

MỐI QUAN HỆ GIỮA LỢI THỂ THƯƠNG MẠI VÀ GIÁ TRỊ THỊ TRƯỜNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Đoàn Thị Hồng Nhung

Khoa Kinh tế - Quản lý, Trường đại học Thăng Long

Email: dnhung2002@yahoo.com

Ngày nhận: 19/11/2018

Ngày nhận bản sửa: 28/12/2018

Ngày duyệt đăng: 25/02/2019

Tóm tắt:

Lợi thể thương mại là một chủ đề gây tranh cãi trong giới nghiên cứu và kế toán. Các chuyên gia kế toán cho rằng lợi thể thương mại là tài sản vô hình mà các doanh nghiệp không thể đo lường và ghi nhận nó một cách riêng rẽ. Để kiểm tra xem lợi thể thương mại có phải là tài sản được các nhà đầu tư định giá khi mua doanh nghiệp, nhiều nhà nghiên cứu đã kiểm tra thực chứng mối quan hệ giữa lợi thể thương mại và giá trị thị trường của doanh nghiệp. Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu chỉ được thực hiện tại các nước có nền kinh tế phát triển như Anh và Mỹ. Nghiên cứu này được thực hiện nhằm kiểm chứng mối quan hệ trên trong bối cảnh mới là Việt Nam, một nền kinh tế đang phát triển. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ dương giữa lợi thể thương mại và giá trị thị trường của doanh nghiệp. Như vậy, điều này chứng tỏ nhà đầu tư coi lợi thể thương mại là một tài sản khi định giá doanh nghiệp.

Từ khóa: Giá trị thị trường, Lợi thể thương mại, Tài sản cố định vô hình

Mã JEL: M41

Relationship between goodwill and market value of listed firms on Vietnam Stock Exchange

Abstract:

Goodwill is a controversial topic among researchers and accountants. Accounting experts believe that goodwill is an intangible asset that businesses cannot measure and record it separately. To test whether goodwill is an asset valued by investors when purchasing an enterprise, many researchers have examined the relationship between goodwill and the market value of the business. However, most studies are only conducted in developed countries such as the United Kingdom and the United States. This study was conducted to examine the relationship in the new context of Vietnam, a developing economy. The results show that there is a positive relationship between goodwill and the market value of the business. Thus, this proves that investors consider goodwill as an asset when valuing enterprises.

Keywords: Market Value, Goodwill, Intangible Assets

JEL Code: M41

1. Giới thiệu

Lợi thế thương mại mua được khi hợp nhất kinh doanh là một chủ đề gây nhiều tranh cãi trong nghiên cứu. Việc đo lường và ghi nhận lợi thế thương mại là rất phức tạp và khác nhau giữa các quốc gia. Trước năm 1970, một số phương pháp kế toán lợi thế thương mại được áp dụng: phương pháp thứ nhất ghi nhận lợi thế thương mại như một tài sản trên báo cáo tài chính; phương pháp thứ hai ghi nhận ngay lợi thế thương mại vào chi phí hoặc thu nhập trên báo cáo tài chính của năm mua; phương pháp thứ ba vốn hoá lợi thế thương mại, ghi nhận nó như một tài sản cố định vô hình và phân bổ dần vào chi phí cho các kỳ kế toán tương lai. Năm 1970, phương pháp kế toán lợi thế thương mại ở Mỹ được thực hiện theo Quan điểm hội đồng nguyên tắc kế toán số 17 (Accounting Principles Board Opinion No17) - *Tài sản cố định vô hình*. Theo đó, lợi thế thương mại được quy định thống nhất cách ghi nhận như là tài sản cố định vô hình và phân bổ vào chi phí với thời hạn tối đa không quá 40 năm. Phương pháp kế toán này được duy trì cho tới năm 1995 khi Chuẩn mực kế toán tài chính số 121 (Financial Accounting Standards No 121) – *Kế toán sự suy giảm của các tài sản có vòng đời dài* được ban hành. Tất cả các tài sản có vòng đời dài, bao gồm cả lợi thế thương mại đều phải được đánh giá suy giảm hàng năm. Tại thời điểm đó, lợi thế thương mại vừa phải thực hiện phân bổ lại vừa phải đánh giá suy giảm. Quá trình thực hiện song song hai phương pháp đối với lợi thế thương mại kết thúc khi Chuẩn mực kế toán tài chính số 142 được ban hành vào năm 2001. Theo Chuẩn mực kế toán tài chính số 142, lợi thế thương mại không còn được phân bổ đều nữa mà chỉ thực hiện đánh giá suy giảm hàng năm (Kintzele và cộng sự, 2005).

