

Mã số: 450

Ngày nhận: 1/11/2017

Ngày gửi phản biện lần 1: /2017

Ngày gửi phản biện lần 2:

Ngày hoàn thành biên tập: 29/1/2018

Ngày duyệt đăng: 30/1/2018

BẤT CÂN XÚNG THÔNG TIN VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

Huỳnh Lưu Đức Toàn¹

Dương Trọng An²

Nguyễn Thành Quan³

Hồ Thị Thu Phương⁴

Nguyễn Đức Ngọc⁵

Lê Thị Trà My⁶

Tóm tắt

Sự bất cân xứng thông tin (BCXTT) và giá trị doanh nghiệp có mối quan hệ tác động lẫn nhau. Trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu cho rằng BCXTT sẽ làm giảm giá trị của doanh nghiệp, tuy nhiên ở nước ta hiện nay chưa có nhiều nghiên cứu đề cập đến vấn đề trên. Bởi vì cách xác định biến BCXTT khá phức tạp, chưa có một quy chuẩn nào để xác định BCXTT. Nghiên cứu này đánh giá mức độ tác động của BCXTT theo nghiên cứu mới nhất của Korkeamäki (2014) và Fosu (2016) đến giá trị doanh nghiệp trong điều kiện có đòn bẩy của 250 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2008 đến hết quý 2 năm 2017. Nhóm tác giả sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất Pooled OLS, GMM một bước để đánh giá mức độ ảnh hưởng của BCXTT đến giá trị của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng tài sản, quy mô, tốc độ tăng trưởng, và BCXTT có ý nghĩa

¹ Đại học Ngân hàng TP.HCM, Email: toanhld@buh.edu.vn

² Đại học Ngân hàng TP.HCM, Mail: anduongbuh@gmail.com

³ Đại học Ngân hàng TP.HCM, Mail: quanntdh30dc13@st.buh.edu.vn

⁴ Đại học Ngân hàng TP.HCM, Mail: hothithuphuong151197@gmail.com

⁵ Đại học Ngân hàng TP.HCM, Mail: nguyenducngoc2@gmail.com

⁶ Đại học Ngân hàng TP.HCM, Mail: Mytra1406@gmail.com

thống kê đối với giá trị của doanh nghiệp. Nhóm nghiên cứu cũng nhận thấy rằng BCXTT có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp.

Từ khóa: BCXTT, đòn bẩy, giá trị doanh nghiệp, GMM một bước

Abstract

The asymmetric information (Asy) and enterprise value relationship of mutual influence. The world has researched on asymmetric information several times, which will reduce the value of business. However, our country today does not have many studies on the issues mentioned. Because of defining asy variables complexly, no regulations to determine asy all. This study assessed the impact of the asy based on the latest researches by Korkeamäki (2016) and Fosu (2016) on value-added enterprises in the leverage of 250 companies listed on the stock market from 2008 to the end of quarter 2/2017. The authors used the least squares method of Pooled OLS (Ordinary Least Square Pooled) GMM one-step (or difference-GMM) to evaluate the influence of Asy to value the business. The research shows that asset size, growth rate and asy has significant value for the business. The research team also found that asy also has a negative impact to the enterprise value.

Keywords: Asymmetry Information, Leverage, Firm Value, GMM-1-step

JEL Classification: H20; H50; H70; G38

1. Giới thiệu

Mối quan hệ giữa BCXTT và giá trị doanh nghiệp đã được nghiên cứu tại nhiều quốc gia trên thế giới, đặc biệt là ở các quốc gia phát triển. Theo nghiên cứu của tác giả Samuel Fosu và cộng sự (2016), đã phân tích tác động của BCXTT tới giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn trước và sau khủng hoảng cùng với cơ hội tăng trưởng khác nhau. Kết quả cho thấy rằng BCXTT ảnh hưởng tiêu cực tới giá trị của doanh nghiệp. Bài nghiên cứu này tác giả sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS), phương pháp Pool và 1-Step GMM để đánh giá mức độ ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu của Sudha Krishnaswami và cộng sự (1999) nói rằng những doanh nghiệp có mức độ BCXTT càng lớn thì càng phụ thuộc vào nợ tư nhân. Hay nghiên cứu của Myer (1984), Myer và Mailuf (1984) cho rằng khi ban lãnh đạo của doanh nghiệp có nhiều thông tin hơn về các dự định thực hiện trong tương lai so với các nhà đầu tư bên ngoài thì họ sẽ huy động nguồn tài trợ từ bên ngoài để giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Vì vậy mà BCXTT góp phần đưa ra nhiều quyết định tài chính cho doanh nghiệp.

Ở Việt Nam đã có vài nghiên cứu về BCXTT như đề tài của Lê An Khang (2008) chỉ xem xét các yếu tố gây ra BCXTT và đề ra giải pháp giúp nhà đầu tư có các quyết định hợp

lý. Nghiên cứu của TS. Nguyễn Việt Dũng (2008), cũng chỉ tập trung vào phân tích tác động của thông tin trên báo cáo tài chính. Và gần đây là công trình nghiên cứu của sinh viên trường Đại học Ngoại thương (2014). Trọng tâm của bài nghiên cứu là trả lời cho câu hỏi nghiên cứu là “Việc công bố thông tin có mối liên hệ với chi phí vốn cổ phần hay không?”. Để trả lời câu hỏi này nhóm tác giả đã sử dụng phương pháp mô hình lợi nhuận thặng dư (RIM) để ước tính chi phí vốn cổ phần của doanh nghiệp và xây dựng mô hình kinh tế lượng để đo lường mức độ ảnh hưởng của BCXTT đến chi phí vốn cổ phần. Bên cạnh đó thì vấn đề cần nghiên cứu của chúng tôi là sự tác động tới giá trị doanh nghiệp của BCXTT nên đã thực hiện đề tài: “BCXTT và giá trị của doanh nghiệp: thực nghiệm tại Việt Nam”. Nhóm tác giả kỳ vọng kết quả nghiên cứu này sẽ giúp giải thích được mối liên hệ giữa BCXTT và giá trị doanh nghiệp. Để hoàn thành đề tài này, nhóm tác giả tập trung nghiên cứu 250 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM trong giai đoạn từ năm 2008 đến hết quý 2/2017. Nhóm tác giả thực hiện công trình nghiên cứu này nhằm mục đích phân tích tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp trong đó BCXTT là nhân tố trọng tâm và ưu tiên nhất..

