

# QUẢN TRỊ THU NHẬP VÀ LỢI SUẤT CHỨNG KHOÁN TƯƠNG LAI: KIỂM CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM

Nguyễn Thị Ngọc Lan\*  
Lê Tuấn Anh\*\*

## Tóm tắt

Nội dung chính của bài viết dưới đây tập trung kiểm định tác động của quản trị thu nhập đến lợi suất chứng khoán tương lai trên thị trường chứng khoán Việt Nam, giai đoạn 2007-2014, nhằm đưa ra bằng chứng thực nghiệm về hiện tượng dị thường dồn tích. Dữ liệu nghiên cứu bao gồm tất cả các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, ngoại trừ các ngành tài chính, ngân hàng và bất động sản. Tác giả sử dụng kết hợp ba phương pháp ước lượng bao gồm bình phương nhỏ nhất (OLS), tác động cố định (FEM) và tác động ngẫu nhiên (GLS) để kiểm chứng mối quan hệ giữa quản trị thu nhập và lợi suất chứng khoán tương lai. Kết quả nghiên cứu cho thấy tổng dồn tích và quản trị thu nhập (được đo qua thước đo dồn tích có thể điều chỉnh được) có tác động ngược chiều tới lợi suất chứng khoán và lợi suất chứng khoán phụ trội tương lai và thị trường chứng khoán định giá sai thành phần tổng dồn tích của thu nhập hiện tại. Kết quả cho thấy dồn tích không điều chỉnh được và quản trị thu nhập là những nguyên nhân dẫn đến hiện tượng dị thường dồn tích tại Việt Nam.

**Từ khóa:** Quản trị thu nhập, dị thường dồn tích, dồn tích có thể điều chỉnh được, dồn tích không thể điều chỉnh được, tổng dồn tích

Mã số: . Ngày nhận bài: . Ngày hoàn thành biên tập: . Ngày duyệt đăng: .

## Abstract

This paper investigates the relationship of earning management and future stock return in Vietnamese stock market from 2007 to 2014 in order to provide an empirical evidence for accrual anomaly. Data include all listed companies in both exchanges, excluding financial, banking and real estate industries. Ordinary least square (OLS), fixed effect (FEM) and random effect (GLS) are used to analyze the research topic. The findings show that total accrual and earning management have a negative relationship with future stock return and future abnormal return and stock market misprices accrual component of earning. It is also proved that earning management (which is measured by proxy of discretionary accrual) and non-discretionary accrual are reasons for accrual anomaly in Vietnam.

**Key words:** Earning management, accrual anomaly, discretionary accrual, non discretionary accrual, total accrual.

Paper No. . Date of receipt: . Date of revision: . Date of approval: .

## 1. Đặt vấn đề

Lý luận cũng như thực tiễn về thị trường tài chính đều cho thấy thông tin là một trong

các cấu phần cơ bản trong sự vận hành của thị trường và bản thân thông tin cũng là nguyên nhân dẫn tới nhiều vấn đề của thị trường, khiến nó không thể hoạt động hiệu quả.

\* NCS Viện Ngân Hàng Tài Chính, Đại Học Kinh Tế Quốc Dân, Giảng Viên Khoa Tài Chính Ngân Hàng, Đại Học Ngoại Thương

\*\* Phó Tổng Thư Ký, Hội Truyền Thông Số Việt Nam

Trong đó, thông tin báo cáo tài chính là một trong những loại thông tin quan trọng nhất đối với nhà đầu tư. Các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra rằng thu nhập/lợi nhuận kế toán có liên quan mật thiết đến giá thị trường của cổ phiếu (Barth, Mary et al. 2001) vì nhà đầu tư sử dụng số liệu về thu nhập/lợi nhuận kế toán để ước lượng lợi suất trong tương lai (Lev 1989,1989; Choi và cộng sự, 1997; Kallunki và Martikainen, 1997. Tuy nhiên quản trị thu nhập - *được định nghĩa là hành vi điều chỉnh báo cáo tài chính của nhà quản lý dẫn đến việc phản ánh thiếu chính xác kết quả hoạt động kinh doanh của công ty nhằm che dấu các đối tác liên quan đến công ty (như cổ đông, chủ nợ...)* hoặc gây ảnh hưởng đến kết quả các hợp đồng mà các kết quả này phụ thuộc vào số liệu kế toán (Healy và Wahlen, 1999)- lại làm cho chất lượng thu nhập công bố giảm sút, từ đó tác động tiêu cực đến việc định giá công ty do nhà đầu tư ước lượng lợi suất dựa trên thông tin báo cáo tài chính kém minh bạch. Trong vài thập kỷ qua, hàng loạt vụ bê bối kế toán đã xảy ra trên khắp thế giới, điển hình là Enron, Healthsouth, Parmalat, Tyco, Worldcom và Xerox, dẫn đến những thiệt hại nặng nề cho các nhà đầu tư. Trọng tâm của các vụ bê bối này đều liên quan đến quản trị thu nhập (Goncharov,2005). Do đó các nhà khoa học đã nỗ lực tìm hiểu liệu quản trị thu nhập có tạo nên những dị thường (anomaly) của thị trường chứng khoán không. Dòng nghiên cứu này bắt nguồn từ phát hiện của Sloan (1996), khi ông chứng minh rằng tổng dồn tích tạo nên hiện tượng dị thường trên thị trường chứng khoán (accrual anomaly). Có nghĩa là tổng dồn tích có mối tương quan âm với lợi suất chứng khoán trong tương lai và nhà đầu tư có thể thu được lợi suất phụ trội bằng chiến lược mua danh mục có mức dồn

tích thấp và bán khống danh mục có mức dồn tích cao. Sloan (1996) lý giải rằng sở dĩ có sự bất thường này là nhà đầu tư không thể nhận thức được sự khác biệt về khả năng dự báo thu nhập tương lai (earning persistence) của tổng dồn tích và dòng tiền. Trong khi nhà đầu tư lại căn cứ vào thu nhập báo cáo để định giá cổ phiếu. Xie (2001) chứng minh thêm rằng hiện tượng accrual anomaly mà Sloan (1996) tìm ra chủ yếu là do quản trị thu nhập (được đo bằng dồn tích có thể điều chỉnh được trong tổng dồn tích). Cụ thể quản trị thu nhập có mối tương quan âm với lợi suất chứng khoán tương lai và là thành phần kém hiệu quả nhất trong dự báo thu nhập tương lai.

