

---

# QUẢN TRỊ THU NHẬP TRONG TÌNH TRẠNG KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH: SỰ KHÁC BIỆT GIỮA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT VÀ CHƯA NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

**Hồ Thủy Tiên**

*Trường Đại học Tài chính - Marketing*

*Email: tienht@ufm.edu.vn*

**Hồ Thu Hoài**

*Đại học Kinh tế thành phố Hồ Chí Minh*

*Email: hoaiht@ueh.edu.vn*

Mã bài báo: JED-797

Ngày nhận: 19/07/2022

Ngày nhận bản sửa: 17/08/2022

Ngày duyệt đăng: 06/12/2022

## **Tóm tắt:**

*Nghiên cứu này tập trung vào kiểm định và so sánh lựa chọn quản trị thu nhập ở các công ty niêm yết và chưa niêm yết khi đối mặt với kiệt quệ tài chính dựa trên mẫu 538 công ty phi tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2013-2019. Kết quả nghiên cứu cho thấy trong bối cảnh kiệt quệ tài chính, cả công ty niêm yết và chưa niêm yết đều thực hiện quản trị thu nhập thông qua việc điều chỉnh hoạt động kinh doanh thực tế. Các phát hiện liên tục cho thấy các công ty niêm yết thực hiện các hành vi quản trị thu nhập nhiều hơn so với các công ty chưa niêm yết, đặc biệt đối với các công ty có mức độ đòn bẩy tài chính cao. Kết quả còn chỉ ra rằng cơ sở để các công ty lựa chọn chiến lược quản trị thu nhập là dựa vào xác suất chiến lược này bị phát hiện nhiều hay ít, thay vì xem xét đến chi phí của các công cụ quản trị thu nhập đó.*

**Từ khóa:** Giả thuyết “nhu cầu”, quản trị thu nhập, kiệt quệ tài chính, các công ty niêm yết và các công ty chưa niêm yết, giả thuyết “hành vi cơ hội”.

**JEL Code:** G23, G32.

## **Earnings management in financial distress: A comparison between listed and unlisted firms in Vietnam**

### **Abstract:**

*This study analyses and compares the earnings management behaviors of listed and unlisted firms in financial distress, based on a sample of 538 non-financial firms on Vietnam's stock market during the 2013-2019 period. We document that both listed and unlisted firms manage their earnings by altering the real business activities rather than using accounting techniques based on discretionary accruals. In addition, listed firms are more likely to manage their earnings than unlisted firms. Our findings support the “opportunistic behavior” hypothesis in explaining the earnings management behaviors of listed entities in the context where firms rely heavily on debt, and the regulations cannot offer strong protection to creditors. Finally, firms consider the probability of being detected rather than the strategy costs when choosing earnings management tools.*

**Keywords:** “Demand” hypothesis, earnings management, financial distress, listed and unlisted firms, “Opportunistic behavior” hypothesis.

**JEL Codes:** G23, G32.

---

## 1. Giới thiệu

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã chứng kiến số lượng các doanh nghiệp có nguy cơ bị hủy niêm yết gia tăng đáng kể mà nguyên nhân chủ yếu đến từ yếu kém trong kết quả hoạt động lỗ liên tục trong 3 năm. Ngoài ra, trong suốt thời gian tồn tại, các công ty cũng có thể bị suy giảm trong hiệu quả tài chính của mình bởi một số lý do khác như khủng hoảng kinh tế, gia tăng cạnh tranh, chiến lược kinh doanh yếu kém,... và gần đây nhất là do tác động của đại dịch Covid-19. Để ứng phó với khó khăn, các doanh nghiệp không còn cách nào là phải cắt giảm các khoản chi phí. Tuy nhiên, thực tiễn hoạt động của các doanh nghiệp hiện nay cho thấy phần lớn các chương trình cắt giảm chi phí chỉ có thể “giải quyết tình thế” trong thời kỳ khó khăn do chi phí đầu vào tăng chứ chưa gắn kết chặt chẽ với chiến lược kinh doanh cũng như chưa làm nền tảng cho sự tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp. Chính vì vậy, có những lý do để tin rằng, trong trường hợp khó khăn tài chính, các nhà quản lý sẽ có động lực để thực hiện các chiến lược “Điều chỉnh lợi nhuận/Quản trị thu nhập (Earnings management - EM)” nhằm che giấu đi hiệu quả hoạt động thực của công ty mình (Franz & cộng sự, 2014).

Tuy nhiên, các công ty niêm yết và chưa niêm yết trên thị trường chứng khoán có thể có những phản ứng khác nhau về chiến lược quản trị thu nhập, do sự khác biệt về số lượng và thành phần các bên có liên quan (Ball & Shivakumar, 2005). Hope & cộng sự (2013) phát triển hai giả thuyết cạnh tranh liên quan đến sự khác biệt trong hành vi quản trị thu nhập của các công ty niêm yết và chưa niêm yết: Giả thuyết đầu tiên được gọi là *giả thuyết “nhu cầu”*, giả định rằng các công ty niêm yết tham gia vào các hoạt động quản trị thu nhập ít hơn các công ty chưa niêm yết vì họ cần cung cấp cho nhiều bên liên quan thông tin tài chính đáng tin cậy. Giả thuyết thứ hai, được gọi là *giả thuyết “hành vi cơ hội”* cho rằng các công ty niêm yết có động cơ cao hơn các công ty chưa niêm yết trong thao túng thu nhập do áp lực của thị trường và các bên liên quan để đáp ứng kỳ vọng thu nhập của họ (Beatty & cộng sự, 2002; Givoly & cộng sự, 2010; Hope & cộng sự, 2013).

