

ẢNH HƯỞNG CỦA QUẢN TRỊ LỢI NHUẬN ĐẾN TỶ SUẤT SINH LỜI TRÊN CỔ PHIẾU – TRƯỜNG HỢP CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT THUỘC NHÓM NGÀNH CHẾ BIẾN LƯƠNG THỰC THỰC PHẨM

Đường Nguyễn Hưng

Trường đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng
Email: dnhwin@gmail.com, hungdn@due.edu.vn

Ngày nhận: 4/4/2017

Ngày nhận bản sửa: 20/5/2017

Ngày duyệt đăng: 25/6/2017

Tóm tắt:

Bài viết trình bày ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận (nhận diện qua biến dồn tích bị điều chỉnh) đến tỷ suất sinh lời trên cổ phiếu của các công ty niêm yết nhóm ngành chế biến lương thực – thực phẩm. Sử dụng mô hình hồi quy Pooled OLS để phân tích một tập dữ liệu bảng gồm 138 quan sát trong khoảng thời gian 2013-2015, chúng tôi phát hiện rằng quản trị lợi nhuận ảnh hưởng cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên cổ phiếu. Tuy vậy, ảnh hưởng của hai thành phần lợi nhuận (biến dồn tích không điều chỉnh và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh) đến tỷ suất sinh lời trên cổ phiếu vẫn cao hơn so với ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận. Mặc dù ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận làm sai lệch nhìn nhận của nhà đầu tư, tuy nhiên ảnh hưởng này chưa đến mức nghiêm trọng đến đánh giá của thị trường đối với lợi nhuận của doanh nghiệp.

Từ khóa: Biến dồn tích, quản trị lợi nhuận, lợi nhuận công bố, tỷ suất sinh lời trên cổ phiếu.

The effect of earnings management on stock return: the case of listed companies in the food processing industry

Abstract:

The paper presents the impact of earnings management (EM measured by discretionary accrual) on stock return of listed companies in the food processing industry. Using the Pooled OLS model to analyze a sample of 138 observations in the period from 2013 to 2015, we find that EM has a positive influence on the stock return. However, the effect of the other two components of profit (non-discretionary accrual and cash flow from operations) on the stock return is still higher than the effect of EM. Although the impact of EM distorts the view of investors, this influence is not serious to the valuation of the market for the companies' reported earnings.

Keywords: Accruals, earnings management, reported earnings, stock return.

1. Giới thiệu

Trên thế giới, nhiều tác giả đã trình bày nghiên cứu về hành vi quản trị lợi nhuận (*earnings management*) của các công ty niêm yết. Tại Việt Nam, nhiều tác giả đã nghiên cứu về mô hình thích hợp để nhận diện được hành vi quản trị lợi nhuận (QTLN) của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Tuy nhiên, cho đến nay, theo tìm hiểu của tác giả, vẫn chưa có nghiên cứu về ảnh hưởng của hành vi QTLN đến tỷ suất sinh lời trên

cổ phiếu của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Nghiên cứu này được thực hiện nhằm làm rõ ảnh hưởng của QTLN đến tỷ suất sinh lời (TSSL) trên cổ phiếu của các công ty niêm yết nhóm ngành chế biến lương thực thực phẩm Việt Nam. Từ kết quả nghiên cứu, tác giả rút ra các hàm ý có liên quan đến ảnh hưởng của QTLN đến TSSL trên cổ phiếu.

Nghiên cứu này lựa chọn ngành chế biến lương thực – thực phẩm làm khách thể nghiên cứu xuất phát từ các lý do như sau. Một là, ngành chế biến

lượng thực – thực phẩm là ngành công nghiệp trọng điểm tại Việt Nam, gắn bó hữu cơ với ngành nông nghiệp Việt Nam và cả hai đều là những ngành được ưu tiên phát triển trong cuộc cách mạng 4.0. Các doanh nghiệp niêm yết thuộc ngành này luôn là đối tượng được quan tâm đối với các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nhiều cổ phiếu có giá cao nhất trên thị trường Việt Nam hiện nay thuộc về các doanh nghiệp của ngành này. Do vậy, chất lượng thông tin lợi nhuận công bố của các doanh nghiệp niêm yết thuộc ngành này rất được nhà đầu tư quan tâm. Hai là, trong giai đoạn nghiên cứu (2013-2015), trong khi thị trường nói chung thể hiện qua chỉ số tiêu biểu Vn-Index chỉ tăng bình quân 11,8%, cổ phiếu của các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành này tăng bình quân đến 18,8% (xem số liệu ở phần sau). Điều này càng làm tăng mối quan tâm đối với chất lượng thông tin lợi nhuận công bố của các doanh nghiệp niêm yết thuộc ngành này. Nếu QTLN thực sự có ảnh hưởng đến TSSL trên cổ phiếu của các doanh nghiệp, điều này thúc đẩy cần có các chính sách phù hợp đối với thực hành kế toán và công bố thông tin báo cáo tài chính của các doanh nghiệp.

