

---

# ẢNH HƯỞNG CỦA Ý KIẾN KIỂM TOÁN TỚI GIÁ CỔ PHIẾU CỦA CÁC DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG VÀ BẤT ĐỘNG SẢN Ở VIỆT NAM

Đoàn Thanh Nga

Viện Kế toán – Kiểm toán, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: doanthanhnga@neu.edu.vn

Mã bài: JED-598

Ngày nhận: 26/03/2022

Ngày nhận bản sửa: 14/04/2022

Ngày duyệt đăng: 29/04/2022

## Tóm tắt

Mục đích của nghiên cứu là để đánh giá tác động của ý kiến kiểm toán lên giá cổ phiếu. Nghiên cứu được thực hiện với 178 công ty trong ngành xây dựng và bất động sản được niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2015 đến năm 2019, tương ứng với 778 quan sát (sau khi loại bỏ những quan sát không đầy đủ dữ liệu). Tác giả sử dụng mô hình hồi quy OLS với tổng thể mẫu và phương pháp hồi quy theo từng năm nhằm xem xét liệu phản ứng của thị trường đối với ý kiến kiểm toán điều chỉnh có thay đổi theo thời gian. Nghiên cứu đã chỉ ra rằng ý kiến kiểm toán có điều chỉnh có tác động ngược chiều đối với giá cổ phiếu của các công ty xây dựng và bất động sản trên hai sàn chứng khoán lớn tại Việt Nam. Tuy nhiên, các nhà đầu tư và thị trường không cho thấy phản ứng tiêu cực đối với ý kiến kiểm toán có điều chỉnh cho tới năm thứ tư nhận được thông tin về ý kiến kiểm toán điều chỉnh đối với tình hình tài chính của công ty. Nghiên cứu góp phần giúp các bên liên quan như các nhà đầu tư và doanh nghiệp sử dụng ý kiến kiểm toán để đưa ra các quyết định phù hợp.

**Từ khóa:** Báo cáo kiểm toán, giá cổ phiếu, ý kiến kiểm toán, Việt Nam.

**Mã JEL:** M40, M42

## Impact of audit opinion on stock prices of construction and real estate enterprises in Vietnam

### Abstract

The purpose of the study is to evaluate the impact of audit opinion on stock prices. The study was conducted with 178 companies in the Construction and Real Estate industries listed on the Hanoi Stock Exchange (HNX) and the Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) for the period from 2015 to 2019, corresponds to 778 observations (after excluding those with incomplete data). The author uses an OLS regression model with the whole population and an annual regression method to examine whether the market's response to the qualified audit opinion changes over time. Research has shown that the qualified audit opinion has a negative impact on the stock prices of construction and real estate companies on two major stock exchanges in Vietnam. However, investors and the market did not show a negative reaction to the qualified audit opinion until the fourth year of receiving information about the qualified audit opinion on the financial statements of the company. Research helps stakeholders such as investors and businesses use audit opinions to make appropriate decisions.

**Keywords:** Audit opinion, audit report, stock prices, Vietnam.

**JEL Codes:** M40, M42

---

## 1. Giới thiệu

Một trong những yếu tố quan trọng nhất tạo nên sự khác biệt giữa các báo cáo kiểm toán của các doanh nghiệp chính là ý kiến của kiểm toán viên đưa ra dựa trên những bằng chứng đã thu thập được. Kiểm toán viên có thể phát hành ý kiến kiểm toán dưới dạng ý kiến chấp nhận toàn phần (trong trường hợp báo cáo tài chính của doanh nghiệp trung thực và hợp lý dựa trên các khía cạnh trọng yếu) hoặc ý kiến kiểm toán có điều chỉnh (được đưa ra trong trường hợp báo cáo tài chính có sai phạm trọng yếu hoặc kiểm toán viên bị giới hạn phạm vi kiểm toán và không thu thập được đầy đủ bằng chứng có liên quan tới vấn đề được xem là ảnh hưởng trọng yếu tới báo cáo tài chính). Ý kiến kiểm toán, đặc biệt là loại ý kiến kiểm toán có điều chỉnh có ảnh hưởng tới quyết định của người sử dụng thông tin trên báo cáo tài chính của các doanh nghiệp (Arens & cộng sự, 2016). Đặc biệt đối với các nhà đầu tư tham gia thị trường chứng khoán, những thông tin tài chính của doanh nghiệp được kiểm toán bởi các hãng kiểm toán được cho là hữu dụng khi nó tạo ra sự khác biệt trong việc đưa ra quyết định về đầu tư và ảnh hưởng tới giá cổ phiếu.

