
TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH CỔ TỨC TỚI ĐIỀU CHỈNH LỢI NHUẬN: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TẠI CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT

Đỗ Thùy Linh

Trường Đại học Sư phạm Kỹ thuật Nam Định

Email: dothuylinhspktd@gmail.com

Vũ Hùng Phương

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: phuongvh@neu.edu.vn

Mã bài báo: JED-1490

Ngày nhận: 21/11/2023

Ngày nhận bản sửa: 27/12/2023

Ngày duyệt đăng: 23/01/2024

Mã DOI: 10.33301/JED.VI.1490

Tóm tắt:

Nghiên cứu này nhằm xác định xu hướng tác động của chính sách cổ tức tới điều chỉnh lợi nhuận của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Với dữ liệu của 535 công ty niêm yết trong giai đoạn 2009-2019, nghiên cứu sử dụng mô hình Kasznik (1999) để đo lường mức điều chỉnh lợi nhuận và tỷ lệ chi trả cổ tức để xác định chính sách cổ tức của công ty. Kết quả mô hình hồi quy cho thấy có mối quan hệ tiêu cực giữa điều chỉnh lợi nhuận và chính sách cổ tức, thể hiện các công ty niêm yết tại Việt Nam khi chi trả cổ tức cao sẽ ít thực hiện điều chỉnh lợi nhuận hơn so với các công ty trả cổ tức thấp. Ngoài ra, nghiên cứu cũng đánh giá được tác động của các yếu tố tài chính và quản trị như quy mô công ty và phát hành cổ phiếu tới điều chỉnh lợi nhuận.

Từ khóa: Điều chỉnh lợi nhuận, chính sách cổ tức, công ty niêm yết.

Mã JEL: G11, G32, G35.

The impact of dividend policy on earnings management: An empirical study of listed firms

Abstract:

This study aims to determine the impact trend of dividend policy on earnings management of listed firms in Vietnam. With data from 535 listed firms from 2009 to 2019, the research employs the Kasznik model (1999) to measure earnings management and dividend payout ratio to determine the firm's dividend policy. The regression model results show a negative relationship between earnings management and dividend policy, implying that the higher the dividends, the less earnings management in listed firms in Vietnam. In addition, the study also finds evidence of the impact of financial determinants and governance such as the firm size and issue stock on earnings management.

Keywords: Dividend policy, earnings management, listed firms.

JEL Codes: G11, G32, G35.

1. Giới thiệu

Thị trường chứng khoán tại Việt Nam mới được thành lập từ những năm 2000, là một thị trường khá non trẻ với một nền kinh tế và môi trường thể chế chưa được ổn định nên các công ty thường bị đối mặt với các thay đổi về chính sách. Hơn nữa, chế độ kế toán Việt Nam hiện nay vẫn tuân theo chuẩn mực kế toán riêng và đưa ra nhiều lựa chọn liên quan tới việc ghi nhận tài sản, doanh thu và chi phí nên các nhà quản lý công ty có thể lợi dụng điều này để thực hiện những hành vi nhằm thay đổi thông tin trên báo cáo tài chính. Trong thời gian vừa qua, đã có nhiều công ty công bố báo cáo tài chính nhưng khi được kiểm toán thì số liệu trên báo cáo tài chính công bố đã bị thay đổi khi có những công ty đã công bố lợi nhuận quá cao so với con số kiểm toán ghi nhận (Công ty Cổ phần Tập đoàn Dabaco Việt Nam - DBC, Công ty Cổ phần Tập đoàn Danh Khôi - NRC, Công ty Cổ phần thép Nam Kim - NKG...) hoặc có công ty công bố lợi nhuận thấp hơn so với lợi nhuận sau khi kiểm toán (Công ty cổ phần CHM Việt Nam - CMS, Công ty Cổ phần Khoan và Dịch vụ Dầu khí - PVS...). Việc thực hiện các điều chỉnh về kế toán trong phạm vi đã được quy định có thể được coi là hành vi điều chỉnh lợi nhuận của các nhà quản lý sử dụng nhằm can thiệp và tác động đến các thông tin trên báo cáo tài chính để các bên có liên quan không biết được hiệu quả và tình hình thực tế của công ty. Tại Việt Nam, công bố thông tin của các công ty niêm yết tại thị trường còn chưa đảm bảo tính minh bạch là một trong những nguyên nhân tạo ra vấn đề thông tin bất cân xứng và vấn đề đại diện. Để giảm bớt sự phát sinh của các vấn đề này, các công ty thực hiện hoạt động chi trả cổ tức để bù lại mức độ giám sát yếu của hoạt động quản trị (La Porta & cộng sự, 2000). Trả cổ tức sẽ hạn chế các lợi ích riêng dành cho những nhà quản lý vì tiền mặt được chi trả sẽ khiến cho các nhà quản lý có ít cơ hội để lạm dụng sử dụng các khoản tiền mặt này (Pinkowitz & cộng sự, 2006).