Nghiên cứu này thuộc một chủ đề không mới, nhưng đã có những đóng góp vào chủ đề nghiên cứu về QTLN. Một là, nghiên cứu về ảnh hưởng của QTLN đến TSSL của cổ phiếu chưa được quan tâm nhiều cho đến nay trong bối cảnh Việt Nam. Nghiên cứu đã làm rõ được ảnh hưởng của QTLN đến TSSL của cổ phiếu của các doanh nghiệp nhóm ngành chế biến lương thực – thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Hai là, nghiên cứu đã đề cập đến việc so sánh ảnh hưởng của QTLN so với ảnh hưởng của các thành phần lợi nhuận khác – lợi nhuận dồn tích không bị điều chỉnh và dòng tiền. Việc so sánh này chưa được các nghiên cứu trước đây quan tâm. So sánh này có ý nghĩa trong việc đánh giá đúng đắn mức độ ảnh hưởng của QTLN đến đánh giá của nhà đầu tư và thị trường đã đến mức nghiêm trọng hay chưa; từ đó, góp phần tác động đến nhận thức của nhà đầu tư và nhà thiết lập chính sách trong việc có các phản ứng phù hợp với việc công bố thông tin báo cáo tài chính của các doanh nghiệp. Ngoài ra, trong khi các nghiên cứu trước đây chỉ đơn giản kết luận doanh nghiệp có thực hiện QTLN khi giá trị của biến dồn tích khác 0, nghiên cứu này đưa ra cách thức kiểm tra gắn liền với tiêu chuẩn trọng yếu của kiểm toán để xác định xem doanh nghiệp có thực sự thực hiện QTLN hay không.

2. Tổng quan lý thuyết, lược sử nghiên cứu và phát triển giả thuyết

2.1. Hành vi quản trị lợi nhuận

Trong nghiên cứu được nhiều tác giả trích dẫn, Healy & Wahlen (1999) cho rằng hành vi QTLN là việc nhà quản lý sử dụng các đánh giá của mình trong quá trình lập và công bố báo cáo tài chính và quá trình thực hiện các nghiệp vụ để thay đổi báo cáo tài chính nhằm đánh lừa các bên có liên quan nhất định, hoặc nhằm ảnh hưởng đến kết quả của các hợp đồng mà có điều khoản ràng buộc dựa trên số liệu kế toán.

Hành vi QTLN của doanh nghiệp thường liên quan đến việc tác động đến biến dồn tích. Biến dồn tích được tạo ra trong việc ghi nhận lợi nhuận kế toán trên cơ sở kế toán dồn tích. Trong đó, biến dồn tích (total accruals - TA) có thể tách ra làm hai phần: phần giá trị biến dồn tích bị điều chỉnh hay có thể điều chỉnh (discretionary accruals - DA) và phần giá trị biến dồn tích không điều chỉnh hay không bị điều chỉnh (non-discretionary accruals - NDA). Phần giá trị biến dồn tích không điều chỉnh phản ánh mức độ hoạt động thực chất của doanh nghiệp. Trong khi đó, phần giá trị biến dồn tích bị điều chỉnh thường biến động và chịu tác động bởi quyết định chủ quan của nhà quản lý. Cơ sở để nhận diện được hành vi điều chỉnh lợi nhuận chính là việc ước lượng được phần giá trị biến dồn tích bị điều chỉnh.

2.2. Tỷ suất sinh lời trên cổ phiếu

Tỷ suất sinh lời trên cổ phiếu là phần lợi nhuận hoặc tổn thất khi đầu tư vào một danh mục chứng khoán. TSSL trên cổ phiếu đơn giản là sự thay đổi trong giá trị cổ phiếu trong kỳ xem xét chia cho giá của cổ phiếu đó tại thời điểm đầu kỳ. Hay nói cách khác, tỷ suất sinh lời được tính toán thông qua khoản thu hồi khi đầu tư vào một cổ phiếu thông thường, tuân theo giá trị cổ phiếu giữa đầu và cuối của kỳ và thu nhập mà chủ sở hữu có được từ cổ phiếu đó.

Công thức tính TSSL của cổ phiếu:

$$SR = \frac{(P_1 - P_0) + D_1}{P_0}$$

P_1 : Giá cổ phiếu tại thời điểm t.

P_0 : Giá cổ phiếu tại thời điểm 0.

D_1 : Giá trị cổ tức nhận được trong khoảng thời gian trên.

2.3. Mối quan hệ giữa hành vi quản trị lợi nhuận và mức sinh lợi trên cổ phiếu

Theo lý thuyết đại diện, đối với công ty cổ phần, các cổ đông ủy quyền hoạt động của công ty cho các giám đốc hoặc những người quản lý, họ là các đại

diện cho các cổ đông. Các cổ đông luôn quan tâm đến các thông tin mà nhà quản lý cung cấp làm cơ sở cho việc đầu tư và đánh giá hiệu quả đầu tư. Trong đó, thông tin lợi nhuận là thông tin quan trọng nhất làm căn cứ cho cổ đông và nhà đầu tư ra quyết định. Các quyết định của cổ đông và nhà đầu tư được phản ánh trong giá cổ phiếu và trực tiếp ảnh hưởng đến TSSL trên cổ phiếu. TSSL trên cổ phiếu là một trong những yếu tố quan trọng để có được lựa chọn đầu tư tốt nhất. Nhà đầu tư luôn quan tâm đến tỷ số này và luôn tìm cách để có được TSSL cổ phiếu đầu tư là cao nhất. Từ đó, mục tiêu quản trị được chấp nhận rộng rãi nhất đối với nhà quản lý là tối đa hóa lợi ích của cổ đông, phản ánh thông qua giá trị của công ty. Giá cổ phiếu và TSSL trên cổ phiếu ở mức cao đã trở thành thước đo cho nhà quản lý trong việc đạt được mục tiêu này. Cũng cần nói thêm, TSSL cao sẽ hấp dẫn nhà đầu tư hơn; thông qua đó, công ty có thể thu hút được nguồn vốn với chi phí vốn thấp. Đây là áp lực và là cơ sở thúc đẩy nhà quản lý doanh nghiệp có hành vi QTLN nhằm đem đến cho nhà đầu tư cái nhìn lạc quan về tình hình của doanh nghiệp và tác động đến TSSL trên cổ phiếu khi đầu tư vào công ty.

