

# PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CỦA THÔNG TIN LỢI NHUẬN KẾ TOÁN VÀ DÒNG TIỀN ĐẾN LỢI SUẤT CỔ PHIẾU CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Phương Thảo\*, Phạm Thanh Hương\*\*

Ngày nhận: 28/10/2014

Ngày nhận bản sửa: 15/11/2014

Ngày duyệt đăng: 8/12/2014

## Tóm tắt:

*Nghiên cứu này kiểm định tác động của thông tin lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đến lợi suất cổ phiếu trên thị trường Việt Nam. Mô hình hồi quy tuyến tính được xây dựng nhằm kiểm định các giả thuyết với dữ liệu của 105 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được thu thập từ năm 2009 đến 2013. Kết quả cho thấy (1) cả lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đều có khả năng dự báo lợi suất cổ phiếu; (2) sử dụng mô hình kết hợp cả thông tin kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh là phương án tối ưu để dự báo lợi suất cổ phiếu và (3) khi lợi nhuận kế toán có biến động bất thường, mô hình dự báo lợi suất cổ phiếu tốt nhất cho các nhà đầu tư vẫn là mô hình kết hợp hai yếu tố trên. Do đó, các nhà đầu tư nên sử dụng cả hai chỉ tiêu này để đánh giá kết quả hoạt động của doanh nghiệp.*

**Từ khóa:** Lợi nhuận kế toán, Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, Lợi suất cổ phiếu.

## Examining effects of earning and cash flows on stocks return of the listed companies on the Vietnamese stock market

### Abstract:

*This paper empirically examines the effects of earning, cash flows from operating activities in explaining stocks return in Vietnam. Linear regression model was developed to test hypotheses with data of 105 listed companies on the stock market in Vietnam from 2009 to 2013. The results showed that (1) both earnings and cash flows from operating activities were predictors of stock returns; (2) using model that incorporate both earnings and cash flows from operating activities is optimal to predict stock returns and (3) the model including both the two above indicators is still the best one to forecast stock returns when earnings are transitory. Therefore, investors should rely on both these indicators to evaluate the firm performance.*

*Key words: Earnings, cash flows from operating activities, stock returns.*

## 1. Giới thiệu

Ủy ban Chuẩn mực kế toán tài chính Hoa Kỳ (FASB, 1978) đã quy định trong SFAC 1 (Statement of Financial Accounting Concept số 1) về mục đích của việc lập và trình bày báo cáo tài chính: “*Báo cáo tài chính cung cấp thông tin giúp các nhà đầu tư, nhà cung cấp tín dụng và những người sử dụng thông tin kế toán khác có thể đánh giá số lượng, thời điểm và sự không chắc chắn của dòng tiền ước tính thu được từ cổ tức hoặc lãi suất và dòng tiền thu được từ hoạt động bán, mua lại hoặc đảo hạn của chứng khoán và các khoản cho vay*” (FASB, SFAC 1, đoạn 37). Các thông tin trên báo cáo tài chính là nguồn thông tin quan trọng để phục vụ cho việc ra quyết định của các nhà đầu tư. Trong số đó, lợi nhuận kế toán được đánh giá là chỉ tiêu tài chính quan trọng nhất trong việc đánh giá hiệu quả kinh doanh cũng như là cơ sở để đánh giá, dự báo khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, vai trò của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cũng vô cùng quan trọng. Theo IAS7 (International Accounting Standard Board, 2010), thông tin về dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đóng vai trò thiết yếu trong việc đánh giá liệu doanh nghiệp có khả năng tạo ra tiền mặt đủ để duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh, trả nợ và mở rộng đầu tư hay không. FASB cho rằng trọng tâm chính của báo cáo tài chính là lợi nhuận kế toán chứ không phải dòng tiền vì “*Thông tin lợi nhuận kế toán của doanh nghiệp được tính dựa trên kế toán dồn tích thường cung cấp một thước đo về tình hình hiện tại và khả năng tạo tiền tốt hơn các thông tin về dòng tiền*” (FASB, 1978, đoạn 44).

Các học giả trên thế giới (Ball và Brown, 1968; Dechow, 1994; Charitou và cộng sự, 2000; Cheng và Yang, 2003; Habib, 2008;...) đã có những nghiên cứu liên quan đến lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ở những khía cạnh khác nhau, trong đó nghiên cứu về tác động của hai chỉ tiêu này đối với lợi suất cổ phiếu được coi là thiết thực trong việc đánh giá giá trị của doanh nghiệp. Tại Việt Nam, đã có một vài nghiên cứu về lợi nhuận kế toán và dòng tiền như nghiên cứu của tác giả Nguyễn Hữu Ánh (2013) về dự báo dòng tiền dựa trên lợi nhuận kế toán và dòng tiền trong quá khứ, nghiên cứu của nhóm tác giả Nguyễn Thanh Hiếu và Tạ Thu Trang (2013) về vai trò của thông tin dòng tiền đối với nền kinh tế và đối với các công trình nghiên cứu định lượng, nghiên cứu của nhóm tác giả Vũ

Duy Hào và Đỗ Hồng Nhung (2014) về lựa chọn mô hình dự báo dòng tiền phù hợp cho các doanh nghiệp.

