo cáo tài chính và công bố thông tin có tác động ngược chiều đến nợ vay và nợ vay dài hạn của các doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu hàm ý rằng các doanh nghiệp có báo cáo tài chính và công bố thông tin tốt thường có xu hướng sử dụng nguồn vốn nội bộ hoặc phát hành thêm cổ phần hơn là vay nợ để tài trợ cho đầu tư và các nhu cầu phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Lý giải này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng trong lựa chọn cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Từ kết quả nghiên cứu, một số hàm ý chính sách và quản trị cũng được gợi ý như sau. Đối với nhà chính sách, chất lượng thông tin báo cáo rõ ràng đóng vai trò quan trọng trong việc tiếp cận nợ vay của doanh nghiệp. Do đó, các nhà làm luật vẫn nên có các chính sách khuyến khích cũng như có các chế tài chặt chẽ về hoạt động công bố thông tin cũng như các thông tin cần được công bố trong báo cáo tài chính. Thứ hai, việc kiểm soát hoạt động của các công ty cung ứng dịch vụ kiểm toán độc lập cũng cần được chú trọng. Đặc biệt là các công ty nội địa và cả các công ty có vốn góp của nước ngoài nhưng không nằm trong nhóm Big Four bởi vì chất lượng báo cáo kiểm toán có đóng góp rất lớn từ vai trò của kiểm toán độc lập, đặc biệt là đối với những doanh nghiệp có tình trạng cung cấp số liệu không trung thực. Thứ ba, kết quả cũng gợi ý rằng phải chăng các doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ vay thì có thể có thông tin báo cáo kém chất lượng. Điều này đặt ra câu hỏi về tính minh bạch trong quy trình và thủ tục cấp vốn của các bên cho vay như là ngân hàng hay công ty tài chính. Vì vậy, kiểm soát quy trình đánh giá và thẩm định khi cho vay cũng cần được chú trọng và xem xét bằng các đợt kiểm tra hồ sơ ngẫu nhiên tại các ngân hàng.

Đối với doanh nghiệp, thứ nhất, cải thiện chất lượng báo cáo tài chính và công bố thông tin giúp doanh nghiệp huy động vốn vay từ phát hành cổ phần. Việc phát hành thêm cổ phần thành công cũng là tín hiệu cho đánh giá tích cực của nhà đầu tư đối với doanh nghiệp, đồng thời đòn bẩy tài chính cũng thấp hơn. Từ đó, doanh nghiệp cũng có được đánh giá về tình hình vay nợ từ phía trái chủ. Thứ hai, lựa chọn dịch vụ kiểm toán nếu lựa chọn các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài với quan niệm công ty nước ngoài cung cấp dịch vụ tốt hơn thì khuyến khích lựa chọn nhóm công ty kiểm toán Big Four. Trong trường hợp còn lại, dịch vụ cung ứng với công ty nội địa và nước ngoài không có sự khác biệt trong bối cảnh về chất lượng báo cáo tài chính và nợ vay trong khi chi phí kiểm toán từ nhóm công ty nước ngoài có thể cao hơn công ty nội địa.

Hạn chế của nghiên cứu là vẫn còn bị giới hạn trong các thước đo đại diện cho chất lượng báo cáo tài chính, ví dụ như xếp hạng về chất lượng báo cáo tài chính của tổ chức ARA Việt Nam giai đoạn 2008–2017 hay các thước đo về chất lượng báo cáo tài chính từ các khoản dồn tích (Accruals).

### **Xung đột lợi ích**

Nhóm tác giả xác nhận rằng không tồn tại xung đột lợi ích với các bên trong bài báo.

