

---

# VAI TRÒ CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC ĐỐI VỚI HIỆU ỨNG ĐẢO NGƯỢC DỒN TÍCH: BẰNG CHỨNG TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

**Nguyễn Trọng Ý**

*Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh*

*Email: ynt@ueh.edu.vn*

**Trần Trương Mạnh Hiếu**

*Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam*

*Email: hieu.ttm@kisvn.vn*

**Nguyễn Ngọc Thụy Vy**

*Trường Đại học Ngoại thương - CS2 tại Thành phố Hồ Chí Minh*

*Email: theresevynguyen@gmail.com*

Mã bài: JED-1068

Ngày nhận: 27/12/2022

Ngày nhận bản sửa: 28/03/2023

Ngày duyệt đăng: 13/04/2023

DOI 10.33301/JED.VI.1068

## **Tóm tắt:**

*Nghiên cứu này kiểm định tác động của nhà đầu tư tổ chức đến mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi bất thường và các thành phần của lợi nhuận (dồn tích và dòng tiền) trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Theo đó, nhà đầu tư tổ chức sẽ tăng tốc quá trình phản ánh thông tin hàm chứa trong các thành phần của lợi nhuận vào giá cổ phiếu. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn chỉ ra tác động khác nhau giữa phần dồn tích và phần dòng tiền đến lợi nhuận trong tương lai. Tuy nhiên, nhà đầu tư lại không nhận biết được sự khác biệt này và không phản ánh đầy đủ và nhanh chóng hàm ý thông tin vào giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu cho thấy chiến lược đầu tư mua cổ phiếu công ty có thành phần dồn tích thấp và bán cổ phiếu công ty có thành phần dồn tích cao tạo ra tỷ suất sinh lợi vượt trội 5,4% mỗi năm.*

**Từ khóa:** Lợi nhuận doanh nghiệp, phần dồn tích, phần dòng tiền, tỷ suất sinh lợi vượt trội.

**Mã JEL:** G11, G14, G30, M41.

## **The role of institutional investors on accrual reversal: Evidence from the Vietnamese stock market**

### **Abstract:**

*This paper documents the impact of institutional investors on the relationship between abnormal returns and components of earnings (accrual and cash flow) in the Vietnamese stock market. We find that Vietnamese investors do not fully recognize the different roles between accruals and cash flows in predicting future earnings. Therefore, stock prices gradually reflect this difference, and the investment strategy of buying stocks with a low accrual component and selling stocks with a high accrual component creates an abnormal return of 5.4% per year. More importantly, this study shows that institutional investors speed up the process of incorporating the different roles between accruals and cash flows into stock prices and, therefore, mitigate the accruals reversal anomaly in the Vietnamese stock market.*

**Keywords:** Earnings, accrual, cash flow, abnormal returns.

**JEL Codes:** G11, G14, G30, M41.

---

## 1. Giới thiệu

Hiệu ứng sự đảo ngược dồn tích (*accrual reversal*) được đề cập đầu tiên bởi Sloan (1996) và được công nhận rộng rãi bởi cộng đồng nghiên cứu là một trong các bất thường kế toán nổi bật (Kothari, 2001; Richardson & cộng sự, 2010 và Lewellen, 2010). Sloan (1996) phân tách lợi nhuận doanh nghiệp ra thành phần dồn tích và dòng tiền và chỉ ra rằng chúng sẽ có tác động khác nhau đến lợi nhuận tương lai. Cụ thể, mức độ bền vững của lợi nhuận hiện tại sẽ tỷ lệ thuận với thành phần dòng tiền, trong khi tỷ lệ nghịch với phần dồn tích. Theo đó, chiến lược đầu tư phòng ngừa bằng cách mua cổ phiếu các công ty có mức dồn tích thấp và bán cổ phiếu các công ty có mức dồn tích cao sẽ tạo ra tỷ suất sinh lợi vượt trội ở mức 4,71% đối với thời gian năm giữa 1 năm. Lý giải cho tỷ suất sinh lợi vượt trội này, nghiên cứu chỉ ra nhà đầu tư hoàn toàn không phân biệt được vai trò của hai thành phần nói trên đối với lợi nhuận tương lai và điều này tạo ra tỷ suất sinh lợi bất thường khi nhà đầu tư bắt đầu nhận diện được vấn đề.

Trong nỗ lực giải thích nguyên nhân, một nhánh nghiên cứu tập trung tìm hiểu vai trò của loại hình nhà đầu tư đối với độ lớn của hiệu ứng đảo ngược dồn tích (Collins & cộng sự, 2003 và Ali & cộng sự, 2008). Các nghiên cứu trong nhánh này lập luận rằng vì các nhà đầu tư khác nhau sẽ có khả năng khác nhau trong việc nắm bắt hàm ý dự báo của thành phần lợi nhuận. Tại các công ty được nắm giữ bởi phần lớn nhà đầu tư tổ chức, quá trình nắm bắt hàm ý thông tin sẽ nhanh hơn và do đó độ lớn của hiệu ứng đảo ngược dồn tích sẽ nhỏ hơn. Cụ thể, Collins & cộng sự (2003) chỉ ra nhà đầu tư tổ chức sẽ làm giảm độ lớn của hiệu ứng này, hay Ali & cộng sự (2008) cho thấy một số tổ chức đã thực sự thành công trong việc giao dịch dựa trên hiệu ứng này.