Theo tiêu chuẩn báo cáo tài chính quốc tế 3 - Hợp nhất kinh doanh (IFRS 3- Business Combination), lợi thế thương mại là tài sản thể hiện lợi ích kinh tế trong tương lai phát sinh từ các tài sản khác được mua trong hợp nhất kinh doanh mà không thể xác định và ghi nhận một cách riêng rẽ (International, 2008). Theo Chuẩn mực kế toán Việt Nam số 11 (VAS 11) - Hợp nhất kinh doanh, lợi thế thương mại là những lợi ích kinh tế trong tương lai phát sinh từ các tài sản không xác định được và không ghi nhận được một cách riêng biệt (Bộ Tài Chính, 2005). Bộ

Tài Chính (2014) quy định lợi thế thương mại phải được ghi nhận như một tài sản cố định vô hình, phân bổ đều vào chi phí với thời gian tối đa là 10 năm và thực hiện đánh giá sự suy giảm lợi thế thương mại hàng năm. Nếu số lợi thế thương mại bị suy giảm hàng năm do đánh giá suy giảm lớn hơn số phân bổ thì kế toán phải ghi nhận số suy giảm. Như vậy, có thể thấy phương pháp kế toán lợi thế thương mại hiện nay tại Việt Nam có những điểm tương đồng với phương pháp kế toán lợi thế thương mại tại Mỹ giai đoạn 1995 – 2001.

Nếu kế toán ghi nhận lợi thế thương mại là một tài sản, thì liệu tài sản đó có mang lại lợi ích kinh tế thực sự trong tương lai cho doanh nghiệp và các nhà đầu tư có coi lợi thế thương mại là tài sản và xem xét chúng khi định giá doanh nghiệp.

2. Tổng quan nghiên cứu

Lý thuyết thị trường hoàn hảo là cơ sở của nhiều nghiên cứu về phản ứng của giá cổ phiếu của các công ty trên thị trường đối với các thông tin tài chính mà các công ty này công bố. Khi thị trường hoàn hảo thì thông tin lan truyền nhanh và ngay lập tức giá cả phản ánh thông tin mới công bố. Sự hiệu quả ngụ ý rằng giá cả phản ánh sự hiểu biết và kỳ vọng của tất cả các nhà đầu tư. Theo lý thuyết thị trường hoàn hảo, không có cá nhân nào có thông tin về bất kỳ một chứng khoán nào nhiều hơn các cá nhân khác trong thị trường. Lý thuyết này cũng là cơ sở vững chắc để các nhà nghiên cứu kiểm chứng phản ứng của các nhà đầu tư đối với công bố thông tin lợi thế thương mại là tài sản trên báo cáo tài chính của các công ty.

Trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu kiểm chứng mối quan hệ giữa lợi thế thương mại và giá trị thị trường của doanh nghiệp. Hầu hết các nghiên cứu đều phát hiện ra mối quan hệ cùng chiều giữa lợi thế thương mại và giá trị thị trường của doanh nghiệp (Chauvin & Mark, 1994; McCarthy & Schneider, 1995; Jennings & cộng sự, 1996; Qureshi & Ashraf, 2013).

Chauvin & Mark (1994) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa lợi thế thương mại và giá trị thị trường của doanh nghiệp với mẫu nghiên cứu gồm 2693 quan sát trong thời gian 3 năm từ 1989 đến 1991 lấy từ cơ sở dữ liệu Compustat. Kết quả nghiên cứu đã cho thấy lợi thế thương mại có mối quan hệ dương với

giá trị thị trường của các doanh nghiệp phi sản xuất và có ý nghĩa thống kê, nhưng không có ý nghĩa thống kê đối với các doanh nghiệp sản xuất.