Dựa trên những tiền đề này, sẽ rất thú vị khi xem xét liệu có giả thuyết nào trong hai giả thuyết cạnh tranh này chiếm ưu thế trong các tình huống doanh nghiệp đang gặp vấn đề về tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam hay không. Chủ đề này đã và đang được nghiên cứu rộng rãi hiện nay, thu hút được sự quan tâm chú ý trong nghiên cứu học thuật tại các quốc gia có hệ thống tài chính phát triển như Anh, Hoa Kỳ, Tây Ban Nha. Tuy nhiên, tại Việt Nam, các nghiên cứu về quản trị thu nhập khá đơn giản tập trung chủ yếu về công ty niêm yết (Đặng Ngọc Hùng, 2015; Lê Thị Phương Vy, 2020). Chính vì vậy, tính mới của bài báo này là nghiên cứu cho cả đối tượng các công ty chưa được niêm yết để từ đó kiểm định và so sánh các hành vi và chiến lược quản trị thu nhập của các công ty niêm yết và chưa niêm yết khi đối mặt với tình trạng kiệt quệ tài chính và đề xuất các khuyến nghị và giải pháp nhằm hạn chế các thủ thuật này cũng như giúp nâng cao tính minh bạch của thị trường tài chính Việt Nam.

## 2. Tổng quan các nghiên cứu có liên quan trước đây

### 2.1. Kiệt quệ tài chính và quản trị thu nhập

Thuật ngữ “kiệt quệ tài chính” là một khái niệm mang ý nghĩa tiêu cực và được nhiều nhà nghiên cứu định nghĩa là “tình trạng khó khăn về tài chính của doanh nghiệp giai đoạn từ thời điểm tuyên bố phá sản đến lúc phá sản” (Altman, 2000). Altman & Hotchkiss (2010) đã đưa ra một số thuật ngữ để mô tả “kiệt quệ tài chính” thường được sử dụng trong các nghiên cứu kinh tế bao gồm: thua lỗ (failure), mất khả năng thanh toán (insolvency), vỡ nợ (default) và phá sản (bankruptcy). Từ những thuật ngữ đã trình bày ở trên cho thấy “kiệt quệ tài chính” là một khái niệm mang ý nghĩa rộng, thể hiện tình trạng khó khăn tài chính của doanh nghiệp và đã có nhiều đề tài nghiên cứu xoay quanh chủ đề này (Gilbert & cộng sự, 1990).

Beneish & cộng sự (2012) thấy rằng các công ty có dấu hiệu khó khăn tài chính đều sẵn sàng tránh kiện tụng, điều này dẫn đến các chiến lược tăng thu nhập bắt đầu ít nhất hai năm trước khi phá sản xảy ra. Các nghiên cứu trước đây cho thấy nhiều doanh nghiệp gặp khó khăn sẽ sử dụng các thủ thuật quản trị thu nhập, điều chỉnh giảm chi phí hoạt động hoặc tăng lợi nhuận để không bị lỗ (Dichev & Skinner, 2002; Franz & cộng sự, 2014). Tuy thuật ngữ “quản trị thu nhập” được dùng rất rộng rãi, nhưng hiện tại vẫn chưa có định nghĩa tiêu chuẩn nào được công nhận là đầy đủ, chính xác và mang tính khoa học hay có một cách đo lường tiêu chuẩn nào để đánh giá tốt nhất về hành vi điều chỉnh lợi nhuận (Francis & cộng sự, 2008). Trong phạm

---

vi bài báo này, nhóm tác giả sử dụng định nghĩa về hành vi điều chỉnh thu nhập kế thừa nghiên cứu của Healy & Wahlen (1999), cụ thể: “Hành vi điều chỉnh thu nhập là việc nhà quản trị sử dụng các đánh giá chủ quan của mình trong quá trình lập và công bố báo cáo tài chính cũng như thực hiện các nghiệp vụ kinh tế để thay đổi báo cáo tài chính nhằm đánh lừa các bên có liên quan về kết quả hoạt động kinh doanh thật sự của doanh nghiệp, hoặc nhằm thay đổi các kết quả của các hợp đồng mà có điều khoản ràng buộc dựa trên số liệu kế toán”.

## **2.2. Các chiến lược quản trị thu nhập và sự khác biệt trong sự lựa chọn chiến lược giữa các công ty niêm yết và công ty không niêm yết**

Kết quả hoạt động kinh doanh của công ty được cấu thành từ hai khía cạnh đó là: hoạt động sản xuất kinh doanh thực tế và hành động ghi nhận các bút toán kế toán dồn tích. Do đó, công ty có hai kỹ thuật để điều chỉnh thu nhập và thường được nghiên cứu đại diện cho hành vi quản trị thu nhập là: quản trị thu nhập dựa trên cơ sở dồn tích (Accrual earnings management - AEM) và quản trị thu nhập thực (Real earnings management - REM) (Schipper, 1989). Quản trị thu nhập dồn tích tương đối đơn giản để thực hiện, đồng thời, dễ dàng bị phát hiện thông qua các cơ quan giám sát, chẳng hạn như kiểm toán viên, những người chịu trách nhiệm đánh giá tính hợp lý của các lựa chọn kế toán của công ty (Zang, 2012). Ngược lại, việc quản trị thu nhập thực rất khó phát hiện vì nó không nhất thiết liên quan đến việc vi phạm các chuẩn mực kế toán, trong khi các cơ quan giám sát không có quyền phán xét các quyết định kinh doanh của các công ty (Zang, 2012). Tuy nhiên, việc thao túng thu nhập thực tế có thể gây tổn kém cho các công ty vì việc thực hiện các giao dịch không tối ưu theo quan điểm kinh tế có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động, tính thanh khoản và lợi nhuận của công ty trong tương lai (Chen & cộng sự, 2009). Việc ưu tiên sử dụng phương pháp nào trong hai phương pháp trên sẽ tùy thuộc vào hoàn cảnh của từng doanh nghiệp. Các nghiên cứu của Zang (2012) và Haga & cộng sự (2018) cho rằng sử dụng chiến lược quản trị thu nhập thực sẽ tốn kém hơn trong điều kiện tài chính khó khăn vì chi phí cận biên của việc đi chệch khỏi các quyết định điều hành tối ưu trong bối cảnh này sẽ cao hơn. Do đó, các nghiên cứu này đề xuất các công ty có sức khỏe tài chính kém nên ưu tiên sử dụng chiến lược quản trị thu nhập dựa trên cơ sở dồn tích. Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác lại có quan điểm ngược lại. Nghiên cứu của Campa & Minano (2015) gợi ý rằng trong những tình huống tài chính càng phức tạp, nhà quản trị càng cố gắng điều chỉnh gia tăng lợi nhuận bằng các chiến lược điều chỉnh hiệu quả và ít bị phát hiện hơn. Khi đối mặt với sự lựa chọn giữa hai công cụ quản trị thu nhập là quản trị thu nhập thực và quản trị thu nhập dựa trên cơ sở dồn tích trong tình trạng “cực kỳ khó khăn” và cần đưa ra kết quả ngay lập tức, nhà quản trị thường sẽ lựa chọn quản trị thu nhập thực, bất kể lựa chọn này có thể gây ra các chi phí và thiệt hại ảnh hưởng xấu đến công ty trong dài hạn (Kim & Sohn, 2013).