Tuy nhiên, Cai & cộng sự (2021) chỉ ra vai trò đối lập của nhà đầu tư tổ chức trong việc phản ánh thông tin vào giá cổ phiếu trên thị trường Trung Quốc. Các tác giả lập luận rằng vì nhà đầu tư tổ chức ở Trung Quốc có ít khả năng trong việc tiếp cận, xử lý thông tin, và ràng buộc các quyết định của lãnh đạo doanh nghiệp. Do đó, thay vì đẩy nhanh quá trình phản ánh thông tin vào giá, nhà đầu tư tổ chức có xu hướng trì hoãn quá trình này. Bằng chứng này trái ngược với những gì được tìm thấy trên thị trường Mỹ (Bartov & cộng sự, 2000; Collins & cộng sự, 2003; Ke & Ramalingegowda, 2005). Điều này cho thấy nhà đầu tư tổ chức ở những thị trường chưa phát triển như Việt Nam có thể phản ứng khác nhau với những thông tin trên báo cáo tài chính. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy sự hạn chế của các nghiên cứu về hiệu ứng đảo ngược dồn tích và phản ứng của nhà đầu tư ở Việt Nam. Những điều này đã thúc đẩy chúng tôi kiểm định thực nghiệm sự tồn tại của sự đảo ngược dồn tích cũng như vai trò của nhà đầu tư tổ chức đối với hiệu ứng này trên thị trường Việt Nam.

Nghiên cứu được cấu trúc thành năm phần. Phần 1 giới thiệu và trình bày lý do thực hiện nghiên cứu. Phần 2 thể hiện khung lý thuyết và một số bằng chứng thực nghiệm về những vấn đề được trình bày trong nghiên cứu. Các giả thuyết và phương pháp nghiên cứu chính sẽ được trình bày trong phần 3. Phần 4 sẽ là kết quả hồi quy và một số thảo luận quan trọng được tìm thấy. Cuối cùng là kết luận.

## 2. Tổng quan nghiên cứu

### 2.1. Mối quan hệ giữa lợi nhuận với yếu tố dồn tích và dòng tiền

Foerster & cộng sự (2017) chỉ ra lợi nhuận là thông tin được nhà đầu tư sử dụng nhiều nhất để xác định giá trị nội tại và tính toán lợi nhuận tương lai, nhưng lợi nhuận lại là khoản mục có thể bị tác động bởi các yếu tố chủ quan do khoản mục này được xác định dựa trên yếu tố dồn tích (IASB, 2018). Sự xuất hiện của phần dồn tích tạo nên sự khác biệt giữa lợi nhuận và dòng tiền của doanh nghiệp. Để tăng sự tin cậy trong quá trình dự báo lợi nhuận, Graham & cộng sự (1962) đã đề xuất điều chỉnh và loại bỏ một số khoản mục dồn tích như: khoản dự phòng tùy ý, khoản khấu hao... để có được một chỉ tiêu lợi nhuận tốt hơn. Các tác giả cho rằng các khoản này khó có thể được hiện thực hóa thành lợi nhuận trong tương lai.

Ngoài ra, Bernstein (1993) cho rằng dòng tiền hoạt động và lợi nhuận là hai tiêu chí đo lường thành quả của doanh nghiệp. Tuy nhiên, lợi nhuận lại được xây dựng từ các yếu tố dồn tích nên sẽ mang tính chủ quan của nhà quản lý. Trong khi đó, dòng tiền lại ít bị tác động hơn. Vì thế, Bernstein (1993) cho rằng khi phân tích báo cáo tài chính nên chú trọng đến mối quan hệ giữa thu nhập và dòng tiền để có thể đánh giá được chất lượng của lợi nhuận. Dựa trên quan điểm này, Sloan (1996) đưa ra ý tưởng về tác động khác nhau của phần dòng tiền và phần dồn tích lên lợi nhuận doanh nghiệp. Cụ thể, tác giả chỉ ra lợi nhuận doanh nghiệp trong tương lai sẽ tỷ lệ thuận với phần dòng tiền và tỷ lệ nghịch với phần dồn tích. Nói cách khác, nếu thành phần dồn tích ở hiện tại ở mức cao thì mức độ bền vững (duy trì) lợi nhuận trong tương lai của doanh nghiệp sẽ thấp. Những nghiên cứu sau đó của Dechow & Dichev (2002) và Richardson & cộng sự (2005) cũng chứng

---

thực điều này.

Các nghiên cứu thực nghiệm trên đã chỉ ra tác động khác biệt của phần dòng tiền và phần dồn tích lên tính vững của lợi nhuận. Theo đó, phần dòng tiền sẽ có quan hệ cùng chiều với độ bền vững của lợi nhuận trong khi với phần dồn tích là quan hệ ngược chiều.

*Giả thuyết 1: Tính bền vững của lợi nhuận ở hiện tại sẽ tỷ lệ thuận với độ lớn thành phần dòng tiền và tỷ lệ nghịch với độ lớn của thành phần dồn tích trong quá khứ.*

## **2.2. Nhà đầu tư có nhận thức sai lầm về vai trò phân dồn tích và dòng tiền đối với lợi nhuận**

Lợi nhuận thường được cho là yếu tố dẫn dắt giá cổ phiếu như Ball & Brown (1968) chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ suất sinh lợi và lợi nhuận. Mối quan hệ này thường được giải thích bằng việc lợi nhuận hiện tại có thể ẩn chứa những thông tin quan trọng liên quan đến lợi nhuận tương lai hoặc giá trị doanh nghiệp. Một số nghiên cứu về chủ đề này có thể kể đến như Easton & Harris (1991), Foster & cộng sự (1984)

...

Tuy nhiên, những nghiên cứu của Ou & Penman (1989) và Maines & Hand (1996) lại chỉ ra mối liên hệ này chỉ phản ánh sự tin tưởng ngây thơ của nhà đầu tư. Nói cách khác, nhà đầu tư không nắm bắt được chính xác những thông tin bao hàm trong lợi nhuận hiện tại. Để kiểm định giả thuyết sự tin tưởng ngây thơ của nhà đầu tư, Sloan (1996) đã sử dụng mô hình kỳ vọng ngây thơ của Mishkin (1983). Kết quả chỉ ra nhà đầu tư hoàn toàn không phân biệt được những tác động khác nhau của yếu tố dồn tích và yếu tố dòng tiền đến lợi nhuận doanh nghiệp trong tương lai. Điều này hàm ý nhà đầu tư không có khả năng “đọc” chính xác các thông tin hàm chứa trong lợi nhuận. Những nghiên cứu sau này Richardson & cộng sự (2005), Hirshleifer & cộng sự (2012) và Shi & Zhang (2012) cũng ủng hộ cách giải thích này của Sloan (1996).

