

# TÁC ĐỘNG CỦA MỨC ĐỘ BẤT CÂN XỨNG THÔNG TIN ĐẾN SỰ BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM: VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA QUẢN TRỊ LỢI NHUẬN

THE IMPACT OF INFORMATION ASYMMETRY ON STOCK PRICE VOLATILITY IN THE VIETNAMESE STOCK MARKET: THE MODERATING ROLE OF EARNINGS MANAGEMENT

Nguyễn Thị Phương Mai<sup>1</sup>, Đặng Ngọc Nguyên Hoa<sup>1</sup>, Nguyễn Thu Phương<sup>1</sup>,  
Vương Nhật Hà<sup>1</sup>, Trần Đình Đức Huy<sup>1</sup>, Nguyễn Thị Trung Anh<sup>1</sup>

DOI: <https://doi.org/10.57001/huih5804.2026.036>

## TÓM TẮT

Bài báo này đánh giá tác động của bất cân xứng thông tin và quản trị lợi nhuận đến biến động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam, trong đó quản trị lợi nhuận đóng vai trò điều tiết mối quan hệ này. Kết quả phân tích dữ liệu bảng của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2015 - 2024 và mô hình tác động cố định cho thấy bất cân xứng thông tin làm gia tăng biến động giá cổ phiếu, trong khi quản trị lợi nhuận không có tác động trực tiếp nhưng có thể khuếch đại ảnh hưởng của bất cân xứng thông tin đến biến động giá cổ phiếu. Các phát hiện vẫn bền vững khi kiểm soát cú sốc COVID-19, qua đó nhấn mạnh vai trò của tính minh bạch và chất lượng báo cáo tài chính đối với ổn định thị trường tại các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam.

**Từ khóa:** Bất cân xứng thông tin, quản trị lợi nhuận, biến động giá cổ phiếu, thị trường chứng khoán Việt Nam.

## ABSTRACT

This paper examines the impact of information asymmetry and earnings management on stock price volatility in an emerging market context, with a particular focus on the moderating role of earnings management. Using panel data from non-financial firms listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) over the period 2015-2024 and employing firm and time fixed effects models, we find that information asymmetry has a positive and statistically significant effect on stock price volatility. While earnings management does not exhibit a direct linear impact, it significantly amplifies the positive relationship between information asymmetry and stock price volatility. These results remain robust after controlling for systemic market shocks during the COVID-19 period. The findings provide empirical evidence on the interactive role of earnings management in shaping market outcomes and underscore the importance of transparency and financial reporting quality for market stability in emerging economies such as Vietnam.

**Keywords:** Information asymmetry, earnings management, stock price volatility, Vietnam stock market.

<sup>1</sup>Trường Đại học Ngoại thương

\*Email: maintp@ftu.edu.vn

Ngày nhận bài: 01/12/2025

Ngày nhận bài sửa sau phản biện: 20/02/2026

Ngày chấp nhận đăng: 26/02/2026

## 1. GIỚI THIỆU

Thông tin minh bạch và đáng tin cậy là một trong những điều kiện cần thiết để thị trường vốn vận hành

hiệu quả. Khi thông tin không được phân phối đồng đều giữa các nhà đầu tư, bất cân xứng thông tin (BCXTT) phát sinh, làm gia tăng mức độ bất định, cản trở quá trình hình

thành giá và làm gia tăng rủi ro thị trường [1, 2]. Hiện tượng này đặc biệt phổ biến tại các thị trường mới nổi và cận biên, nơi chất lượng công bố thông tin và cơ chế giám sát còn nhiều hạn chế [3, 4].

Trong môi trường thông tin như vậy, một số nghiên cứu đã chỉ ra rằng quản trị lợi nhuận (QTLN) có thể tác động đến biến động giá cổ phiếu (BDGCP) trên thị trường. Nhà quản lý có thể sử dụng các khoản dồn tích hoặc thao túng hoạt động thực nhằm đạt được mục tiêu lợi nhuận hoặc tác động đến nhận thức của nhà đầu tư [5]. Một số hình thức làm "mượt" lợi nhuận có thể làm giảm mức độ bất định và góp phần ổn định BDGCP [6]. Ngược lại, các hành vi mang tính cơ hội làm suy giảm độ tin cậy của báo cáo tài chính, gia tăng tính "mờ" của thông tin và làm trầm trọng thêm BCXTT [7, 8]. Chính đặc điểm này của QTLN tạo ra sự không thống nhất khi đánh giá tác động tổng thể của QTLN lên BDGCP, đồng thời cho thấy sự cần thiết phải xem xét tương tác giữa QTLN và BCXTT trong việc hình thành rủi ro thị trường.

Thị trường chứng khoán Việt Nam cung cấp bối cảnh phù hợp để nghiên cứu mối quan hệ này do tồn tại nhiều xung đột về thông tin như sự khác biệt trong chuẩn mực kế toán, chất lượng kiểm toán không đồng đều và cơ chế giám sát còn hạn chế [9]. Mặc dù tính minh bạch của thông tin và chất lượng báo cáo tài chính ngày càng được quan tâm, vẫn còn thiếu bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng đồng thời của BCXTT và QTLN lên BDGCP, đặc biệt là vai trò điều tiết của QTLN trong mối quan hệ giữa BCXTT và BDGCP tại các thị trường cận biên. Nghiên cứu này hướng tới việc trả lời câu hỏi "QTLN có làm thay đổi mức độ tác động của BCXTT đến BDGCP hay không?", qua đó làm rõ vai trò điều kiện của QTLN trong việc hình thành rủi ro thị trường.