2. Cơ sở lý thuyết và giả thiết

Lý thuyết về sự BCXTT (Asymmetric information) được đề xuất lần đầu vào những năm 1970s từ học thuyết của Akerlof đối với thị trường chứng khoán.

Lý thuyết thị trường quả chanh Akerlof: trong luận án tiến sĩ của mình thì **Akerlof (1970)** đã công bố lý thuyết thị trường quả chanh (lemon market). Trong nghiên cứu đó thì tác giả đã xem xét đến thị trường mua bán, trao đổi hàng hóa khi mà thông tin về sản phẩm của người bán và người mua là khác nhau. Ông cũng dùng thuật ngữ “quả chanh” để chỉ các hàng hóa cũ kém chất lượng. Trong giao dịch thì người bán luôn có đầy đủ thông tin về sản phẩm của mình, vì thế họ có thể bán các sản phẩm kém với giá cả tương tự một sản phẩm tốt cho các khách hàng không có nhiều thông tin. Tới khi người mua đã ý thức được vấn đề này thì họ sẽ đề phòng bằng việc mua các hàng hóa cũ với giá thấp vì họ nghĩ rằng sẽ hạn chế thiệt hại mua nhầm sản phẩm kém. Đóng góp quan trọng của bài nghiên cứu này chính là rủi ro lựa chọn đối nghịch (adverse selection), vì khi người tiêu dùng có thị hiếu mua sắm theo chiều hướng như thế thì các sản phẩm tốt sẽ không bán được với giá hợp lý, từ đó thì lượng hàng hóa kém chất lượng sẽ tồn tại nhiều hơn dẫn đến rủi ro bị mua phải sản phẩm kém cũng tăng lên hẳn. Khi mà thị trường trở nên bất ổn thì người mua sẽ rút khỏi và khiến cho thị trường trở nên ảm đạm hơn.

Lý thuyết phát tín hiệu Spence & lý thuyết cơ chế sàng lọc Stiglitz: để bổ sung cho học thuyết của Akerlof thì **Spence (1973)** đã kế thừa ý tưởng của Akerlof khi ông cho rằng để hạn chế ảnh hưởng của các lựa chọn đối nghịch thì các sản phẩm tốt nên có cơ chế để có thể phân biệt với sản phẩm kém chất lượng đó là cơ chế phát tín hiệu (Signaling). Cụ thể, xét trên thị trường lao động thì bằng cấp có thể được cho là cơ chế phát tín hiệu: nếu như 2 người có cùng kinh nghiệm hay năng suất thì bằng cấp là yếu tố được xem xét đến, vì điều đó cho thấy được tiềm năng của người lao động. Hay tại thị trường chứng khoán, thì việc chi trả cổ tức là một tín hiệu tốt, vì sẽ đảm bảo khoản lợi nhuận sẽ được nhận tại tương lai. **Stiglitz (1974)** đã bổ sung biện pháp cơ chế sàng lọc (Screening). Với Screening thì các nhà đầu tư có thể hạn chế thiệt hại bằng cách nên đưa ra nhiều điều kiện trong các hợp đồng giao dịch thương mại. Xem xét ví dụ sau: các doanh nghiệp bảo hiểm sẽ cung cấp nhiều hợp đồng cùng với mức phí cũng như bồi thường khác nhau, nếu các khách hàng có mức rủi ro thấp thì sẽ có nhu cầu ưu tiên các hợp đồng giá rẻ hơn và ngược lại.

Từ đây có thể thấy BCXTT là tình trạng diễn ra trong một giao dịch, khi mà sẽ có một bên có thông tin đầy đủ hơn và tốt hơn so với bên còn lại. Khi đó giá cả không phải là giá cả cân bằng của thị trường mà nó có thể thấp hơn hoặc cao hơn dẫn tới thị trường không đạt hiệu quả. Có bài nghiên cứu cho rằng, cá nhân bên trong nội bộ của doanh nghiệp có nhiều thông tin hơn các nhà đầu tư, nên việc phát hành vốn chủ sở hữu mới sẽ bị định giá thấp, dẫn đến các khoản đầu tư tối ưu (Ryen, Vasconcellos et al. 1997).

Do đó việc không đối xứng thông tin và mối quan hệ với việc ra các quyết định đầu tư hay là định giá đã nhận được sự quan tâm trong các tài liệu tài chính (trích Myers, 1984; Myers and Majluf, 1984; Botosan, 1997; Dierkens, 1991; Bharath et al., 2009). Thực tế thì học thuyết trật tự phân hạng Pecking Order Theory (POT) của Myer (1984), Meyer và Majluf (1984) nhận định rằng các chi phí lựa chọn bất lợi phát sinh từ việc không cân xứng thông tin đã dẫn đến kết quả là việc ưu tiên sử dụng nợ tài trợ hơn là tài trợ bằng vốn chủ sở hữu. VD: sự BCXTT có sự liên quan cao đối với chi phí vốn chủ sở hữu (Botosan, 1997; Dierkens, 1991; He et al., 2013) có mức độ cao của đòn bẩy (Bharath et al., 2009; Gao and Zhu, 2015) và thấp hơn với giá trị tiền mặt (Drobez et al., 2010). Botosan (1997) báo cáo rằng chi phí vốn chủ sở hữu sẽ thấp hơn cho các công ty có mức độ tiết lộ thông tin cao hơn là các công ty ít hoặc không công bố thông tin. Việc mở rộng nghiên cứu trong tài liệu cho thấy sự liên quan của BCXTT và chi phí đại diện vì sẽ làm tăng khả năng tự quyết trong quản lý và hành vi chuyển đổi rủi ro (Leary and Roberts, 2010; Saam, 2007). Chi phí đại diện phát sinh từ xung đột lợi ích giữa các cổ đông và các nhà quản lý (Jensen and Meckling, 1976). Trong sự liên

quan của chi phí đại diện tới BCXTT, Fauer và Naranjo (2010) cho rằng: bắt nguồn từ việc thuê người đại diện đã làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Ngoài ra, Drobetz và cộng sự (2010) nhận định giá trị biên của tiền mặt bị giảm khi có sự tăng lên nghiêm trọng của BCXTT. Thông qua những xem xét ở trên thì chúng tôi thấy rằng sự BCXTT sẽ là một yếu tố quan trọng quyết định tới giá trị của doanh nghiệp.