Tuy nhiên, theo hiểu biết của nhóm tác giả thì chưa có nghiên cứu nào bàn về tác động của các thông tin này đến lợi suất cổ tức. Bên cạnh đó, còn có 2 yếu tố dẫn đến sự khác biệt giữa thị trường Việt Nam và các thị trường phát triển khác, đặt ra yêu cầu nghiên cứu về vấn đề này tại thị trường Việt Nam. Thứ nhất, thị trường chứng khoán Việt Nam là một thị trường non trẻ so với các thị trường khác trên thế giới như Anh, Mỹ, Nhật... Do đó, tác động của thông tin lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tới lợi suất cổ phiếu tại thị trường Việt Nam có thể hoàn toàn khác biệt so với tại các thị trường khác. Thứ hai, đặc thù hệ thống kế toán tại Việt Nam vẫn còn duy trì chế độ kế toán chú trọng tới mục đích quản lý của cơ quan nhà nước thay vì cung cấp thông tin phục vụ cho việc ra quyết định như IAS/IFRS (Phạm Hoài Hương, 2014) nên khác biệt về ảnh hưởng của lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh lên lợi suất cổ phiếu giữa Việt Nam và các quốc gia phát triển khác là hoàn toàn có thể.

Vi vậy, mục tiêu của nghiên cứu này là đánh giá tác động của thông tin lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đến lợi suất cổ phiếu trên thị trường Việt Nam. Phân tích vai trò của hai chỉ tiêu này đối với lợi suất cổ phiếu không chỉ cung cấp lý luận và kết quả thực tiễn cho các nhà đầu tư trong việc lựa chọn cơ sở để ra quyết định, mà còn có thể là căn cứ để các cơ quan chức năng tham khảo lựa chọn trong việc quyết định thông tin nào cần thiết phải chú trọng về chất lượng, yêu cầu công bố đầy đủ và kịp thời (Nguyễn Hữu Ánh, 2013).

## 2. Tổng quan nghiên cứu

Mối quan hệ của lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đối với lợi suất cổ phiếu đã được rất nhiều các học giả trên thế giới khảo sát và nghiên cứu. Một trong những nghiên cứu sơ khai của Ball và Brown (1968) đã xem xét mối quan hệ giữa lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đối với lợi suất cổ phiếu và đã chỉ ra sự liên quan giữa hai chỉ tiêu này đối với lợi suất cổ phiếu trên thị trường Mỹ. Theo đó, lợi nhuận kế toán được đánh giá có khả năng giải thích lợi suất cổ phiếu tốt hơn dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.

Dechow (1994) nghiên cứu các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán New York và sàn

giao dịch chứng khoán Mỹ để đánh giá vai trò của các chỉ tiêu lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đối với lợi suất cổ phiếu. Tương tự như nghiên cứu của Ball và Brown (1968), kết quả nghiên cứu của Dechow (1994) chỉ ra rằng chỉ tiêu lợi nhuận kế toán có khả năng giải thích lợi suất cổ phiếu mạnh hơn chỉ tiêu dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.

Charitou và cộng sự (2000) quan sát dữ liệu ở các công ty ở Nhật Bản qua giai đoạn 10 năm từ năm 1884 đến năm 1993 để nghiên cứu mối liên hệ của lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh với lợi suất cổ phiếu. Nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra rằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có khả năng dự báo lợi suất cổ phiếu tốt hơn lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có vai trò dự báo quan trọng hơn lợi nhuận kế toán khi lợi nhuận kế toán biến động bất thường.

Charitou và cộng sự (2001) sử dụng mô hình kết hợp các yếu tố có ảnh hưởng đến lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh để đánh giá tác động của hai chỉ tiêu này đến việc giải thích lợi suất cổ phiếu (sử dụng dữ liệu từ các công ty ngành công nghiệp – khu vực công - Vương quốc Anh từ năm 1985 đến năm 1993). Kết quả chỉ ra rằng lợi nhuận kế toán có khả năng giải thích lợi suất cổ phiếu tốt hơn dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, đồng thời khả năng giải thích lợi suất cổ phiếu sẽ tăng khi sử dụng mô hình kết hợp ảnh hưởng của lợi nhuận kế toán, mức độ tăng trưởng và quy mô doanh nghiệp.

Cheng và Yang (2003) nghiên cứu thông tin của lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong điều kiện có sự biến động bất thường của lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh. Kết luận rút ra từ nghiên cứu này là cả biến động bất thường của lợi nhuận kế toán và biến động bất thường của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đều tác động đến thông tin của lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh. Cụ thể, Cheng và Yang kết luận rằng sử dụng kết hợp cả hai chỉ tiêu lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đem lại kết quả đánh giá tối ưu nhất lợi suất cổ phiếu. Lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh không có biến động bất thường được đánh giá có vai trò ảnh hưởng tới lợi suất cổ phiếu cao hơn lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khi biến động quá cao hoặc quá thấp. Trong điều kiện có sự hiện diện của biến

động lớn về lợi nhuận kế toán thì thông tin của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có vai trò thay thế trong việc làm căn cứ cho các nhà đầu tư ra quyết định và ngược lại.

Nghiên cứu của Habib (2008) về thị trường New Zealand đã sử dụng hàm hồi quy tuyến tính để đánh giá thông tin của lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh. Dữ liệu quan sát từ năm 1994 đến 2004 được sử dụng để kiểm định các mô hình. Kết quả chỉ ra rằng cả lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đều có khả năng dự báo lợi suất cổ phiếu, và mô hình sử dụng kết hợp cả hai chỉ tiêu là tối ưu trong việc giải thích lợi suất cổ phiếu.