Sự tác động của chính sách cổ tức đến điều chỉnh lợi nhuận đã được thực hiện bởi nhiều nghiên cứu và có những kết quả chưa thống nhất. Các nghiên cứu tại Thái Lan, Pakistan và Trung Quốc cho thấy chính sách cổ tức hầu như ít tác động tới điều chỉnh lợi nhuận (Shah & cộng sự, 2010; Chansarn & Chansarn, 2016), trong khi các nghiên cứu thực hiện tại Phần Lan, Mỹ, Anh và Pháp cho thấy giữa chúng có tác động tích cực (Kinnunen & cộng sự, 2000; Daniel & cộng sự, 2008; Amar & cộng sự, 2018; Karjalainen & cộng sự, 2020). Một số nghiên cứu cũng được thực hiện tại cùng một số quốc gia trên và các quốc gia khác lại cho kết quả ngược lại (He & cộng sự, 2016; Haider & cộng sự, 2012; Liu & cộng sự, 2023). Tại Việt Nam đã có một số nhưng rất ít nghiên cứu về vấn đề này và cũng chưa đưa ra được kết quả thống nhất (Ngoc & Bui, 2019; Tran & cộng sự, 2021). Do vậy, những nghiên cứu thực nghiệm liên quan tới ảnh hưởng của chính sách cổ tức tới điều chỉnh lợi nhuận là rất hạn chế tại Việt Nam. Vì vậy, nghiên cứu này có thể làm phong phú thêm bằng chứng về tác động của chính sách cổ tức tới điều chỉnh lợi nhuận tại Việt Nam giúp những người sử dụng thông tin đưa ra những quyết định hợp lý trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn đang được các tổ chức xếp hạng trên thế giới xếp vào thị trường cận biên chờ nâng hạng lên thị trường mới nổi.

2. Lý thuyết nền tảng và tổng quan nghiên cứu

2.1. Lý thuyết nền tảng

Bằng chứng nghiên cứu chỉ ra rằng các công ty trả cổ tức có mong muốn mạnh mẽ duy trì chính sách cổ tức lịch sử của họ và nhắm mục tiêu cả mức cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức (Lintner, 1956; Brav & cộng sự, 2005).

2.1.1. Lý thuyết tín hiệu

Sự thay đổi trong chi trả cổ tức có thể coi như là một tín hiệu mà các nhà quản lý công ty phát ra cho các nhà đầu tư. Cơ sở để chi trả cổ tức là công ty phải có lợi nhuận. Khi cổ tức chi trả gia tăng, các nhà đầu tư kỳ vọng vào sự gia tăng về mức thu nhập của công ty đối với cơ hội đầu tư của họ. Tuy nhiên, khi cổ tức chi trả giảm xuống hoặc công ty tuyên bố không chi trả cổ tức có thể coi như tín hiệu xấu về sự suy giảm của thu nhập trong tương lai và có thể dẫn tới sự giảm giá của cổ phiếu (Dinh & Yen, 2018). Lý thuyết tín hiệu cho rằng, công ty nào đối diện với sự bất cân xứng thông tin nhiều hơn sẽ có khả năng thực hiện điều chỉnh lợi nhuận nhiều hơn.

Thông tin bất cân xứng càng trở nên phổ biến hơn khi tính minh bạch của thông tin trên thị trường, khả năng tiếp cận thông tin và cơ sở hạ tầng thông tin còn ở mức hạn chế và kém. Do vậy, với các đặc điểm khác

biệt giữa các thị trường thì thông tin bất cân xứng thể hiện rõ hơn tại thị trường cận biên so với các thị trường còn lại. Đa phần các công ty tham gia thị trường chứng khoán Việt Nam là các công ty có quy mô không lớn và các công ty cần nhiều tiền cho các hoạt động đầu tư nên các nhà quản lý công ty hay sử dụng việc chi trả cổ tức để tạo ra hình ảnh hoạt động hiệu quả của công ty (Jensen, 1986).

2.1.2. Lý thuyết người đại diện

Giữa các bên liên quan trong công ty luôn tồn tại tiền ẩn về mâu thuẫn lợi ích, đặc biệt là mâu thuẫn nảy sinh giữa chủ sở hữu (các cổ đông) và các nhà quản lý công ty. Các nhà quản lý của công ty là những người được Hội đồng quản trị bổ nhiệm nhằm làm việc để phục vụ cho lợi ích của các cổ đông đồng thời chịu sự giám sát của Hội đồng quản trị để đảm bảo các quyết định được đưa ra là phù hợp với lợi ích của các cổ đông. Tuy nhiên, việc giám sát các nhà quản lý là tương đối khó khăn khi các nhà quản lý nắm bắt được nhiều thông tin quan trọng hơn so với các bên có liên quan. Việc thiếu hụt thông tin sẽ khiến cho các nhà đầu tư khó có thể đánh giá chính xác hiệu quả hoạt động của công ty cũng như các quyết định được đưa ra bởi các nhà quản lý.

Tuy nhiên, lý thuyết này cho rằng các nhà quản lý không nhất thiết phải đưa ra quyết định dựa trên lợi ích của các cổ đông (Padilla, 2002). Cơ hội điều chỉnh lợi nhuận phát sinh khi cơ chế quản trị công ty yếu kém, nơi những người trong nội bộ có thể dùng các nguồn lực của công ty vì lợi ích của chính mình, làm nảy sinh ý tưởng rằng giá trị thực tế của một công ty phải được che giấu đối với các cổ đông bên ngoài. Vì vậy, điều quan trọng đối với một công ty là phải có một hệ thống quản trị doanh nghiệp hiệu quả, cơ chế bảo vệ quyền của nhà đầu tư được có thông tin trung thực và công bằng. Lý thuyết này cũng gợi ý rằng việc trả cổ tức là một cách mà các nhà quản lý công ty sử dụng để giải quyết xung đột dựa trên cơ sở giữa người trong nội bộ và cổ đông bên ngoài do mâu thuẫn về lợi ích có thể phát sinh giữa các bên liên quan đến một số vấn đề như sử dụng lợi nhuận để lại nhiều để thực hiện tái đầu tư thay vì phát hành cổ phiếu mới, đầu tư vốn vào các dự án có lợi nhuận cao trong ngắn hạn hoặc không nỗ lực đem lại lợi ích cho công ty mà vì lợi ích cá nhân của nhà quản lý. Để giảm thiểu chi phí đại diện trong trường hợp này, chi trả cổ tức được coi như là một phương tiện để kiểm soát các chi phí đại diện (Jensen, 1986; DeAngelo & cộng sự, 2006).