*Giả thuyết 2: Giá cổ phiếu không phản ánh được các hàm ý khác nhau của yếu tố dồn tích và yếu tố dòng tiền trong việc dự báo lợi nhuận trong kỳ tới.*

## **2.3. Mối quan hệ giữa phân dồn tích, tỷ suất sinh lợi và nhà đầu tư tổ chức**

Nhà đầu tư không hiểu được các hàm ý của phần dồn tích trong việc dự báo lợi nhuận tương lai sẽ dẫn đến nhận thức sai lầm khi đánh giá quá cao doanh nghiệp có phần dồn tích cao và đánh giá thấp các doanh nghiệp có phần dồn tích thấp (Sloan, 1996). Theo Sloan (1996), hiểu biết sai lầm này có thể được tận dụng để tạo ra tỷ suất sinh lợi bất thường bằng cách mua các công ty có phần dồn tích thấp và bán các công ty có phần dồn tích cao. Hiện tượng này là một bất thường trong lĩnh vực tài chính và thường được gọi là bất thường đảo ngược dồn tích (*accrual reversal anomaly*). Các nghiên cứu sau Sloan (1996) chỉ ra hiện tượng này có độ vững rất cao và xuất hiện với các mẫu, quốc gia khác nhau (Pincus & cộng sự, 2007 và Zhang, 2007). Không những vậy, khi thay đổi cách định nghĩa về phần dồn tích, hay cân nhắc các yếu tố rủi ro thì hiện tượng này vẫn được chứng thực (Mashruwala & cộng sự, 2006; Hirshleifer & cộng sự, 2011).

Một số nghiên cứu cố gắng mở rộng mối quan hệ này theo hướng tập trung vào các nhóm nhà đầu tư cụ thể như nhà đầu tư tổ chức. Collins & cộng sự (2003) chỉ ra vai trò của nhà đầu tư tổ chức với quan hệ này theo hướng nếu tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức cao thì các thông tin trong phần dồn tích sẽ được phản ánh nhanh vào giá và hiện tượng đảo ngược dồn tích sẽ giảm bớt. Hirshleifer & cộng sự (2011) lý giải cho vai trò của nhà đầu tư tổ chức theo hướng nguồn cung cổ phiếu cho hoạt động bán không. Theo đó, với những công ty có tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức cao thì nguồn cung cổ phiếu cho hoạt động bán không ít bị hạn chế hơn. Vì thế, giá nhanh chóng phản ánh thông tin trong phần dồn tích hơn. Bên cạnh đó, Ali & cộng sự (2008) cũng cung cấp bằng chứng cho thấy một số quỹ tương hỗ đã thực sự thành công khi tìm kiếm lợi nhuận dựa trên mối quan hệ này.

Tóm lại, những nghiên cứu trên đã chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa phần dồn tích và tỷ suất sinh lợi (hay thường được gọi là bất thường đảo ngược dồn tích) và nhà đầu tư tổ chức đang đóng một vai trò quan trọng làm giảm độ lớn của mối quan hệ này.

*Giả thuyết 3: Nhà đầu tư có thể tìm kiếm tỷ suất sinh lợi bất thường dựa trên hiểu biết sai lầm của thị trường về các thành phần của lợi nhuận.*

*Giả thuyết 4: Nhà đầu tư tổ chức có tác động lên mối quan hệ giữa thành phần dồn tích và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu.*

### 3. Phương pháp nghiên cứu và chọn mẫu

#### 3.1. Giả thuyết về mối quan hệ giữa lợi nhuận, thành phần dồn tích và dòng tiền

Để kiểm định giả thuyết 1, chúng tôi sử dụng phương pháp được trình bày bởi Freeman & cộng sự (1982) và Sloan (1996). Theo Freeman & cộng sự (1982), lợi nhuận trong tương lai sẽ có quan hệ cùng chiều với lợi nhuận trong quá khứ hay:

$$Earnings_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Earnings_t + v_{t+1} \quad (3.1)$$

Trong đó:

$Earnings_{t+1}$ : Lợi nhuận tại thời điểm t+1;  $Earnings_t$ : Lợi nhuận tại thời điểm t.

Sloan (1996) đề xuất tách lợi nhuận thành hai phần riêng biệt là phần dòng tiền và dồn tích do tác động khác nhau của hai thành phần này lên lợi nhuận tương lai (giả thuyết 1). Khi đó, phương trình (3.1) được viết lại thành:

$$Earnings_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Accruals_t + \gamma_2 Cfo_t + v_{t+1} \quad (3.2)$$

Trong đó:  $Accruals_t$ : phần dồn tích,  $Cfo_t$ : phần dòng tiền

Theo phương trình (3.2),  $\gamma_1$  và  $\gamma_2$  thể hiện cho sự ảnh hưởng của phần dồn tích và dòng tiền đến tính vững của lợi nhuận hiện tại. Nếu giả thuyết 1 đúng thì (1)  $\gamma_1 < \gamma_2$  (ảnh hưởng của phần dòng tiền lên lợi nhuận tương lai sẽ lớn hơn ảnh hưởng của phần dồn tích) và (2)  $\gamma_1 < 1$  và  $\gamma_2 < 1$  (tăng trưởng lợi nhuận sẽ quay về mức trung bình).