Liên quan đến thông tin của dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh, Kusuma (2014) đã kiểm định các giả thuyết về thông tin của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh so với thông tin của lợi nhuận kế toán bằng cách sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính với dữ liệu được thu thập từ các công ty được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Úc (ASX). Kết quả kiểm nghiệm cho thấy dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có vai trò giải thích lợi suất cổ phiếu mạnh hơn lợi nhuận kế toán. Kết quả thu được bác bỏ các kết quả nghiên cứu về thị trường Mỹ và Anh (như kết quả nghiên cứu của Ball và Brown (1968), nghiên cứu của Dechow (1994), nghiên cứu của Charitou và cộng sự (2001)) cho rằng lợi nhuận kế toán cung cấp nhiều thông tin tác động đến lợi suất cổ phiếu hơn dòng tiền từ hoạt động kinh doanh. Chính vì vậy, theo Kusuma (2014), các báo cáo cần thiết phải bao gồm Báo cáo lưu chuyển tiền tệ và bên cạnh chỉ tiêu lợi nhuận kế toán, các nhà đầu tư, chủ nợ có thể sử dụng chỉ tiêu dòng tiền từ hoạt động kinh doanh như một chỉ tiêu hoàn toàn độc lập không liên quan đến lợi nhuận kế toán để dự báo dòng tiền tương lai.

Lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh là những chỉ tiêu tài chính quan trọng cung cấp thông tin về khả năng tạo tiền của doanh nghiệp cho các nhà đầu tư. Lợi nhuận kế toán được xác định theo cơ sở dồn tích, theo đó doanh thu và chi phí được ghi nhận tại thời điểm phát sinh giao dịch chứ không quan tâm đến thời điểm thực thu hay thực chi tiền nên lợi nhuận kế toán có thể bị ảnh hưởng bởi những phương thức phân bổ. Cơ sở dồn tích đem đến cơ hội cho nhà quản trị thực hiện điều chỉnh để giảm bớt hay gia tăng lợi nhuận của doanh nghiệp. Khi đó, thông tin lợi nhuận kế toán sẽ không còn mang tính khách quan và khiến đánh giá của

những người sử dụng thông tin trở nên ít chính xác hơn. Ngược lại, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh được xác định theo cơ sở tiền chi ghi nhận doanh thu, chi phí theo giá trị thực thu, thực chi bằng tiền nên tính khách quan của thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cao.

Tuy nhiên, thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh lại bị ảnh hưởng bởi vấn đề phù hợp và kịp thời, do đó thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh sẽ ít giá trị nếu xét trong những chu kỳ ngắn (Dechow, 1994). Thông tin lợi nhuận kế toán khắc phục được nhược điểm này của thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh. Do đó, thông tin nào hữu ích hơn cho các nhà đầu tư trong việc đánh giá doanh nghiệp còn nhiều tranh cãi. Các nghiên cứu trên đều nhằm đánh giá mối quan hệ giữa thông tin lợi nhuận kế toán và thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đối với lợi suất cổ phiếu, cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho biết thông tin nào giải thích tốt hơn lợi suất cổ phiếu của doanh nghiệp.

Ở những thị trường khác nhau, kết quả kiểm nghiệm khác nhau, như kết quả nghiên cứu tại thị trường Mỹ cho thấy thông tin lợi nhuận kế toán có khả năng giải thích lợi suất cổ phiếu cao hơn thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (Ball và Brown, 1968; Dechow, 1994) trong khi tại thị trường Nhật Bản, kết quả nghiên cứu của Charitou và cộng sự (2000) chỉ ra thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dự báo lợi suất cổ phiếu tốt hơn thông tin lợi nhuận kế toán. Thực tiễn tại Việt Nam, việc nghiên cứu mối quan hệ giữa thông tin lợi nhuận kế toán và thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh với lợi suất cổ phiếu là thiết thực cho các nhà đầu tư cân nhắc lựa chọn thông tin trong việc ra quyết định. Cơ sở lý thuyết trên và thực tiễn Việt Nam đã đặt ra câu hỏi cho bài nghiên cứu này: thông tin kế toán nào tác động đến lợi suất cổ phiếu mạnh hơn tại thị trường Việt Nam?

### 3. Phương pháp nghiên cứu và giả thuyết khoa học

#### 3.1. Giả thuyết khoa học

Cơ sở của bài nghiên cứu này được phát triển dựa trên những nghiên cứu trước đây được đề cập đến trong mục 2: Tổng quan nghiên cứu. Khi các nhà đầu tư đánh giá doanh nghiệp để ra quyết định đầu tư thì thông tin về lợi nhuận của doanh nghiệp là một trong những thông tin quan trọng nhất. Bên cạnh đó thông tin về khả năng tạo ra tiền của doanh nghiệp cũng ảnh hưởng tới quyết định của nhà đầu

tư bởi thông tin về dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cho biết khả năng chi trả cổ tức trong tương lai của doanh nghiệp (Nguyễn Hữu Ánh, 2013). Để kiểm định thông tin nào có khả năng giải thích lợi suất cổ tức lớn hơn tại thị trường Việt Nam, nghiên cứu này sử dụng phương pháp định lượng để kiểm định các giả thuyết sau:

*Giả thuyết 1:* Thông tin lợi nhuận kế toán giải thích lợi suất cổ phiếu tốt hơn thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.

*Giả thuyết 2:* Kết hợp thông tin của lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh sẽ tối ưu hơn so với việc chỉ sử dụng một thông tin riêng rẽ.

Khi lợi nhuận kế toán biến động bất thường thì thị trường sẽ hướng tới những nguồn thông tin khác hữu ích hơn để đánh giá khả năng tạo ra tiền trong tương lai của doanh nghiệp, ví dụ như thông tin về dòng tiền từ hoạt động kinh doanh. Các nghiên cứu trước đây của Cheng và cộng sự (1996), Ali (1994) và Charitou và cộng sự (2001) chỉ ra rằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có khả năng giải thích lợi suất cổ phiếu tốt hơn thông tin lợi nhuận kế toán khi lợi nhuận kế toán biến động bất thường. Theo đó, giả thuyết 3 được xây dựng để đánh giá vai trò của thông tin lợi nhuận kế toán và thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong điều kiện lợi nhuận kế toán biến động bất thường.