2.2. Tổng quan nghiên cứu

Tác động của chính sách cổ tức đối với điều chỉnh lợi nhuận đã được thực hiện bởi nhiều nghiên cứu khác nhau trên thế giới và mang lại các kết quả khác nhau.

Trên thực tế, các công ty đã áp dụng các biện pháp để gia tăng lợi nhuận nhằm đáp ứng với các áp lực chi trả cổ tức cho các cổ đông là các tổ chức lớn (Kasanen & cộng sự, 1996); đồng thời, các công ty sẽ có ý định cao hơn trong việc thực hiện điều chỉnh lợi nhuận để đưa ra chỉ báo với thị trường về hiệu quả hoạt động và tình hình tài chính lành mạnh của mình thông qua việc công bố thu nhập với mức tăng trưởng liên tục khi công ty thực hiện chi trả cổ tức bằng việc tiến hành phát hành cổ phiếu mới (Kinnunen & cộng sự, 2000). Bên cạnh đó, các công ty thực hiện chia cổ tức có xu hướng sử dụng kế toán tùy ý trong trường hợp lợi nhuận trước khi điều chỉnh không đạt được ngưỡng cổ tức mong muốn (Daniel & cộng sự, 2008). Ngoài ra, các nghiên cứu của Amar & cộng sự (2018), Salah & Jarboui (2022), Espahbodi & cộng sự (2021), Ngoc & Bui (2019) cho thấy mối quan hệ khi các công ty thực hiện chi trả cổ tức sẽ có xu hướng điều chỉnh lợi nhuận gia tăng.

Ngược lại, nghiên cứu của He & cộng sự (2016), Aurangzeb & Dilawer (2012), Tran & cộng sự (2021), Hussain & Akbar (2022) thể hiện các công ty tiến hành chi trả cổ tức sẽ ít thực hiện điều chỉnh lợi nhuận hơn so với các công ty không thực hiện chi trả cổ tức. Điều này rõ ràng hơn đối với các quốc gia có sự bảo vệ yếu đối với các nhà đầu tư và có tính minh bạch kém. Các tác giả kết luận rằng, các công ty có thể sử dụng các chính sách cổ tức có liên quan để giảm thiểu điều chỉnh lợi nhuận, từ đó giảm sự chú ý của các bên liên quan và tạo nên uy tín của công ty. Chính sách cổ tức có tác động đến các tích lũy tùy ý và các công ty có quy mô tài sản lớn và hoạt động rộng trả cổ tức ít hơn so với các công ty nhỏ (Haider & cộng sự, 2012; Atieh & Hussain, 2012). Mặc dù vậy, có những nghiên cứu đã chỉ ra rằng, chính sách cổ tức không có mối quan hệ với điều chỉnh lợi nhuận (Shah & cộng sự, 2010; Chansarn & Chansarn, 2016).

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu và các giả thuyết

Nghiên cứu thực hiện nhằm đánh giá tác động của chính sách cổ tức và điều chỉnh lợi nhuận bằng cách thực hiện mô hình hồi quy cho quản lý thu nhập (EM) dựa trên tỷ lệ chi trả cổ tức (DP). Mô hình này đã được sử dụng trong nhiều nghiên cứu như Kasanen & cộng sự (1996), Daniel & cộng sự (2008), Atieh & Hussain (2012), Espahbodi & cộng sự (2021), He & cộng sự (2016). Bên cạnh đó, mô hình còn thực hiện kiểm soát các biến số cụ thể của công ty đã được phát hiện có ảnh hưởng đến điều chỉnh lợi nhuận.

Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy làm mô hình chính và được xây dựng như sau:

$$EM_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DP_{it-1} + \alpha_2 SIZE_{it-1} + \alpha_3 DEBT_{it-1} + \alpha_4 ROA_{it-1} + \alpha_5 BOARD_{it-1} + \alpha_6 DUAL_{it-1} + \alpha_7 ISSU_{it} + \alpha_8 AUD_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

EM_{it} : điều chỉnh lợi nhuận công ty i tại năm t

DP_{it-1} : mức chi trả cổ tức của công ty i tại năm $t-1$

$SIZE_{it-1}$: quy mô công ty i tại năm $t-1$

$DEBT_{it-1}$: hệ số nợ công ty i tại năm $t-1$

ROA_{it-1} : doanh lợi tài sản công ty i tại năm $t-1$

$BOARD_{it-1}$: số lượng thành viên hội đồng quản trị công ty i tại năm $t-1$

$DUAL_{it-1}$: tính chất tổ chức của công ty i tại năm $t-1$

$ISSU_{it}$: phát hành cổ phiếu của công ty i tại năm t

AUD_{it-1} : kiểm toán độc lập của công ty i tại năm $t-1$

Ước lượng điều chỉnh lợi nhuận: Ước lượng điều chỉnh lợi nhuận thông qua kế toán dồn tích được thực hiện thông qua nhiều mô hình như Jone (1991), Dechow & cộng sự (1995), Kasznik (1999), Kothari & cộng sự (2005). Trong số các mô hình đó, nghiên cứu lựa chọn mô hình Kasznik (1999) để đo lường mức điều chỉnh lợi nhuận của các công ty.