Lý thuyết tín hiệu cũng góp phần giải thích mối quan hệ giữa hành vi QTLN và mức sinh lợi trên cổ phiếu. Lý thuyết tín hiệu giả định rằng các công ty có kết quả hoạt động tốt thường sử dụng thông tin tài chính như là một công cụ truyền tín hiệu đến thị trường. Nhà đầu tư quan tâm đến TSSL của cổ phiếu, và nhà quản lý luôn muốn truyền tín hiệu tốt đến thị trường thông qua chỉ tiêu lợi nhuận, nhằm gia tăng đánh giá tích cực về công ty; từ đó tác động tích cực đến TSSL của cổ phiếu nhằm thu hút thêm nhà đầu tư. Động lực QTLN để gia tăng tỷ suất sinh lợi cũng có thể xuất phát từ mối liên hệ trên.

Trong nghiên cứu tác động của QTLN đến TSSL trên cổ phiếu, Sayari (2013) đo lường ảnh hưởng của biến đổi tích DA đến TSSL trên cổ phiếu. Biến đổi tích DA được đo lường thông qua mô hình Jones cải tiến (Dechow & cộng sự, 1995). Kết quả nghiên cứu cho thấy, QTLN có ảnh hưởng đáng kể đến TSSL trên cổ phiếu của các công ty niêm yết.

Nghiên cứu của Oduma (2015) đưa ra mô hình nghiên cứu ảnh hưởng của QTLN đến TSSL của cổ phiếu thông qua mô hình gồm các biến độc lập là biến đổi tích bị điều chỉnh, quy mô doanh nghiệp và tỷ số giá trị thị trường và giá trị sổ sách của công ty. Tác giả nhận diện hành vi QTLN bằng mô hình Jones cải tiến (Dechow & cộng sự, 1995) và đưa ra

kết quả, QTLN có ảnh hưởng cùng chiều và đáng kể đến TSSL trên cổ phiếu.

Cotten (2005) chỉ ra rằng có những bằng chứng về việc gia tăng TSSL có tác động từ QTLN và tác giả cho rằng hành vi QTLN góp phần vào sự bất thường và làm suy yếu hiệu quả của thị trường. Tác giả giải thích kết luận trên thông qua mô hình nghiên cứu tác động của biến đổi tích bị điều chỉnh DA, quy mô vốn chủ sở hữu và tỷ lệ giữa giá trị sổ sách và giá trị thị trường của công ty đến TSSL trên cổ phiếu hằng năm của công ty.

Khác biệt với những nghiên cứu trên, Nuryaman (2013) đưa ra mô hình ảnh hưởng của QTLN (được đại diện bằng biến DA) đến TSSL trên cổ phiếu và xem xét vai trò của biến điều tiết là chất lượng kiểm toán đối với mối quan hệ trên. Tác giả đưa ra kết luận, QTLN có ảnh hưởng ngược chiều đến TSSL trên cổ phiếu. Kết quả còn chỉ ra chất lượng kiểm toán ảnh hưởng tích cực đến mối quan hệ này. Mô hình tương tự cũng được đưa ra trong nghiên cứu của Birjandi, Mohammad & Mohammad (2015), nghiên cứu này cho thấy có mối quan hệ thuận chiều đáng kể giữa TSSL trên cổ phiếu và QTLN, đồng thời cũng cho thấy chất lượng kiểm toán ảnh hưởng tích cực đến mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lời trên cổ phiếu và QTLN. Nghiên cứu của Amadi & Amadi (2014) cũng cho ra kết quả tương tự.

2.4. Các giả thuyết nghiên cứu

Các nghiên cứu trước đây trên thế giới chỉ ra có mối quan hệ giữa QTLN và TSSL trên cổ phiếu. Cụ thể như nghiên cứu của Sloan (1996, 7) cho các công ty trên thị trường chứng khoán New York; Sayari (2013) hay Cotten (2005) cũng chỉ ra rằng có những bằng chứng về việc gia tăng TSSL có tác động từ QTLN.

Nhà quản lý thường rất linh hoạt và chủ động trong việc lựa chọn các chính sách để thực hiện hành vi QTLN (điều chỉnh lợi nhuận theo mục đích của mình). Trong khi đó, nhà đầu tư thường đưa ra quyết định đầu tư dựa trên lợi nhuận được công bố của công ty niêm yết, dẫn đến sự tác động đến tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu. Đối với các doanh nghiệp niêm yết thuộc nhóm ngành chế biến lương thực – thực phẩm, TSSL trên cổ phiếu bình quân là 18,8%, vượt bậc so với thị trường nói chung (Vn-Index tăng bình quân 11,8%) trong giai đoạn nghiên cứu 2013-2015, thúc đẩy mối quan tâm về ảnh hưởng của QTLN đối với TSSL trên cổ phiếu. Từ đó, giả thuyết đặt ra là:

H_1 : QTLN đo lường thông qua biến dồn tích bị điều chỉnh DA ảnh hưởng cùng chiều đến TSSL trên cổ phiếu của các công ty niêm yết nhóm ngành chế biến lương thực thực phẩm.