Các hoạt động thao túng thu nhập giữa các công ty niêm yết và chưa niêm yết không nhất thiết phải đồng nhất. Ball & Shivakumar (2005) đã chỉ ra rằng các công ty chưa niêm yết có các hành vi thao túng thu nhập cao hơn các công ty niêm yết. Họ cho rằng do các công ty chưa niêm yết không có khả năng tiếp cận thị trường vốn và báo cáo tài chính của họ không được phân phối rộng rãi đến công chúng, nên có khả năng báo cáo tài chính của họ bị ảnh hưởng bởi các chính sách cổ tức, lợi nhuận giữ lại và thuế. Thay vào đó, các đơn vị niêm yết phải cung cấp thông tin cho một số bên liên quan và do đó, phải cung cấp thông tin tài chính chất lượng cao. Lời giải thích được mô tả ở trên được Givoly & cộng sự (2010) gọi là giả thuyết “nhu cầu”.

Tuy nhiên, nhìn vào các công ty niêm yết và chưa niêm yết từ một góc độ khác, giả thuyết “hành vi cơ hội” cho rằng các công ty niêm yết có hành vi thao túng thu nhập cao hơn so với các công ty chưa niêm yết (Givoly & cộng sự, 2010). Giả thuyết này giả định rằng các nhà quản lý của các công ty niêm yết có thể tham gia vào thao túng thu nhập để che giấu hiệu quả hoạt động thực sự với bên ngoài khi có áp lực thị trường hoặc các mục tiêu tài chính chưa đạt được (Graham & cộng sự, 2005), hoặc để tránh giảm giá cổ phiếu (Hope & cộng sự, 2013). Loại áp lực này không có trong các công ty chưa niêm yết, do đó, công ty này sẽ có ít động lực hơn các doanh nghiệp niêm yết trong việc thao túng các báo cáo tài chính. Nghiên cứu gần đây nhất của Campa (2019) cho thấy trong bối cảnh các vấn đề tài chính nghiêm trọng, cả các tổ chức niêm yết và chưa niêm yết đều thể hiện việc thao túng thu nhập nhằm tăng thu nhập được thực hiện thông qua các hoạt động thực tế chứ không phải là các khoản dồn tích. Nghiên cứu phát hiện việc các hành vi quản trị thu nhập

nhằm tăng thu nhập được các công ty niêm yết sử dụng rộng rãi hơn so với các công ty chưa niêm yết, đặc biệt là khi công ty có mức độ đòn bẩy cao. Tuy nhiên, trong tình trạng kiệt quệ tài chính, các công ty này lựa chọn các chiến lược thao túng thu nhập dựa trên xác suất bị phát hiện, thay vì dựa vào chi phí của chiến lược.

### 3. Giả thuyết nghiên cứu

Campa & Minano (2015) đã nghiên cứu về ảnh hưởng của kiệt quệ tài chính đến vấn đề quản trị thu nhập ở các doanh nghiệp. Kết quả của nghiên cứu chỉ ra rằng các mức độ kiệt quệ tài chính khác nhau có tác động đến hành vi thao túng thu nhập của các doanh nghiệp. Điều này có thể đặc biệt phù hợp ở các quốc gia như Việt Nam, nơi luật pháp quốc gia còn hạn chế khả năng tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài của các công ty đối mặt với tình trạng kiệt quệ tài chính. Hơn nữa, dựa trên những điều trên, giả thuyết “hành vi cơ hội” được cho là sẽ chiếm ưu thế hơn giả thuyết “nhu cầu” giữa các công ty niêm yết trong những trường hợp như vậy. Theo đó, giả thuyết đầu tiên được phát biểu như sau:

*Giả thuyết 1: Các công ty niêm yết và chưa niêm yết trong tình trạng kiệt quệ tài chính đều sẽ tham gia vào việc thao túng thu nhập.*

Thu nhập có thể được thao túng bằng cách sử dụng thao túng dồn tích hoặc thao túng hoạt động kinh doanh thực, hoặc kết hợp cả hai. Franz & cộng sự (2014) và Campa & Minano (2015) quan sát thấy sự sụt giảm trong việc sử dụng các khoản dồn tích để quản trị thu nhập nhưng quản trị tăng thu nhập thông qua các hoạt động thực tế lại cao hơn trong giai đoạn công ty gặp kiệt quệ tài chính. Họ cho rằng các doanh nghiệp trong điều kiện tài chính yếu kém nhận được sự quan tâm chặt chẽ hơn từ các bên liên quan, bao gồm cả kiểm toán viên bên ngoài, do đó, quản trị dồn tích trở thành một lựa chọn rủi ro có thể dễ dàng bị phát hiện.