Để đạt được mục tiêu trên, nghiên cứu này phân tích dữ liệu bảng của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2015 - 2024, sử dụng mô hình tác động cố định. Kết quả cho thấy BCXTT làm gia tăng BDGCP, trong khi QTLN không có tác động tuyến tính trực tiếp đến BDGCP. Tuy nhiên, QTLN lại khuếch đại tác động của BCXTT lên BDGCP. Kết quả này vẫn ổn định ngay cả trong điều kiện đại dịch Covid-19 tác động một cách có hệ thống đến toàn bộ thị trường. Kết quả nhấn mạnh vai trò của quyền tùy nghi trong báo cáo tài chính như một cơ chế làm trầm trọng thêm hệ quả thị trường của các khiếm khuyết thông tin. Nghiên cứu này đóng góp trên ba phương diện chính. Thứ nhất, thay vì xem xét BCXTT và QTLN như các yếu tố độc lập, nghiên cứu làm rõ vai trò tương tác của hai yếu tố này trong việc hình thành rủi ro

thị trường. Thứ hai, kết quả cho thấy tính hai mặt của QTLN, không chỉ như một chiến lược báo cáo tài chính mà còn như một cơ chế điều tiết tác động của BCXTT lên BDGCP. Thứ ba, nghiên cứu cung cấp hàm ý chính sách phù hợp với bối cảnh Việt Nam, nhấn mạnh vai trò của việc tăng cường công bố thông tin và giám sát thị trường nhằm hạn chế biến động giá xuất phát từ các khiếm khuyết thông tin.

Nghiên cứu này gồm 5 phần: Phần 1 giới thiệu chung về nghiên cứu; Phần 2 tổng quan tài liệu và phát triển giả thuyết nghiên cứu; Phần 3 trình bày phương pháp nghiên cứu, bao gồm mô tả dữ liệu, xây dựng biến và phương pháp phân tích; Phần 4 trình bày và thảo luận kết quả thực nghiệm; Phần 5 kết luận và đề xuất hàm ý chính sách.

## 2. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU VÀ XÂY DỰNG GIẢ THUYẾT

### 2.1. Tổng quan nghiên cứu

BDGCP, BCXTT và QTLN là chủ đề thu hút sự chú ý của nhiều nhà nghiên cứu trên thế giới cũng như tại Việt Nam. BDGCP phản ánh mức độ biến động của lợi nhuận cổ phiếu theo thời gian và được xem là một chỉ báo quan trọng về mức độ bất ổn của thị trường. Các mô hình kinh tế lượng như ARCH và GARCH đã ra đời nhằm mô tả cấu trúc động của nó [10, 11]. Bằng chứng trong dài hạn chỉ ra rằng phần biến động không được giải thích bởi các yếu tố thị trường có xu hướng tăng lên so với biến động mang tính hệ thống, qua đó cho thấy thông tin ở cấp độ doanh nghiệp ngày càng đóng vai trò lớn hơn trong quá trình hình thành giá cổ phiếu [12]. Từ góc nhìn rủi ro thông tin có thể thấy khi thông tin không đầy đủ hoặc phân bố không đồng đều, sẽ làm gia tăng độ bất ổn và mức lợi nhuận kỳ vọng, dẫn đến biến động giá mạnh hơn [2]. Các nghiên cứu thực nghiệm trong kế toán cũng chỉ ra rằng mức độ minh bạch và chất lượng công bố thông tin giúp giảm chi phí vốn và hạn chế biến động, trong khi môi trường báo cáo thiếu minh bạch lại làm khuếch đại nhiễu động do thông tin gây ra [13, 14].

Các nghiên cứu trước đây cũng chỉ ra rằng BCXTT là một cơ chế khiến thị trường hoạt động không hiệu quả. Sự chênh lệch thông tin giữa các nhóm nhà đầu tư làm sai lệch quá trình hình thành giá và rủi ro lựa chọn đối nghịch tăng lên [1, 15]. Dưới góc độ cấu trúc vi mô, giao dịch của nhà đầu tư có thông tin buộc các nhà tạo lập phải mở rộng chênh lệch giá mua - bán, làm tăng độ nhạy của dòng lệnh và khuếch đại biến động ngắn hạn [16, 17]. Về đo lường, các biến thường dùng như chênh lệch giá mua - bán, xác suất giao dịch có thông tin hay độ phân tán dự báo của các nhà phân tích, phản ánh mức độ phân bố thông tin không đồng đều giữa các nhà đầu tư [18, 19].

Các nghiên cứu cũng nhất quán cho thấy rằng sự minh bạch thông qua yêu cầu công bố bắt buộc, công bố tự nguyện hay cải cách quản lý giúp giảm BCXTT và cải thiện thanh khoản [4]. Ở thị trường mới nổi, thực thi yếu và chuẩn mực công bố thiếu nhất quán, BCXTT có xu hướng cao hơn, giá đồng biến nhiều hơn và ít phản ánh thông tin đặc thù doanh nghiệp [20, 21]; đồng thời rủi ro che giấu và rủi ro sụp đổ giá có thể tăng [22].

Bên cạnh đó, QTLN được hiểu là việc nhà quản lý chủ động sử dụng quyền linh hoạt để điều chỉnh lợi nhuận kế toán được báo cáo [5]. QTLN được đo lường phổ biến dựa trên dồn tích, với mô hình Jones điều chỉnh và các biến thể là công cụ thực nghiệm phổ biến để phát hiện dồn tích tùy ý [23, 24]. Nhà quản lý thực hiện QTLN vì nhiều lý do, bao gồm đạt được các ngưỡng lợi nhuận, định hình kỳ vọng của nhà đầu tư và làm giảm cảm nhận về biến động trong kết quả kinh doanh [7]. Về tác động, QTLN có thể "làm mượt" lợi nhuận và giảm dao động ngắn hạn, nhưng cũng có thể làm tăng tính mờ đục, suy giảm chất lượng báo cáo, gia tăng rủi ro thông tin và làm tăng biến động, đặc biệt là biến động đặc thù [14].