Như đã đề cập ở trên, lợi nhuận từ hoạt động của doanh nghiệp bao gồm các khoản dồn tích và phần lợi nhuận thực thu bằng tiền được tính bằng dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh (CFO). Khoản dồn tích trong lợi nhuận bao gồm các khoản dồn tích có thể điều chỉnh (DA) và các khoản dồn tích phù hợp với tình hình kinh doanh thực tế của doanh nghiệp được gọi là các khoản dồn tích không thể điều chỉnh (NDA) là các khoản dồn tích được thực hiện theo đúng những quy định, nguyên tắc của chuẩn mực và chế độ kế toán. Một mối quan tâm được đặt ra là trong ba thành phần của lợi nhuận, ảnh hưởng của thành phần lợi nhuận bị thao túng (DA) đến TSSL cổ phiếu so với ảnh hưởng của hai thành phần còn lại (NDA và CFO) là như thế nào. Nếu thành phần lợi nhuận bị thao túng (DA) đến TSSL cổ phiếu là

manh hơn so với hai thành phần lợi nhuận không bị thao túng, đây sẽ là một điều rất đáng lo ngại vì điều đó chứng tỏ thị trường đã bị ảnh hưởng quá lớn bởi hành vi QTLN của NQL doanh nghiệp. Các nghiên cứu trước đây chưa quan tâm đến việc so sánh này. Giả thuyết thứ hai được đặt ra là:

H_2 : Ảnh hưởng của QTLN đo lường thông qua biến dồn tích bị điều chỉnh DA là thấp hơn ảnh hưởng của biến dồn tích không thể điều chỉnh NDA và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đến TSSL trên cổ phiếu của các công ty niêm yết nhóm ngành chế biến lương thực thực phẩm.

Ngoài hai giả thuyết chính trên, từ các nghiên cứu trước đây, tác giả đưa ra các giả thuyết sau:

- Quy mô công ty:

Mối quan hệ giữa quy mô của công ty và TSSL trên cổ phiếu đã được nhiều nghiên cứu chỉ rõ. Banz (1981) đã giới thiệu khái niệm “hiệu ứng tác động của quy mô” (size effect) trên Sở giao dịch chứng khoán New York (NYSE) và xác định rằng quy

Bảng 1: Mô tả quan hệ các biến trong mô hình

Biến	Giải thích biến	Đo lường	Giả thuyết mối quan hệ với biến phụ thuộc
SR	Biến phụ thuộc Biểu thị TSSL trên cổ phiếu	$SR = \frac{(P_t - P_0) + D_t}{P_0}$ $P_{0,t}$: Giá cổ phiếu tại thời điểm 0, t D_t : Cổ tức chi trả trong năm t	
DA	Biến độc lập Biểu thị biến dồn tích bị điều chỉnh	Ước tính theo mô hình mô hình Kothari, Leone & Wasley (2005)	cùng chiều (+)
NDA	Biến độc lập Biểu thị biến dồn tích không thể điều chỉnh	Ước tính theo mô hình mô hình Kothari, Leone & Wasley (2005)	cùng chiều (+)
CFO	Biến độc lập Biểu thị dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	CFO = Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh – TA	cùng chiều (+)
SIZE	Biến độc lập Biểu thị quy mô công ty	SIZE = Ln(Tổng tài sản)	ngược chiều (-)
BM	Biến độc lập Biểu thị tỷ suất giá trị sổ sách so với giá trị thị trường của công ty	$BM = \frac{(\text{Tổng TS} - \text{Nợ phải trả})}{\text{Giá cổ phiếu} \times \text{Số lượng cổ phiếu lưu hành}}$	cùng chiều (+)
DY	Biến độc lập Biểu thị tỷ suất cổ tức của công ty	$DY = \frac{\text{Cổ tức trên 1 cổ phiếu}}{\text{Giá trị thị trường 1 cổ phiếu}}$	cùng chiều (+)
CR	Biến độc lập Biểu thị tỷ số thanh toán hiện hành	$CR = \frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$	ngược chiều (-)

Bảng 2: Mô tả thống kê các biến trong mô hình

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Obs.
SR	0,1878	0,1023	2,8662	-0,6255	0,4652	138
DA	0,0456	0,0407	0,5960	-0,4733	0,1498	138
NDA	-0,0237	-0,0192	0,3868	-0,3259	0,0757	138
CFO	0,0645	0,0590	0,7242	-0,4959	0,1675	138
SIZE	5,8829	5,7871	7,8564	5,0071	0,6491	138
BM	1,1181	0,8776	4,1015	0,1362	0,7512	138
DY	0,0613	0,0496	0,8642	0,0000	0,0828	138
CR	0,1878	0,1023	2,8662	-0,6255	0,4652	138

Nguồn: Tác giả tự tính toán.

mô của một công ty và TSSL trên cổ phiếu có mối liên hệ ngược chiều. Nghiên cứu sau này của Basu (1983) cũng đồng ý với kết quả này.

H_3 : Quy mô công ty có ảnh hưởng ngược chiều đến TSSL trên cổ phiếu.

- Tỷ số giá trị sổ sách và giá trị thị trường:

Tỷ số giá trị sổ sách và giá trị thị trường (BM) so sánh giá trị sổ sách của cổ phiếu và giá trị thị trường của cổ phiếu đó. Tỷ số giá trị sổ sách so với giá trị thị trường được sử dụng rộng rãi sau nghiên cứu của Fama & French (1995). Nghiên cứu đã chỉ ra tỷ số giá trị sổ sách so với giá trị thị trường của cổ phiếu có thể giải thích được TSSL trên cổ phiếu qua các năm, tỷ số này sẽ chỉ ra cổ phiếu đang bị đánh giá cao hơn hay thấp hơn giá trị thực của nó. Tỷ số này thấp, thì TSSL được dự đoán là thấp và ngược lại.

H_4 : Tỷ số giá trị sổ sách và giá trị thị trường có ảnh hưởng cùng chiều đến TSSL trên cổ phiếu.

- Tỷ suất cổ tức:

Các nghiên cứu thực nghiệm trước đây đều chỉ ra tỷ suất cổ tức có thể dự đoán được TSSL trên cổ phiếu. Theo nghiên cứu của Hodrick (1992), tỷ suất cổ tức có thể dự đoán được TSSL trên cổ phiếu ở 36 thị trường nghiên cứu. Các kết quả nghiên cứu của nhiều nghiên cứu trước đây ở Mỹ đều có kết luận tương tự.