Ngược lại, Zang (2012) cho rằng sự lựa chọn giữa thao túng dồn tích và thao túng hoạt động kinh doanh thực phụ thuộc vào chi phí của các chiến lược đó đối với công ty. Tác giả chỉ ra rằng các công ty có điều kiện tài chính yếu kém sẽ thấy việc thao túng thu nhập thông qua hoạt động thực tế là quá tốn kém vì chi phí cận biên của việc đi chệch khỏi các chiến lược kinh doanh tối ưu sẽ là quá nghiêm trọng trong những trường hợp này. Theo đó, tác giả cho rằng các công ty đang gặp phải các vấn đề tài chính nghiêm trọng thay thế thao túng thu nhập thực bằng thao túng dồn tích. Haga & cộng sự (2018) so sánh việc sử dụng các phương thức thao túng thu nhập giữa các công ty niêm yết và chưa niêm yết ở Anh và phát hiện sự ủng hộ cho lời giải thích của Zang (2012). Họ nhận thấy rằng trong bối cảnh mức độ kiệt quệ tài chính cao hơn, các công ty hạn chế sử dụng quản trị thu nhập bằng hoạt động thực tế trong khi tiếp tục sử dụng quản trị dồn tích và xu hướng này càng mạnh mẽ hơn ở các công ty niêm yết.

Dựa trên bằng chứng thứ hai được rút ra từ sự so sánh giữa các doanh nghiệp được niêm yết và chưa niêm yết ở trên, nhóm giả thuyết thứ hai được phát biểu như sau:

*Giả thuyết 2a: Các công ty niêm yết trong tình trạng kiệt quệ tài chính tham gia vào các chiến lược quản trị dồn tích cao hơn ở các công ty chưa niêm yết.*

*Giả thuyết 2b: Các công ty niêm yết trong tình trạng kiệt quệ tài chính tham gia vào hoạt động quản trị thu nhập thực thấp hơn các công ty chưa niêm yết.*

### 4. Phương pháp nghiên cứu

Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu, nhóm tác giả tiến hành hồi quy mô hình nghiên cứu (1) để kiểm tra tác động của các biến đại diện mức độ tình trạng kiệt quệ tài chính của các công ty đến các chiến lược quản trị thu nhập, có xét đến tình trạng niêm yết và chưa niêm yết của các công ty.

$$EM_{it} = \alpha + \beta_1 DISTRESS_{it} + \beta_2 LISTED_{it} + \beta_3 DISTRESS * LISTED_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 EISSUE_{it} + \beta_6 DISSUE_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} BIG4_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Mô hình (1) sẽ được phân thành 3 phương trình với các biến phụ thuộc đại diện cho quản trị thu nhập (EM) lần lượt là: Quản trị tổng thu nhập (TEM), Quản trị thu nhập dồn tích (DA) và Quản trị thu nhập thực (ABN\_CFO).

Biến Quản trị thu nhập dồn tích (DA):

Việc ước tính các khoản dồn tích có thể điều chỉnh bắt đầu bằng việc tính toán tổng các khoản dồn tích

dựa trên công thức sau:

$$TA_{it} = \frac{\Delta CA_{it} - \Delta CASH_{it} - \Delta CL_{it} + \Delta STD_{it}}{A_{it-1}}$$

Trong đó:

$TA_{it}$ : Tổng đòn tích năm t của doanh nghiệp i;

$\Delta CA_{it}$ : Thay đổi tài sản ngắn hạn năm t so với năm t-1;

$\Delta CASH_{it}$ : Thay đổi tiền và các khoản tương đương tiền năm t so với năm t-1;

$\Delta STD_{it}$ : Thay đổi trong các khoản vay và nợ ngắn hạn năm t so với năm t-1;

$\Delta CL_{it}$ : Thay đổi trong nợ ngắn hạn năm t so với năm t-1;

$A_{it-1}$ : Tổng tài sản của doanh nghiệp i năm t-1.

Tổng đòn tích trên được sử dụng làm biến phụ thuộc trong phương trình (2) dưới đây và được ước tính hàng năm bằng cách sử dụng tất cả các quan sát - năm của công ty:

$$TA_{it} = \beta_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \beta_4 ROA_{it-1} \quad (2)$$

Trong đó:

$\Delta REV_{it}$ : Thay đổi doanh thu thuần năm t so với năm t-1;

$PPE_{it}$ : Nguyên giá của tài sản cố định hữu hình năm t;

$ROA_{it-1}$ : Tỷ số lợi nhuận trên tài sản của doanh nghiệp i năm t-1;

Cuối cùng, các ước tính hệ số từ phương trình (2) được sử dụng để đo lường các khoản đòn tích không thể điều chỉnh (NDA) kỳ vọng kiểm soát hiệu suất và các thay đổi trong các khoản phải thu:

$$NDA_{it} = \hat{\beta}_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{\beta}_2 \frac{(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{A_{it-1}} + \hat{\beta}_3 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \hat{\beta}_4 ROA_{it-1} \quad (3)$$

Trong đó:

$NDA_{it}$ : Các khoản đòn tích không thể điều chỉnh của doanh nghiệp i năm t;

$\Delta REC_{it}$ : Thay đổi các khoản phải thu năm t so với năm t-1.