Mặc dù các nghiên cứu trước đây đã đánh giá tác động trực tiếp của BCXTT, QTLN và BDGCP đến nhau, tuy nhiên việc tích hợp BDGCP, BCXTT và QTLN trong một mô hình nghiên cứu còn hạn chế: nhiều nghiên cứu xem xét BCXTT và BDGCP riêng rẽ, sử dụng thước đo BCXTT và BDGCP không đồng nhất hoặc sử dụng các thiết kế nghiên cứu vốn chỉ quan sát phản ứng của thị trường trong một khoảng thời gian hẹp. Trong khi đó, các nghiên cứu về QTLN chủ yếu tập trung vào chất lượng lợi nhuận hay các thước đo rủi ro tổng quát, thay vì tác động trực tiếp lên biến động. Hơn nữa, sự tương tác giữa BCXTT và QTLN vẫn chưa được làm rõ, cụ thể là QTLN có làm khuếch đại hay làm suy giảm tác động của BCXTT lên BDGCP hay không. Những khoảng trống này càng rõ trong các thị trường mới nổi như Việt Nam, nơi cơ chế thực thi yếu, thực hành báo cáo thiếu đồng nhất và sự chi phối của nhà đầu tư cá nhân tạo nên một môi trường thông tin đặc thù. Để khắc phục các hạn chế này, nghiên cứu hiện tại kết hợp nhiều biến đo BCXTT với một thước đo BDGCP dựa trên tần suất cao hơn, đồng thời xem xét QTLN vừa như một yếu tố tác động trực tiếp đến biến động, vừa như biến điều tiết trong mối quan hệ giữa BCXTT và BDGCP.

## 2.2. Giả thuyết nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, mối quan hệ giữa BCXTT, QTLN và BDGCP được xây dựng trên lý thuyết BCXTT, lý thuyết đại diện và lý thuyết tín hiệu. Theo Lý thuyết BCXTT, khi các nhà đầu tư có mức độ tiếp cận thông tin liên quan

không đồng đều, các chủ thể trên thị trường phải đối mặt với mức độ bất định cao hơn, dẫn đến hiện tượng lựa chọn bất lợi và quá trình hình thành giá kém chính xác hơn [1, 2]. Các mô hình vi cấu trúc thị trường dự báo rằng trong bối cảnh này, hoạt động giao dịch trở nên kém hiệu quả, chênh lệch giá mua - bán tăng và quá trình điều chỉnh giá trở nên biến động mạnh hơn. Bằng chứng thực nghiệm từ cả các thị trường phát triển và mới nổi cho thấy các doanh nghiệp có mức độ phân tán dự báo cao hơn hoặc chất lượng công bố thông tin thấp hơn thường trải qua những biến động định giá rõ rệt hơn, hàm ý rằng BCXTT góp phần làm gia tăng BDGCP.

Dựa trên Lý thuyết BCXTT, các nghiên cứu thực nghiệm nhất quán cho thấy mức độ BCXTT cao làm gia tăng tính bất định trong định giá và khuếch đại mức độ nhạy cảm của giá cổ phiếu trước thông tin mới. Các doanh nghiệp có mức độ phân tán dự báo của nhà phân tích lớn hơn hoặc chất lượng công bố thông tin thấp hơn thường có mức biến động đặc thù cao hơn, do nhà đầu tư buộc phải dựa vào những thông tin nhiễu hoặc không đầy đủ [13, 25, 26]. Các nghiên cứu khác cũng ghi nhận rằng mức độ mờ đục thông tin và chất lượng báo cáo kém làm gia tăng rủi ro thông tin cũng như biến động lợi suất [14]. Tổng hợp các bằng chứng này cho thấy BCXTT làm gia tăng tính khó dự đoán của giá cổ phiếu. Do đó, nghiên cứu đề xuất giả thuyết thứ nhất:

*H1: BCXTT có mối quan hệ cùng chiều với BDGCP.*

Lý thuyết đại diện nhấn mạnh rằng nhà quản lý nắm giữ quyền tự quyết trong việc lập báo cáo tài chính và có thể sử dụng quyền này theo những cách làm sai lệch thực chất kinh tế tiềm ẩn của doanh nghiệp [5, 27]. Quan điểm "làm mượt lợi nhuận" cho rằng QTLN có thể được sử dụng một cách chiến lược nhằm làm giảm mức độ biến động của lợi nhuận và hạn chế phản ứng quá mức của nhà đầu tư trước các cú sốc mang tính tạm thời [5, 28]. Ủng hộ lập luận này, Tucker và Zarowin [6] cho thấy rằng việc "làm mượt" lợi nhuận nhằm gia tăng tính hữu ích thông tin của lợi nhuận kế toán, từ đó làm giảm mức độ điều chỉnh kỳ vọng của nhà đầu tư và góp phần ổn định BDGCP. Bằng chứng thực nghiệm cũng cho thấy QTLN có thể làm giảm mức độ biến động của kết quả kinh doanh thông qua việc làm trơn các dao động tạm thời, từ đó điều tiết phản ứng của nhà đầu tư và có khả năng ổn định giá cổ phiếu [6, 7]. Tuy nhiên, quan điểm thận trọng lại nhấn mạnh rằng QTLN làm suy giảm chất lượng báo cáo tài chính và gia tăng rủi ro thông tin, qua đó làm tăng biến động đặc thù và cản trở khả năng diễn giải hiệu quả hoạt động tương lai của nhà đầu tư [14, 29]. Trước những tác động trái

chiều này, các bằng chứng thực nghiệm hiện có chưa đưa ra dự đoán rõ ràng về chiều hướng tác động của QTLN lên BDGCP, song đều thống nhất rằng QTLN đóng vai trò quan trọng trong việc định hình môi trường thông tin và qua đó ảnh hưởng đến mức độ BDGCP.

*H2: QTLN có tác động trực tiếp đến BDGCP.*

Cuối cùng, Lý thuyết tín hiệu cho rằng các lựa chọn trong báo cáo tài chính của nhà quản lý đóng vai trò như những tín hiệu truyền tải thông tin tới các nhà đầu tư bên ngoài [30]. Trong điều kiện BCXTT cao, QTLN có thể ảnh hưởng đến cách các nhà đầu tư diễn giải những tín hiệu không đầy đủ hoặc không chắc chắn, hàm ý rằng QTLN có thể điều chỉnh cường độ mối quan hệ giữa BCXTT và BDGCP. Trong các bối cảnh có cơ chế giám sát yếu hơn, như Việt Nam, vai trò của quyền tự quyết quản lý trong việc định hình quá trình định giá các khoản trống thông tin có thể trở nên đặc biệt rõ nét. Các nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra rằng lựa chọn trong báo cáo tài chính của nhà quản lý định hình cách nhà đầu tư diễn giải thông tin trong điều kiện bất định. Khi mức độ BCXTT cao, QTLN có thể ảnh hưởng đến mức độ thông tin đặc thù của doanh nghiệp được phản ánh vào giá cổ phiếu, hoặc thông qua việc làm trơn tín hiệu nhằm giảm nhiễu, hoặc bằng cách gia tăng tính mờ đục và làm trầm trọng thêm sự bất định [14, 29]. Bằng chứng từ các thị trường mới nổi cho thấy các ma sát thông tin và quyền tự quyết trong báo cáo tài chính tác động đồng thời đến biến động lợi suất và mức độ nhạy cảm của thị trường trước thông tin mới [21, 22]. Những kết quả này hàm ý rằng QTLN có khả năng điều tiết theo hướng khuếch đại hoặc làm suy giảm tác động của BCXTT lên BDGCP.