Trong những năm gần đây, đề tài nghiên cứu về các nhân tố tác động đến giá cổ phiếu là một trong những đề tài nhận được sự quan tâm đặc biệt từ các nghiên cứu của các quốc gia khác nhau trên thế giới. Một trong những nhân tố nhận được sự quan tâm đó là ảnh hưởng của ý kiến kiểm toán có điều chỉnh tới giá cổ phiếu. Tuy nhiên, các nghiên cứu đưa ra các kết luận không thống nhất về tác động của ý kiến kiểm toán có điều chỉnh tới giá cổ phiếu của các doanh nghiệp. Một số nghiên cứu (Anvarkhatibi & cộng sự, 2012; Tahinakis & cộng sự, 2010; Tanui, 2010; Prasetyo & Rini, 2014) đã chỉ ra rằng không có mối quan hệ đáng kể giữa ý kiến kiểm toán và giá cổ phiếu. Trong khi đó, một số nghiên cứu khác (Hoti & cộng sự, 2012; Rena & cộng sự, 2016; Robu & Robu, 2015) lại cho rằng ý kiến kiểm toán (cụ thể là loại ý kiến kiểm toán có điều chỉnh) có ảnh hưởng đáng kể tới quyết định của nhà đầu tư thể hiện qua giá cổ phiếu của các doanh nghiệp. Chính vì thế, cần thiết phải có thêm các nghiên cứu về nội dung này để xác định được mức độ ảnh hưởng của ý kiến kiểm toán có điều chỉnh tới giá cổ phiếu của các doanh nghiệp, đặc biệt là nghiên cứu tại Việt Nam trong ngành xây dựng và bất động sản. Lĩnh vực xây dựng và bất động sản luôn thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư, đặc biệt là đầu tư nước ngoài. Đây cũng là ngành đóng vai trò then chốt trong việc tăng cường quan hệ hợp tác giữa các ngành và nhiều lĩnh vực như ngân hàng, công nghiệp, từ đó nâng cao trình độ xã hội hóa trong sản xuất kinh doanh.

Bài báo này sẽ thực hiện nghiên cứu về sự tác động của ý kiến kiểm toán có điều chỉnh tới giá cổ phiếu của các doanh nghiệp xây dựng và bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam để có được bằng chứng thực chứng đến từ một nền kinh tế mới nổi.

## 2. Tổng quan nghiên cứu và xây dựng giả thuyết nghiên cứu

Trên thế giới, đã có nhiều học giả quan tâm và thực hiện nghiên cứu về chủ đề tác động của ý kiến kiểm toán có điều chỉnh tới giá cổ phiếu. Theo Al-Thuneibat & cộng sự (2008) và Ianniello & Galloppo (2015), nghiên cứu về chủ đề này có thể được phân loại theo hai hướng chính:

(1) Nghiên cứu thực nghiệm: hướng nghiên cứu này xem xét phản ứng của những người ra quyết định, chẳng hạn như cán bộ cho vay hay chuyên gia phân tích tài chính đối với sự thay đổi của các loại ý kiến kiểm toán theo từng năm.

(2) Nghiên cứu dựa vào thị trường: hướng nghiên cứu này nhằm nắm bắt phản ứng của thị trường chứng khoán xung quanh việc công bố thông tin của báo cáo tài chính được kiểm toán.

Với hướng nghiên cứu đầu tiên - nghiên cứu thực nghiệm, Rena & cộng sự (2016) cho rằng phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm kết luận rằng người sử dụng báo cáo tài chính không thật sự quan tâm hay tín nhiệm báo cáo kiểm toán hay những điều chỉnh nếu có của kiểm toán viên. Có rất ít các nghiên cứu đi theo hướng này, trong đó tác giả sẽ tập trung phân tích nghiên cứu của Firth (1980), Guiral & cộng sự (2007) và Muslih & Amin (2018) lần lượt tại thị trường Anh, Tây Ban Nha và Indonesia.

Ngược lại, với hướng nghiên cứu thứ hai - tức nghiên cứu dựa vào thị trường, các học giả thường đưa ra những bằng chứng cho thấy các báo cáo kiểm toán, chủ yếu với ý kiến không phải ý kiến chấp nhận toàn phần có liên quan đến quá trình ra quyết định sử dụng thông tin trên báo cáo tài chính. Đồng thời, họ cũng chọn lợi nhuận bất thường tích lũy (cumulative average abnormal return – CAAR) để đo lường biến động của giá chứng khoán trong một khoảng thời gian ngắn quanh ngày công bố. Những nghiên cứu này sử dụng hệ đo lường này cho thấy tác động không thật sự rõ rệt của ý kiến kiểm toán có điều chỉnh đến sự biến động

---

của giá cổ phiếu ở các thị trường mới nổi. Cụ thể, điều này đã được kiểm chứng bởi một số nghiên cứu tại Jordan, Iran, Sri Lanka, Indonesia hay Cộng hòa Bắc Macedonia (Al-Thuneibat & cộng sự, 2008; Moradi & cộng sự, 2011; Anulasiri & cộng sự, 2015; Samudera, 2017; Dionisijev, 2021).

Chủ đề này cũng dần được quan tâm ở thị trường Châu Á. Bên cạnh một nước lớn như Trung Quốc, nghiên cứu tại Đài Loan đã được thực hiện bởi Hsu & cộng sự (2011) đưa ra mối tương quan ngược chiều giữa ý kiến kiểm toán ngoại trừ và giá cổ phiếu. Ngoài việc lấy thông tin từ báo cáo thường niên, nhóm tác giả cũng xem xét các báo cáo giữa kỳ của 106 công ty nhận ý kiến kiểm toán ngoại trừ trong giai đoạn từ năm 1999 đến 2007 và thấy rằng giá cổ phiếu có chiều hướng thay đổi tiêu cực sau 5 ngày từ ngày công bố báo cáo kiểm toán bởi luật lệ nghiêm ngặt tại nước này. Những công ty nhận ý kiến kiểm toán ngoại trừ có khả năng cao bị hủy niêm yết nếu báo cáo không được trình bày lại và xác nhận với ý kiến chấp nhận toàn phần sau đó. Bổ sung cho những lời giải thích này, Hsu & cộng sự (2011) cho rằng điều này có thể lý giải bởi khả năng tiếp cận thông tin từ trước của nhà đầu tư hoặc do sự rò rỉ thông tin nội bộ. Yếu tố công ty kiểm toán Big 4 cũng được cân nhắc nhưng tác động lại không thật sự rõ rệt, trái ngược với dự đoán đưa ra ban đầu của nhóm tác giả. Al-Othman (2019) đã thực hiện nghiên cứu nhằm xác định mức độ và hình thức phản ứng của thị trường tài chính trên báo cáo kiểm toán bằng cách xác định tác động thay đổi của ý kiến kiểm toán viên đối với giá cổ phiếu của các công ty dịch vụ được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán của Jordan trong giai đoạn 2010–2017. Kết quả cho thấy có sự khác biệt có ý nghĩa thống kê về giá cổ phiếu sau khi thay đổi loại ý kiến kiểm toán từ dạng ý kiến chấp nhận toàn phần sang ý kiến kiểm toán có điều chỉnh.