H_5 : Tỷ suất cổ tức có ảnh hưởng cùng chiều đến TSSL trên cổ phiếu.

- Tỷ số thanh toán hiện hành:

Stefano (2015) kết luận tỷ số thanh toán hiện hành có tác động ngược chiều đến TSSL của cổ phiếu. Nhất quán với kết quả này, nghiên cứu đưa ra giả thuyết như sau:

H_6 : Tỷ số thanh toán hiện hành có ảnh hưởng ngược chiều đến TSSL trên cổ phiếu.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Các dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này đều là dữ liệu thứ cấp 52 doanh nghiệp thuộc nhóm ngành chế biến lương thực – thực phẩm được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam ở hai sàn giao dịch Sài Gòn (HOSE) và sàn giao dịch Hà Nội (HNX) từ năm 2013 đến năm 2015. Các biến trong bài đều được tính toán từ số liệu trên bảng cân đối kế toán, báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, báo cáo lưu chuyển tiền tệ, thuyết minh báo cáo tài chính của các công ty được công khai trên trang web. Với điều kiện niêm yết từ trước 2013, tác giả đã chọn được mẫu gồm 46 công ty đầy đủ số liệu để phân tích trong tổng thể 52 công ty.

3.2. Định dạng mô hình

Xuất phát từ các giả thuyết nêu trên, tác giả đề xuất mô hình để kiểm định giả thuyết về ảnh hưởng của hành vi QTLN đến TSSL trên cổ phiếu – trường hợp các công ty niêm yết thuộc nhóm ngành chế biến lương thực – thực phẩm như sau:

$$SR = \beta_0 + \beta_1 DA + \beta_2 NDA + \beta_3 CFO + \beta_4 SIZE + \beta_5 BM + \beta_6 DY + \beta_7 CR + \epsilon_i \quad (1)$$

Bảng 1 mô tả tóm tắt các biến trong mô hình nghiên cứu.

Nghiên cứu này sử dụng mô hình của Kothari, Leone & Wasley (2005) do được cho là khắc phục cơ bản các hạn chế của mô hình Jones và mô hình Jones cải tiến để ước tính biến dồn tích bị điều chỉnh DA. Biến tổng dồn tích trong nghiên cứu này được xác định nhất quán với các nghiên cứu của Healy (1985), Jones (1991) và Jeter & Shivakumar (1999) như sau:

$$TA_{it} = \Delta RECV_{it} + \Delta INVEN_{it} + \Delta OTHERCA_{it} - \Delta ACCP_{it} - \Delta OTHERCL_{it} - DEPR_{it} \quad (2)$$

Trong đó, TA_{it} là biến tổng dồn tích kỳ t, $\Delta RECV_{it}$

là chênh lệch phải thu giữa hai kỳ t và t-1, $\Delta INVEN_{it}$ là chênh lệch hàng tồn kho giữa hai kỳ t và t-1, $\Delta OTHERCA_{it}$ là chênh lệch các tài sản ngắn hạn khác giữa hai kỳ t và t-1, $\Delta ACCP_{it}$ là chênh lệch khoản phải trả người bán giữa hai kỳ t và t-1, $\Delta OTHERCL_{it}$ là chênh lệch các khoản phải trả ngắn hạn khác giữa hai kỳ t và t-1, và $\Delta DEPR_{it}$ là khấu hao kỳ t.

Trên cơ sở ước lượng được biến đổi tích không điều chỉnh, biến đổi tích bị điều chỉnh được tính như là phần còn lại của biến tổng dồn tích:

$$DA_{it} = TA_{it} - NDA_{it} \quad (3)$$

Trong đó, TA_{it} , NDA_{it} và DA_{it} là biến tổng dồn tích, biến dồn tích không điều chỉnh và biến dồn tích bị điều chỉnh của kỳ t.

Theo nghiên cứu này, việc ước lượng các tham số dựa trên số liệu các các doanh nghiệp trong cùng ngành trong mỗi kỳ, dẫn đến các doanh nghiệp trong mỗi ngành có cùng các tham số ước lượng giống nhau. Cơ sở của ước lượng theo ngành là vì các doanh nghiệp trong cùng ngành có đặc điểm hoạt động giống nhau, các nhân tố tạo ra mức sinh lời giống nhau.

Theo mô hình Kothari, biến dồn tích không điều chỉnh được ước lượng như sau:

$$NDA_{it}/TA_{it-1} = \alpha(1/TA_{it-1}) + \beta_1(\Delta REVN_{it} - \Delta RECV_{it})/TA_{it-1} + \beta_2 PPE_{it}/TA_{it-1} + \beta_3 ROA_{it-1} \quad (4)$$

Trong đó, NDA_{it} là biến dồn tích không điều chỉnh của kỳ t, $\Delta REVN_{it}$ là chênh lệch doanh thu giữa hai kỳ t và t-1, $\Delta RECV_{it}$ là chênh lệch phải thu giữa hai kỳ t và t-1, PPE_{it} là tài sản cố định của kỳ t, ROA_{it} là tỷ suất sinh lời trên tài sản của kỳ t-1 và TA_{it-1} là tổng tài sản kỳ t-1.

Các tham số α , β_1 , β_2 và β_3 được ước lượng thông qua mô hình:

$$TA_{it}/TA_{it-1} = a(1/TA_{it-1}) + b_1 \Delta REVN_{it}/TA_{it-1} + b_2 PPE_{it}/TA_{it-1} + b_3 ROA_{it-1} + \varepsilon_i \quad (5)$$

Trong đó, TA_{it} là biến dồn tích của kỳ t, và a , b_1 , b_2 và b_3 là tham số ước lượng của α , β_1 , β_2 và β_3 .