McCarthy & Schneider (1995) nghiên cứu mối quan hệ giữa lợi thế thương mại và giá trị thị trường của doanh nghiệp cùng với các biến độc lập khác trong mô hình như giá trị ghi sổ của tài sản trừ lợi thế thương mại, nợ phải trả và thu nhập đã cho thấy các nhà đầu tư có xem xét lợi thế thương mại khi định giá công ty và ảnh hưởng của lợi thế thương mại tới việc định giá công ty ít nhất cũng ngang bằng với các tài sản khác.

Jennings & cộng sự (1996) đã hồi quy giá trị thị trường của các doanh nghiệp Mỹ theo nhà xưởng, máy móc, thiết bị, lợi thế thương mại, tài sản khác và nợ phải trả gồm 259 quan sát từ năm 1982 đến 1988. Kết quả cho thấy thị trường định giá lợi thế thương mại cao hơn so với nhà xưởng, máy móc, thiết bị và các tài sản khác.

Qureshi & Ashraf (2013) đã thu thập dữ liệu của các công ty của Anh thuộc 84 ngành khác nhau từ năm 1998 đến 2003. Nghiên cứu sử dụng mô hình định giá của Ohlson để hồi quy giá trị thị trường của doanh nghiệp theo lợi thế thương mại, các tài sản khác trừ lợi thế thương mại, chi phí nghiên cứu phát triển, chi phí quảng cáo tương tự như nghiên cứu của Chauvin & cộng sự (1994). Tuy nhiên, nghiên cứu này đưa thêm 3 biến mới là lợi nhuận, cổ tức và ảnh hưởng tiêu cực của tăng vốn khi mua. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng lợi thế thương mại có ảnh hưởng đáng kể đối với giá trị thị trường của doanh nghiệp. Điều này gợi ý rằng các nhà đầu tư coi lợi thế thương mại như là một nguồn lực kinh tế.

Trái ngược với các nghiên cứu trên, Kathleen & Ayres (2000) đã sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện đối với các giao dịch mua của các công ty Mỹ xảy ra từ 1984 đến 1990 để đánh giá ảnh hưởng của sự thay đổi lợi thế thương mại đối với thu nhập bất thường trên thị trường chứng khoán. Nghiên cứu này tập trung vào sự thay đổi giá trị thị trường của doanh nghiệp trước và sau sự kiện mua bán, sáp nhập có lợi thế thương mại phát sinh. Nhóm nghiên cứu đã dùng mô hình thị trường để tính toán thu nhập bất thường trung bình tích lũy (CAAR- Cumulative Average Abnormal Returns) xung quanh ngày sự kiện. Ngày sự kiện được lựa chọn trong nghiên cứu là ngày báo cáo lợi nhuận quý đầu tiên sau khi giao

dịch mua thành công. Như vậy, khi áp dụng phương pháp hoàn toàn khác với các nghiên cứu ở nhóm 1 với cùng dữ liệu là các công ty Mỹ đã cho một kết quả nghiên cứu hoàn toàn trái ngược. Nghiên cứu đã chỉ ra mối quan hệ không cùng chiều giữa lợi thế thương mại và giá trị thị trường của doanh nghiệp. Phát hiện của nghiên cứu đã chỉ ra rằng công ty có lợi thế thương mại càng lớn thì ảnh hưởng xấu tới giá trị thị trường của doanh nghiệp càng cao và các tác giả đã lý giải rằng do tâm lý của các nhà đầu tư e ngại việc ghi nhận lợi thế thương mại cao đồng nghĩa với việc chi phí phân bổ lợi thế thương mại cũng sẽ cao và ảnh hưởng tới kết quả hoạt động kinh doanh.

Tất cả các nghiên cứu trên đều thực hiện tại Mỹ và Anh, nơi có nền kinh tế rất phát triển và nhận thức của nhà đầu tư đối với lợi thế thương mại là đầy đủ và rõ ràng. Tuy nhiên, kết quả của các nghiên cứu vẫn chưa có sự thống nhất. Hiện nay, tại Việt Nam, chưa có nghiên cứu nào định lượng mối quan hệ giữa lợi thế thương mại và giá trị thị trường doanh nghiệp. Kinh tế Việt Nam là một nền kinh tế đang phát triển nên nhận thức của các nhà đầu tư đối với lợi thế thương mại có thể chưa đầy đủ, đồng thời kế toán lợi thế thương mại tại Việt Nam còn rất mới mẻ đối với các doanh nghiệp nên quá trình đánh giá và ghi nhận lợi thế thương mại có thể còn chưa chính xác. Điều này có thể ảnh hưởng tới phản ứng của nhà đầu tư đối với công bố thông tin lợi thế thương mại. Do đó, trên cơ sở lý thuyết thị trường hoàn hảo, nghiên cứu này sẽ kiểm chứng mối quan hệ giữa lợi thế thương mại và giá trị thị trường của các doanh nghiệp tại Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Thiết kế nghiên cứu