Trong bối cảnh Châu Âu, nghiên cứu của Ianniello & Galloppo (2015) với bốn loại ý kiến kiểm toán tại nước Ý cho ra kết quả tương tự với Soltani (2000) nhưng khác với Martinez & cộng sự (2004). Với ý kiến chấp nhận toàn phần có vấn đề nhân mạnh, những vấn đề này thường có nội dung liên quan đến sự không chắc chắn trong khả năng hoạt động liên tục hay khó khăn về tài chính, đặc biệt là lợi nhuận bất thường xảy ra xung quanh ngày công bố báo cáo kiểm toán. Nghiên cứu cũng đã cố gắng hạn chế các tác động xảy ra đồng thời đối với giá cổ phiếu bằng việc sử dụng phương pháp “*short window event*”. Ngoài ra, các phát hiện của Ianniello & Galloppo (2015) cho thấy mức độ phù hợp của các báo cáo kiểm toán, phân biệt các tác động khác nhau dựa trên các loại ý kiến kiểm toán được đưa ra trong một khu vực pháp lý cụ thể.

Trong phạm vi Đông Nam Á, Indonesia cũng có hai nghiên cứu được thực hiện bởi Samudera (2017) và Muslih & Amin (2018) với cách tiếp cận khác nhau nhưng kết quả đều cho thấy ý kiến kiểm toán không có tác động đáng kể đến sự thay đổi của giá cổ phiếu. Thứ nhất, hai nghiên cứu có cỡ mẫu, mô hình và thời gian nghiên cứu khác nhau. Nghiên cứu của Samudera (2017) được thực hiện từ năm 2010 đến năm 2015 với cỡ mẫu 56 công ty và tiếp nối những tinh túy của các nghiên cứu trước đó (Firth, 1980; Chen & cộng sự, 2000; Ianniello & Galloppo 2015). Tuy nhiên, một năm sau đó, nghiên cứu của Muslih & Amin (2018) được triển khai có phần thô sơ hơn với 18 công ty với chuỗi thời gian 7 năm nhưng chỉ có khoảng 5 năm có giá trị. Thứ hai, cả hai nghiên cứu đều chỉ ra báo cáo kiểm toán đã không được sử dụng tối ưu bởi các nhà đầu tư tiềm năng. Tuy nhiên, cũng tại Indonesia, nghiên cứu của Wijaya (2021) đã chỉ ra rằng ý kiến kiểm toán có tác động tới thị trường thông qua giá cổ phiếu.

Từ những phân tích trên, Tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu sau:

*H1: Ý kiến kiểm toán có điều chỉnh có tác động ngược chiều đến giá cổ phiếu.*

Để kiểm tra giả thuyết nghiên cứu này, phương pháp nghiên cứu được xây dựng trong phần tiếp theo của bài báo.

### **3. Phương pháp nghiên cứu**

#### **3.1. Mô hình nghiên cứu**

*Mô hình hồi quy kiểm định giả thuyết nghiên cứu:*

Dựa và mô hình nghiên cứu của Chen & cộng sự (2000), Ianniello & Galloppo (2015), Anulasiri & cộng sự (2015), Al-Othman (2019), Tác giả sử dụng mô hình nghiên cứu (1) như sau:  $\Delta EPS_{ij}$

$$CAR_{ij} = \alpha + \beta_1 AO_{ij} + \beta_2 \Delta EPS_{ij} + \beta_3 AO_{ij} * \Delta EPS_{ij} + \beta_4 DIVID_{ij} + \beta_5 REPEAT_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad (1)$$

Trong đó:

*CAR<sub>ij</sub>*: Lợi nhuận bất thường lũy kế trong 3 ngày của công ty *i* vào năm *j*, được tính theo công thức trong mô hình (2) phía dưới.

*AOij*: Biến độc lập - Ý kiến kiểm toán, biến sẽ nhận giá trị là 1 nếu là ý kiến kiểm toán có điều chỉnh và giá trị là 0 nếu là ý kiến kiểm toán dạng chấp nhận toàn phần.

*ΔEPS*: Biến điều tiết - phản ánh sự thay đổi trong thu nhập trên mỗi cổ phiếu được tính theo giá đầu vào ngày  $t-1$  (trước ngày công bố báo cáo kiểm toán) và được tính theo công thức:  $(EPS_t - EPS_{t-1}) * \text{giá mở cửa ngày } t-1$

*DIVID*: để kiểm soát ảnh hưởng của các thông báo đồng thời (concurrent announcement). Trong đó, *DIVID* nhận giá trị bằng 1 cho các ý kiến kiểm toán có điều chỉnh đi cùng với sự sụt giảm của cổ tức và giá trị 0 với những trường hợp còn lại.