Cuối cùng, các khoản đòn tích có thể điều chỉnh (DA) là sự khác biệt giữa tổng các khoản đòn tích (TA) và các khoản tích lũy không thể điều chỉnh (NDA).

$$DA_{it} = TA_{it} - NDA_{it}$$

#### 4.1. Biến Quản trị thu nhập thực (ABN\_CFO)

Thao túng doanh thu bao gồm việc đẩy nhanh thời gian bán hàng thông qua các điều kiện bán hàng bất thường hoặc mở rộng điều khoản tín dụng. Theo đó, phù hợp với Roychowdhury (2006), thao túng doanh thu được xem xét bằng cách sử dụng hồi quy cắt ngang thể hiện trong phương trình (4), được ước tính mỗi năm bằng cách sử dụng tất cả các quan sát từng năm của từng công ty.

$$CFO_{it} = \alpha + \beta_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \frac{REV_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it-1} \quad (4)$$

Trong đó:

$CFO_{it}$ : Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên tổng tài sản đầu kỳ.

$\varepsilon_{it}$ : Phần dư đã bao gồm mức độ dòng tiền bất thường của công ty  $i$  năm  $t$ .

Dòng tiền bất thường cấp công ty thu được dưới dạng số dư từ phương trình (4). Mức thấp hơn của dòng tiền bất thường là bằng chứng của việc thao túng doanh thu bán hàng để tăng thu nhập cao hơn. Do đó, để làm cho việc giải thích dễ dàng hơn và nhất quán với biến đại diện khác, phần dư của phương trình (4) sẽ được nhân với -1 để thu được biến liên tục (ABN\_CFO) tăng khi mức độ thao túng tăng thu nhập ngày càng tăng.

#### 4.2. Biến Quản trị tổng thu nhập (TEM)

$$TEM_{it} = DA_{it} + ABN\_CFO_{it}$$

**Bảng 1: Tóm tắt biến**

Tên biến	Mô tả	Đo lường	Nguồn tham khảo	Kỳ vọng dấu
EM	Hành vi quản trị nhập	TEM, DA hoặc ABN_CFO (tất cả các biến được xác định trước đó và mô hình này được kiểm tra riêng biệt)	Campa (2019)	
DISTRESS	Kiệt quệ tài chính	<b>Biến giả:</b> Bảng 0 nếu $Z > 2,9$ ; Bảng 1 nếu $1,23 < Z < 2,9$ ; Bảng 2 nếu $Z < 1,23$	Campa (2019)	+
LISTED	Tình trạng niêm yết	<b>Biến giả:</b> Bảng 1 nếu là công ty niêm yết; Bảng 0 nếu là công ty chưa niêm yết	Campa (2019)	+/-
LEV	Đòn bẩy tài chính	$= \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$ $= \frac{LI}{A}$	Dechow & cộng sự (1995)	+/-
EISSUE	Phát hành vốn cổ phần	<b>Biến giả:</b> Bảng 1 nếu phát hành thêm vốn cổ phần; Bảng 0 nếu không phát hành thêm vốn cổ phần	Shan & cộng sự (2013)	+
DISSUE	Phát hành nợ	<b>Biến giả:</b> Bảng 1 nếu công ty phát hành thêm nợ Bảng 0 nếu công ty không phát hành thêm nợ.	Shan & cộng sự (2013)	+
ROA	Tỷ số lợi nhuận trên tài sản	$= \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$ $= \frac{EAT}{A}$	Kothari & cộng sự (2005)	-
GROWTH	Tốc độ tăng trưởng	$= \frac{\text{Thay đổi doanh thu}}{\text{Doanh thu năm (t - 1)}}$ $= \frac{SALE_t - SALE_{t-1}}{SALE_{t-1}}$	Carey & Simnett (2006)	+/-
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	$= \ln(\text{tổng tài sản})$ $= \ln(A)$	Johnson & cộng sự (2002)	+/-
BIG4	Chất lượng kiểm toán	<b>Biến giả:</b> Bảng 1 nếu được kiểm toán bởi Big4. Bảng 0 nếu không được kiểm toán bởi Big4.	Francis & Wang (2008)	-

Bài nghiên cứu sử dụng mẫu dữ liệu gồm 3.758 quan sát trong thời gian 7 năm từ năm 2013 đến năm 2019 của 537 công ty phi tài chính, trong đó có 439 công ty đang niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng Khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE), Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và 98 công ty chưa niêm yết trên Sàn chứng khoán UPCOM. Dữ liệu được thu thập từ công từ các báo cáo tài chính và trang dữ liệu chứng khoán [www.vietstock.vn](http://www.vietstock.vn), đồng thời dữ liệu các công ty trong mẫu thoả điều kiện phải liên tục trong

suốt giai đoạn nghiên cứu. Để kết quả hồi quy có độ tin cậy, nhóm tác giả sử dụng phương pháp FGLS để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình.

## 5. Kết quả nghiên cứu

### 5.1. Mô tả thống kê

**Bảng 2: Mô tả thống kê Nhóm công ty niêm yết so với nhóm công ty chưa niêm yết**

	Công ty niêm yết			Công ty chưa niêm yết		
	Obs	Mean	Std. Dev	Obs	Mean	Std. Dev
TEM	2.884	0,0006208	0,1675509	875	0,0032011	0,1700613
DA	2.884	0,0006208	0,0067481	875	0,0032011	0,0316528
ABN_CFO	2.884	-7,35e-12	0,1660361	875	1,85e-10	0,1726977
DISTRESS	2.884	1,039182	0,7653103	875	1, 053714	0, 776128
LEV	2.884	0,5138431	0,2167068	875	0,4276926	1,2435301
EISSUE	2.884	0,2610957	0,4393082	875	0,2331429	0,4230743
DISSUE	2.884	0, 498613	0,5000848	875	0,4411429	0,4968077
ROA	2.884	0,0608153	0,0677656	875	0,0343224	0,0745807
GROWTH	2.884	0,1417399	0,900275	875	0,2504218	1,57345
SIZE	2.884	27, 42931	1,385966	875	26,48825	1,733151
BIG4	2.884	0,4032594	0,4906371	875	0,2742857	0,4464088

Kết quả Bảng 2 cho thấy các công ty niêm yết có mức quản lý tổng thu nhập thấp hơn, nhưng trung bình, tình hình tài chính lại tốt hơn các công ty chưa niêm yết. Các công ty niêm yết có mức độ đòn bẩy tài chính cao hơn; trên thực tế, họ phát hành vốn cổ phần thường xuyên hơn so với các công ty chưa niêm yết. Các công ty niêm yết cũng phát hành nhiều nợ hơn và cho thấy khả năng sinh lời cao hơn nhưng tăng trưởng lại thấp hơn các công ty chưa niêm yết. Cuối cùng, các công ty niêm yết có quy mô trung bình lớn hơn và sử dụng công ty kiểm toán Big4 thường xuyên hơn các công ty chưa niêm yết.