3. Giả thuyết nghiên cứu

Việc tồn tại BCXTT giữa nhà quản lý công ty và cổ đông sẽ ảnh hưởng đến nhiều quyết định của doanh nghiệp (Myers, 1984; Myers và Majluf, 1984). Xem xét ví dụ sau, khi các cá nhân trong nội bộ doanh nghiệp (nhà quản lý) có nhiều thông tin đã công bố về các hoạt động dự kiến trong tương lai, dự đoán của họ sẽ thực tế hơn. Phù hợp với giả định đó thì việc phát hành vốn cổ phần mới sẽ bị định giá thấp đi và có sự chuyển đổi tài sản giữa các cổ đông hiện hữu và cổ đông mới. Do đó, việc bị định giá thấp hơn sẽ khiến các cổ đông từ chối các dự án tạo ra giá trị hiện tại ròng dương. Về vấn đề này, chi phí tài trợ bên ngoài trở nên quá mức với những doanh nghiệp có BCXTT. Theo một số bằng chứng, thì các nghiên cứu thực nghiệm (trích Drobetz et al., 2010; Fauver và Naranjo 2010; Ryen et al., 1997) đã chỉ ra rằng BCXTT làm tổn kém chi phí đối với các doanh nghiệp vì chi phí lựa chọn bất lợi cản trở việc tăng nguồn vốn rẻ hơn từ bên ngoài. Trong trường hợp này, chi phí lựa chọn bất lợi bắt buộc các doanh nghiệp đưa ra các quyết định đầu tư không thật sự tốt thì có thể gây nên thiệt hại cho công ty. Điều này dẫn đến giả thuyết nghiên cứu: **BCXTT sẽ có mối quan hệ tiêu cực tới giá trị doanh nghiệp.**

3.1. Dữ liệu nghiên cứu mô hình

Nhóm tác giả xem xét dữ liệu của 250 công ty, tác giả sử dụng phương pháp chọn trên tổng thể gồm tất cả các công ty phi tài chính đã được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2008 đến hết quý II năm 2017 để nghiên cứu cho đề tài này, vì nhóm các công ty tài chính có cơ chế hoạt động khác với nhóm công ty thuộc lĩnh vực sản xuất và dịch vụ và đặc thù khác sẽ dẫn đến ước lượng chệch. Nhóm tác giả lấy dữ liệu từ báo cáo tài chính của từng doanh nghiệp theo năm trong giai đoạn 2008-2017, đối với năm 2017 thì nhóm tác giả dùng phương pháp dự báo từ quý II cho năm 2017 dựa trên dữ liệu quá khứ.

3.1.1. Đo lường sự BCXTT

Để kiểm tra mối quan hệ giữa BCXTT và giá trị công ty, nhóm tác giả dựa theo Drobetz và cộng sự (2010), Krishnaswami và Subramaniam (1999) khi sử dụng *sự phân tán của nhà phân tích dự báo (Asy-Disp)* và *lỗi của chuyên gia phân tích (Asy-Er)* như là biện

pháp chính nghiên cứu về BCXTT. Sự phân tán của nhà phân tích dự báo là độ lệch chuẩn của các nhà phân tích dự báo thu nhập trên mỗi cổ phiếu trong năm tài chính. Sự phân tán lớn hơn thể hiện mức độ BCXTT cao hơn (Drobetz et al, 2010; Krishnaswami et al, 1999)

Lỗi dự báo của các chuyên gia phân tích là sự khác biệt giữa lợi nhuận thu được trên mỗi cổ phiếu và thu nhập trên mỗi cổ phiếu trong năm tài chính (Drobetz et al, 2010; Krishnaswami et al, 1999). Lỗi dự báo lớn hơn đại diện cho mức BCXTT cao hơn. Đối với mỗi năm tài chính, nhóm tác giả sử dụng dự báo được cập nhật gần đây nhất để đảm bảo rằng dự báo liên quan đến cuối năm tài chính. Đồng thời, để đảm bảo tính so sánh của các biện pháp này về BCXTT giữa các doanh nghiệp, chúng tôi đã điều chỉnh theo dự báo của các nhà phân tích trung vị trong năm tài chính, Drobetz và cộng sự. (2010).

Nhóm tác giả sẽ thêm một biện pháp thứ ba của yếu tố BCXTT (Asy-Dum) như là một biến giả mà giá trị sự phân tán của các nhà phân tích dự báo là lớn hơn dự báo trung bình ngành. Biện pháp này giúp thu hút các doanh nghiệp có sự BCXTT cao so với các đối tác của họ trong cùng ngành. Theo Tiêu chuẩn Phân loại Ngành Quốc tế (ICB) đã phân loại các công ty thành tám ngành chính: dầu khí, nguyên liệu cơ bản, công nghiệp, hàng tiêu dùng, chăm sóc sức khỏe, dịch vụ tiêu dùng, viễn thông và công nghệ.

3.1.2. Giá trị vững chắc và các biến số kiểm soát khác

Đo lường giá trị công ty (Value) chính là tỷ lệ giá trị thị trường của tài sản lên giá trị sổ sách của tài sản như theo Muray và Pajuste (2005). Giá trị thị trường của tài sản là tổng giá trị thị trường cổ phiếu.

Khi tìm cách liên hệ đến sự thúc đẩy của công ty đến giá trị công ty thì nhóm tác giả áp dụng chính sách đòn bẩy để giảm thiểu mối tương quan tiềm ẩn từ giá trị công ty đến đòn bẩy (Opler and Titman, 1994). Do đó, đòn bẩy của một công ty (Lev) là tỷ lệ giữa giá trị sổ sách của nợ với giá trị sổ sách của tài sản.