*REPEAT*: Nhận giá trị 1 nếu nhận ý kiến kiểm toán điều chỉnh trong năm trước đó và nhận giá trị 0 với các trường hợp khác. Biến *REPEAT* được thêm vào nhằm phản ánh rõ ràng hơn ảnh hưởng của một thông tin mới tới các nhà đầu tư cổ phiếu.

$\alpha$ : Hệ số chặn

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_n$ : Các hệ số của biến độc lập

$\varepsilon$ : Sai số mô hình

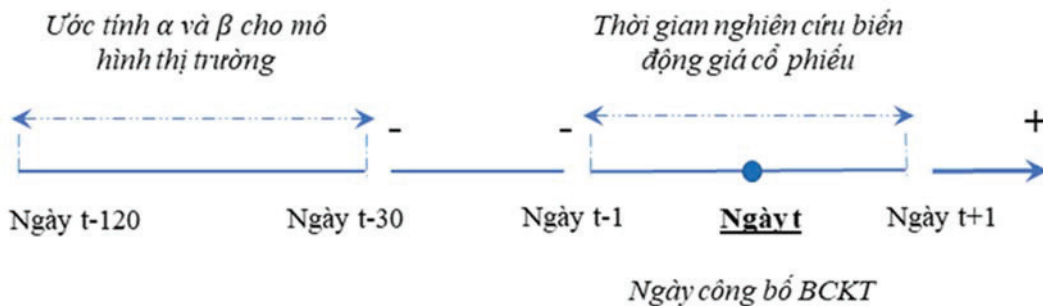
$i$ : Công ty  $i$

$t$ : Năm  $t$

Xác định giá trị biến phụ thuộc *CAR*

Biến phụ thuộc là lợi nhuận bất thường lũy kế (*CAR*), được sử dụng để đánh giá tác động của các ý kiến kiểm toán có điều chỉnh đến giá cổ phiếu xung quanh ngày công bố ý kiến kiểm toán. Lợi nhuận bất thường tích lũy là một thuật ngữ tài chính được sử dụng để mô tả giá trị của khoản đầu tư. Cụ thể, nó mô tả mối quan hệ giữa giá trị kỳ vọng của một cổ phiếu dựa trên hiệu suất của thị trường nói chung và giá trị thực của cổ phiếu. Trong các nghiên cứu của mình, Chen & cộng sự (2000), Ianniello & Galloppo (2015), Anulasiri & cộng sự (2015), Al-Othman (2019) đã sử dụng *CAR* như một yếu tố đại diện cho sự biến động của giá cổ phiếu. Theo đó, *CAR* sẽ được tính bằng tổng lợi nhuận bất thường trong 3 ngày quanh ngày công bố báo cáo kiểm toán qua phương trình (2), (3) và (4) với thời gian lấy dữ liệu được biểu thị ở Hình 1.

**Hình 1: Biểu đồ thời gian lấy dữ liệu nghiên cứu**



Tác giả sử dụng mô hình nghiên cứu (2) để xác định lợi nhuận bất thường lũy kế (*CAR*) được ước tính trong 3 ngày từ ngày  $t-1$  tới ngày  $t+1$  với  $t$  là ngày công bố báo cáo kiểm toán theo công thức:

$$CAR_{ijt} = \sum_{t=-1}^1 AR_{ijt} \quad t \in (-1, 1) \quad (2)$$

Trong đó,

$CAR_{ijt}$  = Lợi nhuận bất thường lũy kế trong 3 ngày của công ty  $i$  vào năm  $j$

$AR_{ijt}$  = Lợi nhuận bất thường công ty  $i$  vào năm  $j$  được tính từ ngày  $-1$  đến  $+1$ .

Theo Chen & cộng sự (2000), Ianniello & Galloppo (2015), Anulasiri & cộng sự (2015), Al-Othman (2019), lợi nhuận bất thường  $AR_{ijt}$  này chính là phần dư  $\varepsilon_{ijt}$  trong công thức xác định Lợi nhuận của công ty  $i$  trong năm  $j$  vào ngày  $t$  ( $R_{ijt}$ ) dựa vào Lợi nhuận kỳ vọng của thị trường tức VNINDEX trong năm  $j$ , ngày  $t$  ( $R_{mjt}$ ) và được xác định theo mô hình số (3) như sau:



$$R_{ijt} = \alpha_{ij} + \beta_{ij}R_{mjt} + \varepsilon_{ijt} \quad t \in (-120, -30) \quad (3)$$

Theo đó:

$$AR_{ijt} = \varepsilon_{ijt} = R_{ijt} - (\alpha_{ij} + \beta_{ij}R_{mjt}) \quad t \in (-1, 1) \quad (4)$$

### 3.2. Dữ liệu và xử lý dữ liệu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu gồm 178 công ty hoạt động lĩnh vực xây dựng và bất động sản (theo phân loại của VIET-STOCK) niêm yết trên hai sàn chứng khoán chính tại Việt Nam là Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hà Nội (HNX) và Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 5 năm từ 2015 đến 2019.