Mô hình sử dụng trong nghiên cứu này được phát triển từ mô hình của Landsman. Landsman (1986) sử dụng các khoản mục trong bảng cân đối kế toán để giải thích giá trị thị trường của vốn chủ. Nếu MA là giá trị thị trường của tài sản và ML là giá trị thị trường của nợ phải trả thì giá trị thị trường của vốn chủ ME sẽ được trình bày như sau:

$$ME = \beta_1 MA + \beta_2 ML + \mu \quad (1)$$

Trong đó, μ là giá trị phần dư

Landsman sử dụng mô hình ở phương trình (1) để kiểm tra sự chấp nhận của thị trường đối với các tài

sản và nợ phải trả của công ty.

Tuy nhiên, xác định giá trị thị trường của các tài sản và nợ phải trả của công ty là rất khó khăn. Nghiên cứu của Ohlson (1993) đã sử dụng giá trị ghi sổ của tài sản và nợ phải trả thay thế cho giá trị thị trường đồng thời ông đã đưa thêm biến thu nhập để mô hình có được kết quả giải thích tốt hơn (trích dẫn bởi McCarthy và Schneider, 1995).

$$ME = \beta_1 ASSET + \beta_2 LIAB + \beta_3 INC + \varepsilon \quad (2)$$

Trong đó:

ME: Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu

ASSET: Giá trị ghi sổ của tài sản

LIAB: Giá trị ghi sổ của nợ phải trả

INC: Thu nhập thuần

Nghiên cứu này tập trung vào sự chấp nhận của thị trường đối với lợi thế thương mại. Do đó, biến ASSET sẽ được tách thành hai biến sau: ALGW- Giá trị ghi sổ của tài sản trừ lợi thế thương mại và GW- Giá trị ghi sổ của lợi thế thương mại. Mô hình trên sẽ được biến đổi thành mô hình mới dưới đây:

$$MV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ALGW_{i,t} + \beta_2 GW_{i,t} + \beta_3 LIAB_{i,t} + \beta_4 INC_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (3)$$

Biến MV sẽ được tính toán bằng cách lấy số lượng cổ phiếu thường lưu hành trên thị trường nhân (x) với giá đóng cửa của một cổ phiếu tại ngày 01 tháng 4 của năm tiếp theo sau khi kết thúc năm tài chính (McCarthy & Schneider, 1995)

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu mảng nên tác giả đã tiến hành kiểm định để lựa chọn mô hình thích hợp trong ba mô hình: bình phương nhỏ nhất thông thường gộp, tác động ngẫu nhiên hoặc tác động cố định. Việc kiểm định lựa chọn mô hình được tiến hành qua hai bước. Bước 1 kiểm định để lựa chọn

xem nên dùng mô hình bình phương nhỏ nhất thông thường gộp hay tác động ngẫu nhiên bằng kiểm định Breusch và Pagan Lagrangian. Nếu hệ số p.value < 0,05 thì tồn tại tác động ngẫu nhiên và mô hình bình phương nhỏ nhất thông thường gộp sẽ không được sử dụng. Ngược lại, nếu p.value > 0,05 thì mô hình bình phương nhỏ nhất thông thường gộp sẽ được sử dụng. Nếu mô hình tác động ngẫu nhiên được lựa chọn ta cần tiến hành bước 2, sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn giữa mô hình tác động ngẫu nhiên và mô hình tác động cố định. Nếu p.value < 0,05, lựa chọn mô hình tác động cố định. Nếu p.value > 0,05, lựa chọn mô hình tác động ngẫu nhiên.

