

QUẢN TRỊ LỢI NHUẬN VÀ TÍNH THÔNG TIN CỦA GIÁ CỔ PHIẾU

Nguyễn Mạnh Toàn

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

Địa chỉ email: nm_toan@due.edu.vn

Đặng Tùng Lâm

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

Email: dangtlam@due.edu.vn

Phan Thị Đỗ Quyên

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

Email: quyenptd@due.edu.vn

Ngày nhận: 27/8/2018

Ngày nhận bản sửa: 22/10/2018

Ngày duyệt đăng: 05/11/2018

Tóm tắt:

Bài báo này nghiên cứu ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận đến tính thông tin của giá cổ phiếu. Sử dụng dữ liệu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong khoảng thời gian 2007-2017, kết quả nghiên cứu cho thấy quản trị lợi nhuận có quan hệ thuận chiều với tính thông tin của giá cổ phiếu. Kết quả này phù hợp với giả thuyết rằng các nước đang phát triển với môi trường thể chế, môi trường thông tin đang trong quá trình hoàn thiện và việc bảo vệ nhà đầu tư chưa được thực sự hiệu quả, mức độ quản trị lợi nhuận càng lớn thì thông tin được chuyển hóa vào giá cổ phiếu thông qua giao dịch của các đối tượng trong nội bộ công ty càng nhiều. Do vậy, quản trị lợi nhuận sẽ làm tăng tính thông tin của giá cổ phiếu.

Từ khóa: Quản trị lợi nhuận; Tính thông tin của giá cổ phiếu; Tính minh bạch thông tin; Thông tin liên quan đến giá trị.

Earnings Management and Stock Price Informativeness

Abstract:

This paper examines the effect of earnings management on stock price informativeness. Using a data set of firms listed on HO CHI MINH Stock Exchange and HANOI Stock Exchange in the period of 2007-2017, we find that earnings management is positively associated with stock price informativeness. This result is consistent with the hypothesis that the developing countries with institutional environment, information environment have not yet been perfected and the protection of the investor's rights is not efficient, result in the higher level of earnings management, the larger amount of value relevant information is capitalized into stock price by informed trading of internal shareholders. Therefore, earning management enhances stock price informativeness.

Keywords: Earnings Management, Stock price informativeness, Transparency, Value-relevant information.

1. Giới thiệu

Giá cổ phiếu chịu tác động của cả thông tin vĩ mô và thông tin đặc thù công ty. Thông tin vĩ mô ảnh hưởng đến toàn bộ cổ phiếu trên thị trường, trong khi đó thông tin đặc thù công ty chỉ ảnh hưởng đến biến động giá cổ phiếu của công ty. Quá trình thu thập, phân tích thông tin đặc thù công ty có liên quan đến giá trị và giao dịch cổ phiếu dựa trên các thông tin đó được gọi là quá trình chuyển hóa thông tin vào giá cổ phiếu, kết quả làm cho giá cổ phiếu mang tính thông tin (Grossman, 1976; Shleifer & Vishny, 1997). Như vậy, tính thông tin của giá cổ phiếu được hiểu là lượng thông tin đặc thù công ty liên quan đến giá trị được chứa đựng trong giá cổ phiếu. Tính thông tin của giá cổ phiếu cao hàm ý rằng giá cổ phiếu chứa đựng nhiều thông tin đặc thù công ty và ít thông tin vĩ mô của thị trường.

Các nghiên cứu trên thế giới đã chứng minh rằng vốn và các nguồn lực khác được phân bổ hiệu quả hơn trong nền kinh tế khi giá cổ phiếu mang tính thông tin cao (Wurgler, 2000; Durnev & cộng sự, 2004). Bên cạnh đó, tính thông tin của giá cổ phiếu là chỉ dấu giúp các nhà quản trị nhận biết phản ứng của thị trường về những quyết định của mình, và do vậy giúp họ đưa ra những quyết định quản trị tốt hơn nhằm hướng đến làm tăng giá trị công ty. Tính thông tin của giá cổ phiếu cho phép nhà đầu tư trên thị trường nhận diện chất lượng các quyết định của những nhà quản trị công ty và lựa chọn công ty cho mục đích đầu tư, từ đó xây dựng và quản lý có hiệu quả danh mục đầu tư (Durnev & cộng sự, 2004; Chen & cộng sự, 2007). Có thể thấy, việc cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu ngày càng trở nên cấp thiết vì có ý nghĩa quan trọng đối với cơ quan quản lý Nhà nước, nhà quản trị cũng như nhà đầu tư.

Quản trị lợi nhuận là việc nhà quản lý sử dụng các đánh giá chủ quan của mình trong quá trình lập báo cáo tài chính và trong quá trình thực hiện các nghiệp vụ kinh tế để thay đổi báo cáo tài chính nhằm làm cho các bên có liên quan đánh giá không chính xác về hiệu quả kinh tế hoặc nhằm ảnh hưởng đến kết quả của các hợp đồng dựa trên số liệu kế toán báo cáo (Healy & Wahlen, 1999).