4. Kết quả nghiên cứu

Kết quả mô tả thống kê các biến trong mô hình nghiên cứu với sự hỗ trợ của phần mềm Eviews được thể hiện qua Bảng 2.

Kết quả thống kê mô tả chỉ ra rằng, giá trị trung bình của biến TSSL trên cổ phiếu là 0,1878. Tỷ suất sinh lợi này ở mức khá cao. Điều này cho thấy công ty cổ phiếu của nhóm ngành này nhận được sự quan tâm rất lớn của nhà đầu tư. Với độ lệch chuẩn 0,4652, có thể thấy mức độ phân tán của các giá trị TSSL trên cổ phiếu giữa các công ty trong giai đoạn 2013-2015 là khá cao.

Biến dồn tích không bị điều chỉnh (NDA) có giá trị bình quân âm. Điều này phản ánh một đặc điểm của các doanh nghiệp ngành chế biến lương thực thực phẩm. Các doanh nghiệp trong ngành này có chu kỳ luân chuyển vốn lưu động ngắn, quá trình chuyên hóa tài sản lưu động thành tiền nhanh. Trong bối cảnh các doanh nghiệp tạo ra sự tăng trưởng về lợi nhuận, điều này phản ánh các công ty niêm yết thuộc nhóm ngành này tạo ra lợi nhuận chuyển hóa thành tiền rất tốt.

Biến dồn tích bị điều chỉnh (DA) cho biết công ty có thực hiện QTLN hay không. Kết quả thống kê cũng chỉ ra giá trị trung bình của biến dồn tích bị điều chỉnh là 0,0418 và giá trị trung vị là 0,024; điều này có nghĩa các công ty trong mẫu được chọn điều chỉnh lợi nhuận trên báo cáo tài chính theo hướng tăng nhiều hơn. Bằng chứng là có 85/138 quan sát – tương ứng với 61,6% mẫu nhận giá trị biến dồn tích bị điều chỉnh dương.

Theo lý thuyết về mô hình nhận diện QTLN, nếu

Bảng 3: Kết quả kiểm định T-test và Wilcoxon

One-Sample Test						
Test Value = 0,02						
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
DA	2,010	137	,046	,02564	,0004	,0509
Hypothesis Test Summary						
Null Hypothesis	Test		Sig.	Decision		
The median of DA equals 0.02	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test		0,033	Reject the null hypothesis		

Nguồn: Tác giả tự tính toán.

Bảng 4: Hệ số tương quan (Pearson Correlation)

		SR	DA	NDA	CFO	SIZE	BM	DY	CR
SR		1	-,138	,141	,233**	-,197*	-,150	,045	,120
	Sig. (2-tailed)		,107	,098	,006	,020	,080	,603	,162
DA		-,138	1	-,066	-,843**	-,048	,077	,120	,004
	Sig. (2-tailed)	,107		,445	,000	,577	,370	,160	,964
NDA		,141	-,066	1	-,141	,454**	-,068	,304**	-,006
	Sig. (2-tailed)	,098	,445		,100	,000	,426	,000	,941
CFO		,233**	-,843**	-,141	1	-,150	-,281**	,015	,224**
	Sig. (2-tailed)	,006	,000	,100		,078	,001	,858	,008
SIZE		-,197*	-,048	,454**	-,150	1	,017	,012	-,243**
	Sig. (2-tailed)	,020	,577	,000	,078		,842	,892	,004
BM		-,150	,077	-,068	-,281**	,017	1	,044	-,183*
	Sig. (2-tailed)	,080	,370	,426	,001	,842		,605	,032
DY		,045	,120	,304**	,015	,012	,044	1	,110
	Sig. (2-tailed)	,603	,160	,000	,858	,892	,605		,198
CR		,120	,004	-,006	,224**	-,243**	-,183*	,110	1
	Sig. (2-tailed)	,162	,964	,941	,008	,004	,032	,198	

**.: Correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed); *: Correlation is significant at the 0,05 level (2-tailed).

$DA_t/A_{t-1} > 0$ thì công ty thực hiện QTLN theo hướng tăng lợi nhuận và ngược lại. Tuy nhiên, cũng không thể hoàn toàn kết luận công ty có điều chỉnh lợi nhuận nếu DA_t khác 0, bởi vì chỉ những khoản điều chỉnh lớn hơn mức trọng yếu (mức sai phạm tối đa có thể cho phép) về lợi nhuận mới được coi là sai phạm trọng yếu ảnh hưởng đến quyết định của người sử dụng thông tin trong báo cáo tài chính. Để có thể kết luận về mức điều chỉnh lợi nhuận của mẫu có thực sự đáng kể hay không, tác giả thực hiện kiểm định giá trị trung bình T-test và kiểm định Wilcoxon về dấu của hạng giá trị trung bình để xem xét liệu biến dồn tích DA có thực sự lớn hơn mức trọng yếu 2% trên tổng tài sản. Đây là mức trọng yếu trên tổng tài sản xét trên góc độ kiểm toán. Kết quả kiểm định thể hiện qua Bảng 3.

Giá trị Sig. từ kết quả kiểm định t-test p-value = 0,046 < 0,05 và kết quả kiểm định Wilcoxon Signed Rank Test p-value = 0,033 < 0,05 cho thấy giá trị trung bình của biến dồn tích bị điều chỉnh DA thực sự lớn hơn mức trọng yếu 2% tổng tài sản. Do đó, có thể kết luận rằng trong giai đoạn nghiên cứu, nhóm ngành chế biến lương thực thực phẩm có mức điều chỉnh lợi nhuận tương đối đáng kể. Mối quan hệ tương quan giữa các biến trong mô hình được trình bày ở Bảng 4.