### 5.2. Kiểm định các vi phạm của mô hình

**Bảng 3: Kiểm định đa cộng tuyến**

Tên biến	EM	
	VIF	1/VIF
DISTRESS*LISTED	6,15	0,162556
DISTRESS	5,39	0,185434
LISTED	3,16	0,316676
SIZE	2,07	0,482331
LEV	1,92	0,521037
BIG4	1,65	0,605780
ROA	1,52	0,659956
EISSUE	1,13	0,888775
DISSUE	1,07	0,934107
NĂM	1,03	0,967228
SECTOR	1,02	0,980231
GROWTH	1,00	0,996441
Mean VIF		2,26

Kết quả từ Bảng 3 và Bảng 4 cho thấy cả ba mô hình TEM, DA và ABN\_CFO đều có hiện tượng phương sai thay đổi, tuy nhiên không có hiện tượng đa cộng tuyến và tự tương quan. Do đó, nhóm tác giả lựa chọn sử dụng phương pháp FGLS để có hệ số hồi quy với mức ý nghĩa thống kê tối ưu nhất.

### 5.3. Kết quả hồi quy

Kết quả nghiên cứu ở cột (1) và cột (3) cho kết quả hệ số  $\beta_1$  và tổng  $(\beta_1 + \beta_3)$  mang giá trị dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này cho thấy rằng các công ty đang đối mặt với kiệt quệ tài chính có xu hướng thực hiện các chiến lược quản trị thu nhập nhiều hơn, bất kể công ty đó đã được niêm yết hay chưa niêm yết. Hệ số  $\beta_3$  dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% thể hiện mức độ các công ty niêm yết quản trị

**Bảng 4: Kiểm định phương sai thay đổi và tự tương quan**

	TEM	DA	ABN CFO
Mô hình	FEM	FEM	FEM
Kiểm định phương sai thay đổi	Modified Wald	Modified Wald	Modified Wald
P-value	0,0000	0,0000	0,0000
Kiểm định tự tương quan	Wooldridge	Wooldridge	Wooldridge
P-value	0,6359	0,2651	0,6172

**Bảng 5: Kết quả hồi quy**

Biến phụ thuộc	Kỳ vọng dấu	TEM (1)	DA (2)	ABN CFO (3)
DISTRESS	+	0,0337*** (7,24)	-0,000371*** (-3,86)	0,0345*** (7,45)
LISTED	+/-	-0,0370*** (-5,69)	-0,000594*** (-4,34)	-0,0355*** (-5,49)
DISTRESS*LISTED		0,0127*** (2,77)	0,000228** (2,39)	0,0122*** (2,67)
LEV	+/-	-0,101*** (-11,43)	0,00106*** (6,52)	-0,103*** (-11,69)
EISSUE	+	0,0131*** (3,97)	0,000568*** (8,82)	0,0126*** (3,82)
DISSUE	+	0,0503*** (17,68)	0,000803*** (15,14)	0,0492*** (17,44)
ROA	-	-0,818*** (-28,95)	0,00326*** (7,44)	-0,823*** (-29,36)
GROWTH	+/-	-0,00228* (-1,75)	0,00000878 (0,34)	-0,00228* (-1,75)
SIZE	+/-	0,00234* (1,88)	0,0000717*** (2,72)	0,00216* (1,74)
BIG4	-	0,00635* (1,76)	-0,000179** (-2,57)	0,00683* (1,91)
DISTRESS + DISTRESS*LISTED		0,0464	-0,000143	0,0467
Hệ số chặn		3,221** (2,29)	-0,0709*** (-2,79)	3,215** (2,30)
Biến giả năm và ngành		Đúng	Đúng	Đúng
Prob		0,0000	0,0000	0,0000
N		3.759	3.759	3.759

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* chỉ ra rằng hệ số có ý nghĩa thống kê lần lượt ở mức 10%, 5% và 1% hoặc cao hơn.

thu nhập cao hơn so với các công ty chưa niêm yết trong bối cảnh các công ty đối mặt với kiệt quệ tài chính. Tuy nhiên, trong bối cảnh bình thường, công ty niêm yết ít thực hiện thao túng thu nhập hơn so với các công ty chưa niêm yết ( $\beta_2 < 0$ ). Phát hiện này ủng hộ giả thuyết 1 và cho thấy hành vi thao túng thu nhập phổ biến hơn trong các công ty đang đối mặt với tình trạng kiệt quệ tài chính; và trong những tình huống như vậy, mức độ của các hành vi quản trị thu nhập của các công ty niêm yết cao hơn so với các công ty chưa niêm yết. Theo đó, kết quả nghiên cứu này cung cấp bằng chứng hỗ trợ đầy đủ cho giả thuyết “hành vi cơ hội”, trong đó nêu rõ rằng, với sự xuất hiện của các động cơ thao túng thu nhập, các công ty niêm yết có động cơ mạnh mẽ hơn để tham gia vào các hoạt động quản trị thu nhập so với các công ty chưa niêm yết. Tuy nhiên, xét cột (3), hệ số  $\beta_3$  dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% ( $\beta = 0,0467$ ), cho thấy mức độ quản trị thu nhập thực tế ở các công ty niêm yết cao hơn so với các công ty chưa niêm yết khi xảy ra kiệt quệ tài chính. Kết quả này không ủng hộ giả thuyết 2b cho rằng trong bối cảnh tình hình tài chính xấu đi, các công ty, đặc biệt là các công ty niêm yết sẽ giảm việc sử dụng chiến lược thao túng thu nhập thực (Zang, 2012; Haga & cộng sự, 2018).