Nghiên cứu thực nghiệm trước đây cho thấy rằng quản trị lợi nhuận có thể ảnh hưởng đến môi trường thông tin doanh nghiệp, cụ thể ảnh hưởng đến số lượng và chất lượng thông tin. Do vậy, quản trị lợi nhuận là một trong những nhân tố có thể ảnh

hưởng đến tính thông tin của giá cổ phiếu (Zarowin, 2002; Jin & Myers, 2006; Fernandes & Ferreira, 2009; Hutton & cộng sự, 2009; Brockman & cộng sự, 2010; Rajgopal & Venkatachalam, 2011; Kim & Shi, 2012). Tuy nhiên, ảnh hưởng (gồm cả mức độ và chiều hướng tác động) của quản trị lợi nhuận đến tính thông tin của giá cổ phiếu phụ thuộc vào môi trường thể chế và thông tin của mỗi quốc gia (Ball & cộng sự, 2000; Hope, 2003; Leuz & cộng sự, 2003; Bushman & cộng sự, 2004; Haw & cộng sự, 2004; Durnev & Kim, 2005; Burgstahler & cộng sự, 2006; Bushman & Piotroski, 2006).

Bài báo này nhằm tìm hiểu ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận đến tính thông tin của giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu này có ý nghĩa quan trọng cả về mặt lý luận và thực tiễn. Trước hết, về mặt lý luận, kết quả thực nghiệm làm rõ thêm mối quan hệ giữa quản trị lợi nhuận và tính thông tin của giá cổ phiếu cho một quốc gia cụ thể như Việt Nam và có thể sử dụng cho việc nghiên cứu có liên quan. Thứ hai, về mặt thực tiễn, kết quả nghiên cứu cung cấp những hàm ý chính sách đối với nhà đầu tư trong việc phân tích và xây dựng danh mục đầu tư, các nhà quản trị trong việc nâng cao hiệu quả đầu tư nhằm hướng đến gia tăng giá trị công ty, và các cơ quan quản lý Nhà nước về hoạt động của thị trường chứng khoán trong việc ổn định và gia tăng hiệu quả của thị trường.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Nhân tố ảnh hưởng đến tính thông tin của giá cổ phiếu

Nghiên cứu về tính thông tin của giá cổ phiếu đã thu hút sự quan tâm đáng kể của những nhà nghiên cứu học thuật trên thế giới trên nhiều góc độ khác nhau. Ở góc độ vĩ mô, Li & cộng sự (2004), Jin & Myers (2006), Fernandes & Ferreira (2009) thấy rằng giá cổ phiếu ở các nước có môi trường thông tin không minh bạch, hoặc ở các nước có sự hội nhập thấp về mặt kinh tế, tài chính vào nền kinh tế thế giới thường ít chứa đựng thông tin liên quan đến giá trị. Nghiên cứu của Morck & cộng sự (2000), Dang & cộng sự (2015) cho thấy rằng giá cổ phiếu có xu hướng đồng biến động cao ở các nước đang phát triển, ở những nước có môi trường thể chế yếu, thiếu sự bảo vệ cho lợi ích của nhà đầu tư. Trong những quốc gia với môi trường như thế, thông tin

do công ty công bố ra công chúng thường ít tin cậy, lượng thông tin được công bố bị hạn chế, không kịp thời, và không có nhiều giá trị. Nhà đầu tư khó tiếp cận những thông tin hữu ích cho việc đầu tư. Thêm vào đó, việc bảo vệ không đầy đủ quyền lợi của nhà đầu tư làm cho họ không có động lực để thu thập và phân tích thông tin. Kết quả là giá cổ phiếu trên thị trường không mang tính thông tin cao.

Ở góc độ công ty, nghiên cứu của Piotroski & Roulstone (2004), Hutton & cộng sự (2009), Gul & cộng sự (2010), Kim & Shi (2012) cung cấp các minh chứng rằng những yếu tố liên quan đến vấn đề quản trị công ty, môi trường thông tin (theo nghĩa lượng thông tin tin cậy mà thị trường có thể tiếp cận được qua các kênh như công bố trực tiếp của chính công ty, từ các nhà phân tích cổ phiếu của công ty, từ các nhóm sở hữu trong công ty có lợi thế về thông tin) đóng vai trò quan trọng trong việc gia tăng hay giảm lượng thông tin được phản ánh trong giá cổ phiếu. Cụ thể, trong những công ty với cơ chế quản trị tốt hoặc công ty với môi trường thông tin minh bạch, nhà đầu tư bên ngoài có thể dễ dàng tiếp cận những thông tin liên quan đến giá trị, và tiến hành giao dịch cổ phiếu của công ty dựa trên những thông tin đó. Điều này dẫn đến giá cổ phiếu của công ty mang tính thông tin cao.

2.1.2. Ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận đến tính thông tin của giá cổ phiếu

Có thể thấy, vấn đề trọng tâm của thị trường chứng khoán là thông tin bất đối xứng. Điều này xuất phát chủ yếu từ việc các doanh nghiệp không minh bạch trong công bố thông tin, dẫn đến một nhóm đối tượng được tiếp cận thông tin nhanh và chính xác hơn và tất nhiên sẽ thu được nhiều lợi ích hơn so với những đối tượng thông thường khác trong giao dịch. Thông tin bất đối xứng tạo ra nhiều rủi ro và gây thiệt hại cho một số nhóm nhà đầu tư tham gia thị trường và có thể ảnh hưởng đến hiệu quả của thị trường. Thông thường, bất đối xứng thông tin xảy ra khi các cổ đông nội bộ sở hữu thông tin đặc thù công ty nhiều hơn so với các nhà đầu tư bên ngoài. Đây cũng chính là lý thuyết giải thích cho quản trị lợi nhuận.

Cho đến nay, các nghiên cứu trên thế giới cho thấy các lập luận đối lập về ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận đến tính thông tin của giá cổ phiếu.