Để phân tích ảnh hưởng của ý kiến kiểm toán lên giá cổ phiếu của các công ty xây dựng và bất động sản tại Việt Nam, tác giả thu thập bộ dữ liệu thứ cấp từ báo cáo tài chính được kiểm toán của các công ty niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán trên và chỉ số giá thị trường VN-Index trong khoảng thời gian 90 ngày trước ngày công bố (từ ngày -120 đến ngày -30), trước, trong ngày công bố và 1 ngày sau khi công bố báo cáo kiểm toán trong 5 năm từ năm 2015 đến năm 2019.

Tại thời điểm nghiên cứu, có 178 doanh nghiệp ngành xây dựng và bất động sản niêm yết theo phân loại của VIETSTOCK tương đương dự kiến có 890 báo cáo tài chính được kiểm toán. Tuy nhiên, để đảm bảo chất lượng của kết quả nghiên cứu, tác giả loại trừ báo cáo tài chính được kiểm toán nếu không có đủ thông tin về ngày công bố báo cáo kiểm toán, lợi nhuận thu thập trên một cổ phiếu và công bố cổ tức đi kèm. Đồng thời những quan sát thiếu ngày sự kiện, giá cổ phiếu của công ty, chỉ số giá thị trường VN-Index trong giai đoạn ước lượng cũng không được đưa vào trong mẫu nghiên cứu.

Sau khi thu thập, mẫu nghiên cứu gồm 778 quan sát được đưa vào sử dụng của 178 công ty ngành xây dựng và bất động sản niêm yết trên HOSE và HNX trong 5 năm từ 2015-2019.

Sau khi thu thập dữ liệu, tác giả đã sử dụng phần mềm Stata 14 để chạy mô hình. Cụ thể, dữ liệu được đưa vào mô hình theo dạng dữ liệu chéo (cross-sectional data) tức thông tin về nhiều đối tượng vào một thời điểm nhất định. Dưới sự hỗ trợ của phần mềm Stata 14, tác giả đã thu được những kết quả từ thống kê mô tả thể hiện đặc trưng qua từng biến. Tiếp đó, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy đa biến do mô hình này có thể đồng thời đo lường và đánh giá sự tác động của nhiều biến độc lập tới biến phụ thuộc. Ngoài ra, để khẳng định kết quả nghiên cứu được toàn diện và kiểm định độ tin cậy của mô hình, tác giả cũng sử dụng phân tích cả hai hệ số tương quan Pearson và Spearman và các kiểm định đa cộng tuyến và kiểm định t-test.

## 4. Kết quả và thảo luận

### 4.1. Phân tích tương quan Pearson và Spearman

Kết quả phân tích tương quan Pearson và Spearman được thể hiện trong Bảng 1.

**Bảng 1: Tương quan Pearson và Spearman**

Biến	CAR	AO	$\Delta$ EPS	AO* $\Delta$ EPS	DIVID	REPEAT
CAR	1,0000	-0,0168	0,0088	0,0011	0,0579	0,0708**
AO	-0,0886**	1,0000	-0,0941***	-0,1769***	0,5435***	0,3371***
$\Delta$ EPS	0,0093	-0,0757**	1,0000	0,3865***	-0,1892***	-0,0436
AO* $\Delta$ EPS	0,0203	-0,1538***	0,3185***	1,0000	-0,4156***	-0,1184***
DIVID	0,0085	0,5435***	-0,1156***	-0,3204***	1,0000	0,0378
REPEAT	0,0069	0,3371***	-0,0536	-0,1266***	0,0378	1,0000

Ghi chú: \*\*\*, \*\* và \* chỉ mức ý nghĩa 1%, 5% và 10% theo thứ tự

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của Tác giả

Bảng 1 cho thấy mỗi tương quan Pearson ở phía dưới đường chéo và tương quan Spearman ở góc bên trên còn lại. Nhìn chung, CAR có mối quan hệ thuận chiều với 2 biến đo lường sự biến động trong thu nhập gồm  $\Delta$ EPS và AO\* $\Delta$ EPS nhưng tương quan nghịch với biến giả AO. Trong đó,  $r = -0,0886$  tại mức ý nghĩa 0,05 phản ánh rõ rệt mối tương quan ngược chiều đáng chú ý giữa CAR và AO. Ngoài ra,  $\Delta$ EPS và DIVID có mối tương quan ngược chiều với  $r = -0,1156$ , đáng kể với mức ý nghĩa 0,01, cho thấy rằng ý kiến kiểm toán có điều chỉnh do giảm cổ tức cũng có tác động tiêu cực đến thu nhập.

Đối với mức ý nghĩa 0,01, Bảng 1 còn cho thấy mối tương quan tích cực mạnh mẽ giữa CAR và hai biến giả khác là DIVID và REPEAT với giá trị  $r$  lần lượt là 0,5435 và 0,3371. Nói cách khác, nếu công ty nhận

ý kiến kiểm toán có điều chỉnh liên tiếp và/hoặc công bố cổ tức giảm, biến động trong lợi nhuận bất thường tích lũy sẽ rất lớn, tức là thị trường có phản ứng mạnh mẽ đối với sự xuất hiện liên tiếp của ý kiến điều chỉnh và lợi nhuận sau thuế được chia cho các cổ đông. Mặt khác, AO lại có mối quan hệ tỷ lệ nghịch rõ rệt với  $AO \cdot \Delta EPS$  với  $r = -0,1538^{***}$ , thể hiện tác động tiêu cực lên ý kiến kiểm toán bởi thay đổi trong thu nhập  $\Delta EPS$ .