*H3: QTLN điều tiết mối quan hệ giữa BCXTT và BDGCP.*

### 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

#### 3.1. Mô tả dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp của các công ty niêm yết trên sàn HOSE trong giai đoạn 2015 - 2024. Dữ liệu tài chính và thị trường được thu thập từ báo cáo tài chính năm đã kiểm toán thông qua cơ sở dữ liệu FinnPro. Mẫu ban đầu gồm 425 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE; sau khi loại trừ các tổ chức tài chính do đặc thù pháp lý và chế độ báo cáo, mẫu còn 382 doanh nghiệp phi tài chính. Sau quá trình làm sạch dữ liệu và loại bỏ các quan sát thiếu đối với các biến trọng yếu, mẫu bảng cuối cùng gồm 180 doanh nghiệp với 1.800 quan sát trong 10 năm. Dữ liệu sau đó được xử lý bằng phương pháp Winsorize tại các phân vị 1% và 99% nhằm hạn chế ảnh hưởng của giá trị ngoại lai.

#### 3.2. Mô hình nghiên cứu

Để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu, tác giả xây dựng hai mô hình định lượng: Mô hình cơ sở 1 được sử dụng để kiểm định tác động trực tiếp của QTLN và BCXTT đến BDGCP; và mô hình mở rộng 2 được sử dụng để đánh giá vai trò điều tiết của QTLN trong mối quan hệ giữa BCXTT và BDGCP. Các biến kiểm soát bao gồm quy mô doanh nghiệp (QMDN), đòn bẩy tài chính (DBTC) và khả năng sinh lời (ROA) được lựa chọn để đưa vào mô hình. Doanh nghiệp quy mô lớn thường có mức BDGCP thấp hơn nhờ tính minh bạch và sự ổn định cao hơn [29]. Đòn bẩy tài chính cao làm gia tăng rủi ro và khuếch đại biến động, trong khi đó khả năng sinh lời cao phản ánh mức độ rủi ro thấp hơn [23]. Nhằm kiểm soát tác động của cú sốc ngoại sinh mang tính hệ thống do đại dịch COVID-19 gây ra, nghiên cứu tiếp tục mở rộng mô hình 3 và mô hình 4 bằng cách bổ sung biến giả COVID-19. Việc này cho phép mô hình tách biệt ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô bất thường khỏi các nhân tố thông tin ở cấp độ doanh nghiệp, qua đó nâng cao độ tin cậy của các ước lượng đối với các biến giải thích chính. Cụ thể, các mô hình được đặc tả qua phương trình hồi quy như sau:

$$BDGCP_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \beta_1 BCXTT_{it} + \beta_2 QTLN_{it} + \gamma'X_{it} + \epsilon_{it} \quad (\text{mô hình 1})$$

$$BDGCP_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \beta_1 BCXTT_{it} + \beta_2 QTLN_{it} + \beta_3 (BCXTT_{it} \times QTLN_{it}) + \gamma'X_{it} + \epsilon_{it} \quad (\text{mô hình 2})$$

$$BDGCP_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \beta_1 BCXTT_{it} + \beta_2 QTLN_{it} + \delta COVID_t + \gamma'X_{it} + \epsilon_{it} \quad (\text{mô hình 3})$$

$$BDGCP_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \beta_1 BCXTT_{it} + \beta_2 QTLN_{it} + \beta_3 (BCXTT_{it} \times QTLN_{it}) + \delta COVID_t + \gamma'X_{it} + \epsilon_{it} \quad (\text{mô hình 4})$$

Bảng 1. Mô tả các biến

Phân loại	Tên biến	Công thức	Nguồn
Biến phụ thuộc	BDGCP	$BDGCP_{it} = \sqrt{\frac{HP_{it} - LP_{it}}{(\frac{HP_{it} + LP_{it}}{2})^2}}$	[31]; [32]
Biến độc lập	BCXTT	$BCXTT_{it} = \ln(1 + \frac{SD(\text{Forecasted } EPStq)}{\text{Median}(\text{Forecasted } EPStq)})$	[25]; [26]
Biến độc lập	QTLN_abs	Giá trị tuyệt đối của các khoản dồn tích tùy ý được ước lượng theo mô hình Modified Jones	[24]; [33]
Biến kiểm soát	QMDN	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	[26]
Biến kiểm soát	DBTC	Tổng nợ phải trả chia cho tổng tài sản	[34]

Biến kiểm soát	ROA	Lợi nhuận ròng chia cho tổng tài sản	[35]
Biến giả	COVID	Biến giả nhận giá trị 1 cho các năm chịu ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 (2020-2021) và 0 cho các năm còn lại	[36]

(Nguồn: Kết quả tìm hiểu và nghiên cứu của nhóm tác giả)

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng của 180 doanh nghiệp trong giai đoạn 10 năm, do đó việc áp dụng mô hình OLS gặp không phù hợp vì không kiểm soát được các đặc điểm riêng không quan sát được của từng doanh nghiệp. Những đặc điểm này có thể ảnh hưởng đến BDGCP và đồng thời tương quan với các biến giải thích trong mô hình, dẫn đến sai lệch ước lượng.