Quan điểm thứ nhất chứng minh rằng *mức độ quản trị lợi nhuận càng tăng thì tính thông tin của*

giá cổ phiếu càng tăng. Nghiên cứu của Zarowin (2002) và Rajgopal & Venkatachlam (2011) cho thấy trong môi trường thông tin kém minh bạch, thông tin đặc thù công ty có khả năng bị rò rỉ bởi những đối tượng có lợi thế thông tin trong nội bộ công ty. Do vậy, khi nhà quản trị thực hiện quản trị lợi nhuận, mặc dù các nhà đầu tư bên ngoài khó có thể tiếp cận các thông tin đặc thù công ty hữu ích cho việc đầu tư nhưng nhóm lợi ích này lại tận dụng được lợi thế thông tin nội bộ của mình để thực hiện giao dịch cổ phiếu của công ty và góp phần chuyển hóa kịp thời và chính xác thông tin đặc thù công ty liên quan đến giá trị vào giá cổ phiếu thông qua các giao dịch này. Hệ quả, làm gia tăng tính thông tin của giá cổ phiếu (Carlton & Fischel, 1983; Manne, 1996).

Trong khi đó, quan điểm thứ hai cung cấp minh chứng cho thấy *mức độ quản trị lợi nhuận càng tăng thì tính thông tin của giá cổ phiếu càng giảm*. Đối với các nước phát triển với môi trường thể chế tốt và môi trường minh bạch, khi nhà quản trị thực hiện quản trị lợi nhuận, mặc dù họ sở hữu lợi thế thông tin nội bộ công ty nhưng sẽ không có cơ hội tận dụng lợi thế này để tiến hành giao dịch cổ phiếu do luật pháp không cho phép. Bên cạnh đó, giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư chủ yếu dựa trên thông tin chung của thị trường do chỉ có thể tiếp cận phần lớn loại thông tin này. Kết quả, biến động giá cổ phiếu chủ yếu là do tác động của thông tin thị trường, dẫn đến tính thông tin của giá cổ phiếu thấp (Jin & Myers, 2006). Dựa trên nghiên cứu của Jin & Myers (2006), khi phân tích các nhân tố thuộc về công ty, Hutton & cộng sự (2009) cho thấy quản trị lợi nhuận làm cho thông tin được công bố đến thị trường bị hạn chế cả về số lượng lẫn chất lượng. Điều này sẽ làm cho giá cổ phiếu chứa đựng ít thông tin đặc thù công ty và làm giảm tính thông tin của giá cổ phiếu (Fan & Wong, 2002; Jin & Myers, 2006; Gul & cộng sự, 2010). Các nghiên cứu của Jing (2007) và Johnston (2009) cũng ủng hộ cho quan điểm này.

Dựa vào hai quan điểm trên, tác động thật sự của quản trị lợi nhuận đến tính thông tin của giá cổ phiếu sẽ phụ thuộc vào môi trường thể chế của quốc gia, cụ thể, nếu môi trường thể chế yếu thì quản trị lợi nhuận sẽ có tác động cùng chiều đến tính thông tin của giá cổ phiếu, ngược lại, nếu môi trường thể chế mạnh thì quản trị lợi nhuận sẽ tác động ngược chiều đến tính thông tin của giá cổ phiếu. Đây là một vấn đề cần nghiên cứu thực nghiệm. Cho đến nay, có thể thấy các nghiên cứu ảnh hưởng của quản trị lợi

nhuận đến tính thông tin của giá cổ phiếu phần lớn tập trung ở các nước phát triển, hầu như chưa có nghiên cứu nào về vấn đề này thực hiện tại Việt Nam được ghi nhận (theo sự hiểu biết tốt nhất của tác giả). Vì vậy, nghiên cứu về ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận đến tính thông tin của giá cổ phiếu là một yêu cầu cấp thiết trong giai đoạn hiện nay tại Việt Nam vì một số lý do sau: (1) tồn tại nhiều quan điểm khác nhau về mối quan hệ giữa quản trị lợi nhuận và tính thông tin của giá cổ phiếu trong các nghiên cứu trước đây; (2) sự khác biệt về môi trường thể chế, môi trường thông tin và sự bảo vệ quyền lợi cho nhà đầu tư giữa các quốc gia có thể ảnh hưởng đến mối quan hệ này; (3) việc cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu của các công ty niêm yết có ý nghĩa quan trọng đối với cơ quan Nhà nước, nhà quản trị và nhà đầu tư.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Nguồn dữ liệu

Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm báo cáo tài chính và dữ liệu giá cổ phiếu của các công ty niêm yết được cung cấp bởi StoxPlus, một công ty chuyên thu thập và phân tích dữ liệu tài chính của các công ty ở Việt Nam. Dữ liệu nghiên cứu bao gồm toàn bộ công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong khoảng thời gian 2007-2017. Dữ liệu không bao gồm các ngân hàng do đặc thù kinh doanh, đặc điểm tài chính kế toán và yêu cầu quản lý của lĩnh vực này có sự khác biệt đáng kể so với các ngành khác.

2.2.2. Đo lường các biến

+ Tính thông tin của giá cổ phiếu (Infor)

Trong nghiên cứu này, tác giả dựa trên cách tiếp cận của Roll (1988), Morck & cộng sự (2000) và Jin & Myers (2006) để đo lường tính thông tin của giá cổ phiếu của mỗi công ty cho mỗi năm dựa trên giá trị R^2 từ hồi quy mô hình thị trường sau:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{M,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó:

$r_{i,t}$: Tỷ suất lợi tức của cổ phiếu i tại tuần t của mỗi năm;

$r_{M,t}$: Tỷ suất lợi tức của danh mục thị trường tại tuần t của mỗi năm.