$$EM_{it} = \frac{TACC_{it}}{TS_{it-1}} - \alpha_1 \frac{1}{TS_{it-1}} - \alpha_2 \frac{\Delta DTT_{it} - \Delta KPT_{it}}{TS_{it-1}} - \alpha_3 \frac{TSCĐ_{it}}{TS_{it-1}} - \alpha_4 \frac{\Delta CFO_{it}}{TS_{it-1}}$$

Với $TACC_{it} = LNST_{it} - CFO_{it}$

Trong đó:

$TACC_{it}$: Lợi nhuận dồn tích của công ty i trong năm t

$LNST_{it}$: Lợi nhuận sau thuế của công ty i năm t

CFO_{it} : Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của công ty i năm t

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

ΔDTT_{it} : Chênh lệch doanh thu thuần của công ty i trong năm t so với năm $t-1$

ΔKPT_{it} : Chênh lệch khoản phải thu của công ty i trong năm t so với năm $t-1$

$TSCĐ_{it}$: Tài sản cố định của công ty i trong năm t

ΔCFO_{it} : Chênh lệch dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của công ty i năm t so với năm $t-1$

Chính sách cổ tức (DP): Chính sách cổ tức đề cập đến chính sách thanh toán mà một doanh nghiệp tuân theo trong việc xác định quy mô và hình thức phân phối lợi nhuận sau thuế cho các cổ đông theo thời gian. Để đo lường chính sách cổ tức, nghiên cứu sử dụng tỷ lệ chi trả cổ tức được xác định bằng mức chi trả cổ tức bằng tiền cho 1 cổ phiếu được công bố hàng năm của các công ty (DPS) so với thu nhập trên một cổ phiếu (EPS). Các công ty tại Việt Nam sẽ đưa ra tín hiệu về hiệu quả hoạt động thông qua việc công ty thực hiện chi trả cổ tức nên sẽ ít có ý định thực hiện điều chỉnh lợi nhuận. Do đó, nghiên cứu đưa ra giả thuyết như sau:

H1: Chính sách cổ tức tác động tiêu cực đến điều chỉnh lợi nhuận.

Nghiên cứu cũng đánh giá mức độ tác động của các yếu tố có thể ảnh hưởng đến việc quản lý lợi nhuận như:

Quy mô công ty (SIZE): một trong những yếu tố ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư là quy mô công ty. Quy mô công ty càng lớn thì sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quản lý càng cao. Demerjian & cộng sự (2013) nhận thấy rằng một công ty lớn có nhiều áp lực trong việc gia tăng hiệu quả tài chính để có được hình ảnh tốt. Đó là lý do tại sao một công ty lớn hơn lại thay đổi chính sách kế toán và nó ảnh hưởng đến mức thu nhập. Yếu tố này được đo lường bằng $\ln(\text{Tổng tài sản})$.

H2: Quy mô công ty tác động tích cực đến điều chỉnh lợi nhuận.

Hệ số nợ của công ty (DEBT): thể hiện cơ cấu vốn của công ty và được đo lường bằng tỷ số giữa nợ phải trả và tổng tài sản. An & cộng sự (2016) cho rằng quy mô tài sản phát sinh từ khoản vay ảnh hưởng đến dòng tiền trong tương lai và có thể được thay đổi bởi các nhà quản lý và yếu tố này thể hiện vai trò của nợ trong việc giảm chi phí đại diện của dòng tiền tự do. Francis & Wang (2008) xác nhận rằng hệ số nợ là một yếu tố ảnh hưởng đến việc quản lý lợi nhuận.

H3: Hệ số nợ có tác động tiêu cực đến điều chỉnh lợi nhuận.

Doanh lợi tài sản của công ty (ROA): thể hiện hiệu quả tài chính của công ty và được đo lường bằng tỷ số giữa lợi nhuận sau thuế và tổng tài sản trung bình. Trong trường hợp hoạt động tài chính kém, giá trị công ty giảm đi chính là nguyên nhân của việc điều chỉnh lợi nhuận được tăng cường để giữ danh tiếng tốt (Awais & cộng sự, 2015).

H4: Doanh lợi tài sản thấp có tác động tiêu cực đến điều chỉnh lợi nhuận.

Số lượng thành viên hội đồng quản trị của công ty (BOARD): xác định số người nằm trong hội đồng quản trị của công ty mỗi năm. Cornett & cộng sự (2008) nhận thấy rằng số lượng thành viên hội đồng quản trị tăng lên làm cho việc quản lý lợi nhuận giảm đi.

H5: Số lượng thành viên hội đồng quản trị có tác động tiêu cực đến điều chỉnh lợi nhuận.