Tương tự Sloan (1996), phương trình (3.1) và (3.2) sẽ được hồi quy bằng phương pháp bình phương bé nhất (OLS) với dữ liệu bảng cho toàn mẫu. Bên cạnh đó, để kiểm soát các tác động từ các quan sát ngoại lai (*outliers*), nghiên cứu sử dụng thêm các giá trị thập phân vị của mẫu để hồi quy theo cách của Sloan (1996). Các biến  $Earnings$ ,  $Accruals$ ,  $Cfo$  sẽ được tính toán như sau:

$$Accruals = \frac{Acc}{TA} \quad (3.3)$$

$$Earnings = \frac{Opt}{TA} \quad (3.4)$$

$$Cfo = Earnings - Accruals \quad (3.5)$$

Trong đó: Giá trị dồn tích  $Acc = (\Delta CA - \Delta Cash) - (\Delta CL - \Delta STD - \Delta TP) - Dep$ .

Với  $\Delta CA$ : Thay đổi trong tài sản ngắn hạn;  $\Delta Cash$ : Thay đổi trong tiền và tương đương tiền;  $\Delta CL$ : Thay đổi trong khoản phải thu;  $\Delta STD$ : Thay đổi trong nợ;  $\Delta TP$ : Thay đổi trong thuế phải trả;  $Dep$ : Khấu hao và chi phí không bằng tiền.  $Opt$ : Thu nhập từ hoạt động kinh doanh liên tục. Lợi nhuận ( $Earnings$ ), giá trị dồn tích ( $Accruals$ ), và dòng tiền ( $Cfo$ ) sẽ được tỷ lệ hóa bằng tổng tài sản bình quân 2 kỳ liền kề ( $TA$ ) trước khi đưa vào mô hình.

#### 3.2. Giả thuyết về nhận thức của nhà đầu tư về ảnh hưởng của yếu tố dồn tích đến lợi nhuận trong tương lai

Để kiểm định giả thuyết thứ 2, nghiên cứu này dựa trên mô hình giả thuyết kỳ vọng hợp lý được Mishkin (1983) xây dựng và Sloan (1996) phát triển. Sloan (1996) xây dựng hệ hai phương trình nhằm kiểm định hành vi của nhà đầu tư trong trường hợp lợi nhuận tương lai được dự báo bởi phần dồn tích và dòng tiền của hiện tại:

$$Earnings_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Accruals_t + \gamma_2 Cfo_t + v_{t+1} \quad (3.6)$$

$$(r_{t+1} - r_{t+1}^* | \emptyset_t) = \beta (Earnings_{t+1} - \gamma_0 - \gamma_1^* Accruals_t + \gamma_2^* Cfo_t) + \varepsilon_{t+1} \quad (3.7)$$

Với  $r_{t+1}$ : tỷ suất sinh lợi trong giai đoạn t+1,  $r_{t+1}^*$ : tỷ suất sinh lợi kỳ vọng chủ quan của thị trường trong giai đoạn t+1,  $\emptyset_t$ : Bộ thông tin có sẵn của thị trường tại thời điểm t. Trong đó, tương tự Sloan (1996), nghiên cứu đo lường tỷ suất sinh lợi kỳ vọng ( $r_{t+1}^* | \emptyset_t$ ) bằng tỷ suất sinh lợi của danh mục các cổ phiếu có cùng đặc điểm quy mô.

Nếu nhà đầu tư có hiểu biết sai lệch về mối quan hệ giữa lợi nhuận hiện tại và lợi nhuận tương lai thì  $\gamma_1 \neq \gamma_1^*$  hoặc  $\gamma_2 \neq \gamma_2^*$  hay thị trường không hiệu quả và xuất hiện tỷ suất sinh lợi vượt trội ( $r_{t+1} - r_{t+1}^* | \emptyset_t \neq 0$ ). Tương tự Mishkin (1983), hệ phương trình sẽ được hồi quy theo phương pháp bình phương bé nhất phi

tuyến tính có trọng số. Nghiên cứu sẽ sử dụng các giá trị thập phân vị để hồi quy theo đề xuất từ Sloan (1996) nhằm kiểm soát ảnh hưởng từ các giá trị ngoại lai.

### 3.3. Giả thuyết về mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi với phần đòn tích và dòng tiền

Nghiên cứu sử dụng phương pháp phân chia danh mục đầu tư dựa trên thành phần đòn tích để kiểm định giả thuyết 3. Đầu tiên, mẫu được chia thành thập phân vị dựa trên thành phần đòn tích với danh mục 1 gồm những công ty có phần đòn tích thấp nhất và danh mục 10 gồm những công ty có phần đòn tích cao nhất. Tiếp đến, chúng tôi tính toán tỷ suất sinh lợi bất thường của danh mục phòng ngừa bằng chênh lệch giữa tỷ suất sinh lợi điều chỉnh theo quy mô của danh mục 1 và 10. Tỷ suất sinh lợi này được tính từ tháng thứ 5 đến tháng thứ 16 (12 tháng) so với thời điểm cuối quý. Việc bỏ qua 4 tháng trước khi tính tỷ suất sinh lợi để thông tin trên báo cáo tài chính quý được phản ánh đầy đủ trong giá. Quá trình này được lặp lại từng quý để tạo ra chuỗi tỷ suất sinh lợi vượt trội. Cuối cùng, nghiên cứu sẽ kiểm định t-test chuỗi này với  $H_0: \mu=0$  với  $\mu$  là trung bình của chuỗi tỷ suất sinh lợi vượt trội. Nếu  $H_0$  bị bác bỏ thì chiến lược mua danh mục có phần đòn tích thấp và bán danh mục có phần đòn tích cao sẽ tạo ra tỷ suất sinh lợi vượt trội hay xác nhận giả thuyết 3. Ngoài ra, nghiên cứu cũng kiểm định chiến lược với thời gian nắm giữ 2 và 3 năm với các bước tính toán tương tự.