Một giá trị R^2 từ mô hình (1) thấp nghĩa là biến động tỷ suất lợi tức của cổ phiếu công ty được giải thích phần lớn bởi thông tin đặc thù của công ty và ít

chịu ảnh hưởng bởi thông tin chung của thị trường. Nói cách khác, R^2 thấp hàm ý giá cổ phiếu của công ty mang tính thông tin cao (Morck & cộng sự, 2000; Jin & Myers, 2006).

Bởi vì giá trị R^2 bị giới hạn giữa 0 và 1, R^2 được biến đổi logarit để đo lường tính thông tin của giá cổ phiếu dựa trên nghiên cứu Morck & cộng sự (2000) như sau: $Infor_i = \log((1 - R_i^2)/R_i^2)$ (2)

Một giá trị cao của $Infor$ thể hiện giá cổ phiếu mang tính thông tin cao và ngược lại.

+ *Quản trị lợi nhuận (DA)*

Quản trị lợi nhuận trong phạm vi bài báo được giới hạn trong việc nhà quản trị vận dụng các chính sách kế toán dựa trên cơ sở kế toán dồn tích khi lập và trình bày báo cáo tài chính, không đề cập đến việc quản trị lợi nhuận bằng cách điều chỉnh giao dịch thực. Cụ thể, mọi giao dịch kinh tế liên quan đến tài sản, nợ phải trả, nguồn vốn chủ sở hữu, doanh thu và chi phí được ghi nhận tại thời điểm phát sinh giao dịch, không quan tâm đến thời điểm thực tế thu hoặc chi tiền. Nếu nhà quản lý có động cơ quản trị lợi nhuận, việc điều chỉnh thời điểm và mức độ ghi nhận các khoản doanh thu, chi phí có thể dẫn đến lợi nhuận công bố thay đổi.

Quản trị lợi nhuận trong các nghiên cứu trước đây thường được nhận diện thông qua các mô hình định lượng biến dồn tích (accruals). *Accruals* là phần chênh lệch giữa lợi nhuận sau thuế với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh. *Accruals* bao gồm hai phần: biến dồn tích không tùy ý (*NDA* - nondiscretionary accruals) - phần này gắn với mức độ hoạt động thông thường của doanh nghiệp; phần còn lại được gọi là biến dồn tích tùy ý (*DA* - discretionary accruals), có được do việc quản trị lợi nhuận của nhà quản lý. Để nhận diện quản trị lợi nhuận, các mô hình đi vào ước lượng giá trị biến dồn tích không tùy ý, trên cơ sở đó để xác định được phần giá trị biến dồn tích tùy ý. Nghiên cứu này sử dụng mô hình Jones điều chỉnh của Dechow & cộng sự (1995) - là mô hình ước lượng quản trị lợi nhuận được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu trên thế giới và Việt Nam hiện nay. Mô hình có dạng như sau:

$$NDA_{it}/A_{it-1} = \alpha_1(1/A_{it-1}) + \alpha_2((\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it-1}) + \alpha_3(PPE_{it}/A_{it-1}) \quad (3)$$

NDA_{it} : biến dồn tích không tùy ý năm t của công ty i

A_{it-1} : Tổng tài sản cuối năm $t-1$ của công ty i

Bảng 1: Đo lường biến kiểm soát

Biến	Ký hiệu	Mô tả biến
Quy mô công ty	<i>MV</i>	Logarit tự nhiên của giá trị vốn hóa thị trường của công ty trong năm t-1.
Hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu	<i>MB</i>	Logarit tự nhiên của tỷ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu công ty trong năm t-1.
Đòn bẩy	<i>LEV</i>	Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản của công ty trong năm t-1.
Lợi nhuận trên tổng tài sản của công ty	<i>ROA</i>	Tỷ số lợi nhuận trên tổng tài sản của công ty trong năm t-1.
Tính bất ổn định của lợi tức cổ phiếu	<i>StdRe</i>	Độ lệch chuẩn của tỷ suất lợi tức tuần của cổ phiếu trong năm t-1.
Lợi tức năm của cổ phiếu	<i>Ret12</i>	Chênh lệch giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm đang được tính so với giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm trước chia cho giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm trước

$\Delta REV_{it} = \text{Doanh thu thuần}_{it} - \text{Doanh thu thuần}_{it-1}$
 $\Delta REC_{it} = \text{Phải thu khách hàng thuần}_{it} - \text{Phải thu khách hàng thuần}_{it-1}$

PPE_{it} : Nguyên giá ở thời điểm cuối năm t của tài sản cố định hữu hình, tài sản cố định thuê tài chính, bất động sản đầu tư

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$: các tham số của từng công ty

$DA_{it}/A_{it-1} = TA_{it}/A_{it-1} - NDA_{it}/A_{it-1}$

DA_{it} : biến dồn tích tùy ý năm t của công ty i

TA_{it} : tổng biến dồn tích (Total Accruals) năm t của công ty i

Giá trị tuyệt đối của DA_{it}/A_{it-1} càng lớn cho thấy mức độ quản trị lợi nhuận của công ty càng cao.