Chủ tịch hội đồng quản trị kiêm Tổng giám đốc (DUAL): Jensen & Meckling (1976) cho thấy chất lượng giám sát sẽ giảm nếu trao nhiều quyền lực vào một người. Nếu Chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là Tổng giám đốc thì khả năng cao sẽ có quản lý lợi nhuận. Quản lý lợi nhuận cũng tồn tại nhưng không quan trọng nếu chủ tịch hội đồng quản trị không phải là Tổng giám đốc (Cornett & cộng sự, 2008). Điều này cho thấy vai trò kép của nhà quản lý trong công ty thể hiện sự tập trung quyền lực có tác dụng dẫn đến các hoạt động quản lý thu nhập dưới hình thức tăng hoặc giảm thu nhập (Nugroho & Eko, 2011). Đây là biến giả với giá trị bằng 1 nếu hai vị trí này là 1 người và bằng 0 nếu hai vị trí này là hai người khác nhau.

H6: Chủ tịch hội đồng quản trị kiêm tổng giám đốc có tác động tích cực đến điều chỉnh lợi nhuận.

Phát hành cổ phiếu của công ty (ISSU): Một cách để huy động vốn từ cổ đông là phát hành cổ phiếu. Thu nhập càng cao thì giá trị thị trường của công ty càng cao. Vì vậy, công ty đó muốn có được giá trị thị trường cao của cổ phiếu, nó có xu hướng phóng đại thu nhập. Teoh & cộng sự (1998) nhận thấy rằng các công ty đều có sự quản lý lợi nhuận trước khi phát hành cổ phiếu. Đây cũng là biến giả với giá trị bằng 1 nếu công ty có thực hiện phát hành cổ phiếu và bằng 0 nếu công ty không thực hiện phát hành cổ phiếu.

H7: Phát hành cổ phiếu có tác động tích cực đến điều chỉnh lợi nhuận.

Kiểm toán độc lập của công ty (AUDIT): thể hiện thông qua tên của công ty thực hiện kiểm toán báo cáo tài chính của công ty mỗi năm. Francis & Wang (2008) kết luận rằng động cơ khuyến khích kiểm toán viên của Big4 bị ảnh hưởng trực tiếp bởi môi trường bảo vệ nhà đầu tư của một quốc gia và hậu quả đối với kiểm toán viên do không phát hiện được hành vi báo cáo sai của khách hàng. Chi & cộng sự (2011) đã tìm thấy bằng chứng cho thấy nếu một công ty được kiểm toán bởi công ty kiểm toán lớn, ban lãnh đạo sẽ giảm quản lý lợi nhuận vì công ty kiểm toán lớn có quy trình kiểm toán phù hợp và khoa học. Đây cũng là biến giả nếu công ty kiểm toán của công ty là một trong những công ty thuộc Big4 (KPMG, Earn&Young, Delotte và PWC) thì sẽ có giá trị là 1, còn các công ty kiểm toán khác thì sẽ có giá trị là 0.

H8: Công ty được kiểm toán độc lập bởi Big4 có tác động tiêu cực đến điều chỉnh lợi nhuận.

3.2. Mẫu và phương pháp nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu là các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết tại 2 Sở Giao dịch của Thị trường chứng khoán Việt Nam. Mẫu bao gồm 535 công ty. Số liệu nghiên cứu trong thời gian từ 2009-2019. Sau khi thực

hiện loại bỏ những quan sát không đủ điều kiện do thiếu thông tin, mẫu nghiên cứu còn lại 3.139 quan sát cho mỗi biến.

Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy OLS để xác định mức độ điều chỉnh lợi nhuận (EM) của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam theo mô hình Kasznik (1999). Sau đó, nghiên cứu thực hiện các mô hình hồi quy OLS, FEM, REM với biến phụ thuộc là mức độ điều chỉnh lợi nhuận và các biến độc lập đã được xác định trong mục 3.1 và thực hiện các kiểm định đa cộng tuyến, phương sai sai số thay đổi, tự tương quan... để tìm ra mô hình phù hợp nhất. Các quá trình này được thực hiện bằng phần mềm Stata 15.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình

Tên biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
EM	3.139	0,07981	0,094667	0,000036	1,660012
DP_1	3.139	0,294825	0,306228	0	0,999231
SIZE_1	3.139	8,722031	1,54155	4,909679	14,87321
DEBT_1	3.139	0,488053	0,216019	0,000588	0,992909
ROA_1	3.139	0,074311	0,085115	-0,49186	0,839056
BOARD_1	3.139	5,541892	1,191541	3	11
DUAL_1	3.139	0,326486	0,469001	0	1
ISSU	3.139	0,364818	0,481439	0	1
AUD_1	3.139	0,23799	0,42592	0	1

Nguồn: Tổng hợp từ Stata 15.

Giá trị trung bình của biến điều chỉnh lợi nhuận là 0,07981 cho thấy các công ty tại Việt Nam, các nhà quản trị có xu hướng điều chỉnh tăng lợi nhuận, nguyên nhân có thể để thể hiện kết quả kinh doanh tốt hơn. Trong giai đoạn này, tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty trung bình là 29,48%. Hệ số nợ trung bình của các công ty là 48,8% cho thấy hầu hết các doanh nghiệp duy trì một cơ cấu vốn với giá trị tổng tài sản hơn gấp đôi giá trị nợ. Bên cạnh đó, hệ số doanh lợi tài sản đạt mức 7,43% là hợp lý tại thị trường Việt Nam. Tỷ lệ các doanh nghiệp sử dụng dịch vụ kiểm toán của Big 4 là 23,8% cũng cho thấy độ phù hợp khi mức độ sử dụng dịch vụ của các công ty kiểm toán nhỏ là cao hơn. Ngoài ra, số lượng thành viên hội đồng quản trị đạt mức trung bình là trên 5 người và trong giai đoạn này, chỉ có khoảng 36,48% các công ty thực hiện huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu.