### 3.4. Giả thuyết về vai trò của nhà đầu tư tổ chức với mối quan hệ giữa phần đòn tích và tỷ suất sinh lợi

Nghiên cứu sử dụng phương pháp phân chia mẫu theo Collins & cộng sự (2003) và Walther (1997) để kiểm định giả thuyết 4. Chúng tôi sử dụng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức (IO) để thiết lập danh mục đầu tư. Đầu tiên, mẫu sẽ được chia thành ba danh mục theo IO với danh mục 1 gồm 30% các công ty có IO thấp nhất, danh mục 3 gồm 30% công ty có IO cao nhất và danh mục 2 gồm phần còn lại. Tiếp theo, với mỗi nhóm IO, chúng tôi tiến hành phân chia theo thập phân vị dựa trên phần đòn tích. Các bước tiếp theo được tiến hành tương tự như phần 3.3 để tính toán và kiểm định tỷ suất sinh lợi bất thường cho ba danh mục phòng ngừa được chia theo IO và phần đòn tích. Nếu giả thuyết 4 đúng thì sẽ có sự khác biệt giữa kết quả từ 3 danh mục này. Nghiên cứu cũng tính toán tỷ suất sinh lợi bất thường với thời gian nắm giữ 2 và 3 năm.

### 3.5. Dữ liệu nghiên cứu và thống kê mô tả

Mẫu nghiên cứu gồm các doanh nghiệp niêm yết trên sàn Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và sàn Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Để tránh tác động không mong muốn từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và đại dịch COVID-19, nghiên cứu sẽ lấy dữ liệu từ quý 1 năm 2009 đến quý 4 năm 2019. Các doanh nghiệp trong ngành tài chính được loại ra theo Fama & French (1993). Bên cạnh đó, một số quan sát cũng bị loại do (1) không có số liệu ở 2 kỳ báo cáo liên tiếp để tính lợi nhuận, phần đòn tích, và phần dòng tiền (2) không đủ dữ liệu tính toán tỷ suất sinh lợi để kiểm định giả thuyết 3 và 4. Dữ liệu tỷ suất sinh lợi được lấy theo tháng từ tháng 01 năm 2009 đến tháng 12 năm 2020 từ Bloomberg Terminal.

**Bảng 1: Thống kê mô tả và ma trận tương quan**

Phần A	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Thấp nhất	Trung vị	Cao nhất
Accruals	12.049	-0,246	0,294	-2,223	-0,173	1,842
Earnings	12.049	0,022	0,029	-0,998	0,016	0,390
Cfo	12.049	0,267	0,298	-1,842	0,195	2,252
exret1y	12.049	0,067	0,495	-0,943	-0,020	9,721
exret2y	10.983	0,159	0,788	-0,979	-0,030	12,856
exret3y	8.837	0,217	1,010	-0,983	-0,060	18,096
IO	12.049	19,337	25,166	0,000	5,656	100,000

Phần B	Earnings	Cfo	Accruals	exret1y
Earnings	1,000	0,189	-0,092	0,013
Cfo	0,189	1,000	-0,995	0,017
Accruals	-0,092	-0,995	1,000	-0,016
exret1y	0,013	0,017	-0,016	1,000

Accruals: phần đòn tích, Earnings: lợi nhuận, Cfo: phần dòng tiền, exret1y, exret2y, exret3y: tỷ suất sinh lợi vượt trội với thời gian nắm giữ 1 năm, 2 năm, 3 năm, IO: tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 1 thể hiện thống kê mô tả của các biến chính trong bài với số lượng quan sát là 12.049. Biến lợi nhuận (Earnings) và phân dòng tiền (Cfo) có giá trị dương là 0,022 và 0,267 cả hai biến có phân phối lệch trái, với giá trị trung bình của lợi nhuận là số dương cho thấy các doanh nghiệp có xu hướng tạo ra lợi nhuận trong thời gian nghiên cứu. Tuy nhiên, phần dồn tích (Accruals) lại có giá trị âm -0,246 và lệch trái. Bên cạnh đó các biến tỷ suất sinh lợi vượt trội (exret1y, exret2y, exret3y) đều có giá trị trung bình dương và có phân phối lệch phải cho thấy phần tỷ suất sinh lợi vượt trội sẽ đến từ một số cổ phiếu nhất định với giá trị cao.

Phần B Bảng 1 cho thấy ma trận tương quan giữa một số biến quan trọng. Lợi nhuận có tương quan thấp với các biến còn lại như phần dòng tiền, phần dồn tích và tỷ suất sinh lợi vượt trội với thời gian nắm giữ 1 năm. Đặc biệt, Earnings và Accruals có tương quan ngược chiều khi hệ số tương quan là -0,092. Bên cạnh đó, hệ số tương quan của Accruals với exret1y có giá trị -0.016 cho thấy tác động nghịch chiều giữa hai yếu tố này.

#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1. Môi quan hệ giữa tính bền vững của lợi nhuận doanh nghiệp với phần dồn tích và dòng tiền

Kết quả hồi quy Phương trình (3.1) được trình bày trong phần A bảng 2. Hệ số  $\alpha_1$  là 0,499 có ý nghĩa thống kê 1% hàm ý về quan hệ cùng chiều giữa lợi nhuận hiện tại và lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp. Nếu lợi nhuận hiện tại tăng 1 thì lợi nhuận tương lai sẽ tăng 0,499 khi các yếu tố khác không đổi. Việc hệ số  $\alpha_0$  và  $\alpha_1$  đều có ý nghĩa ở ngưỡng 1% cho thấy có thể sử dụng phương trình (3.1) để ước tính lợi nhuận của quý tới, qua đó bác bỏ giả thuyết lợi nhuận doanh nghiệp tuân theo mẫu hình bước đi ngẫu nhiên.