+ *Biến kiểm soát*

Dựa trên các nghiên cứu trước đây như Piotroski & Roulstone (2004), Chan & Hameed (2006), Fernandes & Ferreira (2008), bài báo kiểm soát trong mô hình hồi quy các biến đặc thù công ty có thể có ảnh hưởng chi phối đến quan hệ giữa quản trị lợi nhuận và tính thông tin của giá cổ phiếu để loại trừ ảnh hưởng rỗng của biến quản trị lợi nhuận đến tính thông tin của giá cổ phiếu. Các biến kiểm soát được mô tả trong Bảng 1.

Để hạn chế ảnh hưởng của các quan sát ngoại vi,

bài báo loại bỏ các quan sát của các biến ở phân vị 1% và phân vị 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến.

2.2.3. Mô hình nghiên cứu

Bài báo phân tích ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận đến tính thông tin của giá cổ phiếu dựa trên mô hình hồi quy dữ liệu bảng như sau:

$$Infor_{it} = \gamma + \delta DA_{i,t-1} + \eta Controls_{i,t-1} + \theta_n + \delta_t + \zeta_{it} \quad (4)$$

Trong đó:

$Infor_{it}$: Tính thông tin giá cổ phiếu của công ty i được đo lường tại năm t

$DA_{i,t-1}$: Quản trị lợi nhuận được đo lường bằng giá trị tuyệt đối của biến dồn tích tùy ý qua mô hình Jones điều chỉnh (Dechow & cộng sự, 1995) tại năm t-1

$Controls_{i,t-1}$: Các biến kiểm soát đặc thù công ty tại năm t-1

θ_n : ảnh hưởng cố định ngành

δ_t : ảnh hưởng cố định năm

ζ_{it} : sai số ước tính của mô hình

Định nghĩa các biến được trình bày ở Mục 2.2.2. Các biến độc lập được đưa vào mô hình hồi quy với giá trị trễ để hạn chế ảnh hưởng theo chiều ngược lại

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Phân vị 90%	Giá trị trung vị	Phân vị 10%
<i>Infor</i>	5.679	2,688	2,452	5,897	2,289	0,001
<i>DA</i>	4.058	0,248	0,902	0,397	0,098	0,016
<i>MV</i>	6.920	-1,776	1,826	0,501	-1,917	-4,026
<i>MB</i>	6.919	-0,133	0,782	0,846	-0,111	-1,161
<i>LEV</i>	6.211	0,110	0,148	0,327	0,044	0,000
<i>ROA</i>	6.720	0,064	0,083	0,151	0,050	0,003
<i>StdRet</i>	5.098	0,140	0,076	0,235	0,125	0,062
<i>Ret12</i>	4.815	0,004	0,446	0,548	0,000	-0,583

Nguồn: Tính toán của tác giả.

từ tính thông tin của giá cổ phiếu đến biến quản trị lợi nhuận. Mô hình hồi quy cũng bao gồm các ảnh hưởng cố định ngành (θ_{it}) và ảnh hưởng cố định năm (δ_t) nhằm kiểm soát tác động chi phối của ngành và thời gian lên ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận đến tính thông tin của giá cổ phiếu. Bài báo sử dụng sai số chuẩn robust để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất và ước lượng sai số chuẩn theo cụm mỗi công ty để giải quyết vấn đề tự tương quan khi tính giá trị thống kê t như phương pháp của Petersen (2009).

3. Kết quả nghiên cứu

3.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả của biến tính thông tin của giá cổ phiếu, biến quản trị lợi nhuận và các biến kiểm soát. Tính thông tin của giá cổ phiếu trung bình là 2,688 trong khoảng thời gian mẫu được đo lường bởi *Infor*. Kết quả này cho thấy tính thông tin của giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam phù hợp với các kết quả nghiên cứu trước đây trên thế giới đối với các nước đang phát

triển (He & cộng sự, 2013). Trung bình, mức độ điều chỉnh lợi nhuận khoảng 24,8% trên tổng giá trị tài sản (ước lượng hệ số của giá trị tuyệt đối biến dồn tích tùy ý *DA* là 0,248) cho thấy các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có thực hiện quản trị lợi nhuận trong giai đoạn nghiên cứu 2007-2017. Điều này có khả năng làm cho các đối tượng sử dụng thông tin trên Báo cáo tài chính đánh giá không đúng tình hình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, có thể dẫn đến rủi ro thông tin cho các đối tượng tham gia thị trường.

Bảng 3 trình bày ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình (4). Có thể thấy từ Bảng 3, biến đo lường quản trị lợi nhuận – biến dồn tích tùy ý (*DA*) có tương quan dương với biến tính thông tin của giá cổ phiếu *Infor*. Cụ thể, hệ số tương quan cặp giữa biến tính thông tin của giá cổ phiếu và biến dồn tích tùy ý là 0,013. Kết quả này cung cấp một đánh giá ban đầu về quan hệ giữa quản trị lợi nhuận và tính thông tin của giá cổ phiếu. Nhìn chung, tương quan giữa các biến độc lập là thấp, do đó hạn chế khả năng xảy ra đa cộng tuyến trong mô hình hồi