Theo Maury và Pajuste (2005), nhóm tác giả kiểm soát các biến bao gồm quy mô công ty, tài sản hữu hình và tăng trưởng doanh thu trong các ước tính tiếp theo. Với kích thước công ty (Size) là logarithm tự nhiên giá trị sổ sách của tổng tài sản. Các công ty lớn hơn có thể sẽ là những công ty trưởng thành và việc định giá có xu hướng thấp đi (Murray và Pajuste, 2005). Do đó, nhóm tác giả mong đợi một mối quan hệ tiêu cực giữa kích thước công ty và giá trị công ty.

Tangibility (Tang) của tài sản được tính bằng tỷ số của tài sản hữu hình với tổng tài sản. Các công ty có tỷ trọng lớn về tài sản hữu hình sẽ có ít tài sản vô hình được tạo ra giá trị hơn như vốn con người (Muarray và Pajuste, 2005). Lập luận này cho thấy mối quan hệ tiêu

cực giữa tài sản hữu hình và giá trị công ty. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có nhiều tài sản hữu hình có thể ít bị BCXTT, nên tạo ra nhiều giá trị hơn. Do đó, hiệu quả mong đợi của Tangibility trên giá trị công ty là mơ hồ.

Tốc độ tăng trưởng bán hàng (SaleGrowth) là tốc độ tăng trưởng hàng năm về doanh số của công ty. Chúng tôi thể hiện biện pháp này theo phân số. Chúng tôi kỳ vọng mối quan hệ tích cực giữa tốc độ tăng trưởng và giá trị công ty bởi vì các công ty có tốc độ tăng trưởng cao có xu hướng định giá cao hơn (Murray và Pajuste, 2005).

Bảng 3.1. Các nhân tố được đưa vào mô hình

Tên biến	Dấu kì vọng	Ý nghĩa	Cách tính	Cơ sở lí thuyết
ASY-DiSP	-	Độ lệch của dự báo	$\text{Ln}\left(1 + \frac{\text{độ lệch chuẩn các dự báo phân tích EPS}}{ \text{trung vị dự báo EPS} }\right)$ Đối với các dự báo tại năm N thì nhóm tác giả lấy dữ liệu quá khứ của năm N-1 để thực hiện dự báo và tính toán. Độ lệch của dự báo được các học giả chọn lựa trong việc ước tính trên hệ số EPS (Earning per share) là thu nhập trên cổ phần thường để đánh giá thông tin bất cân xứng. Cụ thể: $DISPM_{i,t} = \ln\left(1 + \frac{1}{M_{i,t}} \times \sum_{m_{i,t}=1}^{M_{i,t}} \sqrt{\left(\frac{\frac{1}{Am_{i,t}} \times \sum_{am_{i,t}=1}^{Am_{i,t}} (EPS_{am_{i,t}} - \frac{1}{Am_{i,t}} \times \sum_{am_{i,t}=1}^{Am_{i,t}} EPS_{am_{i,t}})^2}{Med_{m_{i,t}}}\right)}\right)$	Nghiên cứu của nhóm tác giả Wolfgang Drobetz và cộng sự (2010), Fosu và cộng sự (2016)
ASY-ER	-	Lỗi trong dự báo của nhà phân tích	$\text{Ln}\left(\frac{ EPS_{\text{dự báo}} - EPS_{\text{thực tế}} }{ \text{Trung vị EPS} }\right)$ Tác giả dùng dữ liệu quá khứ của năm N-1 để dự đoán cho năm N	Nghiên cứu của nhóm tác giả Wolfgang Drobetz và cộng sự (2010)

ASY-DUM	-	Có giá trị nếu độ lệch dự báo của các nhà phân tích lớn hơn dự báo trung bình ngành	Asy-dummy sẽ = 1 nếu : nếu một công ty có giá trị DISPM cao hơn mức trung bình trong các năm. Asy-dummy sẽ =0 nếu: công ty không được bảo vệ bởi ít nhất hai nhà phân tích, và do đó chúng tôi không thể tính DISPM	Nghiên cứu của nhóm tác giả Wolfgang Drobetz và cộng sự (2010)
Value	+	Thể hiện giá trị công ty của doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán	$\frac{\text{Giá trị thị trường của tài sản}}{\text{Giá trị sổ sách của tài sản}}$	Nghiên cứu của nhóm tác giả Maury và Pajuste (2005)
LEV	+/-	Giảm thiểu các mối tương quan tiềm ẩn tới giá trị của công ty	$\frac{\text{Giá trị sổ sách của nợ}}{\text{Giá trị sổ sách của tài sản}}$	Danso và Adomako(2014), Fosu (2013), Opler và Titman (1994)

SIZE	-	Quy mô của doanh nghiệp từ khi niêm yết trên HSX.	$\text{Ln}(\text{Tổng tài sản}).$	Nghiên cứu của nhóm tác giả Maury và Pajuste (2005)
TANG	+/-	Các doanh nghiệp có nhiều tài sản hữu hình thì sẽ ít BCXTT.	$\frac{\text{Tài sản cố định}}{\text{Tổng tài sản}}$	Nghiên cứu của nhóm tác giả Maury và Pajuste (2005)
GROWTH	+	Tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm của doanh nghiệp.	$\frac{\text{Doanh thu năm } N}{\text{Doanh thu năm } N - 1}$	Nghiên cứu của nhóm tác giả Maury và Pajuste (2005)

Nguồn: Tác giả tổng hợp

3.1.3. Thống kê mô tả và tương quan

Bảng 3.2. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Variable	Obs	Mean	Std.Dev	Min	Max
Value	2,500	0.9689314	16.69482	0.01077	613.5804
Lev	2,500	0.7146803	11.48497	0.00198	574.4758
Size	2,500	27.63564	1.402462	19.4432	32.89262
Growth	2,500	0.4117618	3.121583	-0.998	88.25394
Tang	2,500	0.463719	6.827737	0.0000099	267.1185

AsyDisp	2,500	0.7824935	0.8641675	0.00046	7.162182
AsyDummy	2,500	0.2272	0.4191067	0	1
AsyEr	2,500	0.7418574	0.8575612	0.00005	7.714084

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Tại bảng 1 thì nhóm tác giả sẽ trình bày thống kê mô tả các biến được sử dụng trong bài báo này. Giá trị trung bình năm của công ty là 0.9689314 và mức độ đòn bẩy trung bình là 0.7146803, đây là giá trị tương đối cao của đòn bẩy vì điều này thể hiện các doanh nghiệp đang sử dụng quá nhiều nợ với tỷ lệ 71.468% trên cơ cấu vốn. Giá trị trung bình của Tang trong một năm chiếm 46,37% giá trị tổng tài sản và tăng trưởng doanh thu trung bình hằng năm là 41.17%, và vẫn có vài công ty có mức độ tăng trưởng doanh thu không tốt với giá trị âm (0.998). Giá trị trung bình của hai biến đo lường BCXTT (AsyDisp và AsyEr) lần lượt là 0.782935 và 0.7418574. Giá trị trung bình của biến nhị phân thứ ba về BCXTT (AsyDummy) là 0.2272 cho thấy rằng, đối với ít nhất hơn 1/5 số năm của công ty mẫu thì sự phân tán của dự báo lớn hơn trung bình ngành các năm của công ty đó.