*Giả thuyết 3:* Khi có biến động bất thường, thông tin lợi nhuận kế toán có khả năng giải thích lợi suất cổ phiếu ít hơn so với thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.

#### 3.2. Xây dựng mô hình

Để đánh giá mức độ liên quan của thông tin lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đối với lợi suất cổ phiếu, mô hình hồi quy sau sẽ được đánh giá và phân tích bởi kiểm định Vương (1989).

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EAR_{it} + \alpha_2 \Delta EAR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_3 CFO_{it} + \alpha_4 \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó:

$RET_{it}$  là lợi suất cổ phiếu năm  $t$  của doanh nghiệp  $i$ .

$EAR_{it}$  là lợi nhuận kế toán năm  $t$  của doanh nghiệp  $i$ . Lợi nhuận kế toán được xác định là lợi nhuận thuần trước thuế, không bao gồm lợi nhuận từ các hoạt động khác.

$CFO_{it}$  là lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh năm  $t$  của doanh nghiệp  $i$



$\Delta EAR_{it}$  là biến động lợi nhuận kế toán năm t của doanh nghiệp i.

$\Delta CFO_{it}$  là biến động lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh năm t của doanh nghiệp i.

Để đánh giá mô hình nào giải thích lợi suất cổ phiếu tốt nhất, số liệu thống kê Z của Vuong (1989) được ước lượng và sử dụng. Kiểm định Vuong (1989) kiểm các định giả thuyết:

H<sub>0</sub>: Cả hai mô hình đều có giá trị như nhau (nếu Z=0).

H<sub>1</sub>: Một trong hai mô hình có năng lực giải thích hơn mô hình còn lại (cho biết mô hình nào gần đúng với mô hình thực tế nhất).

Số liệu thống kê Vuong được xác định như sau:

$$Z_{Vuong} = \frac{[\log(\sigma_w^2) - \log(\sigma_x^2)]}{[\sqrt{n} \sum_1^n (\frac{e_{w,i}^2}{\sigma_w^2} - \frac{e_{x,i}^2}{\sigma_x^2})]^2}$$

Với:

$$\sigma_x^2 = \sigma_y^2(1 - R_x^2)$$

$$\sigma_w^2 = \sigma_y^2(1 - R_w^2)$$

Ở các công thức trên,  $\sigma_x^2$  là phương sai thặng dư của mô hình (1),  $\sigma_w^2$  là phương sai thặng dư của mô hình 2,  $\sigma_y^2$  là phương sai của biến phụ thuộc, n là số dữ liệu quan sát,  $R_x^2$  và  $R_w^2$  lần lượt là hệ số tương quan bội của mô hình 1 và mô hình 2,  $e_{x,i}^2$  và  $e_{w,i}^2$  lần lượt là dao động dư của mô hình 1 và mô hình 2 tại i.

Dựa trên nghiên cứu trước đây của Dechow (1994), nếu số liệu thống kê Z:

Z > 0: mô hình 1 vượt trội hơn mô hình 2.

Z < 0: mô hình 2 vượt trội hơn mô hình 1.

Z = 0: không có sự khác biệt giữa hai mô hình.

Giả thuyết 2 về tính tối ưu của việc sử dụng kết hợp thông tin lợi nhuận kế toán và thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh được đánh giá bởi mô hình hồi quy sau:

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EAR_{it} + \alpha_2 \Delta EAR_{it} + \alpha_3 CFO_{it} + \alpha_4 \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Theo đó, việc kết hợp thông tin lợi nhuận kế toán và thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh sẽ được đánh giá có đem lại năng lực giải thích tối ưu hơn đối với lợi suất cổ phiếu hay không. Kiểm định F được sử dụng cho mô hình này với giả thuyết không cho rằng thông tin lợi nhuận kế toán và thông

tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh không có sự khác biệt, nhà đầu tư có thể chỉ sử dụng một trong hai thông tin để giải thích lợi suất cổ phiếu, do đó các hệ số góc:

$$\alpha_1 = \alpha_2 = 0$$

$$\alpha_3 = \alpha_4 = 0$$

Bên cạnh đó nhằm đánh giá liệu vai trò của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong việc giải thích lợi suất cổ phiếu có tăng lên hay không khi có sự hiện diện của lợi nhuận kế toán bất thường, mô hình hồi quy với biến giả  $D_{HE}$  sau được xây dựng:

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EAR_{it} + \alpha_2 \Delta EAR_{it} + \alpha_3 CFO_{it} + \alpha_4 \Delta CFO_{it} + \alpha_5 EAR_{it} D_{HE} + \alpha_6 \Delta EAR_{it} D_{HE} + \alpha_7 CFO_{it} D_{HE} + \alpha_8 \Delta CFO_{it} D_{HE} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Với  $D_{HE}$  là biến giả được gán giá trị 1(0) đối với những mẫu quan sát lớn hơn (nhỏ hơn) giá trị trung vị của  $|\Delta EAR/P_{t-1}|$  (Ali, 1994). Khi biến động của lợi nhuận kế toán lớn, các nhà đầu tư được cho là sẽ không dựa vào chỉ tiêu lợi nhuận kế toán nữa mà chuyển hướng sang các tiêu chí khác để đánh giá doanh nghiệp, ví dụ như dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, và khi đó tiêu chí lợi nhuận kế toán được coi là có trọng quan thấp với lợi suất cổ phiếu. Khi lợi nhuận kế toán không biến động bất thường ( $D_{HE} = 0$ ), các giá trị  $(\alpha_1 + \alpha_2)$  và  $(\alpha_3 + \alpha_4)$  lần lượt cho biết mức độ ảnh hưởng của lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đối với lợi suất cổ phiếu. Ngược lại, khi lợi nhuận kế toán biến động bất thường ( $D_{HE} = 1$ ) thì tổng của các hệ số  $\alpha_5$  và  $\alpha_6$  chỉ ra sự thay đổi về giá trị hệ số tương quan của lợi nhuận kế toán đối với lợi suất cổ phiếu, trong khi tổng của các hệ số  $\alpha_7$  và  $\alpha_8$  cho biết sự thay đổi giá trị của hệ số tương quan giữa dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và lợi suất cổ phiếu. Nếu lợi nhuận kế toán có mối tương quan thấp với lợi suất cổ phiếu khi có sự hiện diện của sự biến động bất thường thì  $(\alpha_5 + \alpha_6)$  được dự đoán sẽ mang giá trị âm, trong khi  $(\alpha_7 + \alpha_8)$  mang giá trị dương.

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Thống kê mô tả

Dữ liệu được sử dụng cho nghiên cứu này được thống kê trên bảng 1. Dữ liệu được thu thập ngẫu nhiên từ năm 2009 đến năm 2013 của 105 doanh nghiệp thuộc lĩnh vực công nghiệp được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Một trong những lý do lựa chọn các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực công nghiệp là để loại trừ sự ảnh hưởng của

**Bảng 1: Mô tả dữ liệu**

Biến	RET	EAR	$\Delta$ EAR	CFO	$\Delta$ CFO
Trung bình	0,238733	0,22075	-0,00204	0,237038	0,048584
Trung vị	0,025713	0,189553	-0,00121	0,116441	-0,00368
Giá trị lớn nhất	3,68	2,086921	1,491958	7,734566	7,555388
Giá trị nhỏ nhất	-0,76073	-1,9267	-1,67358	-5,94596	-6,19972
Độ lệch chuẩn	0,730135	0,336128	0,270007	0,982592	1,243707
Số quan sát	525	525	525	525	525

*Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm tác giả*

yếu tố ngành đối với mô hình kiểm nghiệm. Bên cạnh đó, nhóm tác giả không lựa chọn các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực tài chính vì các doanh nghiệp này được áp dụng một số quy định riêng và hoạt động của các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực này bị tác động lớn bởi khủng hoảng tài chính nên rủi ro khi đầu tư là lớn hơn. Để tránh sự không đồng nhất do thiếu dữ liệu ảnh hưởng tới kết quả nghiên cứu, những doanh nghiệp không đủ dữ liệu liên quan sẽ không được lựa chọn. Do đó, các doanh nghiệp được lựa chọn thuộc lĩnh vực công nghiệp cụ thể như sau:

- Các ngành công nghiệp: 4 doanh nghiệp;
- Công nghiệp kỹ thuật: 4 doanh nghiệp;
- Dịch vụ hỗ trợ: 3 doanh nghiệp;
- Dụng cụ điện và điện tử: 6 doanh nghiệp;
- Giao thông công nghiệp: 17 doanh nghiệp;
- Xây dựng và vật liệu: 71 doanh nghiệp.

Để hạn chế phương sai thay đổi của dữ liệu, tất cả các biến đều lấy giá trị trên mỗi cổ phiếu và đều được chia cho giá của cổ phiếu kỳ trước.

Hệ số tương quan giữa các biến được trình bày trên bảng 2. Có thể thấy lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có mối quan hệ tương quan đồng biến với lợi suất cổ phiếu. Tương tự biến động của lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cũng có quan hệ tỷ lệ thuận với lợi

suất cổ phiếu.

#### 4.2. Kết quả hồi quy

Kết quả kiểm định giả thuyết 1 được trình bày tại bảng 3. Mô hình (1) có hệ số  $R^2$  điều chỉnh là 16,74%, trong khi mô hình (2) có hệ số  $R^2$  điều chỉnh nhỏ hơn (4,55%). Hệ số  $R^2$  điều chỉnh cao hơn cho thấy lợi nhuận kế toán có liên quan đến lợi suất cổ phiếu nhiều hơn là dòng tiền từ hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, việc so sánh giá trị hệ số  $R^2$  điều chỉnh đơn thuần không cung cấp đủ bằng chứng thống kê đáng tin cậy để đưa ra kết luận. Do vậy, kiểm định Vuong được thực hiện để lựa chọn ra mô hình nào gần đúng với thực tế nhất. Số liệu thống kê Vuong Z được trình bày ở bảng 4. Số liệu thống kê Vuong Z xấp xỉ 0 cho thấy không có sự khác biệt giữa 2 mô hình, không có sự vượt trội nào ở biến số lợi nhuận kế toán so với biến số dòng tiền từ hoạt động kinh doanh. Ngoài ra giá trị Akeike Info Criterion (AIC) cũng có thể được sử dụng để so sánh giữa hai mô hình. Mô hình có AIC nhỏ hơn được coi là mô hình tốt hơn. Từ bảng 3 có thể thấy mô hình (1) và mô hình (2) có AIC là 2,03 và 2,16 nên có thể đánh giá là hai mô hình không quá khác biệt. Kết quả này chỉ ra thông tin lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có vai trò như nhau trong việc giải thích lợi suất cổ phiếu. Kết quả này đồng nhất với kết quả nghiên cứu của Habib (2008) về thị trường New Zealand.