Để khắc phục hạn chế trên, nghiên cứu xem xét các mô hình dữ liệu bảng có kiểm soát hiệu ứng cá thể. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy mô hình tác động ngẫu nhiên không phù hợp, từ đó mô hình tác động cố định (FEM) được lựa chọn. FEM cho phép loại bỏ các yếu tố không quan sát được nhưng bất biến theo thời gian ở cấp độ doanh nghiệp, qua đó đảm bảo tính nhất quán của các ước lượng và phản ánh chính xác hơn tác động của BCXTT đến BDGCP.

#### 4. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

Bảng 2. Thống kê mô tả

Biến	Mean	Std. Dev.	Min	Max
QTLN_abs	0,0786949	0,0797144	0,0002018	0,5443726
BCXTT	0,1342996	0,2342158	0	2,147544
BDGCP	0,0070537	0,0035809	0,0011872	0,0231301
QMDN	12,29285	0,6061608	11,09453	14,3512
DBTC	4,095261	10,23798	1,036175	181,013
ROA	0,0716531	0,0772371	-0,1899	0,4498

(Nguồn: Kết quả tính toán và xử lý dữ liệu của nhóm tác giả)

Bảng 2 cho thấy trong giai đoạn quan sát, mức độ BDGCP có giá trị trung bình tương đối thấp nhưng độ phân tán đáng kể, phản ánh sự khác biệt về độ nhạy cảm với thị trường giữa các doanh nghiệp. QTLN và BCXTT cũng thể hiện độ phân tán lớn, cho thấy sự đa dạng trong hành vi báo cáo và môi trường thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Các biến kiểm soát nhìn chung có sự không đồng nhất đáng kể giữa các doanh nghiệp, cung cấp cơ sở phù hợp cho phân tích tác động của BCXTT và QTLN lên BDGCP.

Bảng 3 trình bày ma trận tương quan giữa các biến, cho thấy các hệ số tương quan giữa các biến giải thích

đều thấp hơn 0,6 và hàm ý không tồn tại vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng. BDGCP có tương quan dương với BCXTT, phù hợp với kỳ vọng lý thuyết, trong khi mối liên hệ yếu giữa BDGCP và QTLN tương đối yếu. Điều này gợi ý rằng tác động của QTLN đối với BDGCP có thể mang tính gián tiếp hoặc phụ thuộc vào điều kiện thông tin.

Bảng 3. Phân tích tương quan

	QTLN_abs	BCXTT	BDGCP	QMDN	DBTC	ROA
QTLN_abs	1,0000					
BCXTT	0,0506	1,0000				
BDGCP	0,1139	0,2165	1,0000			
QMDN	-0,1300	0,0251	-0,1639	1,0000		
DBTC	-0,0394	-0,0496	0,0019	-0,1839	1,0000	
ROA	-0,0168	-0,1415	-0,3904	-0,1194	0,1234	1,0000

(Nguồn: Kết quả tính toán và xử lý dữ liệu của nhóm tác giả)

Để nâng cao độ tin cậy của phân tích thực nghiệm, nghiên cứu ước lượng hai mô hình hiệu ứng cố định: một mô hình thông thường với giả định phương sai sai số đồng nhất và một mô hình khác với sai số chuẩn robust được gom cụm theo doanh nghiệp nhằm xử lý phương sai thay đổi và tự tương quan trong từng doanh nghiệp. Việc so sánh kết quả giữa hai mô hình cho phép đánh giá tính ổn định của các hệ số ước lượng và củng cố độ tin cậy của kết luận nghiên cứu.

Kết quả ở bảng 4 cho thấy, trong cả hai mô hình, BCXTT luôn có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê cao ( $p$ -value < 0,05), cho thấy các doanh nghiệp có mức BCXTT cao hơn thường đối mặt với mức độ BDGCP lớn hơn. Điều này phù hợp với lý thuyết BCXTT và nhất quán với các nghiên cứu trước đây cho rằng sự bất đồng lớn giữa các nhà phân tích làm gia tăng sự bất định và biến động giá [25]. Việc hệ số của BCXTT duy trì cả về độ lớn lẫn ý nghĩa thống kê qua các phương pháp ước lượng khác nhau củng cố vai trò của BCXTT như một nhân tố quan trọng quyết định biến động giá trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Ngược lại, QTLN không cho thấy tác động có ý nghĩa thống kê lên BDGCP trong cả hai mô hình. Kết quả này tương đồng với phát hiện của Maina và cộng sự [37], cho thấy các đặc điểm liên quan đến biến động lợi nhuận không tạo ra tác động có ý nghĩa thống kê lên BDGCP, hàm ý rằng ảnh hưởng của QTLN có thể mang tính trung hòa do sự đồng thời tồn tại của động cơ làm mướt lợi nhuận và thao túng mang tính cơ hội. Qua đó, phát hiện ủng hộ việc xem xét QTLN với vai trò chủ yếu là biến điều tiết thay vì biến tác động trực tiếp.

Bảng 4. Kết quả ước lượng các tác động trực tiếp - mô hình 1

Biến	FE (Conventional) Coefficient	Std. Err	p-value	FE (Robust) Coefficient	Robust Std. Err	p-value
BCXTT	0,0009714	0,0002203	0,000	0,0009714	0,000333	0,004
QTLN_abs	-0,0001377	0,000686	0,841	-0,0001377	0,0009974	0,890
QMDN	-0,0069413	0,0003503	0,000	-0,0069413	0,0007203	0,000
DBTC	-0,0000272	0,00000674	0,000	-0,0000272	0,00000986	0,006
ROA	-0,0053986	0,0011154	0,000	-0,0053986	0,0018226	0,003
Within R <sup>2</sup>	0,2168			0,2168		

(Nguồn: Kết quả tính toán và xử lý dữ liệu của nhóm tác giả)

Bảng 5. Kết quả ước lượng tác động điều tiết - mô hình 2

Variable	FE Coefficient	Std. Err	p-value	FE (Robust) Coefficient	Std. Err	p-value
BCXTT_c	0,0004212	0,0002074	0,042	0,0004212	0,0003136	0,181
QTLN_c	-0,0004397	0,0006622	0,507	-0,0004397	0,0009781	0,654
BCXTT_QTLN	0,0043937	0,0022767	0,054	0,0043937	0,002729	0,109
QMDN	-0,0041925	0,0003702	0,000	-0,0041925	0,0007813	0,000
DBTC	-0,0000131	0,00000621	0,035	-0,0000131	0,00000914	0,154
ROA	-0,0068809	0,0010341	0,000	-0,0068809	0,0015895	0,000
Within R <sup>2</sup>	0,3533			0,3533		

Ghi chú: BCXTT\_c và QTLN\_c là các biến BCXTT và QTLN đã được chuẩn hóa quanh giá trị trung bình; BCXTT\_QTLN là biến tương tác giữa hai biến này.