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

Biến	<i>Infor</i>	<i>DA</i>	<i>MV</i>	<i>MB</i>	<i>LEV</i>	<i>ROA</i>	<i>StdRet</i>	<i>Ret12</i>
<i>Infor</i>	1,000							
<i>DA</i>	0,013	1,000						
<i>MV</i>	-0,082	-0,110	1,000					
<i>MB</i>	0,148	-0,040	0,557	1,000				
<i>LEV</i>	-0,083	-0,016	0,181	0,036	1,000			
<i>ROA</i>	0,002	0,037	0,187	0,304	-0,196	1,000		
<i>StdRet</i>	-0,242	0,041	-0,239	-0,172	-0,013	-0,074	1,000	
<i>Ret12</i>	0,036	-0,074	0,024	0,137	-0,036	0,156	0,159	1,000

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 4: Hành vi điều chỉnh lợi nhuận và tính thông tin của giá cổ phiếu

Biến	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)
<i>DA</i>	0,167** (2,42)	0,137* (1,71)	0,168** (2,44)
<i>MV</i>	-0,531*** (-14,79)	-0,393*** (-11,82)	-0,551*** (-12,41)
<i>MB</i>	1,039*** (12,26)	0,822*** (10,42)	1,057*** (12,51)
<i>LEV</i>	0,317 (0,93)	0,166 (0,60)	0,325 (0,95)
<i>ROA</i>	0,565 (0,79)	-0,322 (-0,51)	0,553 (0,78)
<i>StdRet</i>	-3,230*** (-5,36)	-3,451*** (-5,79)	-3,191*** (-5,26)
<i>Ret12</i>	0,196** (1,97)	0,244** (2,38)	0,195** (1,97)
<i>l Infor</i>		0,314*** (9,24)	
<i>Constant</i>	0,663** (2,08)	0,975*** (3,35)	0,566 (1,60)
Fixed effects	IY	IY	IYL
NObs	2.851	2.772	2.851
Adj, R2	35,5%	41,1%	35,5%

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Ghi chú: I: ảnh hưởng cố định ngành; Y: ảnh hưởng cố định năm; L: ảnh hưởng cố định niêm yết

*, **, *** thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 10%, 5%, và 1%.

quy.

3.2. Kết quả thực nghiệm

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy của mô hình (4). Trong cột (1), bài báo thực hiện hồi quy OLS thông thường. Mô hình hồi quy bao gồm biến quản trị lợi nhuận và các biến kiểm soát, ảnh hưởng cố định ngành và năm. Kết quả cho thấy biến quản trị lợi nhuận có ảnh hưởng thuận chiều đến tính thông tin của giá cổ phiếu. Cụ thể, ước lượng hệ số của biến quản trị lợi nhuận là 0,167 (t -statistic= 2,42) với mức ý nghĩa 5%, hàm ý rằng mức độ quản trị lợi nhuận càng lớn thì giá cổ phiếu có tính thông tin càng cao. Kết quả này được giải thích dựa trên lý thuyết thông tin bất đối xứng và phù hợp với trường hợp của các nước đang phát triển với môi trường thể chế chưa hoàn thiện, môi trường thông tin ít minh bạch cùng với việc bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư chưa được quan tâm đúng mức và luật giao dịch nội gián chưa thực sự hiệu quả như Việt Nam. Trong môi trường như thế, khi những người điều hành công ty

thực hiện quản trị lợi nhuận, thông tin đặc thù công ty hữu ích cho mục đích đầu tư có khả năng không được công bố thông qua kênh chính thống là báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các cổ đông nội bộ là nhóm lợi ích biết rõ và dễ dàng tiếp cận những thông tin này. Giao dịch cổ phiếu của những cổ đông nội bộ làm cho giá cổ phiếu có xu hướng mang tính thông tin cao. Kết quả này được lý giải là bởi vì những cổ đông nội bộ thường có lợi thế thông tin về hoạt động của công ty (Brockman & Yan, 2009). Kết quả này cũng phù hợp với các nghiên cứu trước đây trên thế giới như Zarowin (2002) và Rajgopal & Venkatachlam (2011).

Đối với các biến kiểm soát, ước lượng hệ số cũng khá nhất quán với kết quả được ghi nhận trong các nghiên cứu trên thế giới. Cụ thể, các công ty với vốn hóa thị trường lớn (*MV*) thì tính thông tin của giá cổ phiếu thấp. Đồng thời, các cổ phiếu có rủi ro biến động giá cao (*StdRet*) thì tính thông tin của giá cổ phiếu thấp. Ngược lại, cổ phiếu tăng trưởng (*MB*) có

giá mang tính thông tin cao. Ngoài ra, giá trị R^2 của mô hình hồi quy tương đối cao (35,5%), cho thấy các biến được lựa chọn cùng với các ảnh hưởng cố định trong mô hình giải thích một phần đáng kể biến động của biến phụ thuộc.

Trong phân tích mô hình hồi quy ở cột (1) của Bảng 4, mặc dù bài báo đã sử dụng giá trị trễ của các biến độc lập để hạn chế khả năng tác động theo chiều ngược lại từ tính thông tin của giá cổ phiếu đến quản trị lợi nhuận, vẫn có thể tồn tại tác động ngược chiều nếu như biến phụ thuộc có sự tự tương quan cao theo thời gian. Để giải quyết vấn đề này, bài báo kiểm soát thêm biến trễ tính thông tin của giá cổ phiếu trong mô hình hồi quy (*I_Infor*). Kết quả này được trình bày ở cột (2) của Bảng 4. Kết quả cho thấy ước lượng hệ số trên biến dồn tích tùy ý vẫn không thay đổi về mặt định tính và giá trị hệ số vẫn có ý nghĩa thống kê.