3.2. Giả thuyết nghiên cứu

Trong phương trình (3) ở trên, hệ số β_2 của lợi thế thương mại là hệ số quan tâm chính. Nếu thị trường định giá lợi thế thương mại thì lợi thế thương mại sẽ có ảnh hưởng đáng kể, hệ số β_2 sẽ có tương quan dương với giá trị thị trường của công ty. Để kiểm tra mối quan hệ này giả thuyết sau được kiểm tra (Giả thuyết 1):

$$H_1: \beta_2 = 0$$

Thứ hai, nếu lợi thế thương mại là biến có ý nghĩa, cần kiểm tra thêm xem thị trường chấp nhận lợi thế thương mại như thế nào so với các tài sản khác. Nếu lợi thế thương mại là có ý nghĩa, nó có được định giá khác với các tài sản khác không? Điều này được kiểm chứng bởi giả thuyết sau (Giả thuyết 2):

$$H_2: \beta_1 = \beta_2$$

3.3. Thu thập dữ liệu và lựa chọn mẫu

Dữ liệu nghiên cứu thu thập từ báo cáo tài chính hợp nhất của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu này kiểm tra lợi

Bảng 1: Kết quả kiểm tra đa cộng tuyến bằng lệnh VIF đối với mô hình (4)

Variable	VIF	1/VIF
LEV	1,31	0,764151
INC2	1,18	0,845670
GW2	1,07	0,932055
lnALGW	1,07	0,933667
Mean VIF	1,16	

Bảng 2: Kết quả phân tích thống kê mô tả

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
LEV	792	0,5491415	0,195928	0,0091288	0,9298366
GW2	792	0,0163668	0,0371921	0	0,3803762
INC2	792	0,0546099	0,0701786	-0,286772	0,7836998
lnMV	792	13,3052	1,682895	9,738797	19,08592
lnALGW	792	14,28333	1,399791	9,849612	18,96423

thể thương mại báo cáo của các công ty trong 8 năm từ 2009 đến 2016. Mẫu sẽ được chọn cho các công ty cổ phần niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán theo các tiêu chí cơ bản sau:

- Các công ty niêm yết có thời gian niêm yết tối thiểu từ năm 2009 và vẫn tiếp tục được niêm yết ít nhất đến năm 2017;

- Mẫu được chọn gồm các công ty có công bố lợi thể thương mại trên báo cáo tài chính hợp nhất trong giai đoạn từ năm 2009 đến 2016;

- Các công ty được lựa chọn theo nhiều ngành nghề kinh doanh phi tài chính: Ngành Nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản; Khai khoáng dầu khí; Công nghiệp chế biến; Xây dựng; Vận tải, kho bãi; Thương mại và dịch vụ; Thông tin truyền thông; Hoạt động chuyên môn khoa học; Kinh doanh bất động sản.

Kết quả cuối cùng thu được gồm 99 công ty tương ứng 792 quan sát.

4. Kết quả và thảo luận

Kết quả kiểm tra đa cộng tuyến của mô hình (3) chỉ ra rằng tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến cao giữa các biến do tất cả các hệ số VIF của các biến độc lập đều lớn hơn 2, đặc biệt là hệ số VIF của hai biến LIAB và ALGW đều rất cao. Để khắc phục hiện tượng này, các biến trong mô hình 3 được giảm phát

bằng cách chia cho giá trị ghi sổ của tổng tài sản và lấy logarit cho hai biến MV_t và ALGW như sau:

Sử dụng biến $LEV = LIAB/TA$ thay cho biến LIAB

Sử dụng biến $GW2 = GW/TA$ thay cho biến GW

Sử dụng biến $INC2 = INC/TA$ thay cho biến INC

Trong đó, TA là giá trị ghi sổ của tổng tài sản

Mô hình sử dụng các biến điều chỉnh được viết lại như sau:

$$\ln MV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln ALGW_{i,t} + \beta_2 GW2_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 INC2_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (4)$$

Kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến đối với mô hình (4) cho kết quả tất cả các hệ số VIF của các biến đều nhỏ hơn 2. Điều này cho thấy không còn hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến hay các biến độc lập của mô hình không bị tác động lẫn nhau. Kết quả thể hiện trong Bảng 1.