4.2. Các kiểm định có liên quan

Kết quả ở Bảng 2 cho thấy các hệ số tương quan giữa biến độc lập và biến kiểm soát trong mô hình hồi quy hầu hết đều nhỏ hơn 0,5 nghĩa là ít có khả năng xảy ra hiện tượng tự tương quan.

Bảng 2: Ma trận hệ số tương quan

Tên biến	DP_1	SIZE_1	DEBT_1	ROA_1	BOARD_1	DUAL_1	ISSU	AUD_1
DP_1	1,000							
SIZE_1	-0,0829	1,000						
DEBT_1	-0,0485	0,3228	1,000					
ROA_1	0,1838	-0,0319	-0,3780	1,000				
BOARD_1	-0,0166	0,3190	-0,0094	0,0449	1,000			
DUAL_1	-0,1048	-0,0667	0,0073	0,0290	-0,0041	1,000		
ISSU	-0,1441	0,2297	0,0798	0,1282	0,1452	0,0784	1,000	
AUD_1	-0,0126	0,5164	0,0155	0,0195	0,2046	-0,0759	0,0813	1,000

Nguồn: Tổng hợp từ Stata 15.

Hiện tượng đa cộng tuyến được kiểm định thông qua hệ số nhân tử phóng đại phương sai VIF (Variance Inflation Factors). Kết quả kiểm định đưa ra ở Bảng 3 cho thấy giá trị VIF của các biến đều dưới 2. Do đó, có thể nhận xét rằng không có dấu hiệu nào chỉ ra mô hình xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

Đối với hiện tượng phương sai sai số thay đổi, nghiên cứu sử dụng kiểm định BreuschPagan/Cook-Weisberg. Kết quả kiểm định có giá trị P-value là $0,0000 < 0,05$ chứng tỏ mô hình có xuất hiện hiện tượng

Bảng 3: Kiểm định đa cộng tuyến

Tên biến	VIF	1/VIF
SIZE_1	1,79	0,558390
DEBT_1	1,39	0,718362
AUD_1	1,42	0,703539
ROA_1	1,27	0,787999
BOARD_1	1,14	0,877233
ISSU_1	1,12	0,888959
DP_1	1,09	0,920419
DUAL_1	1,03	0,971694
Mean VIF	1,28	

Nguồn: Tổng hợp từ Stata 15.

phương sai sai số thay đổi. Để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi, nghiên cứu tiến hành sử dụng Mô hình sai số chuẩn mạnh (Robust Standard errors).

4.3. Kết quả hồi quy

Thực hiện kiểm định Breusch and Pagan LM cho thấy $Prob > \chi^2_{(2)} = 0,0000$ nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% nên hồi quy REM là phù hợp hơn so với hồi quy OLS. Tiếp tục kiểm định Hausman test có kết quả $Prob > \chi^2_{(2)} = 0,1693$ lớn hơn mức ý nghĩa 5% nên hồi quy REM là phù hợp hơn so với FEM.

Với các kiểm định như trên mô hình hồi quy với tác động ngẫu nhiên REM được dùng để đo lường mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến quản trị lợi nhuận. Mô hình REM robust là mô hình điều chỉnh của mô hình REM với việc sử dụng mô hình sai số chuẩn mạnh để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Bảng 4: Kết quả hồi quy các mô hình

Tên biến	OLS	FEM	REM	REM robust
DP_1	-0,0229*** [0,0048]	-0,0096 [0,0063]	-0,0161*** [0,0052]	-0,0161*** [0,0052]
SIZE_1	-0,0061*** [0,0012]	-0,0150*** [0,0035]	-0,0074*** [0,0016]	-0,0074*** [0,0016]
ROA_1	0,0502*** [0,0188]	0,0717*** [0,0258]	0,0638*** [0,0207]	0,0638 [0,0411]
DEBT_1	0,0147* [0,0078]	0,0093 [0,0161]	0,0133 [0,0098]	0,0133 [0,0107]
BOARD_1	-0,0030** [0,0013]	-0,0009 [0,0021]	-0,0022 [0,0015]	-0,0022 [0,0016]
DUAL_1	0,0066** [0,0031]	0,0094** [0,0046]	0,0080** [0,0036]	0,008 [0,0057]
ISSU_1	0,0106*** [0,0031]	0,0119*** [0,0034]	0,0115*** [0,0031]	0,0115** [0,0046]
AUD_1	0,0002 [0,0040]	0,0079 [0,0072]	0,0039 [0,0049]	0,0039 [0,0045]
Hằng số	0,1323*** [0,0106]	0,1924*** [0,0302]	0,1348*** [0,0141]	0,1348*** [0,0144]
Số quan sát	3,139	3,139	3,139	3,139

Nguồn: Tổng hợp từ Stata 15.

Hệ số của chính sách cổ tức trong mô hình REM robust là -0,161 và rất có ý nghĩa ở mức 1%. Kết quả thể hiện mối quan hệ tiêu cực, có ý nghĩa thống kê giữa chính sách cổ tức, được đo bằng tỷ lệ chi trả cổ tức và điều chỉnh lợi nhuận. Kết quả này thống nhất với kết luận trong các nghiên cứu của He & cộng sự (2016), Haider & cộng sự (2012) và trái với kết luận trong các nghiên cứu của Daniel & cộng sự (2008), Atieh & Hussain (2012).