Hệ số tương quan giữa biến DA và CFO là tương đối cao. Tuy nhiên, chỉ tiêu VIF (nhân tử phóng đại

phương sai) tương ứng với DA và CFO lần lượt là 6,8 và 7,7 vẫn nằm trong mức có thể chấp nhận được.

Phần tiếp theo, tác giả trình bày kết quả hồi quy mô hình nghiên cứu (mô hình 1). Các mô hình ước lượng đã được kiểm tra gồm có Pooled OLS, mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Kết quả các test: F-test đối với ảnh hưởng cố định (p-value = 0,0899) và Lagrange Multiplier Test (p-value = 0,82) cho thấy mô hình Pooled OLS là phù hợp. Các kiểm tra về hiện tượng tự tương quan cho kết quả mô hình không chịu ảnh hưởng của hiện tượng tự tương quan, nhưng kiểm tra phương sai thay đổi cho thấy mô hình chịu ảnh hưởng của phương sai thay đổi. Do vậy, hồi quy với sự kiểm soát ảnh hưởng của phương sai thay đổi đã được thực hiện. Kết quả hồi quy cuối cùng được thể hiện qua Bảng 5.

Kết quả kiểm định F-statistic cho thấy p-value = 0,0002 < 0,05 xác nhận mức độ phù hợp của mô hình. Chỉ tiêu Adj. R-squared = 14,74% là không quá cao, biểu thị năng lực giải thích tương đối của mô hình.

Biến dồn tích bị điều chỉnh DA có hệ số là 1,3327 với mức ý nghĩa là 5%. Như vậy, biến dồn tích bị điều chỉnh có quan hệ cùng chiều với TSSL trên cổ phiếu của các công ty niêm yết nhóm ngành chế biến lương thực – thực phẩm. Khi công ty điều chỉnh lợi

Bảng 5: Kết quả hồi quy mô hình nghiên cứu

	Estimate	Std.Error	tvalue	Pr(> t)	
(Intercept)	1,4158	0,4242	3,3379	0,0011	**
DA	1,3327	0,5945	2,2418	0,0267	*
NDA	2,6891	0,9233	2,9124	0,0042	**
CFO	1,7694	0,6827	2,5916	0,0106	*
SIZE	-0,2125	0,0662	-3,2085	0,0017	**
BM	0,0147	0,0556	0,2639	0,7923	
DY	-0,7812	0,5002	-1,5618	0,1208	
CR	-0,0301	0,0295	-1,0205	0,3094	

Ghi chú: “**”: có ý nghĩa thống kê ở mức 0,01; “*”: có ý nghĩa thống kê ở mức 0,05
R-Squared: 0,1909

Adj. R-Squared: 0,1474

F-statistic: 4,3834 on 7 and 130 DF, p-value: 0,0002

Nguồn: Tác giả tự tính toán.

nhuận theo hướng gia tăng lợi nhuận thì TSSL trên cổ phiếu càng cao. Với kết quả như vậy, có thể thấy nhà đầu tư có thể bị đánh lừa bởi chỉ tiêu lợi nhuận bị điều chỉnh. Việc gia tăng lợi nhuận sẽ đem đến cái nhìn lạc quan về triển vọng của công ty, điều này làm tăng giá trị cổ phiếu, làm tăng TSSL trên cổ phiếu. Như vậy giả thuyết H₁ được khẳng định.

Cùng với biến dồn tích bị điều chỉnh DA, biến dồn tích không thể điều chỉnh NDA cũng có tương quan thuận chiều đến TSSL trên cổ phiếu với hệ số là 2,6891 với mức ý nghĩa 1%. Điều này có nghĩa là một sự tăng lên của NDA sẽ dẫn đến sự gia tăng tương ứng của TSSL trên cổ phiếu. Tương tự, biến CFO cũng có quan hệ cùng chiều với TSSL trên cổ phiếu. So sánh mức độ ảnh hưởng của các biến trên đối với TSSL trên cổ phiếu cho thấy: ảnh hưởng biến dồn tích bị điều chỉnh DA thấp hơn hai biến còn lại. Điều này có nghĩa rằng biến dồn tích bị điều chỉnh ảnh hưởng đến nhìn nhận của nhà đầu tư, tuy nhiên ảnh hưởng chưa đến mức nghiêm trọng vì biến dồn tích NDA và CFO có ảnh hưởng lớn hơn, đây là các thành phần không bị điều chỉnh, phản ánh trung thực hoạt động của công ty. Như vậy, giả thuyết H₂ cũng được khẳng định. Bên cạnh đó, biến dồn tích NDA có ảnh hưởng lớn nhất so với các biến còn lại. Bản chất của NDA gắn liền với các yếu tố hoạt động cốt lõi của các doanh nghiệp. Các kết quả này phản ánh các đặc điểm của nhóm ngành chế biến lương thực – thực phẩm: là nhóm ngành thiết yếu gắn liền trực tiếp với nhu cầu người tiêu dùng. Các doanh nghiệp niêm yết thuộc nhóm ngành này có tiềm năng tăng trưởng cao và tạo ra dòng tiền tốt trong tương lai. Do vậy, kết quả phản ánh thị trường đánh giá cao các yếu tố hoạt động cốt lõi của các doanh nghiệp này.

Cuối cùng, quy mô của doanh nghiệp cho thấy ảnh hưởng ngược chiều đến TSSL trên cổ phiếu của các công ty niêm yết nhóm ngành chế biến lương thực thực phẩm. Kết quả này nhất quán với các nghiên cứu trước đây như Banz (1981) và Basu (1983).