**Bảng 2: Kết quả hồi quy về mối quan hệ giữa lợi nhuận tương lai, lợi nhuận hiện tại, phần dồn tích và dòng tiền**

Phần A: Hồi quy phương trình: $Earnings_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Earnings_t + v_{t+1}$		
	Giá trị thực tế	Giá trị thập phân vị
$\alpha_0$	0,010*** (39,67)	2,003*** (45,49)
$\alpha_1$	0,499*** (69,31)	0,638*** (90,99)
Phần B: Hồi quy phương trình: $Earnings_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Accruals_t + \gamma_2 Cfo_t + v_{t+1}$		
	Giá trị thực tế	Giá trị thập phân vị
$\gamma_0$	0,009*** (29,22)	-13,970*** (28,68)
$\gamma_1$	0,487*** (66,64)	1,652*** (37,20)
$\gamma_2$	0,493*** (68,43)	1,896*** (42,69)

Chú thích: \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả chính của giả thuyết 1 được thể hiện trong phần B bảng 2, hệ số  $\gamma_0, \gamma_1, \gamma_2$  đều có ý nghĩa ở mức 1% cho thấy lợi nhuận doanh nghiệp kỳ tới hoàn toàn có thể được dự báo bằng phần dồn tích và dòng tiền ở kỳ này, kết quả này chứng thực Sloan (1996). Ngoài ra, hệ số  $\gamma_2 > \gamma_1$  ( $0,493 > 0,487$ ) trong cả 2 lần hồi quy, cho thấy mức độ ảnh hưởng từ phần dòng tiền đến lợi nhuận sẽ lớn hơn phần dồn tích. Kết hợp với việc hai hệ số này đều nhỏ hơn 1 (hàm ý về hiện tượng quay về mức trung bình) nên chứng thực được giả thuyết 1. Nói cách khác, độ bền vững của lợi nhuận sẽ có quan hệ cùng chiều với phần dòng tiền và nghịch chiều với phần dồn tích như Sloan (1996) và Dechow & Dichev (2002).

##### 4.2. Nhận thức mối quan hệ giữa phần dồn tích đến lợi nhuận tương lai của nhà đầu tư

Kết quả hồi quy hệ hai phương trình được trình bày trong Bảng 3. Với giả thuyết 2, nếu giá cổ phiếu phản ánh được hàm ý dự báo từ phần dồn tích và dòng tiền hiện tại thì các hệ số  $\gamma_1 = \gamma_1^*$  và  $\gamma_2 = \gamma_2^*$  (giả thuyết  $H_0$ ) và đồng thời tỷ suất sinh lợi vượt trội không tồn tại,  $(r_{t+1} - r_{t+1}^* | \phi_t) = 0$ . Tương tự như Sloan (1996), kết quả hồi quy của chúng tôi chỉ ra việc bác bỏ  $H_0$  hay có sự khác biệt giữa hệ số kỳ vọng và phản ứng của thị trường. Nói cách khác, nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam có hiểu biết sai lầm về nguồn tạo ra lợi nhuận. Kết quả này bổ sung bằng chứng thực nghiệm cho kết luận của các nghiên cứu trước đó về sự không hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam (Truong & cộng sự, 2010; Francesco & Rakesh, 2013).

**Bảng 3: Kết quả ước lượng GLS phi tuyến của phản ứng giá cổ phiếu**

$$\text{Earnings}_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Accruals}_t + \gamma_2 \text{Cfo}_t + v_{t+1}$$

$$(r_{t+1} - r_{t+1}^* | \emptyset_t) = \beta (\text{Earnings}_{t+1} - \gamma_0 - \gamma_1^* \text{Accruals}_t + \gamma_2^* \text{Cfo}_t) + \varepsilon_{t+1}$$

Hệ số	Kết quả ước lượng	Sai số chuẩn đối xứng
$\gamma_1$	1,652	0,044
$\gamma_1^*$	0,720	0,595
$\gamma_2$	1,896	0,044
$\gamma_2^*$	0,622	0,604
$\beta$	0,014	0,002
Kiểm định tính hiệu quả của thị trường:		$\gamma_1 = \gamma_1^*$ và $\gamma_2 = \gamma_2^*$
Hệ số thống kê likelihood		11,133
p-value		0,004

Nguồn: Tính toán của tác giả

#### 4.3. Ảnh hưởng của yếu tố dồn tích và dòng tiền lên tỷ suất sinh lợi cổ phiếu

Giả thuyết 3 đã được chứng thực với kết quả trong Bảng 4. Theo đó, khi thiết lập danh mục mua các cổ phiếu có thành phần dồn tích thấp và bán các cổ phiếu có phần dồn tích cao, nhà đầu tư sẽ đạt được tỷ suất sinh lợi bất thường 5,4% với mức ý nghĩa 5% trong thời gian nắm giữ 1 năm. Với thời gian nắm giữ lâu hơn trong 2 và 3 năm thì tỷ suất sinh lợi bất thường lần lượt là 12.7% và 12.6% với mức ý nghĩa tương ứng là 1% và 5%. Kết quả này tương tự với những gì được tìm thấy ở Sloan (1996). Điều này củng cố kết quả hồi quy được trình bày ở phần trên. Theo đó, nhà đầu tư không nắm bắt toàn bộ hàm ý dự báo của phần dồn tích và dòng tiền lên lợi nhuận tương lai và điều này có thể được tận dụng bởi các nhà đầu tư chuyên nghiệp để tìm kiếm tỷ suất sinh lợi bất thường.