**Bảng 2: Phân tích tương quan**

	RET	EAR	$\Delta$ EAR	CFO	$\Delta$ CFO
RET	1				
EAR	0,38563	1			
$\Delta$ EAR	0,358724	0,633571	1		
CFO	0,175153	0,244928	0,198084	1	
$\Delta$ CFO	0,016598	0,045385	0,03442	0,670697	1

*Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm tác giả*

**Bảng 3: Kết quả hồi quy các mô hình về ảnh hưởng của lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đối với lợi suất cổ phiếu**

$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EAR_{it} + \alpha_2 \Delta EAR_{it} + \varepsilon_{it}$ (1)						
$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_3 CFO_{it} + \alpha_4 \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it}$ (2)						
Số quan sát: 525						
Biến số	Mô hình (1)			Mô hình (2)		
	Hệ số góc	T-statistics	p-value	Hệ số góc	T-statistics	p-value
Hệ số chặn ( $\alpha_0$ )	0,112933*	2,950799	0,0033	0,191452*	5,901903	0,0000
EAR ( $\alpha_1$ )	0,57464*	5,134622	0,0000			
$\Delta EAR$ ( $\alpha_2$ )	0,516804*	3,709442	0,0002			
CFO ( $\alpha_3$ )				0,221531*	5,181265	0,0000
$\Delta CFO$ ( $\alpha_4$ )				-0,10764*	-3,1866	0,0015
R <sup>2</sup> điều chỉnh	0,167396			0,045532		
Akeike Info Criterion	2,031326			2,167922		

Ghi chú: Ký hiệu \*, \*\*, \*\*\*: chỉ ra ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

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

**Bảng 4: Kết quả kiểm định số liệu thống kê Vuong Z**

$Z_{Vuong} = \frac{[\log(\sigma_{cfo}^2) - \log(\sigma_e^2)]}{[\sqrt{n} \sum_1^n (\frac{e_{cfo,i}^2}{\sigma_{cfo}^2} - \frac{e_{e,i}^2}{\sigma_e^2})]^2}$		
Phương sai thặng dư của mô hình (1)	$\sigma_e^2$	0,31292
Phương sai thặng dư của mô hình (2)	$\sigma_{cfo}^2$	0,41488
Logarit tự nhiên của phương sai thặng dư mô hình (1)	$\log(\sigma_{cfo}^2)$	-1,16179
Logarit tự nhiên của phương sai thặng dư mô hình (2)	$\log(\sigma_e^2)$	-0,87976
$\sum_1^n (\frac{e_{cfo,i}^2}{\sigma_{cfo}^2} - \frac{e_{e,i}^2}{\sigma_e^2})$		-100,2157
$[\sqrt{n} \sum_1^n (\frac{e_{cfo,i}^2}{\sigma_{cfo}^2} - \frac{e_{e,i}^2}{\sigma_e^2})]^2$		5.272.669,721
<b>Số liệu thống kê <math>Z_{Vuong}</math></b>		<b>0,00000053</b>

Kết quả hồi quy của mô hình (3) nhằm kiểm định giả thuyết (2) được trình bày trên bảng 5. Số liệu thống kê F (giá trị tin cậy gần như 100%) được tính toán từ mô hình là 28,82 lớn hơn giá trị tới hạn của F(4,101) tại mức ý nghĩa 1%. Do đó giả thuyết không  $H_0$  của kiểm định F:  $\alpha_1 = \alpha_2 = 0, \alpha_3 = \alpha_4 = 0$  hoàn toàn bị phủ định. Các hệ số của EAR,  $\Delta EAR$  và CFO,  $\Delta CFO$  đều có ý nghĩa thống kê và đều mang giá trị dương ngoại trừ hệ số của  $\Delta CFO$  mang giá trị âm. Kết quả này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Ali và Pope (1995). Tổng hệ số góc ( $\alpha_1 + \alpha_2$ ) và ( $\alpha_3 + \alpha_4$ ) lần lượt là 1,01 và 0,05 với

mức độ tin cậy 99% và 90% cho thấy thông tin lợi nhuận kế toán và thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bổ sung cho nhau trong việc giải thích lợi suất cổ phiếu. Hệ số R<sup>2</sup> điều chỉnh của mô hình (3) là 17,51%, có nghĩa là mô hình giải thích được 17,51% mẫu quan sát, cao hơn kết quả nghiên cứu của Cheng và Yang (2003) về thị trường Mỹ (hệ số R<sup>2</sup> điều chỉnh là 9%). Như vậy, có thể kết luận việc kết hợp cả hai chỉ tiêu lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đem lại hiệu quả tốt hơn trong việc đánh giá hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

**Bảng 5: Kết quả mô hình hồi quy về năng lực giải thích của sử dụng kết hợp thông tin lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đối với lợi suất cổ phiếu**

$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EAR_{it} + \alpha_2 \Delta EAR_{it} + \alpha_3 CFO_{it} + \alpha_4 \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it}$ (3)			
Số quan sát: 525			
Biến số	Hệ số góc	T-statistics	p-value
Hệ số chặn (hằng số $\alpha_0$ )	0,101993*	2,661386	0,0080
EAR ( $\alpha_1$ )	0,519341*	4,578633	0,0000
$\Delta EAR$ ( $\alpha_2$ )	0,490816*	3,530316	0,0005
CFO ( $\alpha_3$ )	0,109369*	2,627098	0,0089
$\Delta CFO$ ( $\alpha_4$ )	-0,05825***	-1,82761	0,0682
SEC ( $\alpha_1 + \alpha_2$ )	1,010157*	8,843796	0,0000
SCC ( $\alpha_3 + \alpha_4$ )	0,051122***	1,667547	0,0960
R <sup>2</sup> điều chỉnh			0,175146
F-statistic			28,81591*