Tại Việt Nam, hiện tượng thao túng báo cáo tài chính cũng diễn ra khá phổ biến, ví dụ trường hợp công ty cổ phần Dược Viễn Đông làm giả con dấu, vẽ hợp đồng không nhằm làm sai lệch báo cáo tài chính gây thiệt hại vô cùng lớn cho nhà đầu tư. Công ty Tribeco, công ty Petrolimex, công ty cổ phần Quốc Cường Gia Lai... có hiện tượng dấu lãi để chuyển lỗ một cách khá kín đáo và hợp pháp (Phạm Thị Bích Vân,2013). Tuy nhiên hiện nay chưa có một công trình nghiên cứu nào tiến hành kiểm chứng tác động của quản trị lợi nhuận đến lợi suất chứng khoán tương lai để tìm hiểu xem liệu nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam có nhận thức được thực trạng về vấn đề quản trị thu nhập và có phản ánh vấn đề này qua giá cổ phiếu không?. Nội dung của bài viết này sẽ trả lời các câu hỏi trên với dữ liệu thu thập được bao gồm toàn bộ các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2007-2014, ngoại trừ các ngành về tài chính, ngân hàng và bất động sản. Bố cục của bài viết bao gồm phần tổng quan lý thuyết về vấn đề nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu, kết quả nghiên cứu và kết luận.

## 2. Tổng quan lý thuyết, tóm tắt tình hình nghiên cứu

Theo Sloan (1996), Xie (2001) và Subramanyam (1996) do thành phần tổng dồn tích và dồn tích có thể điều chỉnh được (quản trị thu nhập) kém nhất quán hơn trong dự báo thu nhập tương lai so với dòng tiền trong khi thị trường định giá chứng khoán một phần lớn dựa trên thông tin về thu nhập của báo cáo tài chính nên dẫn đến hiện tượng định giá sai (mispricing) thành phần tổng dồn tích và quản trị thu nhập. Hiện tượng này được gọi là các dị thường dồn tích của thị trường chứng khoán (accrual anomalies). Có nghĩa là tổng dồn tích và quản trị thu nhập có tương quan âm với lợi suất chứng khoán tương lai. Sau công trình nghiên cứu của Sloan (1996), hàng loạt các công trình nghiên cứu đã tiến hành kiểm định mối quan hệ giữa tổng dồn tích và quản trị thu nhập với lợi suất chứng khoán tương lai ở nhiều quốc gia, đặc biệt là các quốc gia phát triển (Sloan (1996), Xie (2001), Richardson, Sloan et al. (2005), Pincus, Rajgopal et al. (2007), Doukakis và Papanastasopoulos (2014), Ozkan và Kayali (2015) và Hui, Nelson et al. (2016)). Đa số các công trình được nghiên cứu ở các nước phát triển đều thống nhất là thị trường định giá cao tổng dồn tích và quản trị thu nhập (dồn tích điều chỉnh được -DA) trong khi định giá thấp dòng tiền. Ngoại trừ công trình Subramanyam (1996) kết luận rằng nếu dồn tích điều chỉnh là chủ ý làm “nhẵn” thu nhập (Smooth earning) của ban giám đốc thì thị trường định giá đúng. Ngược lại nếu DA là kết quả của quản trị thu nhập thì thị trường định giá cao DA. Bên cạnh việc kiểm định hiện tượng tác động của quản trị thu nhập và tổng dồn tích đến lợi suất chứng khoán tương lai, các công trình nghiên cứu thực nghiệm còn cố gắng đưa ra các lời giải

thích cho hiện tượng dị thường dồn tích này (accrual anomaly). Ví dụ theo Sloan (1996) và Richardso và cộng sự (2005), nguyên nhân dẫn đến hiện tượng dị thường dồn tích là do nhà đầu tư ngại thơ không phân biệt được sự kém nhất quán của dồn tích so với dòng tiền trong dự báo thu nhập tương lai mà chỉ quan tâm đến thông tin về thu nhập của báo cáo tài chính khi định giá chứng khoán (earning fixation). Theo Xie (2001), Subramanyam, (1996), Pincus và cộng sự, (2007), sự cố ý tác động đến thu nhập (quản trị thu nhập) là nguyên nhân dẫn đến hiện tượng dị thường dồn tích. Allen và cộng sự (2013), Doukakisa và Papanastasopoulosb (2014), Chan và cộng sự (2006), Zhang (2007) cho rằng nguyên nhân của hiện tượng dị thường dồn tích là các sai lệch kế toán trong ước lượng dồn tích và nhà đầu tư không thể nhận biết được các thông tin tăng trưởng chứa trong dồn tích của thu nhập. Các công trình nghiên cứu ở các nước mới nổi và đang phát triển có các kết quả khá mâu thuẫn nhau. Nghiên cứu của Kim và cộng sự (2015) chỉ ra rằng ngược lại với các nước đang phát triển nếu dùng thước đo dồn tích truyền thống thì không tìm thấy hiện tượng dị thường dồn tích tại Hàn Quốc. Tuy nhiên khi thay đổi thước đo dồn tích theo tỷ lệ thì hiện tượng accrual anomaly được khẳng định. Vivattanachang và Supattarakul (2013) nghiên cứu thị trường Thái Lan và kết luận rằng tổng dồn tích, dòng tiền và dồn tích có thể điều chỉnh được đều được định giá đúng ở thị trường Thái Lan. Pascal và Hằng (2014) nghiên cứu hiện tượng dị thường dồn tích ở Việt Nam, tác giả kết luận rằng hiện tượng accrual anomaly chỉ xuất hiện ở các công ty không gặp vấn đề về tài chính. Còn ở các công ty đang gặp vấn đề về tài chính các quy định của ngân hàng góp phần ngăn cản các hành

vi quản trị/thời phòng lợi nhuận. Công trình nghiên cứu của Alqerm và Obeid (2014) tại thị trường Malaysia chỉ ra rằng quản trị lợi nhuận thông qua tác động vào chi phí có thể điều chỉnh được và chi phí sản xuất có tương quan âm với lợi suất chứng khoán trong tương lai; trong khi quản trị thu nhập qua dòng tiền không gây ra dị thường dồn tích. C.M. Cupertino và cộng sự (2012) không tìm thấy hiện tượng dị thường dồn tích tại Braxin.