**Bảng 4: Kết quả kiểm định với tỷ suất sinh lợi vượt trội dựa trên phần dồn tích**

Thập phân vị	Tỷ suất sinh lợi điều chỉnh theo quy mô		
	năm t+1	năm t+2	năm t+3
1	0,083	0,186	0,246
2	0,098	0,180	0,245
3	0,069	0,165	0,290
4	0,073	0,193	0,329
5	0,071	0,195	0,281
6	0,074	0,192	0,285
7	0,055	0,148	0,207
8	0,023	0,107	0,162
9	0,042	0,116	0,127
10	0,030	0,060	0,120
Danh mục phòng ngừa (p-value)	0,054** (0,046)	0,127*** (0,003)	0,126** (0,038)

Ghi chú: Danh mục 1 gồm các công ty có phần dồn tích thấp nhất và danh mục 10 gồm các công ty có phần dồn tích cao nhất; \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$

Nguồn: Tính toán của tác giả

#### 4.4. Vai trò của nhà đầu tư tổ chức với mối quan hệ giữa phần dồn tích, dòng tiền và tỷ suất sinh lợi

Bảng 5 trình bày kết quả thiết lập danh mục hai chiều để tìm hiểu vai trò của nhà đầu tư tổ chức đối với hiệu ứng đảo ngược dồn tích. Theo đó, với thời gian nắm giữ 1 năm, tỷ suất sinh lợi vượt trội của chiến lược phòng ngừa (bằng cách mua cổ phiếu có phần dồn tích thấp và bán cổ phiếu có phần dồn tích cao) đạt mức 8,5% ở nhóm cổ phiếu có tỷ lệ IO thấp nhất (nhóm 1), -2.9% ở nhóm có tỷ lệ IO trung bình (nhóm 2), và 3.0% ở nhóm có tỷ lệ IO cao nhất (nhóm 3). Điều này cho thấy rằng khả năng sinh lời của chiến lược phòng ngừa tập trung chủ yếu ở nhóm cổ phiếu có ít sự hiện diện của nhà đầu tư tổ chức. Thêm vào đó, chỉ có mức tỷ suất sinh lợi vượt trội ở nhóm 1 là có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, trong khi tỷ suất sinh lợi vượt trội ở các nhóm còn lại là không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này nhất quán trong trường hợp sử dụng thời gian nắm giữ 2 năm và 3 năm.

Điều này có thể được giải thích như sau, những nhà đầu tư tổ chức là nhóm nhà đầu tư chuyên nghiệp và có hiểu biết nhiều hơn về các yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận. Vì thế, khi công ty công bố lợi nhuận, nhóm này sẽ hiểu được các hàm ý của phần dồn tích và phản ánh vào giá một cách nhanh chóng. Điều này dẫn đến hiệu ứng đảo ngược dồn tích không xuất hiện hay chiến lược phòng ngừa không tạo ra tỷ suất sinh lợi vượt trội trong nhóm cổ phiếu có sự hiện diện đáng kể của nhà đầu tư tổ chức. Kết quả nghiên cứu này nhất quán với những gì được tìm thấy ở Collins & cộng sự (2003).

**Bảng 5: Kết quả kiểm định với tỷ suất sinh lợi vượt trội từ danh mục phòng ngừa dựa trên tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư và phần dồn tích**

	Năm t+1			Năm t+2			Năm t+3			
	IO	1	2	3	1	2	3	1	2	3
Thập phân vị										
1		0,129	-0,002	0,062	0,305	-0,038	0,145	0,421	-0,027	0,186
2		0,083	0,044	0,121	0,164	0,086	0,217	0,247	0,107	0,287
3		0,078	0,064	0,069	0,185	0,198	0,147	0,333	0,477	0,259
4		0,091	0,060	0,072	0,180	0,130	0,219	0,191	0,225	0,436
5		0,067	0,030	0,090	0,175	0,136	0,240	0,269	0,218	0,369
6		0,083	0,006	0,081	0,158	0,072	0,253	0,229	0,086	0,402
7		0,024	0,075	0,066	0,089	0,218	0,175	0,155	0,271	0,186
8		0,069	0,015	-0,015	0,150	0,081	0,088	0,237	0,098	0,216
9		0,065	0,054	0,017	0,116	0,176	0,114	0,121	0,208	0,127
10		0,044	0,026	0,032	0,035	0,065	0,062	-0,008	0,227	0,112
Danh mục phòng ngừa (p-value)		0,085**	-0,029	0,030	0,270***	-0,103*	0,083	0,429***	-0,254**	0,074
		(0,042)	(0,428)	(0,421)	(0,000)	(0,078)	(0,204)	(0,000)	(0,016)	(0,384)

Chú thích: Danh mục 1 gồm các công ty có phần dồn tích thấp nhất và danh mục 10 gồm các công ty có phần dồn tích cao nhất. Với IO, danh mục 1 gồm 30% công ty có IO thấp nhất, danh mục 3 gồm 30% công ty có IO cao nhất, danh mục 2 gồm các công ty còn lại.

\*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$

Nguồn: Tính toán của tác giả

## 5. Kết luận

Thứ nhất, chúng tôi tìm thấy mối quan hệ giữa phần dồn tích, dòng tiền và lợi nhuận. Theo đó, tính bền vững của lợi nhuận sẽ tỷ lệ nghịch với phần dồn tích và tỷ lệ thuận với phần dòng tiền. Điều này hàm ý rằng nếu nhà quản trị có tác động đến phần dồn tích ở hiện tại thì lợi nhuận trong tương lai có thể bị ảnh hưởng theo hướng tiêu cực. Thứ hai, nghiên cứu chỉ ra nhà đầu tư trên thị trường Việt Nam không nắm bắt được hàm ý dự báo khác nhau của yếu tố dồn tích và dòng tiền đến lợi nhuận tương lai. Bằng chứng là hệ số hồi quy từ hệ hai phương trình là khác nhau.

Nhận thức sai lầm này cũng là nguồn tạo ra tỷ suất sinh lợi bất thường cho chiến lược đầu tư dựa trên việc mua cổ phiếu các công ty có phần dồn tích thấp và bán cổ phiếu các công ty có phần dồn tích cao. Chiến lược này tạo ra tỷ suất sinh lợi vượt trội với thời gian nắm giữ 1 năm là 5,4%, với thời gian nắm giữ 2 và 3 năm lần lượt là 12,7% và 12,6%. Đây cũng là kết quả thứ ba được tìm thấy. Các kết quả này nhất quán với các nghiên cứu trước đây của Sloan (1996), Dechow & Dichev (2002) và Richardson & cộng sự (2005) trên thị trường Mỹ.