Trong số các biến liên quan đến tài chính, chỉ có biến quy mô công ty ảnh hưởng tiêu cực và có ý nghĩa

tới điều chỉnh lợi nhuận với hệ số là 0,0074 và mức ý nghĩa 1%. Thống nhất với kết luận trong nghiên cứu của Aladwan (2019). Các biến còn lại là hệ số nợ và doanh lợi tài sản có ảnh hưởng tích cực tới điều chỉnh lợi nhuận, thống nhất với nghiên cứu của Dang & cộng sự (2017) và Tran & Dang (2021) nhưng không đồng nhất kết quả với nghiên cứu của Pham Duc Hieu & cộng sự (2019). Tuy nhiên, hai biến này không có ý nghĩa thống kê.

Các biến liên quan đến quản trị công ty, ngoài biến số lượng thành viên hội đồng quản trị có tác động tiêu cực thì các biến còn lại đều có kết quả là có tác động tích cực tới điều chỉnh lợi nhuận, tuy nhiên, chỉ có biến phát hành cổ phiếu có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, cho thấy nếu trong năm công ty thực hiện phát hành cổ phiếu thì công ty sẽ thực hiện điều chỉnh lợi nhuận tăng.

5. Kết luận

Nghiên cứu đã thực hiện đánh giá tác động của chính sách cổ tức đến điều chỉnh lợi nhuận. Để xác định chính sách cổ tức, nghiên cứu sử dụng tỷ lệ chi trả cổ tức được đo lường thông qua tỷ lệ giữa mức cổ tức chi trả so với thu nhập của một cổ phiếu. Sử dụng mẫu nghiên cứu từ 3.159 quan sát của các công ty niêm yết tại Việt Nam, kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và điều chỉnh lợi nhuận, thể hiện những công ty thực hiện chi trả cổ tức ở mức cao sẽ điều chỉnh lợi nhuận ít hơn so với các công ty chi trả cổ tức ở mức thấp. Bên cạnh đó, nghiên cứu thực hiện đánh giá ảnh hưởng của các biến về tài chính và quản trị công ty tác động đến điều chỉnh lợi nhuận. Kết quả cho thấy các công ty có quy mô lớn sẽ ít thực hiện điều chỉnh lợi nhuận cũng như các công ty trong năm có thực hiện phát hành cổ phiếu sẽ thực hiện hành vi điều chỉnh lợi nhuận gia tăng.

Do đó, các công ty có thể sử dụng các chính sách cổ tức để hạn chế và làm giảm mức độ điều chỉnh lợi nhuận và nhờ đó sẽ giúp xây dựng sự tin cậy của công ty về mức độ minh bạch của các thông tin được báo cáo. Kết quả nghiên cứu này có tác động tích cực đối với các nhà đầu tư khi có thể sử dụng để đưa ra quyết định đầu tư vào các công ty niêm yết tại Việt Nam. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu này cũng sẽ hữu ích đối với các cơ quan quản lý trong việc xây dựng và thực hiện các chính sách phù hợp để kiểm soát các công ty niêm yết tại Việt Nam để các công ty ít có cơ hội thực hiện điều chỉnh lợi nhuận hơn, dẫn đến độ tin cậy cao hơn về dữ liệu tài chính của các công ty niêm yết.

Mặc dù có nhiều cố gắng nhưng nghiên cứu không tránh khỏi những hạn chế như phạm vi không gian nghiên cứu, mới chỉ nghiên cứu các công ty niêm yết mà chưa mở rộng thêm các công ty chưa niêm yết. Ngoài ra, nghiên cứu chưa thực hiện đánh giá tác động của chính sách cổ tức đối với điều chỉnh lợi nhuận thông qua các chỉ số xác định chính sách cổ tức khác như tỷ lệ cổ tức so với giá, tỷ lệ thanh toán cổ tức.

Tài liệu tham khảo:

- Aladwan, M. (2019), 'Accrual based and real earning management association with dividends policy "The case of Jordan"', *Italian Journal of Pure and Applied Mathematics*, 41, 691-707.
- Amar, B.A., Ben Salah, O. & Jarboui, A. (2018), 'Do discretionary accruals affect firms' corporate dividend policy? Evidence from France', *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 16(2), 333-347.
- An, Z., Li, D. & Yu, J. (2016), 'Earnings management, capital structure, and the role of institutional environments', *Journal of Banking and Finance*, 68, 131-152.
- Atieh, A. & Hussain, S. (2012), 'Do UK firms manage earnings to meet dividend thresholds?', *Accounting and Business Research*, 42(1), 77-94.
- Aurangzeb, Dr. & Dilawer, T. (2012), 'Earning management and dividend policy: Evidence from Pakistani textile industry', *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 2(10), 362-372.
- Awais, A.M., Hunjra, A.I., Butt, A. & Ijaz, I. (2015), 'Earnings management and organizational performance: Pakistan vs India', *Basic Research Journal of Business Management and Accounts*, 4(9), 211-220.
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C. & Michaely, R. (2005), 'Payout policy in the 21st century', *Journal of Financial*

Economics, 77, 483-525.