Dữ liệu nghiên cứu của bài báo bao gồm toàn bộ các công ty niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Sự khác nhau về quy mô, điều kiện niêm yết, cấu trúc vi mô thị trường của mỗi Sở Giao dịch cũng có thể ảnh hưởng chi phối đến quan hệ giữa quản trị lợi nhuận và tính thông tin của giá cổ phiếu. Để giải quyết vấn đề này, các tác giả kiểm soát thêm trong mô hình hồi quy ảnh hưởng cố định niêm yết (ảnh hưởng Sở Giao dịch). Kết quả thể hiện ở cột (3) của Bảng 4 vẫn nhất quán với các phát hiện trong phân phân tích chính.

4. Kết luận và hàm ý chính sách

4.1. Kết luận

Bài báo này cung cấp minh chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa quản trị lợi nhuận và tính thông tin của giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Thông qua phương pháp hồi quy dữ liệu bảng đối với các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội trong khoảng thời gian từ 2007 đến 2017, kết quả ước lượng cho thấy mối quan hệ thuận chiều giữa quản trị lợi nhuận và tính thông tin của giá cổ phiếu. Kết quả này phù hợp với quan điểm đối với các nước đang phát triển, cụ thể là Việt Nam với đặc điểm môi trường thông tin chưa minh bạch cùng với sự bảo vệ chưa đầy đủ quyền lợi của nhà đầu tư, luật giao dịch nội gián chưa chặt chẽ, khi mức độ quản trị lợi nhuận càng cao, thông tin đặc thù công ty sẽ được chuyển hóa vào giá cổ phiếu thông qua giao dịch của

các đối tượng có lợi thế thông tin trong nội bộ công ty càng nhiều, hệ quả, giá cổ phiếu mang tính thông tin càng cao.

4.2. Hàm ý chính sách và quản trị

Tính thông tin của giá cổ phiếu có ảnh hưởng đến hiệu quả chức năng của thị trường chứng khoán. Kết quả nghiên cứu trên cho thấy khuyến nghị đối với cơ quan quản lý Nhà nước cần tập trung trên hai phương diện: (1) thứ nhất, gia tăng tính minh bạch của môi trường thông tin; (2) thứ hai, tăng cường sự bảo vệ quyền lợi cho nhà đầu tư và thực thi hiệu quả luật giao dịch nội gián. Cụ thể, nhà hoạch định chính sách cần có những giải pháp *hoàn thiện chuẩn mực kế toán* để tăng cường độ tin cậy của thông tin công bố. Đồng thời, có *chế tài xử lý hữu hiệu* hơn đối với việc quản trị lợi nhuận của nhà quản trị. Bên cạnh đó, các cơ quan quản lý Nhà nước có thể xem xét việc *thiết lập khung pháp lý liên quan đến vấn đề công bố thông tin liên tục* nhằm tăng cường chất lượng thông tin công bố.

Ở cấp độ vi mô, tính thông tin của giá cổ phiếu cao có thể giúp nhà quản trị ra quyết định hiệu quả hơn trong đầu tư vốn. Do vậy, việc cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu là một trong những vấn đề quan tâm của các nhà quản trị. Đối với trường hợp các nước đang phát triển, việc thông tin bị rò rỉ và giao dịch nội gián của các cổ đông nội bộ thường là phổ biến (Morck & cộng sự, 2000). Vì vậy, *tăng cường sự minh bạch trong công bố thông tin* của các công ty niêm yết và *hạn chế giao dịch nội gián* là một yêu cầu cần thiết trong giai đoạn hiện nay.

Đối với nhà đầu tư, tính thông tin của giá cổ phiếu cho phép nhà đầu tư trên thị trường lựa chọn công ty đầu tư, từ đó xây dựng và quản lý có hiệu quả danh mục đầu tư. Do vậy, quyết định đầu tư cổ phiếu chỉ trở nên hiệu quả hơn khi giá cổ phiếu mang tính thông tin cao. Kết quả từ nghiên cứu này chỉ ra nhà đầu tư phải xem xét tầm quan trọng của việc nhận diện quản trị lợi nhuận của công ty, góp phần làm tăng tính chính xác trong quyết định đầu tư.

5. Hạn chế và hướng nghiên cứu trong tương lai

Mặc dù, các tác giả đã hạn chế khả năng tác động theo chiều ngược lại từ tính thông tin của giá cổ phiếu đến quản trị lợi nhuận bằng cách sử dụng giá trị trễ của biến độc lập và kiểm soát thêm biến trễ tính thông tin của giá cổ phiếu trong mô hình hồi quy, tác động ngược lại từ tính thông tin của giá cổ phiếu đến quản

trị lợi nhuận vẫn có thể tồn tại. Bên cạnh đó, bài báo chỉ nghiên cứu ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận đến tính thông tin của giá cổ phiếu chứ chưa phân tích cơ chế thông qua đó quản trị lợi nhuận có thể tác động đến tính thông tin của giá cổ phiếu.

Trong tương lai, về mặt phương pháp, các nghiên cứu có thể sử dụng biến công cụ phù hợp để giải

quyết triệt để vấn đề nội sinh của mô hình hồi quy dữ liệu bảng. Ngoài ra, có thể bổ sung nội dung về phân tích cơ chế quản trị lợi nhuận tác động đến tính thông tin của giá cổ phiếu hoặc nghiên cứu sự kiện về ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận đến tính thông tin của giá cổ phiếu trước và sau khi áp dụng Chuẩn mực kế toán quốc tế.