Từ các công trình nghiên cứu trên tác giả đưa ra các giả thuyết sau:

*H1: Tại Việt Nam tổng dồn tích có tương quan (-) với lợi suất phụ trội và lợi suất chứng khoán*

*H2: Tại Việt Nam quản trị thu nhập (dồn tích có thể điều chỉnh được) có mối tương quan (-) với lợi suất và lợi suất phụ trội*

*H3: Tại Việt Nam dồn tích không điều chỉnh được có tương quan (-) với lợi suất và lợi suất phụ trội*

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Chọn mẫu

Mẫu được chọn là các công ty niêm yết trên

sàn chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội, ngoại trừ các ngành tài chính, bất động sản, ngân hàng. Theo Fama và French (1993), các ngành này có cấu trúc báo cáo tài chính khác và có tỷ lệ đòn bẩy cao so với các ngành còn lại do đó nên loại khỏi mẫu nghiên cứu. Các công ty có giá trị vốn chủ sở hữu âm cũng bị loại khỏi mẫu (Fama và French, 1993). Do số lượng công ty niêm yết trước năm 2006 là rất ít (24 công ty) nên để đảm bảo đủ số lượng quan sát, tác giả chọn thời kỳ nghiên cứu từ năm 2007-2015. Để đo lường lợi suất phụ trội của chứng khoán từ năm 2007-2015, các công ty trong mẫu phải có số liệu báo cáo tài chính và số liệu giá chứng khoán từ tháng 12 năm t-1 đến tháng 3 của năm t. Theo quy định về công bố thông tin của Bộ Tài Chính tại thông tư 52/2012/TT-BTC, các công ty đại chúng phải công bố báo cáo tài chính năm không quá 90 ngày kể từ khi kết thúc năm tài chính. Do đó lợi suất chứng khoán của năm t sẽ được tính từ thời điểm tháng 4 năm t đến tháng 3 năm t+1. Do vậy để được lựa chọn vào mẫu nghiên cứu các công ty phải có thông tin về giá chứng khoán từ tháng 4 năm t đến tháng 3 của năm t+1. Ngoài ra do yêu cầu kiểm định tác động

**Bảng 1: Tổng hợp các công ty trong mẫu**

Ngành	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Vật liệu cơ bản	20	18	30	42	61	67	72	74
Hàng tiêu dùng	21	34	42	58	72	76	80	80
Dịch vụ hàng tiêu dùng	17	13	18	32	40	44	44	47
Y tế	8	3	8	11	16	18	18	18
Công nghiệp	48	80	108	152	214	231	240	244
Dầu khí	0	3	4	4	4	4	4	5
Công nghệ	3	6	10	12	21	22	22	22
Dịch vụ tiện ích	7	8	9	19	26	28	30	30
<b>Mẫu cuối cùng</b>	<b>124</b>	<b>165</b>	<b>229</b>	<b>330</b>	<b>454</b>	<b>490</b>	<b>510</b>	<b>520</b>

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ số liệu thu thập của cơ sở dữ liệu stoxplus*

của quản trị thu nhập đến lợi suất tương lai nên biến phụ thuộc là số liệu của 01 năm kế tiếp. Vì vậy, mặc dù số liệu được thu thập từ năm 2006 đến 2015 nhưng thời gian nghiên cứu của mẫu là từ năm 2007-2014. Toàn bộ số liệu về giá cổ phiếu và các thông tin trên báo cáo tài chính được tác giả thu thập từ cơ sở dữ liệu của stoxplus.

Tổng hợp số công ty trong mẫu ban đầu qua từng năm và phân chia theo các ngành theo chuẩn phân ngành ICB mức độ 1 như bảng 1.

### 3.2. Đo lường các biến

\* *Đo lường các biến về đòn tích và quản trị lợi nhuận*

Có nhiều cách đo lường quản trị lợi nhuận (EM) tuy nhiên trong bài viết này tác giả dùng sử dụng mô hình của Kothari và cộng sự (2005) do mô hình được chứng minh khắc phục được lỗi Type I và Type II so với mô hình Jones (1991) và modified Jones của Dechow và cộng sự (1995). Tuy nhiên mô hình Jones (1991) và Modified Jones (1995) cũng được sử dụng để đo lường EM trong phân phân tích robust.

Phương trình đo lường EM thông qua DA của Kothari và cộng sự, 2005

$$TAC_{it} = \alpha (1 / TA_{it-1}) + \beta 1 (\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) / TA_{it-1} + \beta 2 PPE_{it} + \beta 3 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó

- TAC<sub>it</sub> là tổng đòn tích.
- TA<sub>it-1</sub> là giá trị sổ sách của tổng tài sản của công ty i tại năm t-1
- $\Delta REV_{it} / TA_{it-1}$  là doanh thu của công ty i vào năm t trừ đi doanh thu vào năm t-1, tất cả chia cho TA<sub>it-1</sub>
- $\Delta REC_{it}$  là thay đổi khoản phải thu

- PPE<sub>it</sub> / TA<sub>it-1</sub> là tổng tài sản cố định của công ty i vào cuối năm t chia cho TA<sub>it-1</sub>,

- ROA<sub>it-1</sub> là hệ số lợi nhuận trên tổng tài sản năm t-1

-  $\alpha, \beta 1, \beta 2, \beta 3$  là các hệ số trong mô hình hồi quy

-  $\varepsilon_{it}$  là phần dư (DA - proxy của EM)

Tổng đòn tích (TAC) được đo thông qua số liệu từ báo cáo lưu chuyển tiền tệ:

$$TAC_t = NI_t - CFO_t$$

Trong đó:

NI<sub>t</sub>: Lợi nhuận sau thuế tại năm t

CFO<sub>t</sub>: Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh năm t

Cụ thể, hàng năm số lượng các công ty trong mẫu được phân theo ngành dựa trên chuẩn phân ngành ICB cấp 1 (theo stoxplus). Theo Mouselli, Jaafar et al. (2013) các ngành phải có số quan sát lớn hơn 20 do đó các ngành có số quan sát nhỏ hơn 20 sẽ được ghép với ngành gần nhất. Ví dụ, năm 2008 ngành y tế được ghép với ngành dịch vụ hàng tiêu dùng, ngành công nghệ được ghép với ngành công nghiệp, ngành dầu khí, dịch vụ tiện ích được ghép với ngành vật liệu cơ bản. Theo Pincus và cộng sự (2007) tác giả tiến hành làm sạch dữ liệu bằng cách sử dụng “winsorize” các biến ở mức 5<sup>th</sup> và 95<sup>th</sup> giá trị. Sau đó phương trình (1) được chạy hồi quy OLS trên nền dữ liệu chéo theo ngành cho từng năm. Biến EM được đo thông qua proxy DA là phần dư của phương trình (1).

\* *Đo lường lợi suất chứng khoán và lợi suất phụ trội*

#### • Lập danh mục

Hàng năm toàn bộ công ty trong mẫu được chia thành hai nhóm dựa trên trung vị của

quy mô (quy mô được tính theo vốn hóa thị trường của từng công ty). Theo gợi ý của Fama-French (1993), vốn hóa thị trường được tính bằng số lượng cổ phiếu đang lưu hành trong năm  $t$  nhân với giá cổ phiếu vào cuối tháng 6 của năm  $t$ . Sau đó toàn bộ cổ phiếu lại được chia thành 3 nhóm dựa theo tỷ lệ 40% giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (BM) thấp (1); 20% giá trị BM trung bình (2) và 40% giá trị BM cao (3). BM được tính dựa trên giá trị sổ sách (BV) chia cho vốn hóa vào năm  $t-1$  của các công ty trong mẫu. Trong đó BV bằng vốn chủ sở hữu trên bảng cân đối kế toán cuối năm  $t-1$  trừ đi giá trị cổ phiếu ưu đãi cuối năm  $t-1$ . Kết quả được 6 danh mục là các danh mục bao gồm các cổ phiếu nằm ở các danh mục giao nhau giữa hai danh mục phân theo quy mô và ba danh mục phân theo BM. Hàng năm số lượng cổ phiếu trên thị trường luôn biến động nên số lượng cổ phiếu ở các danh mục này được cập nhật để phản ánh đúng quy mô thị trường.

**• Xác định lợi suất chứng khoán**

Lợi suất trung bình năm của cổ phiếu (RET) được tính dựa trên lợi suất tháng của cổ phiếu:

Lợi suất tháng của cổ phiếu được tính dựa trên công thức

$$RET_{i,T} = \frac{P_{i,T}-1}{P_{i,0}} \quad (2)$$

Trong đó:

-  $RET_{i,T}$ : lợi suất sinh lời của cổ phiếu  $i$  tại tháng  $T$

-  $P_{i,T}$ : giá đóng cửa điều chỉnh của cổ phiếu  $i$  vào ngày giao dịch cuối cùng của tháng  $T$

-  $P_{i,0}$ : giá đóng cửa điều chỉnh của cổ phiếu  $i$  vào ngày giao dịch đầu tiên của tháng  $T$

Lợi suất bình quân năm của cổ phiếu ( $RET_{t+1}$ ) là lợi suất trung bình lũy kế của lợi suất tháng của cổ phiếu tại năm  $t+1$ ,

**• Xác định lợi suất phụ trội**

Tác giả áp dụng phương pháp tính lợi suất phụ trội dựa trên đặc điểm của danh mục (characteristic-based benchmark approach), trong đó các danh mục được phân chia theo đặc điểm quy mô và hệ số BM. Cụ thể, lợi suất phụ trội ( $SBMRET_{t+1}$ ) của cổ phiếu tại năm tiếp theo được tính bằng chênh lệch giữa lợi suất bình quân năm của cổ phiếu ( $RET_{t+1}$ ) và lợi suất bình quân điều chỉnh cho nhân tố quy mô và BM của các danh mục (đã được phân chia như phần “lập danh mục”). Ví dụ lợi suất phụ trội của cổ phiếu  $i$  ( $SBMRET_{it+1}$ ) được tính bằng chênh lệch giữa  $RET_{it+1}$  và lợi suất bình quân năm của danh mục có chứa cổ phiếu  $i$ .

Để tính toán lợi suất bình quân năm của 6 danh mục, lợi suất bình quân tháng của các danh mục lần lượt được tính toán cho mỗi năm từ 2007-2015. Mỗi năm lợi suất bình quân tháng được tính từ tháng 4 của năm  $t$  đến tháng 3 của năm  $t+1$ , dựa trên thông tin về giá đóng cửa điều chỉnh theo ngày của từng cổ phiếu được lấy từ cơ sở dữ liệu stoxplus.

Lợi suất bình quân theo tháng của từng cổ phiếu được tính dựa trên công thức (3)

$$RET_{p,t} = \sum_{i=1}^n \frac{RE}{i} \quad (3)$$

Trong đó:

$RET_{p,t}$ : Lợi suất bình quân của danh mục  $p$  tại tháng  $T$

$RET_{i,t}$ : lợi suất sinh lời của cổ phiếu  $i$  trong danh mục  $p$  tại tháng  $T$