(Nguồn: Kết quả tính toán và xử lý dữ liệu của nhóm tác giả)

Các biến kiểm soát hoạt động như kỳ vọng. QMDN và ROA có mối quan hệ nghịch chiều và nhất quán với BDGCP, phản ánh đặc tính ổn định hơn của các doanh nghiệp lớn, lâu năm và hoạt động hiệu quả. DBTC cũng thể hiện tác động âm, dù mức ý nghĩa thống kê giảm nhẹ khi sử dụng sai số chuẩn robust. Hệ số R<sup>2</sup> trong mô hình hiệu ứng cố định không thay đổi (21,68%), cho thấy khả năng giải thích của mô hình là ổn định.

Nhìn chung, kết quả sau khi điều chỉnh độ tin cậy cho thấy BCXTT làm BDGCP gia tăng đáng kể, trong khi QTLN không có ảnh hưởng tuyến tính trực tiếp. Kết luận này không phụ thuộc vào lựa chọn phương pháp ước lượng. Việc so sánh phương pháp luận cũng nhấn mạnh tầm quan trọng của việc sử dụng sai số chuẩn robust trong các mô hình dữ liệu bảng nhằm đảm bảo suy luận thống kê đáng tin cậy.

Bảng 5 trình bày kết quả ước lượng mô hình hiệu ứng cố định nhằm kiểm định vai trò điều tiết của QTLN trong mối quan hệ giữa BCXTT và BDGCP, sử dụng cả sai số chuẩn thông thường và sai số chuẩn robust gom cụm theo doanh nghiệp. Trong mô hình hiệu ứng cố định thông thường, hệ số của BCXTT đã được chuẩn hóa

(BCXTT\_c) có dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, cho thấy BCXTT tiếp tục làm gia tăng BDGCP. Đồng thời, hệ số của biến tương tác giữa BCXTT và QTLN cũng dương và có ý nghĩa biên ở mức 10%, hàm ý rằng QTLN có xu hướng khuếch đại mức độ nhạy cảm của BDGCP đối với BCXTT. Ngược lại, tác động trực tiếp của QTLN\_c không có ý nghĩa thống kê.

Khi áp dụng sai số chuẩn robust gom cụm theo doanh nghiệp, các hệ số ước lượng giữ nguyên dấu nhưng không còn đạt ý nghĩa thống kê ở các mức thông lệ (p-value = 0,109). Kết quả này cho thấy rằng bằng chứng về vai trò điều tiết của QTLN chưa thực sự vững chắc và nhạy cảm với phương pháp suy luận thống kê. Do đó, vai trò điều tiết của QTLN nên được diễn giải một cách thận trọng và chỉ mang tính gợi ý hơn là kết luận khẳng định. Việc hệ số tương tác nhất quán về dấu và độ lớn giữa các mô hình cho thấy cơ chế điều tiết có thể tồn tại về mặt kinh tế, song cần được kiểm chứng thêm trong các nghiên cứu tiếp theo.

Các biến kiểm soát tiếp tục cho kết quả phù hợp trong cả hai mô hình. QMDN và ROA có tác động âm nhất quán đến BDGCP, trong khi DBTC mất ý nghĩa khi sử dụng sai

Bảng 6. Kết quả ước lượng mô hình 3 và 4 với yếu tố kiểm soát Covid-19

Biến	Mô hình 3			Mô hình 4		
	FE (Robust) Coefficient	Robust Std. Err	p-value	FE (Robust) Coefficient	Robust Std. Err	p-value
BCXTT	0,0009024	0,0003393	0,009	0,0008892	0,0003355	0,009
QTLN_abs	-0,0001522	0,0009954	0,879	-0,0004354	0,0010065	0,666
BCXTT_QTLN				0,0030265	0,0033978	0,374
QMDN	-0,0070462	0,0007274	0,000	-0,0070318	0,0007284	0,000
DBTC	-0,0000271	0,00000996	0,007	-0,0000272	0,0000100	0,007
ROA	-0,0054068	0,0018246	0,003	-0,0052736	0,0017913	0,004
COVID	0,0003200	0,0001094	0,004	0,0003228	0,0001085	0,003
Constant	0,0939970	0,0089303	0,000	0,0938672	0,0089484	0,000

Nguồn: Kết quả tính toán và xử lý dữ liệu của nhóm tác giả

số chuẩn robust. Giá trị within-R<sup>2</sup> ở mức hợp lý (xấp xỉ 0,35), cho thấy mô hình có khả năng giải thích đáng kể BDGCP theo thời gian trong từng doanh nghiệp.

Để đánh giá độ bền vững của các tác động trong mô hình trước các cú sốc vĩ mô, nghiên cứu bổ sung biến giả COVID-19 cho giai đoạn 2020 - 2021. Kết quả cho thấy COVID-19 có tác động dương và có ý nghĩa thống kê đến BDGCP, phản ánh sự gia tăng bất định và mức độ nhạy cảm của thị trường trong đại dịch. Sau khi kiểm soát yếu tố này, BCXTT vẫn duy trì mối quan hệ dương với BDGCP, dù độ lớn hệ số có suy giảm nhẹ so với mô hình cơ sở, cho thấy cú sốc đại dịch đã làm giảm một phần mức độ biến động nhưng không làm mất vai trò độc lập của BCXTT trong khuếch đại rủi ro thông tin. Trong khi đó, không tìm thấy bằng chứng có ý nghĩa thống kê về tác động trực tiếp của QTLN đến BDGCP. Thêm vào đó, khi đưa biến COVID-19 vào mô hình, vai trò điều tiết của QTLN mất ý nghĩa thống kê. Nguyên nhân có thể do đại dịch tạo ra cú sốc hệ thống, khiến BDGCP bị chi phối bởi thông tin vĩ mô và tâm lý hoảng loạn của thị trường hơn là thông tin kế toán ở cấp doanh nghiệp. Trong bối cảnh đó, nhà đầu tư ít dựa vào lợi nhuận kế toán (vốn công bố chậm và mang tính quá khứ), nên QTLN không còn đủ sức nặng để khuếch đại hay điều tiết tác động của BCXTT lên biến động giá. Các biến kiểm soát QMDN, DBTC và ROA vẫn duy trì ý nghĩa thống kê ở cả mô hình 3 và 4