Bảng 3.3. Phân tích ma trận tương quan của biến AsyDisp

	Lev	Size	Growth	Tang	AsyDisp
Lev	1.0000				
Size	0.0152	1.0000			
Growth	-0.0020	0.0152	1.0000		
Tang	-0.0016	-0.1274	-0.0090	1.0000	
AsyDisp	-0.0057	0.0732	0.1002	-0.0052	1.0000

*Nguồn: Tác giả tổng hợp***Bảng 3.4. Phân tích ma trận tương quan của biến AsyDum**

	Lev	Size	Growth	Tang	AsyDum
Lev	1.0000				
Size	0.0152	1.0000			
Growth	-0.0020	0.0152	1.0000		
Tang	-0.0016	-0.1274	-0.0090	1.0000	
AsyDum	-0.0107	-0.0199	0.0708	-0.0180	1.0000

*Nguồn: Tác giả tổng hợp***Bảng 3.5. Phân tích ma trận tương quan của biến AsyEr**

	Lev	Size	Growth	Tang	AsyEr
Lev	1.0000				
Size	0.0152	1.0000			
Growth	-0.0020	0.0152	1.0000		
Tang	-0.0016	-0.1274	-0.0090	1.0000	
AsyEr	0.0009	-0.0084	0.0969	-0.0130	1.0000

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Đầu tiên, nhóm nghiên cứu kiểm tra khả năng xuất hiện đa cộng tuyến giữa các biến độc lập thông qua việc ma trận hệ số tương quan được trình bày ở các bảng trên. Đối với biến Asydisp thì từ kết quả bảng trên ta dễ dàng nhận thấy giá trị của các hệ số tương quan là khá thấp nằm trong khoảng từ -0.1274 đến 0.1002. Điều này phản ánh mức độ tương quan tuyến tính giữa các biến là thấp, và sẽ ít có khả năng bị đa cộng tuyến. Trong đó mỗi quan hệ đồng

biến giữa asydisp và salesgrowth là mạnh nhất với hệ số tương quan lên tới 0.1002. Các yếu tố đa phần có tương quan âm, có nghĩa các yếu tố luôn có mức biến động ngược chiều.

Đối với biến Asydummy ta có nhận xét đó là giá trị của các hệ số tương quan là khá thấp nằm trong khoảng từ -0.1274 đến 0.0708. Điều này đã phản ánh là mức độ tương quan tuyến tính giữa các biến là thấp, cho thấy rằng sẽ ít có khả năng bị đa cộng tuyến. Trong đó mối quan hệ đồng biến giữa asydummy và salesgrowth là mạnh nhất với hệ số tương quan lên tới 0.0708. Các yếu tố đa phần có tương quan âm, có nghĩa các yếu tố luôn có mức biến động ngược chiều.

Đối với biến Asyer thì kết quả bảng trên cho thấy giá trị của các hệ số tương quan là khá thấp nằm trong khoảng từ -0.1274 đến 0.0969. Điều này phản ánh mức độ tương quan tuyến tính giữa các biến là thấp, cho thấy rằng sẽ ít có khả năng bị đa cộng tuyến. Trong đó mối quan hệ đồng biến giữa asyer và salesgrowth là mạnh nhất với hệ số tương quan lên tới 0.0969. Các yếu tố đa phần có tương quan âm, có nghĩa các yếu tố luôn có mức biến động ngược chiều..

Các hệ số tương quan khác xấp xỉ 10%, nên để xác định liệu rằng hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến có tồn tại hay không. Nhóm tác giả thực hiện kiểm định hệ số phóng đại phương sai (Variance Inflation Factor-VIF) để kiểm tra cho dữ liệu bảng thông qua các lệnh trong Stata. Kết quả của kiểm định VIF cho thấy tất cả các hệ số đều nhỏ hơn 10, điều này nghĩa là hiện tượng đa cộng tuyến không xảy ra trong bộ số nghiên cứu (Kennedy,1992)

Bảng 3.6. Bảng kết quả

Variable	VIF	1/VIF
Size	1.02	0.978234
Tang	1.02	0.983705
AsyDisp	1.02	0.984765
Growth	1.01	0.989847
Lev	1.00	0.999720
Mean VIF	1.01	

Nguồn: Tác giả tổng hợp

3.2. Phương pháp thực nghiệm

Nhóm tác giả xây dựng mô hình thực nghiệm trong phần này để kiểm tra giả thuyết nghiên cứu. Bằng cách cách tiếp cận dữ liệu bảng trong phân tích để tận dụng lợi thế của các biến thể có sự quan tâm theo thời gian. Để thử nghiệm giả thuyết nghiên cứu của bài viết này, nhóm tác giả dựa vào bài nghiên cứu của Murray và Pajuste (2005). Ngoài ra thì nhóm nghiên cứu sẽ sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng thông qua phương pháp Fixed Effect Model/Random Effect Model (FEM/REM) hay việc kiểm định tính bền vững của mô hình thông qua đề xuất là phương pháp GMM (Generalized Method of Moments).