$n$ : số lượng cổ phiếu trong danh mục  $p$

**3.3. Mô hình kiểm định**

Các nhà khoa học như Sloan (1996), Xie (2001), Pincus và cộng sự (2007) thường dùng Mishkin test với biến phụ thuộc là lợi suất tương lai và lợi suất phụ trội có điều chỉnh cho quy mô (Size adjusted return) và biến độc lập

là tổng đòn tích (TAC), dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh (CFO), quản trị thu nhập (EM) và đòn tích không thể điều chỉnh được (NEM) để kiểm định tác động của tổng đòn tích và quản trị thu nhập đến lợi suất chứng khoán tương lai. Tuy nhiên theo Richardson et al, (2005) do biến EM và NEM được ước lượng từ mô hình hồi quy mà biến phụ thuộc là TAC, trong khi đó TAC lại được tính bằng lợi nhuận sau thuế trừ đi dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh cho nên mô hình thường mắc lỗi đa cộng tuyến. Hệ số tương quan giữa biến CFO, EM và NEM rất cao (0,87). Vì vậy, trong bài viết này tác giả sử dụng mô hình của Richardson và cộng sự (2005) trong đó tác giả thay biến CFO bằng ROA để kiểm định mối quan hệ giữa quản trị thu nhập và lợi suất chứng khoán.

$$\text{Mô hình 1: } RET_{t+1} = ROA_t + TAC_t + \varepsilon_{t+1}$$

$$\text{Mô hình 2: } SBMRET_{t+1} = ROA_t + TAC_t + \varepsilon_{t+1}$$

$$\text{Mô hình 3: } RET_{t+1} = ROA_t + NEM_t + EM_t + \varepsilon_{t+1}$$

$$\text{Mô hình 4: } SBMRET_{t+1} = ROA_t + NEM_t + EM_t + \varepsilon_{t+1}$$

Trong đó:

- $RET_{t+1}$ : Lợi suất chứng khoán năm t+1
- $SBMRET_{t+1}$ : Lợi suất phụ trội được điều chỉnh cho nhân tố Size và BM
- $ROA_t$ : Hệ số lợi nhuận trên tổng tài sản của năm t

- $TAC_t$ : Tổng đòn tích năm t
- $NEM_t$ : Đòn tích không thể điều chỉnh được tại năm t
- $EM_t$ : Quản trị thu nhập (Đo bằng đòn tích có thể điều chỉnh được-DA tại năm t theo phương pháp của Kothari và cộng sự (2005))

Theo Kraft và cộng sự (2007), sử dụng Mishkin test phức tạp và không thuận tiện. Hơn nữa nếu mô hình mắc lỗi bỏ biến thì phương pháp Mishkin test sẽ dẫn đến những sai sót trầm trọng. Do đó, theo khuyến nghị của Kraft và cộng sự (2007), tác giả sử dụng hồi quy OLS trên nền dữ liệu bảng (Pooled OLS) để phân tích các mô hình trên. Ngoài ra tác giả sử dụng ước lượng fixed effect và random effect để so sánh.

#### 4. Phân tích kết quả

##### 4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 trình bày ma trận tương quan giữa các biến của mô hình 1,2,3 và 4. Ta thấy rằng hệ số tương quan giữa các biến trong các mô hình đều thấp (nhỏ hơn 0,35), do đó mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến. Như vậy phương pháp của Richardson và cộng sự (2005) phù hợp với dữ liệu thị trường chứng khoán của Việt Nam

Bảng 3 trình bày thống kê mô tả của các biến độc lập và phụ thuộc của mô hình 1,2,3,4.

**Bảng 2: Ma trận tương quan giữa các biến số của mô hình 1,2,3 và 4**

	RETt+1	SBMRETt+1	ROAt	TACt	NEMt	EMt
RETt+1	1,000					
SBMRETt+1	0,971	1,000				
ROAt	0,052	0,017	1,000			
TACt	-0,084	-0,090	0,159	1,000		
NEMt	-0,032	-0,038	0,335	0,332	1,000	
EMt	-0,082	-0,083	0,019	0,894	-0,077	1,000

Giá trị trung bình của  $RET_{t+1}$ ,  $SBMRET_{t+1}$ ,  $ROA_t$ ,  $TAC_t$ ,  $NEM_t$ ,  $EM_t$  lần lượt là 0,006, 0,016, 0,061, 0,013, 0,004 và 0,0083. Các thông số Skewness của các biến gần với 0 và Kurtosis gần với 3 cho thấy phân bố số liệu của các biến độc lập và phụ thuộc trong mô hình là gần với phân bố chuẩn. Để nhận biết được mức độ điều chỉnh lợi nhuận các nhà nghiên cứu thường dùng giá trị tuyệt đối của EM (Xie, 2003). Do đó, tác giả cũng tính toán thêm giá trị tuyệt đối của EM (absEM) để có thêm cái nhìn chi tiết hơn về thực trạng quản trị thu nhập ở Việt Nam trong giai đoạn 2007-2014. Cụ thể, mức độ quản trị thu nhập ở Việt Nam là 0,1, kết quả này khá gần với mức quản trị thu nhập trên thị trường Mỹ (0,1) theo nghiên cứu của Xie và cộng sự (2003) tuy nhiên cao hơn mức quản trị thu nhập ở Canada và Pháp lần lượt là 0,06 và 0,03 (Othaman và Zeghal, 2006). Mức quản trị thu nhập ở Việt Nam cũng cao hơn một số nước trong khu vực Đông Nam Á như Malaysia (0,0596) và Thái Lan (0,0726) (Selahudina và cộng sự, 2014) và các thị trường nhỏ như Borsa Istanbul (0,0003) (Ozkan và Kayali, 2015).

Bên cạnh đó, quản trị thu nhập ở Việt Nam có xu hướng điều chỉnh lợi nhuận tăng hay EM(+), 53% số quan sát trong mẫu nghiên

cứu có EM dương với mức điều chỉnh trung bình là 0,096. Quản trị thu nhập theo xu hướng điều chỉnh lợi nhuận giảm chiếm 43% trong tổng số quan sát với giá trị trung bình là -0,087. Trong giai đoạn từ năm 2007 đến 2012 mức độ quản trị thu nhập và quản trị thu nhập theo hướng tăng lợi nhuận có xu hướng giảm xuống trong khi quản trị thu nhập theo hướng điều chỉnh giảm lợi nhuận có xu hướng tăng lên. Từ năm 2013-2014 quản trị thu nhập nói chung và quản trị thu nhập (+) có xu hướng tăng lên trong khi EM(-) có xu hướng giảm. Tính trung bình cả thời kỳ nghiên cứu, ngành hàng tiêu dùng và ngành dầu khí có mức độ quản trị thu nhập cao nhất với giá trị trung bình của absEM là 0,0123 trong khi ngành y tế có mức độ quản trị thu nhập thấp nhất với giá trị trung bình của absEM là 0,093.