Nhìn chung, BCXTT vẫn là nhân tố quan trọng thúc đẩy BDGCP, trong khi QTLN không có tác động trực tiếp rõ ràng. Vai trò điều tiết của QTLN cần được diễn giải một cách thận trọng và được xem như bằng chứng mang tính chỉ báo hơn là kết luận về cơ chế tương tác giữa BCXTT và BDGCP.

## 5. KẾT LUẬN

Nghiên cứu cho thấy, BCXTT là nhân tố quan trọng thúc đẩy BDGCP trên thị trường mới nổi như Việt Nam. Ngược lại, QTLN không ảnh hưởng trực tiếp đến BDGCP nhưng lại có thể đóng vai trò điều tiết, khuếch đại tác động của BCXTT, cho thấy quyền tự do báo cáo có thể gia tăng sự bất ổn trong môi trường có tính minh bạch thấp. Kết quả của các biến kiểm soát cũng phù hợp với kỳ vọng lý thuyết ban đầu: các công ty lớn hơn, lợi nhuận cao hơn và vốn hóa tốt hơn thì có biến động thấp hơn. Mặc dù BCXTT có tác động đến BDGCP trong điều kiện thị trường bình thường, vai trò điều tiết của nó suy yếu trong các giai đoạn khủng hoảng mang tính hệ thống như đại dịch COVID-19. Trong những thời kỳ này, mức độ bất định của toàn thị trường và tâm lý nhà đầu tư chi phối mạnh hơn thông tin kế toán ở cấp doanh nghiệp, khiến QTLN trở nên kém quan trọng trong việc giải thích BDGCP.

Nhìn chung, nghiên cứu đã chỉ ra những điểm yếu cốt lõi của thị trường vốn Việt Nam, nơi có sự công bố thông tin không đồng đều và sự giám sát hạn chế. Từ góc độ chính sách, các kết quả của nghiên cứu cho thấy việc cải thiện môi trường thông tin không chỉ mang ý nghĩa bảo vệ nhà đầu tư mà còn là điều kiện cần để ổn định thị trường vốn trong dài hạn. Các cơ quan quản lý nhà nước nên tăng cường thực thi các chuẩn mực công bố thông tin, nâng cao chất lượng kiểm toán và siết chặt cơ chế giám sát hành vi QTLN để có thể hạn chế sự khuếch đại rủi ro xuất phát từ BCXTT, đặc biệt là với các doanh nghiệp có quy mô vốn nhỏ, hệ số nợ cao và hoạt động kém hiệu quả. Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng hàm ý rằng các nhà đầu tư cần thận trọng hơn khi định giá doanh nghiệp

trong những môi trường có mức độ minh bạch thấp và quyền tự do báo cáo tài chính cao.