Mô hình nghiên cứu về giá trị công ty là một hàm số gồm quy mô công ty (Size), tài sản hữu hình (Tang), tốc độ tăng trưởng doanh thu (Growth), gọi chung là kiểm soát (Control), và đòn bẩy (Lev) với các phần mở rộng thêm nữa để tính cho những ảnh hưởng của sự không đối xứng thông tin (Asy). Do đó, mô hình cơ sở của nhóm tác giả được đưa ra theo nghiên cứu của Fosu (2016).

$$Value_{it} = \alpha + \lambda_t + \beta_1 Lev_{it} + \sum_2^4 \beta_k Controls_{kit} + \gamma Asy_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$V\acute{o}i\ bi\acute{e}n\ AsyDisp = Ln\left(1 + \frac{\text{độ lệch chuẩn dự báo phân tích EPS}}{|\text{trung vị dự báo EPS}|}\right)$$

Theo công thức cụ thể thì ta có

$$DISPM_{i,t} = \ln\left(1 + \frac{1}{M_{i,t}} \times \sum_{m_{i,t}=1}^{M_{i,t}} \sqrt{\left(\frac{\frac{1}{Am_{i,t}-1} \times \sum_{am_{i,t}=1}^{Am_{i,t}} \left(EPS_{am_{i,t}} - \frac{1}{Am_{i,t}} \times \sum_{am_{i,t}=1}^{Am_{i,t}} EPS_{am_{i,t}}\right)^2}{Med_{m_{i,t}}}\right)}\right)$$

Và theo công trình nghiên cứu của Dobertz (2010) thì nhóm tác giả có thể giải thích các biến như sau:

$Med_{M_{i,t}}$ là trung vị của EPS dự báo trong tháng m, năm t tại doanh nghiệp i.

$A_{m,t}$ là số nhà phân tích công ty của của doanh nghiệp i, tại tháng m năm t.

$M_{i,t}$ là số tháng có nhiều hơn 2 nhà phân tích của doanh nghiệp t, tại năm t.

$EPS_{am_{i,t}}$ là EPS dự báo của các nhà phân tích cho công ty I, tại tháng m năm t

Tuy nhiên vì phương pháp tính của Drobetz (2010) không còn mới và có mặt hạn chế khi việc xác định số lượng các nhà dự báo phân tích của công ty tại TTCK ở VN là bất khả thi, và do đó khi xem xét vào phương pháp ước tính mới nhất của Fosu (2016) là $AsyDisp = Ln\left(1 + \frac{\text{độ lệch chuẩn dự báo phân tích EPS}}{|\text{trung vị dự báo EPS}|}\right)$ khi đã khắc phục được các hạn chế của phương pháp cũ cho nên nhóm tác giả quyết định chọn cách tính của Fosu (2016) để thực hiện tính toán cho phù hợp và chính xác hơn với mục tiêu nghiên cứu.

$$V\acute{o}i\ bi\acute{e}n\ AsyEr = Ln\left(1 + \frac{|EPS_{dự\ báo} - EPS_{thực\ tế}|}{|\text{trung vị EPS}|}\right) \text{ với giá trị EPS dự báo thì nhóm tác giả}$$

sử dụng phương pháp ước lượng dựa trên công thức tăng trưởng EPS là bằng với tỷ lệ lợi nhuận giữ lại, và giá trị ROE (tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu) có thể tính được dựa theo các báo cáo tài chính, và để dự đoán giá trị EPS tại năm N thì nhóm tác giả dùng giá trị EPS năm N-1 và nhân với $(1+g)$ để ra kết quả của năm N. Đồng thời dựa vào dãy các giá trị của tỷ lệ lợi nhuận giữ lại của năm N-1 và ROE trong suốt giai đoạn nghiên cứu, nhóm tác giả đã tính toán được dãy giá trị EPS dự đoán của năm N, và từ dãy các giá trị này thì nhóm tác giả thực hiện tính toán ra trung vị của EPS dự báo và độ lệch chuẩn của EPS dự báo trong các ước tính ở các biến BCXTT.

$$V\acute{o}i\ bi\acute{e}n\ AsyDummy \begin{cases} = 1 \text{ nếu 1 Cty có } AsyDisp > \text{mức trung bình trong các năm} \\ = 0 \text{ nếu không có 2 nhà phân tích và không tính được } AsyDisp \end{cases}$$

Với cách xác định Asy-Dummy từ Asy-Disp thì nhóm tác giả có nhận xét như sau, theo ý nghĩa thì Disp chính là độ lệch của dự báo và Dummy chính là một biến được đặt ra để xác định sự phân tán độ lệch của các dự báo này và vì thế nếu như Asy-Disp lớn hơn giá trị

dự báo của trung bình trong các năm thì sẽ nhận lấy 1 tức là các dự báo này có độ lệch và ngược lại sẽ nhận giá trị 0, theo nghiên cứu của Drobetz (2010) và Fosu (2016) thì nghĩa là công ty không được bảo vệ bởi ít nhất 2 nhà phân tích. Vì việc xác định các nhà phân tích bảo vệ công ty tại TTCK ở VN là hết sức khó khăn cho nên nhóm tác giả dựa vào tính chất chấp nhận giá trị kết luận để đưa ra con số mà Asy-Dummy chấp nhận theo nghiên cứu của Drobetz (2010) và Fosu (2016).

Từ mô hình nghiên cứu gốc thì chúng tôi sẽ thực hiện hồi quy thông qua các mô hình cụ thể là:

$$Value_{it} = \alpha + \lambda_t + \beta_1 Lev_{it} + \sum_2^4 \beta_k Controls_{kit} + \beta_5 AsyDisp \text{ (mô hình 1)}$$

$$Value_{it} = \alpha + \lambda_t + \beta_1 Lev_{it} + \sum_2^4 \beta_k Controls_{kit} + \beta_5 AsyEr \text{ (mô hình 2)}$$

$$Value_{it} = \alpha + \lambda_t + \beta_1 Lev_{it} + \sum_2^4 \beta_k Controls_{kit} + \beta_5 AsyDummy \text{ (mô hình 3)}$$

Trong đó ε là sai số kết hợp bao gồm các công ty có hiệu quả cố định μ_i , và một thành phần giả định là độc lập và được phân loại như nhau (V_{it}); α , β , γ là tham số; và các chỉ số dưới i và t chỉ ra doanh nghiệp thứ i và khoảng thời gian thứ T , K chỉ ra sự kiểm soát của các biến.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Ảnh hưởng của sự BCXTT lên giá trị gia tăng của công ty

Đối với các biến độc lập trong mô hình, với giả định là với những đặc điểm riêng biệt đều có thể ảnh hưởng tới giá trị của biến giải thích. Nhóm tác giả sử dụng phương pháp FEM để phân tích mối tương quan giữa phần dư của mỗi đơn vị với biến giải thích để kiểm soát và tách ảnh hưởng của các đặc điểm riêng biệt ra khỏi biến giải thích để từ đó có thể ước lượng những ảnh hưởng thực tế của biến giải thích lên biến phụ thuộc, nhóm tác giả tổng hợp được kết quả ở bảng sau.