---

**Tài liệu tham khảo**

- Behr, P., Entzian, A., & Güttler, A. (2011). How do lending relationships affect access to credit and loan conditions in microlending?. *Journal of Banking & Finance*, 35(8), 2169-2178. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.01.005>
- Bessler, W., Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2011). Information Asymmetry and Financing Decisions\*. *International Review of Finance*, 11(1), 123-154. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2010.01122.x>
- Brown, S., & Hillegeist, S. A. (2007). How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Review of Accounting Studies*, 12(2), 443-477. <https://doi.org/10.1007/s11142-007-9032-5>
- Cai, J., Cheung, Y. L., & Goyal, V. K. (1999). Bank monitoring and the maturity structure of Japanese corporate debt issues. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3-4), 229-250. [https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(99\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(99)00009-8)
- Cenni, S., Monferrà, S., Salotti, V., Sangiorgi, M., & Torluccio, G. (2015). Credit rationing and relationship lending. Does firm size matter?. *Journal of Banking & Finance*, 53, 249-265. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.12.010>
- Charalambakis, E. C., & Psychoyios, D. (2012). What do we know about capital structure? Revisiting the impact of debt ratios on some firm-specific factors. *Applied Financial Economics*, 22(20), 1727-1742. <https://doi.org/10.1080/09603107.2012.676733>
- Chen, J. Z., Lim, C. Y., & Lobo, G. J. (2016). Does the relation between information quality and capital structure vary with cross-country institutional differences?. *Journal of International Accounting Research*, 15(3), 131-156. <https://doi.org/10.2308/jiar-51606>
- Chung, T. A., & Phan, Q. T. (2020). Debt maturity and the development of financial markets in Vietnamese listed firms. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 10(2), 184-206. <https://doi.org/10.1504/AAJFA.2020.106258>
- De Meyere, M., Vander Bauwhede, H., & Van Cauwenberge, P. (2018). The impact of financial reporting quality on debt maturity: The case of private firms. *Accounting and Business Research*, 48(7), 759-781. <https://doi.org/10.1080/00014788.2018.1431103>
- Dierkens, N. (1991). Information Asymmetry and Equity Issues. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26(2), 181-199. <https://doi.org/10.2307/2331264>
- Ding, S., Liu, M., & Wu, Z. (2016). Financial reporting quality and external debt financing constraints: The case of privately held firms. *Abacus*, 52(3), 351-373. <https://doi.org/10.1111/abac.12083>
- Do, T. K., Huang, H. H., & Ouyang, P. (2022). Product market threats and leverage adjustments. *Journal of Banking & Finance*, 135, 106365. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106365>
- Fan, Z., Zhang, Z., & Zhao, Y. (2021). Does oil price uncertainty affect corporate leverage? Evidence from China. *Energy Economics*, 98, 105252. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2021.105252>

- Farooq, O., & Bouaich, F. Z. (2012). Liquidity and firm performance: Evidence from the MENA region. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 7(2), 139-152. <https://doi.org/10.1504/IJBGE.2012.047539>
- Gambacorta, L., & Mistrulli, P. E. (2004). Does bank capital affect lending behavior?. *Journal of Financial Intermediation*, 13(4), 436-457. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2004.06.001>
- Gao, W., & Zhu, F. (2015). Information asymmetry and capital structure around the world. *Pacific-Basin Finance Journal*, 32, 131-159. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.01.005>
- Garcia-Rodriguez, I., Romero-Merino, M. E., & Santamaria-Mariscal, M. (2022). Capital Structure and Debt Maturity in Nonprofit Organizations. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 51(6), 1451-1474. <https://doi.org/10.1177/08997640211065500>
- Ghardallou, W. (2023). The heterogeneous effect of leverage on firm performance: A quantile regression analysis. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 16(1), 210-225. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-12-2021-0490>
- Goldstein, I., & Yang, L. (2017). Information disclosure in financial markets. *Annual Review of Financial Economics*, 9, 101-125. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110716-032355>
- Graham, J. R. (1996). Debt and the marginal tax rate. *Journal of Financial Economics*, 41(1), 41-73. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00857-B](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00857-B)
- Gupta, R., Yang, J., & Basu, P. K. (2014). Market efficiency in emerging economies—Case of Vietnam. *International Journal of Business and Globalisation*, 13(1), 25. <https://doi.org/10.1504/IJBG.2014.063392>
- Han, X., Wang, X., & Wang, H. (2013). The inter-enterprise relationship and trade credit. *Nankai Business Review International*, 4(1), 49-65. <https://doi.org/10.1108/20408741311303878>
- Harris, M. K., & Williams, L. T. (2020). Audit quality indicators: Perspectives from Non-Big Four audit firms and small company audit committees. *Advances in Accounting*, 50, 100485. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2020.100485>
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2012). Information Disclosure and Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 67(1), 195-233. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01710.x>
- Ho, L., Lu, Y., & Bai, M. (2021). Liquidity and speed of leverage adjustment. *Australian Journal of Management*, 46(1), 76-109. <https://doi.org/10.1177/0312896220918913>
- Hoang, T. C., Pham, H., Ramiah, V., Moosa, I., & Le, D. V. (2020). The effects of information disclosure regulation on stock markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 51, 101082. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101082>
- Infante, L., & Piazza, M. (2014). Political connections and preferential lending at local level: Some evidence from the Italian credit market. *Journal of Corporate Finance*, 29, 246-262. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.06.003>
- 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)