Mặc dù vậy, nghiên cứu vẫn còn tồn tại một số hạn chế. Trước hết, phạm vi của nghiên cứu tập trung vào các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE, nên mức độ đại diện cho các phân khúc thị trường khác hoặc các sàn giao dịch quy mô nhỏ hơn còn hạn chế. Bên cạnh đó, cả hai thước đo BCXTT và QTLN đều có thể chịu ảnh hưởng từ sai số đo lường hoặc biến đổi theo ngữ cảnh kinh tế. Hơn nữa, việc sử dụng hiệu ứng cố định theo doanh nghiệp và thời gian góp phần giảm thiểu vấn đề nội sinh, các yếu tố không quan sát như thay đổi trong hành vi của nhà đầu tư, mức độ can thiệp của cơ quan quản lý hay điều kiện kinh tế vĩ mô vẫn có thể ảnh hưởng tới kết quả ước lượng. Các nghiên cứu trong tương lai có thể mở rộng bằng cách tích hợp các thước đo quản lý lợi nhuận thực tế, bổ sung các chỉ báo minh bạch ở cấp độ thị trường, hoặc mở rộng phạm vi phân tích sang HNX, UPCoM và các sàn giao dịch trong khu vực ASEAN nhằm cung cấp góc nhìn khu vực toàn diện hơn.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Akerlof G. A., "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism," *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), 488-500, 1970. doi: 10.2307/1879431.
- [2]. Easley D., O'hara M., "Information and the Cost of Capital," *The Journal of Finance*, 59, 1553-1583, 2004. doi:10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x
- [3]. Bushman R. M., Smith A. J., "Financial accounting information and corporate governance," *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333, 2001. doi: 10.1016/S0165-4101(01)00027-1.
- [4]. Leuz C., Verrecchia R. E., "The economic consequences of increased disclosure," *Journal of Accounting Research*, 38(Supplement), 91-124, 2000. doi: 10.2307/2672910.
- [5]. Healy P. M., Wahlen J. M., "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting," *Accounting Horizons*, 13, 365-383, 1999. doi: 10.2308/acch.1999.13.4.365.
- [6]. Tucker J. W., Zarowin P. A., "Does income smoothing improve earnings informativeness?," *The Accounting Review*, 81 (1), 251-270, 2006. doi: 10.2308/accr.2006.81.1.251.
- [7]. Graham J. R., Harvey C. R., Rajgopal S., "The economic implications of corporate financial reporting," *Journal of Accounting and Economics*, 40 (1+3), 3-73, 2005. doi: 10.1016/j.jacceco.2005.01.002
- [8]. Leuz C., Nanda D., Wysocki P. D., "Earnings management and investor protection," *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527, 2003. doi: 10.1016/S0304-405X(03)00121-1.
- [9]. Le H. T. T., Tran H. G., Vo X. V., "Audit quality, accruals quality and the cost of equity in an emerging market: Evidence from Vietnam," *International Review of Financial Analysis*, 77, 101798, 2021. doi: 10.1016/j.irfa.2021.101798.
- [10]. Bollerslev T., "Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity," *Journal of Econometrics*, 31 (3), 307-327, 1986. doi: 10.1016/0304-4076(86)90063-1.
- [11]. Engle R. F., "Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of UK inflation," *Econometrica*, 50, 4, 987-1007, 1982. doi: 10.2307/1912773.
- [12]. Campbell J. Y., Lettau M., Malkiel B. G., Xu Y., "Have individual stocks become more volatile?" *Journal of Finance*, 56, 1, 1-43, 2001. doi: 10.1111/0022-1082.00318.
- [13]. Botosan C., "Disclosure Level and the Cost of Capital," *The Accounting Review*, 72(3), 1997.
- [14]. Rajgopal S., Venkatachalam M., "Financial Reporting Quality and Idiosyncratic Return Volatility," *Journal of Accounting and Economics*, 51, 1-20, 2011. doi: 10.1016/j.jacceco.2010.06.001.
- [15]. Healy P. M., Palepu K. G., "Information asymmetry, corporate disclosure and capital markets," *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440, 2001. doi: 10.1016/S0165-4101(01)00018-0.
- [16]. Glosten L. R., Milgrom P. R., "Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders," *Journal of Financial Economics*, 14, 71-100, 1985. doi: 10.1016/0304-405X(85)90044-3.
- [17]. Kyle A. S., "Continuous auctions and insider trading," *Econometrica*, 53(6), 1315-1335, 1985. doi: 10.2307/1913210.
- [18]. Barron O. E., Kim O., Lim S. C., Stevens D. E., "Using Analysts' Forecasts to Measure Properties of Analysts' Information Environment," *The Accounting Review*, 421-433, 1998.
- [19]. Easley D., Hvidkjær S., O'Hara M., "Is Information Risk a Determinant of Asset Returns?," *Journal of Finance*, 57(5), 2185-2221, 2002. doi: 10.1111/1540-6261.00493.
- [20]. Bushman R. M., Piotroski J. D., Smith A. J., "What determines corporate transparency?," *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207-252, 2004. doi: 10.1111/j.1475-679X.2004.00136.x.
- [21]. Morck R., Yeung B., Yu W., "Why do emerging markets have synchronous stock price movements?," *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 215-260, 2000. doi: 10.1016/S0304-405X(00)00071-4.
- [22]. Jin L., Myers S. C., "R<sup>2</sup> around the world," *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257-292, 2006. doi: 10.1016/j.jfineco.2004.11.003.
- [23]. Dechow P. M., Ge W., Schrand C., "Understanding earnings quality," *Journal of Accounting and Economics*, 50, 2-3, 344-401, 2010. doi: 10.1016/j.jacceco.2010.09.001.
- [24]. Dechow P. M., Sloan R. G., Sweeney A. P., "Detecting earnings management," *The Accounting Review*, 70, 2, 193-225, 1995. doi: 10.1111/j.1475-679X.2012.00449.x

- [25]. Drobetz W., Grüninger M. C., Hirschvogel S., "Information asymmetry and the value of cash," *Journal of Banking & Finance*, 34, 2010. doi: 10.1016/j.jbankfin.2010.02.002.
- [26]. Fosu S., Danso A., Ahmad W., Coffie W., "Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter?," *International Review of Financial Analysis*, 46, 140-150, 2016. doi: 10.1016/j.irfa.2016.05.002.
- [27]. Jensen M. C., Meckling W. H., "Theory of the firm," *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360, 1976. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X.
- [28]. Fudenberg D., Tirole J., "A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents," *Journal of Political Economy*, 103, 75-93, 1995. doi: 10.1086/261976.
- [29]. Bhattacharya U., Daouk H., Welker M., "The World Price of Earnings Opacity," *The accounting review*, 78(3), 641-678, 2003.
- [30]. Spence M., "Job market signaling," *Quarterly Journal of Economics*, 87, 3, 355-374, 1973. doi: 10.2307/1882010.
- [31]. Baskin J., "Dividend Policy and the Volatility of Common Stock," *Journal of Portfolio Management*, 15, 19-25, 1989. doi: 10.3905/jpm.1989.409203.
- [32]. Sherif M., El-Diftar D. Shahwan T., "Do internal corporate governance practices influence stock price volatility? Evidence from Egyptian non-financial firms," *Journal of Risk and Financial Management*, 17 (6), 2024.
- [33]. Dang N. H., Vu T. T. V., Archer L., "Factors affecting the quality of financial statements from an audit point of view: A machine learning approach," *Accounting, Corporate Governance & Business Ethics*, 2184225, 2023. doi: 10.1080/23311975.2023.2184225.
- [34]. Florackis C., Kostakis A., Ozkan A., "Managerial Ownership and Performance," *Journal of Business Responsibility*, 62, 1350-1357, 2009. doi: 10.1016/j.jbusres.2008.12.001.
- [35]. Habib A., Jiang H., Zhou D., "Related-party transactions and audit fees: Evidence from China," *Journal of International Accounting Research*, 14 (1), 59-83, 2015. doi: 10.2308/jiar-51020.
- [36]. Ashraf B. N., Goodell J. W., Butt S., "SDGs and economic resilience: Evidence from the COVID-19 shock," *Journal of Sustainable Finance and Accounting*, 4, 100015, 2024. doi: 10.1016/j.josfa.2024.100015.
- [37]. Maina S. N., Nasieku T., Bichanga J. M., "Earnings Variability on Share Price Annualized Volatility among Quoted Non-Financial Companies at Nairobi Securities Exchange," *International Journal of Research and Innovation in Social Science (IJRISS)*, 9(05), 3178-3188, 2025. doi: 10.47772/IJRISS.

---

**AUTHORS INFORMATION**

**Nguyen Thi Phuong Mai, Dang Ngoc Nguyen Hoa,  
Nguyen Thu Phuong, Vuong Nhat Ha, Tran Dinh Duc Huy,  
Nguyen Thi Trung Anh**

Foreign Trade University, Vietnam