**4.2. Kết quả hồi quy**

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy GLS, FEM và OLS. Ta thấy rằng cả ba phương pháp ước lượng đều cho thấy TAC có mối tương quan (-) mạnh với lợi suất chứng khoán và ROA có mối tương quan (+) với lợi suất chứng khoán. Các mối quan hệ này đều được khẳng định với mức ý nghĩa thống kê  $p\_value < 0,1\%$ .

**Bảng 3: Thống kê mô tả các biến trong mô hình**

Biến	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max	Skewness	Kurtosis
RETt+1	2822	0,006	0,038	-0,062	0,077	-0,011	2,288
SBMRETt+1	2822	0,016	0,038	-0,049	0,094	0,259	2,422
ROAt	2822	0,061	0,057	-0,018	0,200	0,866	2,999
TACt	2822	0,013	0,121	-0,213	0,261	0,161	2,596
NEMt	2822	0,004	0,046	-0,081	0,108	0,351	3,032
EMt	2822	0,008	0,116	-0,215	0,245	0,109	2,659
absEMt	2822	0,098	0,072	0,000	0,245	1,240	3,800
EM(+)	1470	0,096	0,067	0,000	0,246	0,749	2,385
EM(-)	1352	-0,087	0,067	-0,215	0,000	-0,657	2,258



**Bảng 4: Kết quả hồi quy FEM, OLS và GLS của mô hình 1**

Biến	FEM	OLS	GLS
ROA	-0,214***	0,044***	0,044***
TAC	-0,027***	-0,030***	-0,030***
Hệ số chặn	0,020***	0,004***	0,004***
Số quan sát	2.822	2.822	2.822
R-Squared	0,049	0,011	

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

Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy OLS, GLS và FEM của mô hình 2. Ta thấy cả ba phương pháp ước lượng đều cho thấy TAC có mối tương quan âm với lợi suất phụ trội tương lai với mức ý nghĩa thống kê  $< 1\%$ . ROA có tương quan âm với lợi suất phụ trội trong mô hình FEM với mức ý nghĩa thống kê  $< 1\%$  trong khi lại có tương quan dương với  $SBMRET_{t+1}$  với mức ý nghĩa thống kê  $< 10\%$  ở mô hình ước lượng bằng OLS và GLS

**Bảng 5: Kết quả hồi quy FEM, OLS và GLS của mô hình 2**

Biến	FEM	OLS	GLS
ROA	-0,21***	0,02*	0,02*
TAC	-0,03***	-0,030***	-0,030***
Hệ số chặn	0,03***	0,01***	0,01***
Số quan sát	2.822	2.822	2.822
R-Squared	0,05	0,01	

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

Bảng 6 trình bày kết quả hồi quy OLS, GLS và FEM của mô hình 3. Cả 03 phương pháp ước lượng đều khẳng định mối tương quan âm giữa EM, NEM với  $RET_{t+1}$  với mức ý nghĩa thống kê  $< 1\%$ . Tuy nhiên mối quan hệ giữa ROA và  $RET_{t+1}$  lại mang dấu khác nhau giữa mô hình OLS, GLS và FEM mặc dù có ý nghĩa thống kê dưới  $1\%$ .

**Bảng 6: Kết quả hồi quy OLS, GLS FEM mô hình 3**

Biến	FEM	OLS	GLS
ROA	-0,2***	0,05***	0,05***
NEM	-0,09***	-0,05***	-0,05***
EM	-0,02***	-0,03***	-0,03***
Hệ số chặn	0,02***	0,00***	0,00***
Số quan sát	2.822	2.822	2.822
R-Squared	0,05	0,01	

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

Kết quả hồi quy OLS, GLS và FEM của mô hình 4 được trình bày ở bảng 7. Qua đó ta thấy mối tương quan âm giữa EM, NEM với  $SBMRET_{t+1}$  được khẳng định với mức ý nghĩa thống kê  $< 1\%$  qua hồi quy ước lượng OLS, GLS và FEM. Tuy nhiên ROA lại cho thấy các kết quả khác nhau giữa các mô hình, trong đó mô hình FEM cho thấy ROA có mối tương quan (-) với  $SBMRET_{t+1}$ , trong khi OLS và GLS lại cho thấy ROA có mối tương quan dương với lợi suất phụ trội tương lai.

**Bảng 7: Kết quả hồi quy OLS, GLS, FEM của mô hình 4**

Biến	FEM	OLS	GLS
ROA	-0,2***	0,03*	0,03*
NEM	-0,09***	-0,05***	-0,05***
EM	-0,02***	-0,03***	-0,03***
Hệ số chặn	0,03***	0,01***	0,01***
Số quan sát	2.822	2.822	2.822
R-Squared	0,05	0,01	

Tác giả dùng kiểm định Pagan Lagrangian Multiplier (xttest0) để xem xét sự phù hợp giữa ước lượng OLS và GLS. Kết quả cho thấy phương pháp OLS phù hợp với cả 4 mô hình. Kiểm định Hausman cũng được sử dụng để kiểm tra sự phù hợp giữa mô hình GLS và FEM. Kết quả cho thấy FEM phù hợp với cả bốn mô hình.

**Bảng 8: Kiểm định Pagan Lagrangian multiplier và Hausman**

Các kiểm định	Mô hình 1	Mô hình 1	Mô hình 3	Mô hình 4
Pagan Lagrangian multiplier	Prob>chibar2=1,000	Prob>chibar2=1,000	Prob>hibar2=1,000	Prob > chibar2 = 1,000
Hausman	Prob>chibar2=0,000	Prob>chibar2=0,000	Prob>chibar2=0,000	Prob>chi2 = 0,0000

Như vậy từ kết quả kiểm định của các mô hình trên ta thấy tổng dồn tích có mối tương quan (-) với lợi suất tương lai và lợi suất phụ trội tương lai với mức p-value <1%. NEM và EM đều có tác động ngược chiều đến  $RET_{t+1}$  và  $SBMRET_{t+1}$  với mức ý nghĩa p-value <1%. Kết quả kiểm định tác động của tổng dồn tích và quản trị thu nhập đến lợi suất chứng khoán tương lai ở Việt Nam khá tương đồng với các công trình nghiên cứu khác trên thế giới (Xie, 2001; Sloan, 1996; Pincus và cộng sự, 2007; Richardson et al., 2005; Doukakisa và Papanastasopoulosb, 2014; Alqerm và Obeid, 2014 và Chan và cộng sự, 2006 ).