- Le, H. T. T., Tran, H. G., & Vo, X. V. (2021). Audit quality, accruals quality and the cost of equity in an emerging market: Evidence from Vietnam. *International Review of Financial Analysis*, 77, 101798. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101798>
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91-124. <https://doi.org/10.2307/2672910>
- Martínez-Ferrero, J., Garcia-Sanchez, I. M., & Cuadrado-Ballesteros, B. (2015). Effect of financial reporting quality on sustainability information disclosure. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(1), 45-64. <https://doi.org/10.1002/csr.1330>
- Myers, S., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nan, L., & Wen, X. (2023). Financial leverage, information quality, and efficiency. *Contemporary Accounting Research*, 40(2), 1082-1106. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12845>
- Nguyễn Hải Yến. (2021). CEO, biến động dòng tiền và cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 31(6), 44-71.
- Nguyễn Thị Thu Thủy, & Nguyễn Văn Thuận. (2021). Tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp: Nghiên cứu thực nghiệm từ các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp Chí Nghiên Cứu Tài Chính - Marketing*, 62(2), 1-17. <https://doi.org/10.52932/jfm.vi62.141>
- Nguyễn Thị Thúy Hạnh. (2019). Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty sản xuất thương mại Việt Nam. *Tạp Chí Khoa Học Đại Học Mở - Kinh Tế và Quản Trị Kinh Doanh*, 14(1), 142-152.
- Pandey, I. M., & Chotigeat, T. (2004). Theories of capital structure: Evidence from an emerging market. *Studies in Economics and Finance*, 22(2), 1-19. <https://doi.org/10.1108/eb028777>
- Penno, M. C. (1997). Information Quality and Voluntary Disclosure. *The Accounting Review*, 72(2), 275-284.
- Petacchi, R. (2015). Information asymmetry and capital structure: Evidence from regulation FD. *Journal of Accounting and Economics*, 59(2), 143-162. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.01.002>
- Phạm Tiến Minh, & Nguyễn Tiến Dũng. (2015). Các nhân tố ảnh hưởng cấu trúc vốn từ mô hình tĩnh đến mô hình động: Nghiên cứu trong ngành bất động sản Việt Nam. *Tạp Chí Phát Triển Kinh Tế*, 26(6), 58-74.
- Phan, Q. T., & Rangkakulnuwat, P. (2022). How price informativeness affects the sensitivity of investment-to-stock price in Vietnamese listed firms. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 12(1), 28-61. <https://doi.org/10.1504/AAJFA.2022.121767>
- Phan Quỳnh Trang, Nguyễn Sĩ Khải, & Vũ Hoàng Minh Trung. (2024). Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài và giá trị doanh nghiệp. *Tạp Chí Kinh Tế và Phát Triển*, 74(2), 7-15. <https://doi.org/10.61602/jdi.2024.74.02>

- Selleslagh, T., & Ceustermans, S. (2024). The usefulness of financial reporting quality in the access to bank debt for private firms. *Accounting in Europe*, 1-27. <https://doi.org/10.1080/17449480.2024.2332397>
- Singh, M., & Faircloth, S. (2005). The impact of corporate debt on long term investment and firm performance. *Applied Economics*, 37(8), 875-883. <https://doi.org/10.1080/00036840500076762>
- Synn, C., & Williams, C. D. (2024). Financial reporting quality and optimal capital structure. *Journal of Business Finance & Accounting*, 51(5-6), 885-910. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12697>
- Tessema, A. (2020). Audit quality, political connections and information asymmetry: Evidence from banks in gulf co-operation council countries. *International Journal of Managerial Finance*, 16(5), 673-698. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2020-0027>
- Thế Mạnh. (2023). Thấy gì từ các con số xử phạt trên thị trường chứng khoán năm 2023. *Vietstock*. Truy cập từ: <https://vietstock.vn/2023/12/thay-gi-tu-cac-con-so-xu-phat-tren-thi-truong-chung-khoan-nam-2023-830-1137841.htm>
- Tran, L. T. H. (2022). Reporting quality and financial leverage: Are qualitative characteristics or earnings quality more important? Evidence from an emerging bank-based economy. *Research in International Business and Finance*, 60, 101578. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101578>
- Trần Thị Thùy Linh, & Mai Hoàng Hạnh. (2015). Chất lượng báo cáo tài chính và kì hạn nợ ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp Việt Nam. *Tạp Chí Phát Triển Kinh Tế*, 26(10), 27-50.
- Tran, Y. T., Nguyen, N. P., & Hoang, T. C. (2021). The role of accountability in determining the relationship between financial reporting quality and the performance of public organizations: Evidence from Vietnam. *Journal of Accounting and Public Policy*, 40(1), 106801. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2020.106801>
- Ullah, S., Akhtar, P., & Zaefarian, G. (2018). Dealing with endogeneity bias: The generalized method of moments (GMM) for panel data. *Industrial Marketing Management*, 71, 69-78. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2017.11.010>
- ur Rehman, A., Wang, M., & Mirza, S. S. (2017). How do Chinese firms adjust their financial leverage: An empirical investigation using multiple GMM models. *China Finance and Economic Review*, 5(1), 1-30. <https://doi.org/10.1186/s40589-017-0052-4>
- Van Caneghem, T., & Van Campenhout, G. (2012). Quantity and quality of information and SME financial structure. *Small Business Economics*, 39(2), 341-358. <https://doi.org/10.1007/s11187-010-9306-3>