Thứ tư, nghiên cứu chỉ ra vai trò của nhà đầu tư tổ chức, nhóm này sẽ làm giảm độ lớn của hiệu ứng đảo ngược bất thường dồn tích, nhờ vào khả năng hiểu được các hàm ý của yếu tố dồn tích hiện tại lên lợi nhuận doanh nghiệp trong tương lai. Bằng chứng này ủng hộ quan điểm của Collins & cộng sự (2003) với thị trường Mỹ nhưng lại trái ngược với những gì được tìm thấy trên thị trường Trung Quốc của Cai & cộng sự (2021). Cuối cùng, trong quá trình kiểm định các giả thuyết, nghiên cứu đồng thời chỉ ra sự không hiệu quả của thị trường Việt Nam.

---

## Tài liệu tham khảo

- Ali, A., Chen X., Yao T. & Yu T. (2008), 'Do Mutual Funds Profit from the Accruals Anomaly?', *Journal of Accounting Research*, 46(1), 1-26.
- Ball, R. & Brown, P. (1968), 'An Empirical of Accounting Income Numbers', *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Bartov, E., Radhakrishnan, S., & Krinsky, I. (2000). 'Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcements', *Accounting Review*, 75(1), 43-63.
- Bernstein, L. (1993), *Financial Statement Analysis: Theory, Application and Interpretation*, 5th Edition, Irwin, USA.
- Cai, G., Lin, B., Wei M. & Xu, X. (2021), 'The role of institutional investors in post-earnings announcement drift: evidence from China', *Accounting and Business Research*, 51(2), 206-236.
- Collins, D., Gong, G. & Hribar, P. (2003), 'Investor Sophistication and the Mispricing of Accruals', *Review of Accounting Studies*, 8, 251-276.
- Dechow, P. & Dichev, I. (2002), 'The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors', *The Accounting Review*, 77, 35-59.
- Easton, P. & Harris, T. (1991), 'Earning as Explanatory Variable for Returns', *Journal of Accounting Research*, 29, 19-36.
- Fama, E. & French, K. (1993), 'Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds', *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- Foerster, S., Tsagarelis J. & Wang, G. (2017), 'Are Cash Flows Better Stock Return Predictors than Profits?', *Financial Analysts Journal*, 73(1), 73-99.
- Foster, G., Olsen, C. & Shevlin, T. (1984), 'Earnings releases, anomalies, and the behavior of security returns', *The Accounting Review*, 59(4), 574-603.
- Francesco, G. & Rakesh, G. (2013), 'Market Efficiency in the ASEAN Region: Evidence from Multivariate and Cointegration Tests', *Applied Financial Economics*, 23(4), 265-274.
- Freeman, R., Ohlson, J. & Penman, S. (1982), 'Book Rate-of-Return and Prediction of Earnings Changes: An Empirical Investigation', *Journal of Accounting Research*, 20(2), 639-653.
- Graham B., Dodd, D. & Cottle, S. (1962), *Security Analysis: Principles and Techniques*, 4th Edition, McGraw-Hill Book Co., New York, USA.
- Hirshleifer D., Hou, K. & Teoh, S.H. (2012), 'The Accrual Anomaly: Risk or Mispricing?', *Management Science*, 58(2), 320-335.
- Hirshleifer, D., Teoh, S.H. & Yu, J.J. (2011), 'Short Arbitrage, Return Asymmetry, and the Accrual Anomaly', *Review of Financial Studies*, 24(7), 2429-2461.
- International Accounting Standards Board (IASB) (2018), *Conceptual Framework for Financial Reporting*, IFRS Foundation, USA.
- Ke, B. & Ramalingegowda, S. (2005). 'Do institutional investors exploit the post-earnings announcement drift?', *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 25-53.
- Kothari, S.P. (2001), 'Capital markets research in accounting', *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 105-231.
- Lewellen, J. (2010), 'Accounting anomalies and fundamental analysis: An alternative view', *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 455-466.
- Maines, L. & Hand, J. (1996), "Individuals' Perceptions and Misperceptions of Time Series Properties of Quarterly Earnings", *The Accounting Review*, 71(3), 317-336.
- Mashruwala, C., Rajgopal, S. & Shevlin, T. (2006), 'Why is the accrual anomaly not arbitrated away? The role of idiosyncratic risk and transaction costs', *Journal of Accounting and Economics*, 42(1), 3-33.
- Mishkin, F. (1983), *A Rational Expectations Approach to Macroeconometrics: Testing Policy Effectiveness and*

---

*Efficient Markets Models*, University of Chicago Press.

- Ou, J. & Penman, S. (1989), 'Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns', *Journal of Accounting and Economics*, 11(4), 295-329.
- Pincus, M., Rajgopal, S. & Venkatachalam, M. (2007), 'The Accrual Anomaly: International Evidence', *The Accounting Review*, 82(1), 169-203.
- Richardson, S., Sloan, R., Soliman, M. & Tuna, I. (2005), 'Accrual Reliability, Earnings Persistence and Stock Prices', *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 437-485.
- Richardson, S., Tuna, I. & Wysocki, P. (2010), 'Accounting anomalies and fundamental analysis: A review of recent research advances', *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 410-454.
- Shi, L. & Zhang, H. (2012), 'Can the Earnings Fixation Hypothesis Explain the Accrual Anomaly?', *Review of Accounting Studies*, 17(1), 1-21.
- Sloan, R. (1996), 'Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?', *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.
- Truong, D.L., Lanjouw, G. & Lensink, R. (2010), 'Stock-Market Efficiency in Thin-Trading Markets: The Case of the Vietnamese Stock Market', *Applied Economics*, 42(27), 3519-3532.
- Walther, B. (1997), 'Investor Sophistication and Market Earnings Expectations', *Journal of Accounting Research*, 35(2), 157-179.
- Zhang, F. (2007), 'Accruals, investment, and the accrual anomaly', *The Accounting Review*, 82(5), 1333-1363.