- Chansarn, S. & Chansarn, T. (2016), 'Earnings management and dividend policy of small and medium enterprises in Thailand', *International Journal of Business and Society*, 17(2), 307-328.
- Chi, W., Lisic, L.L. & Pevzner, M. (2011), 'Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management?', *Accounting Horizons*, 25, 315-335.
- Cornett, M.M., Marcus, A.J. & Tehranian, H. (2008), 'Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management', *Journal of Financial Economics*, 87(2), 357-373.
- Dang Ngoc Hung, Thi Viet Ha Hoang & Manh Dung Tran (2017), 'Factors affecting earnings management: The case of listed firms in Vietnam', *International Journal of Economic Research*, 14(20), 117-134.
- Daniel, N.D., Denis, D.J. & Naveen, L. (2008), 'Do firms manage earnings to meet dividend thresholds?', *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 2-26.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Stulz, R. (2006), 'Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory', *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G. & Sweeney, A.P. (1995), 'Detecting earnings management', *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Demerjian, P.R., Baruch, L., Melissa, F.L. & Sarah, E.M. (2013), 'Managerial ability and earnings quality', *The Accounting Review*, 88(2), 463-498.
- Dinh, Nguyen Van & Yen, Nguyen Thi Hai (2018), 'Testing effects of changes in earning to dividend actions of listing firms on Vietnamese stock exchanges using the multinomial logistic regression model', *VNU Journal of Science - Economics and Business*, 34(2), 44-53.
- Espahbodi, R., Liu, N. & Weigand, R.A. (2021), 'Opportunistic earnings management or performance-related effects? Evidence from dividend-paying firms', *Global Finance Journal*, 54, p.100636.
- Francis, J.R. & Wang, D. (2008), 'The joint effect of investor protection and big 4 audits on earnings quality around the world', *Contemporary Accounting Research*, 25(1), 157-191.
- Haider, J., Ali, A. & Sadiq, T. (2012), 'Earning management and dividend policy: Empirical evidence from Pakistani listed companies', *European Journal of Business and Management*, 4(1), 83-91.
- He, W., Ng, L., Zaiats, N. & Zhang, B. (2016), 'Dividend policy and earnings management across countries', *Journal of Corporate Finance*, 42, 267-286.
- Hussain, A. & Akbar, M. (2022), 'Dividend policy and earnings management: Do agency problem and financing constraints matter?', *Borsa Istanbul Review*, 22(5), 839-853.
- Jensen, M. (1986), 'Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers', *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jones, J. (1991), 'Earnings management during import relief investigations', *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Karjalainen, J., Kasanen, E., Kinnunen, J. & Niskanen, J. (2020), 'Dividends and tax avoidance as drivers of earnings management: Evidence from dividend-paying private SMEs in Finland', *Journal of Small Business Management*, DOI: 10.1080/00472778.2020.1824526.
- Kasanen, E., Kinnunen, J. & Niskanen, J. (1996), 'Dividend-based earnings management: Empirical evidence from Finland', *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), 283-312.
- Kaszniak, R. (1999), 'On the association between voluntary disclosure and earnings management', *Journal of Accounting Research*, 37(1), 57-81.
- Kinnunen, J., Keloharju, M., Kasanen, E. & Niskanen, J. (2000), 'Earnings management and expected dividend increases around seasoned share issues: Evidence from Finland', *Scandinavian Journal of Management*, 16(2), 209-228.

-
- Kothari, S.P., Andrew, J.L. & Charles, E.W. (2005), 'Performance matched discretionary accrual measures', *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2000), 'Investor protection and corporate governance', *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3-27.
- Lintner, J. (1956), 'Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes', *American Economic Review*, 46, 97-113.
- Liu, Y.Y., Yang, C.H. & Lee, M.H. (2023), 'Relationship among capital reserves cash dividends, dividend maintenance, and earnings management', *Applied Economics Letters*, 30(1), 19-26.
- Ngoc, N.T.T. & Bui, P.K. (2019), 'Dividend policy and earnings quality in Vietnam', *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 26(2), 301-312.
- Nugroho, B.Y. & Eko, U. (2011), 'Board characteristics and earning management', *Journal of Administrative Science & Organization*, 18(1), 1-10.
- Padilla, A. (2002), 'Can agency theory justify the regulation of insider trading?', *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 5(1), 3-38.
- Pham Duc Hieu, Le Thi Thanh Hai, Lai Thi Thu Thuy, Nguyen Thi Hong Lam & Hoang Thi Bich Ngoc (2019), 'Earnings management of listed companies in Vietnam stock market: An exploratory study and identification of influencing factors', *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(4), 1-10.
- Pinkowitz, L.E.E., Stulz, R.E.N. & Williamson, R. (2006), 'Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis', *Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
- Salah, O.B. & Jarboui, A. (2022), 'Does dividend policy affect earnings management? Evidence from France', *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 18(1), 33-43.
- Shah, S.A., Yuan, H. & Zafar, N. (2010), 'Earnings management and dividend policy: an empirical comparison between Pakistani listed companies and Chinese listed companies', *International Research Journal of Finance and Economics*, 35, 51-60.
- Teoh, S.H., Welch, I. & Wong, T.J. (1998), 'Earnings management and the underperformance of seasoned equity offering', *Journal of Financial Economics*, 50, 63-99.
- Tran, M.D. & Dang, N.H. (2021), 'The impact of ownership structure on earnings management: The case of Vietnam', *SAGE Open*, 11(3), 1-14.
- Tran, T.T., Nguyen, X.T., Do, T.L. & Nguyen, T.H.Y. (2021), 'The impact of dividend policy on earnings management – an empirical study of real estate companies listed in Vietnam', *Journal Economics and Developments*, Special Issue, 13-24.