Bảng 4.1. Hồi quy mô hình theo phương pháp FEM

Các biến	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)
Lev	0.0047311 (0.0137602)	0.0040978 (0.0137728)	0.0041778 (0.0137386)
Size	-1.39425*** (0.200571)	-1.363134*** (0.2008158)	-1.333542*** (0.2004164)
Growth	-0.1425731*** (0.0508926)	-0.1477855*** (0.05105)	-0.1421748*** (0.0508147)
Tang	2.149869*** (0.0237521)	2.149955*** (0.0237761)	2.150542*** (0.023718)
AsyDisp	-0.8235658** (0.3720)		
AsyEr		0.2442223 (0.237368)	
AsyDummy			-2.76243*** (0.8097695)

(*, **, *** có ý nghĩa lần lượt tại mức 10%, 5%, 1%)

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Mặc dù cùng mục đích hồi quy, tuy nhiên thì sự khác biệt của phương pháp FEM và REM là sự biến động của các đơn vị. Nếu sự biến động giữa các đơn vị có tương quan đến biến độc lập – biến giải thích trong mô hình ảnh hưởng cố định thì trong mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên sự biến động giữa các đơn vị được giả sử là ngẫu nhiên và không tương quan đến các biến giải thích. Chính vì thế để tìm phương pháp phù hợp nhất thì ta sẽ tiếp tục hồi quy các mô hình cụ thể theo REM để lựa chọn cách thức phù hợp nhất.

Bảng 4.2. Hồi quy mô hình theo phương pháp REM

Các biến	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)
Lev	0.0022725	0.0023102	0.0022019
	(0.0132045)	(0.0132039)	(0.0132036)
Size	-0.4418683***	-0.4454319***	-0.4485061
	(0.1093144)	(0.109034)	(0.1090487)
Growth	0.0340148	0.0282027	0.0343682
	(0.0488237)	(0.0488111)	(0.0487006)
Tang	2.1657***	2.165837***	2.165238
	(0.0223914)	(0.0223926)	(0.0223936)
AsyDisp	-0.0984728		
	(0.1768176)		
AsyEr		0.1167618	
		(0.1776745)	
AsyDummy			-0.3204321
			(0.3628482)

(* , ** , *** có ý nghĩa lần lượt tại 10%, 5%, 1%)

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Với các kết quả đã có thì ta tiến hành lựa chọn phương pháp phù hợp nhất và đã chọn thực hiện theo FEM.

Bảng 4.3. Lựa chọn mô hình

	Value (1)	Value (2)	Value (3)
Chi2(4)	132.47	125.59	132.14
P-value	0.0000	0.0000	0.0000
Mô hình được chọn	FEM	FEM	FEM
Biến nghiên cứu có vai trò quan trọng	No	No	No

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Từ kết quả mà ta đã chọn theo phương pháp FEM thì có các nhận định sau, ngoại trừ đòn bẩy (Lev) là không có ý nghĩa thống kê thì các giá trị còn lại đều có ý nghĩa. Đặc biệt ta nhận thấy được một kết quả quan trọng đó là việc sai lệch trong sự báo của các nhà phân tích sẽ ý nghĩa quan trọng và ảnh hưởng tiêu cực tới giá trị của doanh nghiệp, cũng như là các lỗi

trong những dự báo đó sẽ không tác động tới giá trị công ty, tuy nhiên sự chênh lệch của dự báo với ngành sẽ có tác động tiêu cực tới doanh nghiệp

Đây là 1 thử nghiệm cần thiết để làm cơ sở chọn mô hình sử dụng hiệu quả cố định hoặc ngẫu nhiên. Như các kết quả đã chỉ ra, giá trị Hausman p ở tất cả các mô hình nhỏ hơn 0,05, có nghĩa là các hệ số ước tính bởi bộ ước lượng hiệu quả ngẫu nhiên hiệu quả không giống với ước lượng các ước tính cố định cố định phù hợp. Điều này dẫn đến việc chọn lựa phương pháp hiệu quả cố định cho tất cả các mô hình sẽ nhất quán hơn để kết luận. Cho nên nhóm tác giả thực hiện kiểm định giả thuyết thống kê để kiểm tra việc mô hình có bị lỗi hay không.

Bảng 4.4. Mô hình khắc phục

	Value (1)	Value (2)	Value (3)
Phương sai thay đổi	Yes	Yes	Yes
Tự tương quan	Yes	Yes	Yes
Biến nội sinh	Yes	Yes	Yes
Mô hình khắc phục	System-GMM	System-GMM	System-GMM

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Qua kiểm định các lỗi trong mô hình gồm: hiện tượng phương sai thay đổi, tự tương quan, hiện tượng nội sinh. Nhóm tác giả nhận thấy sự xuất hiện các lỗi này trong mô hình (1), (2), (3). Do đó các tác giả đề xuất phương pháp GMM 1 bước để khắc phục khuyết tật này.