5. Kết luận

Từ kết quả phân tích, có thể thấy được QTLN đo lường thông qua biến dồn tích DA có ảnh hưởng cùng chiều đến TSSL trên cổ phiếu của các công ty niêm yết nhóm ngành chế biến lương thực – thực phẩm. Việc gia tăng lợi nhuận sẽ đem đến cái nhìn lạc quan về triển vọng của công ty, điều này làm tăng giá trị cổ phiếu, làm tăng TSSL trên cổ phiếu. Điều này đồng nghĩa với việc nhà đầu tư không nhìn nhận được hành vi QTLN của nhà quản lý và có thể bị đánh lừa bởi sự gia tăng lợi nhuận do bị điều chỉnh. Tuy vậy, hệ số ước lượng của 2 biến NDA và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) như phân tích ở trên thể hiện ảnh hưởng cao hơn của hai yếu tố này đến TSSL trên cổ phiếu so với biến DA. Từ kết quả này, có thể nhận thấy mặc dù biến dồn tích bị điều chỉnh làm sai lệch đánh giá của nhà đầu tư; tuy nhiên ảnh hưởng này chưa đến mức nghiêm trọng vì lợi nhuận không thể điều chỉnh và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ảnh hưởng nhiều hơn đến đánh giá của nhà đầu tư.

Biến dồn tích không thể điều chỉnh và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh là thành phần không thể điều chỉnh trong lợi nhuận. Nếu dòng tiền từ hoạt động kinh doanh là quy mô dòng tiền luân chuyển trong quá khứ, thì NDA thể hiện quy mô dòng tiền có thể chuyển hoá trong tương lai. Vì NDA là thành phần không thể điều chỉnh, giá trị này có ý nghĩa là thể hiện được lợi nhuận thực sự của công ty, đồng

thời còn thể hiện được hiệu quả hoạt động thực sự của công ty. NDA chính là nguồn tạo ra dòng tiền tương lai cho doanh nghiệp. Do đó, việc NDA ảnh hưởng nhiều hơn so với DA cho thấy đánh giá của thị trường trong trường hợp này là hợp lý.

Động cơ để nhà quản lý thực hiện hành vi QTLN là luôn hiện hữu và rất rõ ràng. Để giảm thiểu rủi ro, nhà đầu tư cần nắm rõ tình hình công ty qua nhiều năm để nhận diện các biến động về chỉ tiêu

lợi nhuận; bên cạnh đó, cần có kiến thức về báo cáo tài chính, phân tích kỹ các yếu tố cấu thành nên các chỉ tiêu trên báo cáo tài chính và đánh giá các sự kiện của doanh nghiệp để có cái nhìn chính xác hơn về chỉ tiêu lợi nhuận. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng cần nắm rõ về tình hình chung của ngành, các chỉ số cơ bản của ngành để có thể dễ dàng nhận diện những khác biệt của công ty so với các công ty khác trong ngành.

Tài liệu tham khảo:

- Amadi, F.Y. & Amadi, C.W. (2014), 'Earnings management and stock market returns', *International Journal of Business, Economics and Management*, 1(10), 272-290.
- Banz, R.W. (1981), 'The relationship between return and market value of common stocks', *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.
- Basu, S. (1983), 'The relationship between earnings' yield, market value and return for NYSE common stocks: Further evidence', *Journal of Financial Economics*, 12(1), 129-156.
- Birjandi, H., Mohammad, H.K. & Mohammad, K. (2015), 'The effect of audit quality adjustment on the relationship between earnings management and return on equity in listed companies in Tehran stock exchange', *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(11), 25-36.
- Cotten, B. (2005), 'Stock returns, earnings management, and discretionary accruals: An examination of the accrual anomaly', dissertation of doctor of philosophy, The Florida State University.
- Dechow, P., Sloan, R. & Sweeney, A. (1995), 'Detecting earnings management', *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Fama, E.F. & French, K.R. (1995), 'Size and book-to-market factors in earnings and returns', *Journal of Finance*, 50(1), 131-155.
- Healy, P.M. (1985), 'The effect of bonus schemes on accounting decisions', *Journal of Accounting and Economics*, 7(1985), 85- 107.
- Healy, P.M. & Wahlen, J.M. (1999), 'A review of the earnings management literature and its implications for standard setting', *Accounting Horizon*, 13(4), 365-383.
- Hodrick, R.J. (1992), 'Dividend yields and expected stock returns: Alternative procedures for inference and measurement', *The Review of Financial Studies*, 5(3), 357-386.
- Jeter, D.C. & Shivakumar, L. (1999), 'Cross-sectional estimation of abnormal accruals using quarterly and annual data: Effectiveness in detecting event-specific earnings management', *Accounting and Business Research*, 29(4), 299-319.
- Jones, J. (1991), 'Earnings management during import relief investigations', *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Kothari, S.P., Leone, A.J. & Wasley, C.E. (2005), 'Performance matched discretionary accrual measures', *Journal of Accounting & Economics*, 39(1), 163-197.
- Nuryaman (2013), 'The influence of earnings management on stock return and the role of audit quality as a moderating variable', *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 4(2), 73-78.
- Oduma, C. (2015), 'Relationship between earnings management and stock market returns among companies listed in Nairobi securities exchange', Master thesis, University of Nairobi.
- Sayari, S., Mraih, F., Finet, A. & Omri, A. (2013), 'The impact of earnings management on stock returns: The case of Tunisian firms', *Global Journal of Management and Business Research Finance*, 13(10), 51-65.
- Sloan, R. (1996, 7), 'Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?', *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.
- Stefano, K. (2015), 'The impact of financial ratio toward stock return of property industry in Indonesia', *iBuss Management*, 3(2), 222-231.