**4.3. Phân tích robust**

Thay vì dùng proxy của Kotharin (2005)

để đo lường quản trị lợi nhuận tác giả dùng mô hình Jones (1991) và modified Jones (1995) để ước lượng EM cho mô hình 3 và mô hình 4 nhằm so sánh kết quả kiểm định với các proxy khác nhau của quản trị thụ nhập. Tác giả dùng lệnh cluster để kiểm soát lỗi phương sai sai số thay đổi và tự tương quan của các mô hình này.

\* *Ước lượng EM bằng mô hình Jones (1991)*

Bảng 9 cho thấy khi thay đổi thước đo quản trị thu nhập bằng mô hình Jones (1991), EM và NEM đều có mối quan hệ ngược chiều với lợi suất chứng khoán và lợi suất phụ trội tương lai với mức ý nghĩa thống kê p\_value<1%.

**Bảng 9: Ước lượng OLS, FEM và GLS của mô hình 3, mô hình 4 (Jones, 1991)**

Biến	Mô hình 3 (y= $RET_{t+1}$ )			Mô hình 4 (y= $SBMRET_{t+1}$ )		
	OLS	FEM	GLS	OLS	FEM	GLS
ROA	0,0441*** (0,0125)	-0,210*** (0,0232)	0,0441*** (0,0125)	0,0213* (0,0127)	-0,208*** (0,0237)	0,0213* (0,0127)
NEM	-0,0616*** (0,0198)	-0,0816*** (0,0234)	-0,0616*** (0,0198)	-0,0551*** (0,0201)	-0,0843*** (0,0239)	-0,0551*** (0,0201)
EM	-0,0269*** (0,00608)	-0,0241*** (0,00689)	-0,0269*** (0,00608)	-0,0279*** (0,00615)	-0,0249*** (0,00705)	-0,0279*** (0,00615)
Constant	0,00400*** (0,00104)	0,0195*** (0,00158)	0,00400*** (0,00104)	0,0146*** (0,00105)	0,0286*** (0,00162)	0,0146*** (0,00105)
Observations	2,822	2,822	2,822	2,822	2,822	2,822
R-squared	0,012	0,051		0,009	0,049	
Number of id		520	520		520	520

Ghi chú: Trong ngoặc là standard errors , \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

\* Ước lượng EM bằng mô hình Modified Jones (1995)

**Bảng 10: Ước lượng OLS, FEM, GLS của mô hình 3 và mô hình 4 (Modified Jones, 1995)**

Biến	Mô hình 5 ( $y=RET_{t+1}$ )			Mô hình 6 ( $SBMRET_{t+1}$ )		
	OLS	FEM	GLS	OLS	FEM	GLS
ROA	0,0433*** -0,0125	-0,211*** -0,0232	0,0433*** -0,0125	0,0205 -0,0127	-0,210*** -0,0237	0,0433*** -0,0125
NEM	-0,0825*** (0,0214)	-0,0959*** (0,0254)	-0,0825*** (0,0214)	-0,0748*** (0,0217)	-0,0996*** (0,0259)	-0,0825*** (0,0214)
EM	-0,0261*** (0,00602)	-0,0236*** (0,00685)	-0,0261*** (0,00602)	-0,0270*** (0,0061)	-0,0243*** (0,00701)	-0,0261*** (0,00602)
Constant	0,00396*** (0,00104)	0,0195*** (0,00158)	0,00396*** (0,00104)	0,0145*** (0,00105)	0,0286*** (0,00162)	0,00396*** (0,00104)
Observations	2,822	2,822	2,822	2,822	2,822	2,822
R-squared	0,013	0,052		0,01	0,05	
Number of id		520	520		520	520

Như vậy, khi thay proxy của EM bằng dồn tích có thể điều chỉnh được của mô hình Modified Jones (1995), kết quả nghiên cứu không thay đổi. NEM và EM đều có mối tương quan âm với lợi suất và lợi suất phụ trội tương lai với mức ý nghĩa thống kê  $p\_value < 1\%$

## 7. Kết luận

Từ kết quả thực nghiệm trên tác giả kết luận rằng tổng dồn tích có mối quan hệ ngược chiều với lợi suất chứng khoán và lợi suất chứng khoán phụ trội tương lai tại Việt Nam. Kết quả này đồng nhất với kết quả của các kiểm định về hiện tượng “accrual anomaly” trên thế giới như Sloan (1996), Xie (2001), Pincus và cộng sự (2007). Kết quả của Xie (2001) cho rằng EM là thành phần chính gây nên hiện tượng accrual anomaly của dồn tích tuy nhiên kết quả nghiên cứu tại thị trường Việt Nam cho thấy cả EM và NEM đều gây ra hiện tượng dị thường dồn tích trên thị trường chứng khoán Việt Nam do EM và NEM đều

có tương quan âm với lợi suất chứng khoán và lợi suất phụ trội chứng khoán. Kết quả nghiên cứu này được khẳng định qua cả ba thang đo của quản trị thu nhập và ba phương pháp hồi quy ước lượng OLS, FEM và GLS. Mối tương quan âm này phản ánh thị trường định giá cao tổng dồn tích, quản trị thu nhập và dồn tích không điều chỉnh được. Nguyên nhân của hiện tượng này có thể bắt nguồn từ giả thiết nhà đầu tư ngây thơ (Naïve investors) của Sloan(1996). Cụ thể, hiện tượng định giá sai tổng dồn tích và quản trị thu nhập là do nhà đầu tư không thể nhận biết được sự kém nhất quán hơn (less persistence) của tổng dồn tích và quản trị thu nhập so với dòng tiền trong dự báo thu nhập tương lai. Kết quả này dẫn dắt đến một gợi ý nghiên cứu rằng liệu có thể xây dựng danh mục để thu lợi suất phụ trội dựa trên đặc điểm về tổng dồn tích và quản trị thu nhập trên thị trường chứng khoán Việt Nam không và liệu rằng đây có phải là nhân tố rủi ro cần phải tính tới khi định giá cổ phiếu? □