#### 4.2. Kiểm định đa cộng tuyến

Nhằm tránh mô hình hồi quy xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến, khiến nhiều chỉ số bị sai lệch, dẫn đến kết quả của việc phân tích định lượng không còn mang lại nhiều ý nghĩa, tác giả sử dụng hệ số phóng đại phương sai (VIF trong STATA) có giá trị trung bình 1,37 nhỏ hơn 2. Điều này thể hiện rằng các biến độc lập có sự tương quan vừa phải và hiện tượng đa cộng tuyến không trọng yếu.

**Bảng 2: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến**

Biến	VIF	1/VIF
AO	1,67	0,600349
$\Delta EPS$	1,11	0,897781
$AO \cdot \Delta EPS$	1,25	0,801735
DIV	1,62	0,616788
REPEAT	1,19	0,839249
Giá trị trung bình của VIF	1,37	

#### 4.3. Kiểm định t-test

Kết quả kiểm định t-test được thể hiện trong Bảng 3.

**Bảng 3: Kiểm định t-test AO bởi CAR**

AO	Số quan sát	Giá trị trung bình	Sai số chuẩn	Độ lệch chuẩn	[Khoảng tin cậy 95%]	
0	671	-0,088614	0,0388081	1,005273	-0,1648142	-0,0124138
1	107	-6,14028	6,134528	63,45606	-18,30258	6,022019
Kết hợp	778	-0,9209126	0,844267	23,54885	-2,578227	0,736402
Khác biệt		6,051666	2,443295		1,255415	10,84792

*Nguồn: Tổng hợp và tính toán của Tác giả.*

Một cách để nhận thấy sự khác biệt giữa nhóm công ty nhận ý kiến kiểm toán dạng chấp nhận toàn phần (tức  $AO = 0$ ) và nhóm công ty với ý kiến kiểm toán điều chỉnh (tức  $AO = 1$ ), đó chính là thực hiện t-test CAR với mỗi nhóm này. Kiểm định t-test được thực hiện dựa trên giả thuyết  $H_0$  là không có sự khác biệt về giá trị trung bình của CAR ở nhóm công ty nhận ý kiến chấp nhận toàn phần và nhóm công ty với ý kiến kiểm toán có điều chỉnh. Giả thuyết  $H_1$  là giá trị trung bình của CAR ở nhóm công ty nhận ý kiến chấp nhận toàn phần và nhóm công ty với ý kiến điều chỉnh là không giống nhau. Tại Bảng 3 với giá trị  $p = 0,0135$  cho thấy ở mức ý nghĩa 5%, giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ. P-value có giá trị thống kê, vì thế giả thuyết  $H_1$  được chấp nhận, tức là giá trị trung bình của CAR có sự khác biệt giữa nhóm công ty nhận ý kiến chấp nhận toàn phần và nhóm công ty với ý kiến kiểm toán có điều chỉnh.

#### 4.4. Kết quả hồi quy OLS

Kết quả kiểm định giả thuyết  $H_1$  được thực hiện bằng phương pháp hồi quy OLS trong Bảng 4.

Có thể thấy được rằng ý kiến kiểm toán điều chỉnh ( $AO = 1$ ) có tương quan âm với lợi nhuận bất thường tích lũy CAR tại các công ty nhận loại ý kiến này với  $p\text{-value} = 0,001$ , mối quan hệ ngược chiều này được thể hiện rất rõ rệt và mạnh mẽ. Nghiên cứu của Chen & cộng sự (2000) áp dụng với thị trường Thượng Hải cũng đưa ra kết luận tương tự. Kết quả nghiên cứu của bài báo cũng có sự tương đồng với nghiên cứu của Hsu & cộng sự (2011), Hoti & cộng sự (2012), Rena & cộng sự (2016), Robu & Robu (2015), Al-Othman (2019), và Wijaya (2021). Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu lại bác bỏ những kết luận trước đó được thực hiện bởi các nghiên cứu của Al-Thuneibat & cộng sự (2008), Moradi & cộng sự (2011), Anulasiri & cộng sự

**Bảng 4: Kết quả hồi quy OLS**

CAR	Hệ số tương quan	Sai số chuẩn	t	P>t	[Khoảng tin cậy 95%]	
AO	-11,00901	3,147938	-3,50	0,001	-17,18854	-4,829475
$\Delta$ EPS	0,0404951	1,887954	0,02	0,983	-3,665638	3,746628
AO* $\Delta$ EPS	5,898367	6,356033	0,93	0,354	-6,578789	18,37552
DIVID	11,99688	5,16042	2,32	0,566	1,866766	22,127
REPEAT	8,789541	5,531764	1,59	0,112	-2,069541	19,64862
Hằng số	-0,1425219	0,907875	-0,16	0,875	-1,924763	1,639719

(2015), Samudera (2017), Muslih & Amin (2018); và Dionisijev (2021) khi cho rằng ý kiến kiểm toán có điều chỉnh không có tác động rõ ràng tới giá cổ phiếu của các doanh nghiệp.