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu tại Cột (2) cho thấy hệ số  $\beta_1$  là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đã cung cấp bằng chứng chỉ ra rằng các công ty chưa niêm yết và có mức độ kiệt quệ tài chính cao sẽ có các khoản



---

dồn tích điều chỉnh thấp hơn so với công ty có tình trạng tài chính an toàn hơn. Điều này phù hợp với những phát hiện của nghiên cứu Pryshchepa & cộng sự (2013) khi cho rằng các doanh nghiệp được xác định là gặp khó khăn sẽ thực hiện các chiến lược quản trị kế toán thận trọng hơn (tức là, ít thao túng thu nhập dồn tích hơn) vì quản trị dồn tích sẽ dễ bị phát hiện với mức độ giám sát cao hơn ở các doanh nghiệp đó. Hệ số  $\beta_3$  dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, cho thấy xu hướng nêu trên đối với  $\beta_1$  đang giảm dần ở các công ty niêm yết và trong khi tình hình tài chính xấu đi, các công ty niêm yết sử dụng chiến lược quản trị thu nhập dồn tích tương đối nhiều hơn so với các công ty chưa niêm yết. Kết quả này ủng hộ giả thuyết 2a và nghiên cứu của Haga & cộng sự (2018) khi cho rằng trong bối cảnh kiệt quệ tài chính ở mức độ cao hơn, các công ty niêm yết sẽ thực hiện thao túng các khoản dồn tích nhiều hơn các công ty chưa niêm yết. Kết quả này một lần nữa ủng hộ giả thuyết “hành vi cơ hội” với giả định rằng các hành vi quản trị thu nhập sẽ cao hơn ở các công ty niêm yết trong trường hợp có các tình huống thúc đẩy công ty tham gia vào các hoạt động này.

Bên cạnh đó, dựa trên kết quả hồi quy  $\beta_1$  và tổng ( $\beta_1 + \beta_3$ ) của cả ba cột (1), (2) và (3), ta có thể nhận thấy mối tương quan cùng chiều giữa quản trị tổng thu nhập với quản trị thu nhập thực nhưng lại ngược chiều với hành vi quản trị các khoản dồn tích dưới tác động của tình trạng kiệt quệ tài chính tại mức ý nghĩa thống kê 1%. Điều này hàm ý rằng trong các trường hợp kiệt quệ tài chính thì cả công ty niêm yết và chưa niêm yết đều gia tăng quản trị tổng thu nhập, cụ thể là gia tăng quản trị thu nhập thực và hạn chế các chiến lược quản trị thu nhập dồn tích. Giải thích cho các xu hướng này, có thể lý giải rằng trong các trường hợp kiệt quệ tài chính cả hai dạng công ty trên sẽ ưu tiên lựa chọn các chiến lược quản trị thu nhập thông qua các hoạt động thực tế nhằm che giấu đi các vấn đề tài chính của mình và hạn chế khả năng bị phát hiện bởi sự gia tăng giám sát của các bên liên quan khi họ nhận thấy các dấu hiệu nghiêm trọng về tài chính từ công ty thay vì lựa chọn các chiến lược quản trị thu nhập dựa trên cơ sở dồn tích vốn dễ thực hiện cùng với chi phí rẻ hơn nhưng lại dễ bị phát hiện hơn. Kết quả hệ số hồi quy  $\beta_2$  của cả ba mô hình đều âm (có ý nghĩa thống kê ở mức 1%) chứng tỏ rằng trong các điều kiện tài chính bình thường (doanh nghiệp không ở trong tình trạng kiệt quệ tài chính) các công ty niêm yết sẽ ít tham gia các chiến lược quản trị thu nhập hơn so với các công ty chưa niêm yết.

## 6. Kết luận và khuyến nghị

Nhìn chung, các tình huống liên quan đến kiệt quệ tài chính là vấn đề rất đáng quan tâm đối với các bên liên quan vì họ có thể phải gánh chịu thiệt hại tài chính đáng kể (Habib & cộng sự, 2013) cũng như đối với các nhà quản lý khi họ có thể bị thiệt hại cả về tài chính lẫn danh tiếng (Liberty & Zimmerman, 1986). Theo đó, các doanh nghiệp có thể gặp phải các hoạt động quản trị thu nhập bất thường để tìm cách che giấu, hoặc ít nhất là trì hoãn việc tiết lộ về tình trạng suy giảm hoạt động thực tế của công ty (Franz & cộng sự, 2014). Nghiên cứu này được thực hiện ở Việt Nam và phát hiện ra 3 vấn đề sau:

*Thứ nhất*, các nhà quản trị trước tình trạng liên quan đến kiệt quệ tài chính sẽ đưa ra các quyết định gia tăng mức thao túng thu nhập bất kể đó là công ty niêm yết hay chưa niêm yết.

*Thứ hai*, các phát hiện của bài nghiên cứu ủng hộ giả thuyết “hành vi cơ hội” liên quan đến các chiến lược quản trị thu nhập của các công ty niêm yết. Trên thực tế, các kết quả cho thấy rằng trong trường hợp không có động cơ thao túng thu nhập (cụ thể là không đối mặt với tình trạng kiệt quệ tài chính), các công ty niêm yết có khả năng sẽ ít thao túng thu nhập hơn so với các công ty chưa niêm yết. Tuy nhiên, khi có dấu hiệu của các vấn đề tài chính, các công ty niêm yết tham gia vào các chiến lược quản trị thu nhập thực và dựa trên dồn tích đều cao hơn so với các công ty chưa niêm yết.