Tài liệu tham khảo:

- Ball, R., Kothari, S. & Robin, A. (2000), 'The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings', *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 1–52.
- Brockman, P. & Yan, X.S. (2009), 'Block ownership and firm-specific information', *Journal of Banking and Finance*, 33, 308-316.
- Brockman, P., Liebenberg, I. & Schutte, M. (2010), 'Co-movement, information production, and the business cycle', *Journal of Financial Economics*, 97(1), 107- 129.
- Burgstahler, D., Hail, L. & Leuz, C. (2006), 'The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms', *Accounting Review*, 81(5), 983–1016.
- Bushman, R. & Piotroski, J. (2006), 'Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions', *Journal of Accounting and Economics*, 42(1–2), 107–148.
- Bushman, R., Piotroski, J. & Smith, A. (2004), 'What determines corporate transparency?', *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207–252.
- Carlton, D. & Fischel, D. (1983), 'The regulation of insider trading', *Stanford Law Review*, 35, 857-895.
- Chan, K. & Hameed, A. (2006), 'Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets', *Journal of Financial Economics*, 80, 115-147.
- Chen, Q., Goldstein, I. & Jiang, W. (2007), 'Price Informativeness and Investment Sensitivity to Stock Price', *Review of Financial Studies*, 20(3), 619-650.
- Dang, T.L., Moshirian, F., Zhang, B. (2015), 'Commonality in news around the world', *Journal of Financial Economics*, 116, 82-110.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P. (1995), 'Detecting Earnings Management', *Accounting Review*, 70, 193-225.
- Durnev, A. & Kim, E. (2005), 'To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation', *Journal of Finance*, 60(3), 1461–1493.
- Durnev, A., Morck R. & Yeung, B. (2004), 'Value-enhancing Capital Budgeting and Firm-specific Stock Return Variation', *Journal of Finance*, 59(1), 65-105.
- Fan, J. & Wong, T.J., (2002), 'Corporate ownership structure and the informativeness on accounting earnings in East Asia', *Journal of Accounting and Economics*, 33, 401-425.
- Fernandes, N. & Ferreira, M.A. (2008), 'Does International Cross-listing Improve The Information Environment', *Journal of Financial Economics*, 88, 216-244.
- Fernandes, N. & Ferreira, M.A. (2009), 'Insider Trading Laws and Stock Price Informativeness', *Review of Financial Studies*, 22(5), 1845-1887.
- Grossman, S. (1976), 'On the efficiency of competitive stock markets where traders have diverse information', *Journal of Finance*, 31, 153-585.
- Gul, F.A., Kim, J.B. & Qiu, A.A. (2010), 'Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality, and Stock Price Synchronicity: Evidence from China', *Journal of Financial Economics*, 95, 425-442.
- Haw, I., Hu, B., Hwang, L. & Wu, W. (2004), 'Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal

- institutions', *Journal of Accounting Research*, 42(2), 423–462.
- He, W., Li, D., Shen, J. & Zhang, B. (2013), 'Large Foreign Ownership and Stock Price Informativeness Around The World', *Journal of International Money and Finance*, 36, 211-230.
- Healy, P.M. & Wahlen J.M. (1999), 'A review of the earnings management: Literature and its implications for standard setting', *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Hope, O. (2003), Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: An international study, *Journal of Accounting Research*, 41(2), 235–272.
- Hutton, A.P., Marcus, A.J. & Tehranian, H. (2009), 'Opaque Financial Reports, R², and Crash Risk', *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
- Jin, L. & Myers, S.C (2006), 'R² Around The World: New Theory and New Tests', *Journal of Financial Economics*, 79, 257-292.
- Jing, Z. (2007), 'Earnings Quality, Analyst, Institutional Investor and Stock Price Synchronicity', PhD Thesis, Hongkong Polytechnic University.
- Johston, J.A. (2009), 'Accruals quality and price synchronicity', PhD Thesis, Louisiana State University.
- Kim, J.B. & Shi, H. (2012), 'IFRS Reporting, Firm-Specific Information Flow, and Institutional Environment: International Evidence', *Review Accounting Studies*, 17, 474-517.
- Li, K., Morck, R., Yang, F., Yeung, B. (2004), Firm-specific variation and openness in emerging markets, *Review of Economics and Statistics*, 86(3), 658-669.
- Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P. (2003), 'Investor protection and earnings management', *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505–527.
- Manne, H. (1966), *Insider Trading and the Stock Market*, Free Press, New York.
- Morck, R., Yeung, B. & Yu, W. (2000), 'The Information Content of Stock Market: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?', *Journal of Financial Economics*, 58, 215-260.
- Petersen, M.A. (2009), 'Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches', *Review of Financial Studies*, 22, 435-480.
- Piotroski, J. & Roulstone, D. (2004), 'The Influence of Analyst, Institutional Investors, and Insiders on The Incorporation of Market, Industry, and Firm-specific Information into Stock Prices', *Accounting Review*, 79, 1119-1151.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1997), 'A Survey of Corporate Governance', *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Rajgopal, S. & Venkatachalam, M. (2011), 'Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility', *Journal of Accounting and Economics*, 51(1,2), 1-20.
- Roll, R. (1988), 'R²', *Journal of Finance*, 43(3), 541-566.
- Wurgler, J. (2000), 'Financial markets and the allocation of capital', *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 187-214.
- Zarowin, P. (2002), 'Does income smoothing make stock prices more informative?', PhD Thesis, New York University Stern School of Business.