Bảng 4.5. Hồi quy theo GMM

Các biến	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)
Lev	0.0001022 (0.0180772)	0.0001606 (0.0181091)	-0.0003727 (0.0180258)
Size	-1.438647*** (0.2813633)	-1.44998*** (0.2817433)	-1.41588*** (0.2811924)
Growth	-2.344335*** (0.1128946)	-2.35068*** (0.1131492)	-2.332785*** (0.1126021)
Tang	2.145463*** (0.0317591)	2.143647*** (0.0318031)	2.144741*** (0.0316673)
AsyDisp	-1.140645** (0.503441)		
AsyEr		-0.3412899 (0.3556514)	
AsyDummy			-2.420675** (1.051027)

(*, **, *** có ý nghĩa lần lượt tại 10%, 5%, 1%)

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Ta thấy rằng Lev không có ý nghĩa thống kê, các biến Size và Growth có những tác động đối nghịch với giá trị của doanh nghiệp hay sự biến thiên cùng chiều của biến Tang, các biến này đều có ý nghĩa thống kê tại mức hợp lý. Sự sai lệch trong dự báo của các nhà phân tích hay các dự báo của trung bình trong ngành của các doanh nghiệp là có tác động quan trọng và sẽ khiến giá trị của doanh nghiệp giảm đi nếu sự sai biệt đó càng lớn, ta không cần quan trọng tác động của các lỗi trong dự báo của các nhà phân tích khi không có sự tác động đáng kể.

Tổng kết

Dựa vào nhiều nghiên cứu trước đây về BCXTT của nhiều tác giả: nhóm tác giả đại học Ngoại thương (2014), đã đề cập đến mối tương quan ngược chiều bất lợi của BCXTT đối với khả năng quản trị vốn, đưa ra các quyết định đầu tư, cũng như là khả năng công bố bị hạn chế... khiến cho tình hình công ty gặp khó khăn. Hay là bài nghiên cứu của nhóm tác giả đại học Kinh tế Huế (2011) đã có cái nhìn về hoạt động tín dụng của hệ thống ngân hàng thương mại, khi BCXTT sẽ ảnh hưởng đến hệ thống tín dụng trong việc cấp vốn cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế, điều này không chỉ ảnh hưởng đến bản thân hệ thống ngân hàng mà

còn cả hệ lụy tới các pháp nhân liên quan, và gây hậu quả không chỉ là ở mặt tài sản. Nghiên cứu khác của tác giả Lê Trọng Hoài (2008) và Nguyễn Việt Dũng (2008) cũng có nêu rõ các ảnh hưởng tới báo cáo tài chính qua các hạn chế trong việc ra quyết định đầu tư của doanh nghiệp, hạn chế này cũng đã được các tác giả kiến nghị vài biện pháp để khắc phục. Thông qua bài báo này thì nhóm tác giả cũng đóng góp những tính mới sau thông qua quá trình nghiên cứu: Thứ nhất, BCXTT là một tác nhân xấu và cần phải khắc phục vì nhân tố này gây ảnh hưởng bất lợi tới giá trị của doanh nghiệp thông qua quy mô, tăng trưởng và tài sản. Thứ hai, bài báo này sử dụng phương pháp GMM 1 bước để khắc phục các khuyết tật của mô hình để đưa ra mô hình phù hợp nhất. Thứ ba, nhóm tác giả sử dụng phương pháp đo lường lượng hóa giá trị BCXTT theo một trong những phương pháp mới nhất từ năm 2016 trên thế giới về ước lượng biến quan trọng này trong mô hình.

4.2. Hàm ý chính sách và hạn chế

Mặc dù có sự kết nối lý thuyết giữa BCXTT trong việc ảnh hưởng đến giá trị của công ty nhưng các nghiên cứu thực nghiệm hiện tại cho đến nay không chú ý đến mối liên hệ này. Theo đó, nghiên cứu này mở rộng kiến thức về sự tương tác giữa thông tin bất đối xứng tới giá trị công ty. Về mặt lý thuyết chúng tôi khuyến khích và thử nghiệm mối quan hệ giữa sự không đối xứng thông tin tới giá trị công ty thông qua mẫu của 250 công ty đã được niêm yết trong vòng 10 năm. Kết quả của chúng tôi cho thấy rằng sự bất đối xứng thông tin ảnh hưởng bất lợi đến giá trị của công ty. Hơn nữa, những phát hiện của chúng tôi gợi ý các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao sẽ bị ảnh hưởng nhiều hơn bởi sự BCXTT so với các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp.

Tóm lại, thông qua bài nghiên cứu này thì chúng tôi đề xuất các nhà quản trị nên có sự kiểm tra cũng như là chứng thực trong việc công bố các thông tin ra bên ngoài vì khi đó các nhà đầu tư sẽ dựa vào nguồn thông tin này để dự báo trước khi đưa ra các quyết định đầu tư, hay các đối tượng sử dụng thông tin để thực hiện việc đánh giá thị trường. Chính vì thế để hạn chế các ảnh hưởng có thể có của hiện tượng BCXTT thì việc chính xác trước khi công bố ra bên ngoài chính là việc làm cần thiết.

Tài liệu tham khảo

1. Akerlof, G.A (1970), “The market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economic*, volume 84, page 488-500.
2. Botosan, C. A. (1997), “Disclosure level and the cost of equity capital”, *Accounting review*, page 323-349.
3. Myers, S. C. & majluf, N. S. (1984), “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, Volume 13, page 187-221.
4. Maury, B. & Pajuste, A. (2005), “Multiple large shareholders and firm value”, *Journal of Banking & Finance*, Volume 29, page 1813-1834.
5. Opler, T. C., & Titman, S. (1994), “Financial distress and corporate performance”, *Journal of Finance*, page 1015-1040.
6. TimoKorkeamäki (2014), “Credit ratings and information asymmetry on the Chinese syndicated loan market”, *China Economic Review*, Volume 31, page 1-16.
7. Spence A (1973), “Job market signalling”, *The Quarterly Journal of Economic*, volume 87, page 355-374.
8. Stiglitz J.E (1974), “Incentives and risk sharing in sharecopping”, *Review of Economic Studies*, volume 41, page 219-255.
9. Sudha Krishnaswami, Paul A.Spindt, Venkat Subramaniam (1999), “Information asymmetry monitoring, and the placement structure of coporate debt”, volume 51, page 407-434.
10. Samuel Fosu (2013), “Capital structure, product market competition and firm performance: Edvidence from South Africa”, *The quarterly review of economic and finance*, volume 53 (2), page 140-151.
11. Samuel Fosu, Albert Danso, Wasim Ahmad and William Coffie (2016), “Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter?”, *International review of financial analysis*.
12. Wolfgang Drobetz, Matthias C.Gruninger, Simone Hirschvogl (2010), “Information Asymmetry and the value of cash”, *Journal of banking & finance*, volume 34, page 2168-2184.