Tương tác giữa AO và  $\Delta$ EPS là tích cực với hệ số là 0,0404951. Tuy nhiên, chỉ số này không mang ý nghĩa bởi p-value khá cao (0,983), chứng tỏ việc thay đổi trong thu nhập trên mỗi cổ phiếu không có vai trò điều tiết sự tác động của ý kiến kiểm toán có điều chỉnh tới giá cổ phiếu. Điều này xảy ra tương tự với các biến kiểm soát khác trong mô hình của nghiên cứu. Kết quả này cũng khá tương đồng với nghiên cứu của Chen & cộng sự (2000) và Anulasiri & cộng sự (2015).

Bên cạnh hồi quy OLS với tổng thể mẫu, phương pháp hồi quy theo từng năm được tác giả nghiên cứu thực hiện tại Bảng 5 nhằm xem xét liệu phản ứng của thị trường đối với ý kiến kiểm toán điều chỉnh có thay đổi theo thời gian.

**Bảng 5: Kết quả hồi quy OLS và Bootstrap theo năm từ 2015-2019**

Năm	Mô hình	n	Hệ số chặn	AO	$\Delta$ EPS	AO* $\Delta$ EPS	R <sup>2</sup> hiệu chỉnh	Model F-value
2015	OLS	153	-0,009	0,0120374	0,0058514	-0,4925783	0,0185	0,4238
	Bootstrap	1000	-0,009	0,0121844	0,0058514	-0,5940753		
2016	OLS	156	-0,201	0,1798149	-0,1258256	0,0653428	0,0047	0,8691
	Bootstrap	1000	-0,201	0,1795434	-0,1258256	0,0859288		
2017	OLS	159	0,080	0,0853634	0,2433161**	-0,2764288	0,0111	0,6283
	Bootstrap	1000	-0,080	0,0869086*	0,2433161**	-0,2766082		
2018	OLS	155	0,002	-0,0159908**	-0,0055564*	-0,0057446	0,0372	0,1247
	Bootstrap	1000	0,002	-0,0176878**	-0,0055564*	-0,0020165		
2019	OLS	155	-0,183	-0,2384787**	0,0894302**	-0,1009053**	0,0284	0,2240
	Bootstrap	1000	-0,183	-0,2833544**	0,0894302**	-0,1489266**		

Ghi chú: \*\*\*, \*\* và \* chỉ mức ý nghĩa 1%, 5% và 10% theo thứ tự

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả.

Kết quả hồi quy với phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) và phương pháp chọn mẫu có hoàn lại (bootstrap) được trình bày ở Bảng 5. Tác giả thực hiện 1.000 lần lấy mẫu có hoàn lại với phương pháp bootstrap và hồi quy OLS cho từng năm riêng biệt. Từ kết quả chạy hồi quy, có thể thấy hệ số hồi quy với biến AO không có ý nghĩa trong hai năm 2015 và 2016, tuy nhiên lại có tác động âm với mức ý nghĩa 10% trong cả ba năm liên tiếp sau đó. Hệ số tương quan với biến AO\* $\Delta$ EPS có giá trị âm nhưng không mang ý nghĩa ở năm 2015, 2017 và 2018, mang giá trị dương nhưng cũng chưa có ý nghĩa thống kê trong năm 2016. Tuy vậy, AO\* $\Delta$ EPS lại có tương quan âm với mức ý nghĩa 5% trong năm 2019. Kết quả này cho thấy các nhà đầu tư không có phản ứng tiêu cực đối với ý kiến kiểm toán có điều chỉnh trong năm cho tới năm 2017 – có thể là lần thứ ba họ tiếp nhận thông tin về ý kiến kiểm toán điều chỉnh và bắt đầu có phản ứng, được thể

---

hiện bằng mối tương quan giữa AO và CAR – lợi nhuận bất thường lũy kế thể hiện cho giá cổ phiếu mang giá trị âm. Những nhà đầu tư ở thị trường Việt Nam mất 4 năm để có được cái nhìn tổng quan hơn và nhận thức được ý nghĩa của ý kiến kiểm toán có điều chỉnh, được thể hiện bằng sự thay đổi trong hệ số tương quan với  $AO \cdot \Delta EPS$ .

## 5. Kết luận

Nghiên cứu này xem xét phản ứng của thị trường đối với ý kiến kiểm toán điều chỉnh xét trong nhóm ngành xây dựng và bất động sản trong khoảng thời gian 05 năm từ năm 2015 đến năm 2019 và cung cấp bằng chứng về ảnh hưởng của ý kiến kiểm toán tới quyết định của các nhà đầu tư. Sau khi kiểm soát sự ảnh hưởng của việc thay đổi trong quá trình thu nhập dữ liệu và các thông báo đồng thời khác, nghiên cứu đã chỉ ra rằng: (i) Ý kiến kiểm toán có điều chỉnh có tương quan âm với lợi nhuận bất thường tích lũy, và (ii) các nhà đầu tư không phản ứng tiêu cực với ý kiến kiểm toán có điều chỉnh cho tới năm thứ ba họ tiếp nhận thông tin này. Dựa vào những số liệu trọng yếu từ kết quả nghiên cứu, tác giả đưa ra kết luận rằng các nhà đầu tư ở thị trường Việt Nam có bị tác động bởi ý kiến kiểm toán có điều chỉnh trong quyết định đầu tư của họ, điều này cũng chứng tỏ báo cáo kiểm toán của kiểm toán viên độc lập nắm vai trò quan trọng như một nguồn thông tin đáng tin cậy ở thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ kết quả nghiên cứu của bài báo, tác giả kiến nghị rằng các nhà đầu tư và những người sử dụng thông tin trên báo cáo tài chính của các doanh nghiệp nên quan tâm tới ý kiến kiểm toán của kiểm toán viên, cần nâng cao cảnh giác với những ý kiến kiểm toán có điều chỉnh, đặc biệt là khi loại ý kiến này được lặp đi lặp lại trong các năm tiếp theo. Từ đó, giúp họ có thể đưa ra những quyết định kinh doanh phù hợp nhằm hạn chế các rủi ro có thể mang lại do việc sử dụng thông tin không phù hợp.