*Ghi chú:*

*SEC: sum of earning coefficients – tổng hệ số góc của lợi nhuận kế toán*

*SCC: sum of cash flow coefficients – tổng hệ số góc của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh*

*Ký hiệu \*, \*\*, \*\*\*: chỉ ra ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%*

*Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm tác giả*

Các nghiên cứu trước đây đưa ra giả thuyết rằng khi lợi nhuận kế toán có biến động quá cao hoặc quá thấp bất thường thì nhà đầu tư sẽ quan tâm hơn tới các nguồn thông tin khác để đánh giá doanh nghiệp. Ali và Zarowin (1992), Charitou và cộng sự (2001) đều hướng đến nghiên cứu dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khi có sự hiện diện của biến động lợi nhuận kế toán bất thường. Dựa trên các nghiên cứu đó, chúng tôi cũng sử dụng giá trị tuyệt đối của hệ số biến động lợi nhuận kế toán trên giá cổ phiếu kỳ trước để đo lường biến động bất thường của lợi nhuận kế toán. Những mẫu quan sát có giá trị lớn hơn trung vị đều được coi là biến động lớn. Kết quả của mô hình (4) được trình bày trên bảng 6.

Kết quả mô hình hồi quy (4) cho thấy tổng hệ số ( $\alpha_5 + \alpha_6$ ) mang giá trị âm và có ý nghĩa thống kê 10%, ngược lại tổng hệ số ( $\alpha_7 + \alpha_8$ ) mang giá trị dương tuy nhiên lại không có ý nghĩa thống kê. Do đó không có bằng chứng rõ ràng để khẳng định vai trò giải thích lợi suất cổ phiếu của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tăng lên khi có biến động bất thường của lợi nhuận kế toán. Kết quả này không đồng nhất với kết quả nghiên cứu của Cheng và Yang (2003) tại thị trường Mỹ. Tuy nhiên, các nghiên cứu của Charitou và cộng sự (2001), Habib (2008) đều không tìm được bằng chứng về việc dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có khả năng giải thích lợi suất cổ phiếu vượt trội hơn khi lợi nhuận

kế toán biến động bất thường tại Anh và New Zealand. Nguyên nhân có thể do khi có sự biến động bất thường của lợi nhuận kế toán, nhà đầu tư hướng tới những thông tin khác để ra quyết định thay vì dựa vào dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.

Như vậy, khi phân tích thực nghiệm các mô hình nêu trên, chúng tôi nhận thấy mô hình có sức mạnh giải thích lợi suất cổ phiếu tối ưu nhất là mô hình sử dụng kết hợp thông tin lợi nhuận kế toán và thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh. Kết quả nghiên cứu chỉ ra thông tin lợi nhuận kế toán và thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có những giải thích nhất định đối với lợi suất cổ phiếu tại thị trường Việt Nam. Tác động của các thông tin này đối với lợi suất cổ phiếu là cùng chiều. Cả hai thông tin lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đều có ảnh hưởng như nhau đến lợi suất cổ phiếu, tuy nhiên khi nhà đầu tư lựa chọn thông tin để phân tích, đánh giá lợi suất cổ phiếu cần sử dụng kết hợp cả hai thông tin này để được kết quả tối ưu nhất. Đối với nhà quản trị, kết quả này cũng chỉ ra rằng các nhà quản trị không chỉ nên quan tâm đến lợi nhuận kế toán mà còn cần chú trọng đến dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, từ đó nghiên cứu và xem xét đưa ra các chiến lược kinh doanh để thu hút các nhà đầu tư, nâng cao sức hấp dẫn của cổ phiếu doanh nghiệp.



**Bảng 6: Kết quả mô hình hồi quy về vai trò của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong việc giải thích lợi suất cổ phiếu khi có sự biến động bất thường lợi nhuận kế toán**

$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EAR_{it} + \alpha_2 \Delta EAR_{it} + \alpha_3 CFO_{it} + \alpha_4 \Delta CFO_{it} + \alpha_5 EAR_{it} D_{HE} + \alpha_6 \Delta EAR_{it} D_{HE} + \alpha_7 CFO_{it} D_{HE} + \alpha_8 \Delta CFO_{it} D_{HE} + \varepsilon_{it} \quad (4)$			
Số quan sát: 525			
Biến số	Hệ số góc	T-statistics	p-value
Hệ số chặn ( $\alpha_0$ )	0,130107*	3,208981	0,0014
EAR ( $\alpha_1$ )	0,20665	0,983662	0,3257
$\Delta EAR$ ( $\alpha_2$ )	3,177078	2,556328	0,0109
CFO ( $\alpha_3$ )	0,092123	1,206052	0,2284
$\Delta CFO$ ( $\alpha_4$ )	0,000277	0,004929	0,9961
EAR x $D_{HE}$ ( $\alpha_5$ )	0,37434***	1,773343	0,0768
$\Delta EAR$ x $D_{HE}$ ( $\alpha_6$ )	-2,75141**	-2,20829	0,0277
CFO x $D_{HE}$ ( $\alpha_7$ )	0,021929	0,241756	0,8091
$\Delta CFO$ x $D_{HE}$ ( $\alpha_8$ )	-0,08873	-1,30268	0,1933
( $\alpha_1 + \alpha_2$ )	3,383728*	2,741694	0,0063
( $\alpha_3 + \alpha_4$ )	0,092400	1,567872	0,1175
( $\alpha_5 + \alpha_6$ )	-2,377068***	-1,917578	0,0557
( $\alpha_7 + \alpha_8$ )	-0,066801	-0,971216	0,3319
$R^2$ điều chỉnh		0,185137	
F-statistic		15,88161*	

Ghi chú:  $D_{HE}$  là biến giả được gán giá trị 1 đối với những mẫu quan sát lớn hơn giá trị trung vị của  $\left| \frac{\Delta EAR}{P_{t-1}} \right|$  và được gán giá trị 0 với những mẫu còn lại. Ký hiệu \*, \*\*, \*\*\*: chỉ ra ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

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

### 5. Kết luận

Nghiên cứu này đánh giá vai trò của thông tin lợi nhuận kế toán và dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh đối với lợi suất cổ phiếu, qua đó cho biết liệu lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có khả năng giải thích lợi suất cổ phiếu hay không và việc sử dụng kết hợp hai chỉ tiêu này trong việc đánh giá doanh nghiệp có tối ưu hay không.