*Cuối cùng*, kết quả từ nghiên cứu này chỉ ra rằng các công ty dường như nhận thức được rằng việc công khai các vấn đề tài chính sẽ khiến họ bị một số bên liên quan chú ý. Do đó, họ điều chỉnh thu nhập bằng cách lựa chọn sử dụng chiến lược ít có khả năng bị phát hiện hơn, tức là quản trị thu nhập thực và họ không tham gia vào bất kỳ chiến lược quản trị dồn tích nào (Franz & cộng sự, 2014; Campa & Miñano, 2015). Theo đó, bằng chứng thực nghiệm cho thấy rằng, ít nhất là trong bối cảnh mà các công ty bị phụ thuộc nhiều vào nợ và luật pháp hạn chế việc tiếp cận tín dụng đối với các công ty gặp kiệt quệ tài chính thì các chiến lược thao túng thu nhập sẽ được ưu tiên lựa chọn dựa trên xác suất bị phát hiện thay vì dựa trên chi phí khi thực hiện các chiến lược này.

---

## Tài liệu tham khảo:

- Altman, E.I. (2000), *Predicting Financial Distress of Companies: "Revisiting the Z-score and ZETA Models"*, New York University: Stern School of Business.
- Altman, E.I. & Hotchkiss, E. (2010), *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt*, John Wiley & Sons.
- Ball, R. & Shivakumar, L. (2005), 'Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness', *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83-128.
- Beatty, A., Ke, B. & Petroni, K.R. (2002), 'Earnings management to avoid earnings declines across publicly and privately held banks', *Accounting Review*, 77(3), 547-570.
- Beneish, M.D., Press, E. & Vargus, M.E. (2012), 'Insider trading and earnings management in distressed firms', *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 191-220.
- Campa, D. (2019), 'Earnings management strategies during financial difficulties: A comparison between listed and unlisted French companies', *Research in International Business and Finance*, 50, 457-471.
- Campa, D. & Minano, M.D.M.C. (2015), 'The impact of SME's pre-bankruptcy financial distress on earnings management tools', *International Review of Financial Analysis*, 42, 222-234.
- Carey, P. & Simnett, R. (2006), 'Audit partner tenure and audit quality', *Accounting Review*, 81(3), 653-676
- Chen, F., Yen, G. & Chang, F.H. (2009), 'Strategic auditor switch and financial distress prediction-empirical findings from the TSE-listed firms', *Applied Financial Economics Letters*, 19(1), 59-72.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G. & Sweeney, A.P. (1995), 'Detecting earnings management', *Accounting Review*, 70, 193-225.
- Dichev, I.D. & Skinner, D.J. (2002), 'Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis', *Journal of accounting research*, 40(4), 1091-1123.
- Đặng Ngọc Hùng (2015), 'Nghiên cứu xu hướng quản trị lợi nhuận do thay đổi thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 219(2), 46-54.
- Francis, D.R. & Wang, D. (2008), 'The joint effect of investor protection and Big4 audits on earnings quality around the world', *Contemporary Accounting Research*, 25(1), 157-191.
- Franz, D.R., HassabElnaby, H.R. & Lobo, G.J. (2014), 'Impact of proximity to debt covenant violation on earnings management', *Review of Accounting Studies*, 19(1), 473-505.
- Gilbert, L.R., Menon, K. & Schwartz, K.B. (1990), 'Predicting bankruptcy for firms in financial distress', *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(1), 161-171.
- Givoly, D., Hayn, C.K. & Katz, S.P. (2010), 'Does public ownership of equity improve earnings quality?', *Accounting Review*, 85(1), 195-225.
- Graham J.R., Harvey, C.R. & Rajgopal, S. (2005), 'The economic implications of corporate financial reporting', *Journal of Accounting and Economics*, 40(1), 3-73.
- Habib, A., Bhuiyan, U.B. & Islam, A. (2013), 'Financial distress, earnings management and market pricing of accruals during the global financial crisis', *Management Finance*, 39(2), 155-180.
- Haga, J., Höglund, H. & Sundvik, D. (2018), 'Stock market listing status and real earnings management', *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(5), 420-435.
- 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.K., Thomas, W.B. & Vyas, D. (2013), 'Financial reporting quality of US private and public firms', *Accounting Review*, 88(5), 1715-1742.
- Johnson, E., Khurana, I.K. & Reynolds, J.K. (2002), 'Audit-firm tenure and the quality of financial reports', *Contemporary Accounting Research*, 19(4), 637-660.
- Kim, J.B. & Sohn, B.C. (2013), 'Real earnings management and cost of capital', *Journal of Accounting and Public policy*, 32(6), 518-543.
- Kothari, S.P., Leone, A.J. & Wasley, C.E. (2005), 'Performance matched discretionary accrual measures', *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.

- 
- Lê Thị Phương Vy (2020), 'Kiệt quệ tài chính và quản trị thu nhập: Bằng chứng thực nghiệm ở các công ty niêm yết tại Việt Nam', *Tạp chí nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 31(2), 23-44.
- Liberty, S.E. & Zimmerman, J.L. (1986), 'Labor union contract negotiations and accounting choice', *Accounting Review*, 61(4), 692-712.
- Pryshchepa, O., Aretz, K. & Banerjee, S. (2013), 'Can investors restrict managerial behavior in distressed firms?', *International Journal of Corporate Finance and Accounting*, 23, 222-239.
- Schipper, K. (1989), 'Commentary on earnings management', *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.
- Shan, Y., Taylor, S.L. & Walter, T.S. (2013), 'Earnings management or measurement error?, The Effect of External Financing on Unexpected Accruals'.
- Zang, A.Y. (2012), 'Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management', *The accounting review*, 87(2), 675-703.