**Tài liệu tham khảo**

1. Alqerm, J. F. and S. N. S. Obeid (2014). "The Pricing of the Real Earnings Management Evidence from Malaysian Stock Exchange." *Journal of Al-Quds Open University for Research and Studies* **32**: 27-49.
2. Barth, E. Mary, W. H. Beaver and W. R. Landsman (2001). The Relevance of Value Relevance Research. *JAE Rochester Conference*
3. Charoenwong, C. and P. Jiraporn (2009). "Earnings management to exceed thresholds: Evidence from Singapore and Thailand." *Journal of Multinational Financial Management* **19**(3): 221-236.
4. Choi, B., D. Collins and W. Johnson (1997). "Valuation implications of reliability differences: the case of nonpension postretirement obligations." *The Accounting Review* **72**: 351-383.
5. Cupertino, C. M., A. J. Martinez and J. N. C. A. Costa (2012). "Accrual Anomaly in the Brazilian Capital Market" *Brazilian Administration review* **9**(4): 421-440.
6. Dechow, P., R. Sloan and A. Sweeney, (1995). "Detecting earnings management,." *The Accounting Review* **70**: 193-225.
7. Doukakisa, L. C. and G. A. Papanastasopoulosb (2014). "The accrual anomaly in the U.K. stock market: Implications of growth and accounting distortions." *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* **32**( ): 256-277.
8. Fama, F. U. and R. K. Frech (1993). "Common risk factors in the returns on stocks and bonds." *Journal of Financial Economics* **33**: 3-56.
9. Goncharov, I. (2005). Earnings Management and its Determinants: Closing Gaps in Empirical Accounting Research, Peter Lang.
10. Healy, P. and J. Wahlen (1998). "A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting." *Accounting Horizons* **13**(4): 365-384.
11. Hui, K. W., K. K. Nelson and P. E. Yeung (2016). "On the persistence and pricing of industry-wide and firm-specific earnings, cash flows, and accruals." *Journal of Accounting and Economics* **61**(1): 185-202.
12. Jones, J. J. (1991). "Earnings Management During Import Relief Investigations." *Journal of Accounting Research* **29**: 193-228.
13. Kallunki, J. and T. Martikainen (1997). "The lead-lag structure of stock returns and accounting earnings." *International Review of Financial-Analysis* **6**(1): 37-48.
14. Kim, Y. J., J. H. Kim, S. Kwon and S. J. Lee (2015). "Percent accruals and the accrual anomaly: Korean evidence." *Pacific-Basin Finance Journal* **35**, : 340-366.
15. Kothari, S. P., A. J. Leone and C. E. Wasley (2005). "Performance matched discretionary accrual measures." *Journal of Accounting and Economics* **39**(1): 163-197.
16. Kraft, A., A. Leone and C. E. Wasley (2007). "Regression-Based Tests of the Market Pricing of Accounting Numbers: The Mishkin Test and Ordinary Least Squares." *Journal of Accounting Research* **45**(5): 1081-1114.

17. Lev, B. (1989). "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research" *Journal of Accounting Research* **27**(3): 153-193.
18. Mouselli, S., A. Jaafar and J. Goddard (2013). "Accruals quality, stock returns and asset pricing: Evidence from the UK." *International Review of Financial Analysis* **30**: 203-213.
19. Othman, H. B. and D. Zeghal (2006). "A study of earnings-management motives in the Anglo-American and Euro-Continental accounting models: The Canadian and French cases." *The International Journal of Accounting* **41**(4): 406-435.
20. Ozkan, N. and M. M. Kayali (2015). "The accrual anomaly: Evidence from Borsa Istanbul." *Borsa Istanbul Review* **15**(2): 115-125.
21. Pascal, A. and N. T. Hang. (2014). "Financial Distress and Accrual Anomaly: Evidence from the Vietnamese Stock Market." Retrieved 12-12, 2015, from Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2565317>.
22. Pincus, M., S. Rajgopal and M. Venkatachalam (2007). "The accrual anomaly: International evidence." *The Accounting Review* **82**(1): 169-203.
23. Richardson, S. A., R. G. Sloan, M. T. Soliman and I. Tuna (2005). "Accrual reliability, earnings persistence and stock prices." *Journal of Accounting and Economics* **39**(3): 437-485.
24. Selahudina, N. F., N. B. Zakariaa, Z. M. Zuraidah Mohd Sanusia and P. Budsaratagoonb (2014). "Monitoring financial risk ratios and earnings management: evidence from Malaysia and Thailand." *Procedia - Social and Behavioral Sciences* **145**: 51-60.
25. Sloan, R. (1996). "Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?" *The Accounting Review* **71**: 289-315.
26. Subramanyam, K. R. (1996). "The pricing of discretionary accruals." *Journal of Accounting and Economics* **22**(1-3): 249-281.
27. Vân, P. T. B. (2013). "Các Cách Đo Lường Sự Trung Thực Của Chỉ Tiêu Lợi Nhuận" *Tạp Chí Ngân Hàng* **1**: 39-47.
28. Vivattanachang, D. and S. Supattarakul (2013). "The Earnings Persistence and the Market Pricing of Earnings and their Cash Flow and Accrual Components of Thai Firms." *Journal of Accounting Profession* **9**(25): 63-79.
29. Xie, B., W. N. Davidson Iii and P. J. DaDalt (2003). "Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee." *Journal of Corporate Finance* **9**(3): 295-316.
30. Xie, H. (2001). "The mispricing of abnormal accruals." *The accounting review* **76**(3): 357-373.
31. Zhang, X. F. (2007). "Accruals, Investment, and the Accrual Anomaly." *The Accounting Review* **82**(5): 1333-1363.