## Tài liệu tham khảo

- Al-Othman, L.N. (2019), 'The reaction of the financial market on the auditor report: an empirical study on service companies listed in Amman stock exchange (ASE)', *Investment Management and Financial Innovations*, 16 (1), 267-275
- Al-Thuneibat, A. A., Khamees, B. A., & Al-Fayoumi, N. A. (2008), 'The effect of qualified auditors' opinions on share prices: evidence from Jordan', *Managerial Auditing Journal*, 23(1), 84-101
- Anulasiri, D. G. A. S., Ajward, R. A., & Dissa Bandara, P. H. (2015, December), 'The effect of qualified auditors' report on share prices: evidence from listed companies of Sri Lanka', In *12th International Conference on Business Management (ICBM)*.
- Anvarkhatibi, S., Safashur, M., & Mohammadi, J. (2012), 'The effect of auditors opinions on shares prices and returns in Tehran stock exchange', *Research Journal of Management Sciences*, 1(1), 23-27.
- Arens, A. A., Elder, R. J., Beasley, M. S., & Hogan, C. E. (2016), *Auditing and Assurance Services*, Pearson, USA.
- Chen, C. J., Su, X., & Zhao, R. (2000), 'An emerging market's reaction to initial modified audit opinions: Evidence from the Shanghai Stock Exchange', *Contemporary Accounting Research*, 17(3), 429-455.
- Dionisijev, I. (2021), 'The audit opinion in the role of stock prices fluctuations on the Macedonia Stock Exchange', *Financial Studies*, 2021(3), 29-43.
- Firth, M. (1980), 'A note on the impact of audit qualifications on lending and credit decisions', *Journal of Banking & Finance*, 4(3), 257-267.
- Guiral-Contreras, A., Gonzalo-Angulo, J. A., & Rodgers, W. (2007), 'Information content and recency effect of the audit report in loan rating decisions', *Accounting & Finance*, 47(2), 285-304.
- Hoti, A. H., Ismajli, H., Ahmeti, S., & Dërmaku, A. (2012), 'Effects of Audit Opinion on Stock Prices: The case of Croatia and Slovenia', *EuroEconomica*, 31(2), 75-87.
- Hsu, J., Young, W., & Chu, C. H. (2011), 'Price behavior of qualified companies around the audit report and report announcement days: The case of Taiwan', *Journal of International Financial Management & Accounting*, 22(2), 114-130.
- Ianniello, G., & Galloppo, G. (2015), 'Stock market reaction to auditor opinions—Italian evidence', *Managerial*



---

*Auditing Journal*, 30(6/7), 610-632.

- Martinez, M. C. P., Martinez, A. V., & Benau, M. A. G. (2004), 'Reactions of the Spanish capital market to qualified audit reports', *European Accounting Review*, 13(4), 689-711.
- Moradi, M., Salehi, M., Rigi, M., & Moeinizade, M. (2011), 'The effect of qualified audit report on share prices and returns: Evidence of Iran', *African Journal of Business Management*, 5(8), 3354-3360.
- Muslih, M., & Amin, M. N. (2018), *The influence of audit opinion to the company stock price*, Proceedings Universitas Pamulang, 1(1).
- Prasetyo, A. W., & Rini, R. (2014), 'Perbandingan Reaksi Pasar Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Opini Audit Unqualified', *MIX: Jurnal Ilmiah Manajemen*, 4(3), 154717.
- Rena, B. E., Genc, E. G., & Özkul, F. U. (2016), 'The impact of the opinions of the independent auditors on the investor decisions in banking sector: An empirical study on the banks operating in Turkey', *Accounting and Finance Research*, 5(1), 157-163.
- Robu, M. A., & Robu, I. B. (2015), 'The influence of the audit report on the relevance of accounting information reported by listed Romanian companies', *Procedia Economics and Finance*, 20, 562-570.
- Samudera, M. B. (2017), *Does Modified Audit Opinion Matter to Investors? Evidence from Indonesia*, Asian Academic Accounting Association, 18<sup>th</sup> annual conference, <[https://foura.org/download/foura\\_2017/foura\\_038.pdf](https://foura.org/download/foura_2017/foura_038.pdf) ngày 15/12/2021>.
- Soltani, B. (2000), 'Some empirical evidence to support the relationship between audit reports and stock prices—the French case', *International Journal of Auditing*, 4(3), 269-291.
- Tahinakis, P., Mylonakis, J., & Daskalopoulou, E. (2010), 'An Appraisal of the Impact of Audit Qualifications on Firms' Stock Exchange Price Fluctuations', *Enterprise Risk Management*, 2(1), 86.
- Tanui, C. K. (2010), 'The effect of modified audit opinions on share prices for companies quoted at the Nairobi Stock Exchange', Doctoral dissertation, University of Nairobi.
- Wijaya, P. (2021), 'Market reaction toward modified audit opinion: empirical evidence from pre and at pandemic period', Doctoral dissertation, Universitas Pelita Harapan.