Kết quả nghiên cứu cho thấy cả lợi nhuận kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đều có mối liên quan tới lợi suất cổ phiếu ở thị trường Việt Nam. Việc sử dụng thông tin lợi nhuận kế toán để giải thích lợi suất cổ phiếu sẽ không có sự khác biệt so với việc sử dụng thông tin dòng tiền từ hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, phương án tối ưu để giải thích lợi suất cổ phiếu là sử dụng kết hợp cả hai chỉ tiêu này. Kết quả phân tích hồi quy nhằm đánh giá

vai trò của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khi có sự biến động bất thường của lợi nhuận kế toán không đưa ra được bằng chứng đáng tin cậy rằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có vai trò thay thế trong việc giải thích lợi suất cổ phiếu trong trường hợp này.

Dựa trên kết quả này, có thể cho rằng các nhà đầu tư ở thị trường Việt Nam sử dụng cả thông tin lợi nhuận kế toán và thông tin về dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong quá trình đánh giá và ra quyết định. Theo đó, vai trò của báo cáo lưu chuyển tiền tệ đối với các nhà đầu tư, các tổ chức tín dụng là quan trọng không kém so với báo cáo kết quả kinh doanh, đặt ra yêu cầu cần thiết trong việc dự báo dòng tiền cũng như hoàn thiện phương pháp xây dựng báo cáo lưu chuyển tiền tệ trong tương lai. □

## Tài liệu tham khảo

- Ali, A. và Zarowin, P. (1992), “Permanent versus Transitory Components of Annual Earnings and Estimation Error in Earnings Response Coefficients”, *Journal of Accounting and Economics*, Tập 15, trang 249-264.
- Ball, R. và Brown, P. (1968), “An Empirical Evaluation of Accounting Income Number”, *Journal of Accounting Research, Autumn*, trang 159-178.
- Charitou, A., Clubb, C. và Andreou, A. (2000), “The Value Relevance of Earnings and Cash Flows: Empirical Evidence for Japan”, *Journal of International Financial Management & Accounting*, Tập 11, số 1, trang 1-22.
- Charitou, A., Clubb, C. và Andreou, A. (2001), “The Effect of Earnings Permanence, Growth and Firm Size on the Usefulness of Cash Flows and Earnings in Explaining Security Returns: Empirical Evidence for the UK”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Tập 28, số 5/6, trang 173-182.
- Cheng, C.S.A. và Yang, S.S.M. (2003), “The Incremental Information Content of Earnings and Cash Flows from Operations Affected by Their Extremity”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Tập 30, số 1-2, trang 73-116.
- Dechow, P.M. (1994), “Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance, The Role of Accounting Accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, Tập 18, trang 3-42.
- FASB [Financial Accounting Standard Board] (1978), *Statement of Financial Accounting Concepts số 1: Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*, Stamford, United States.
- Habib, A. (2008), “The Role of Accruals and Cash Flows in Explaining Security Returns: Evidence from New Zealand”, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Tập 17, trang 51-66.
- International Accounting Standard Board (2010), *International Accounting Standard số 7: Statement of Cash Flows*, London, United Kingdom.
- Kusuma, H. (2014), “The Incremental Information Content of the Cash Flow Statement: An Australian Empirical Investigation”, *International Journal of Business Administration*, Tập 5, số 4, trang 90-102.
- Nguyễn Hữu Ánh (2013), “Dự báo dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh”, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, số Đặc biệt, tháng 10 năm 2013, trang 20-27.
- Nguyễn Thanh Hiếu và Tạ Thu Trang (2013), “Vai trò của thông tin dòng tiền trong các doanh nghiệp”, *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, Số 194 (II), trang 36-45
- Phạm Hoài Hương (2014), “Việt Nam có các điều kiện thuận lợi để áp dụng chuẩn mực kế toán quốc tế IAS/IFRS?”, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số 199, trang 40-45
- Vũ Duy Hào và Đỗ Hồng Nhung (2014), “Mô hình dự báo dòng tiền cho các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số 201, trang 38-48
- Vuong, Q.H. (1989), “Likelihood Ratio Test for Model Selection and Non-nested Hypotheses”, *Econometrica*, Tập 57, Issue 2, trang 307-333.

---

## Thông tin tác giả:

**\*Nguyễn Phương Thảo**, Thạc sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Kế toán - Kiểm toán, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân.

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ Email: [thaonp42@gmail.com](mailto:thaonp42@gmail.com)

- Lĩnh vực nghiên cứu chính của tác giả: Kế toán, Kiểm toán và Phân tích.

**\*\*Phạm Thanh Hương**, Thạc sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Kế toán - Kiểm toán, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân.

- Lĩnh vực nghiên cứu chính của tác giả: Kế toán, Kiểm toán và Phân tích.

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ Email: [pthuong172@gmail.com](mailto:pthuong172@gmail.com)