Kết quả phân tích thống kê mô tả ở Bảng 2 cho thấy được những đặc tính cơ bản của các biến nghiên cứu như giá trị lớn nhất, giá trị nhỏ nhất, giá trị trung bình và sai lệch giữa giá trị trung bình của các biến với giá trị thực.

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu mảng nên tác giả đã thực hiện kiểm định để lựa chọn mô hình thích

Bảng 3: Kết quả kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình tác động ngẫu nhiên hay tác động cố định

Test: Ho: difference in coefficients not systematic
$\chi^2(4) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$
= 54,55
Prob>chi2 = 0,0000

Bảng 4: Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model
H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i
chi2 (99) = 1037,51
Prob>chi2 = 0,0000

hợp trong ba mô hình: bình phương nhỏ nhất thông thường gộp, tác động ngẫu nhiên hoặc tác động cố định. Kết quả kiểm tra cho thấy tồn tại tác động ngẫu nhiên ($p.value < 0,05$) nên mô hình bình phương nhỏ nhất thông thường gộp sẽ không được sử dụng.

Tiếp theo, tác giả thực hiện kiểm tra xem nên sử dụng mô hình tác động ngẫu nhiên hay mô hình tác động cố định bằng cách sử dụng kiểm định Hausman. Kết quả kiểm định tại Bảng 3 cho thấy $p.value < 0,05$ nên bác bỏ H_0 ; vì vậy, nghiên cứu lựa chọn sử dụng mô hình tác động cố định.

Tác giả thực hiện kiểm định tự tương quan và phương sai sai số thay đổi đối với mô hình tác động cố định. Cả hai kết quả kiểm định đều cho thấy sự tồn tại của hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi trong mô hình. Kết quả được trình bày chi tiết trong Bảng 4 và Bảng 5.

Để khắc phục hai hiện tượng trên, tác giả đã sử dụng phương pháp hồi quy bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS). Kết quả cho thấy hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan đã được khắc phục. Kết quả được trình bày trong bảng 6.

Kết quả ở bảng 6 cho thấy các biến giải thích đều có ý nghĩa với $p.value < 0,05$ và dấu của các hệ số ước lượng đều đúng dự đoán. Nhất quán với thảo luận ở trên, hệ số ước lượng của $GW2$, $\beta_2 = 1,35$, lớn hơn +1 với mức ý nghĩa 0,008. Bằng chứng này chỉ ra rằng các nhà đầu tư chấp nhận lợi thế thương mại là tài sản và định giá lợi thế thương mại khi định giá công ty.

Kết quả ở bảng 6 cũng cho thấy dấu hệ số ước lượng của LEV là âm, $\beta_3 = -2,65$, với mức ý nghĩa $< 0,05$. Điều này cho thấy LEV tăng thì giá trị thị trường của công ty giảm. Kết quả này là phù hợp với lý thuyết trong tài chính cũng như thực tiễn kinh doanh của các công ty trên thị trường. Hệ số ước

lượng của các tài sản khác trừ lợi thế thương mại lớn hơn +1 với mức ý nghĩa $p.value < 0,05$ cho thấy thị trường cũng định giá các tài sản khác khi định giá công ty. Tuy nhiên, so sánh hệ số ước lượng còn cho thấy lợi thế thương mại được thị trường định giá cao hơn so với các tài sản khác. Kết quả này nhất quán với các nghiên cứu trước như Wang (1995) và Jennings & cộng sự (1996). Họ đã phát hiện ra rằng các nhà đầu tư có xem xét đến lợi thế thương mại khi định giá công ty và coi trọng lợi thế thương mại hơn các tài sản khác.

Từ kết quả của nghiên cứu này, có thể tranh luận rằng thông tin lợi thế thương mại đóng một vai trò quan trọng đối với thị trường, các nhà đầu tư có thể thấy lợi thế thương mại như là một nguồn lực mang lại lợi ích kinh tế trong tương lai. Kết quả này cũng góp phần củng cố thêm khẳng định của các nhà xây dựng chuẩn mực kế toán đó là lợi thế thương mại là một tài sản và nó nên được vốn hóa và trình bày ở mục tài sản trên bảng cân đối kế toán hợp nhất.

Việc tính toán giá trị lợi thế thương mại là một vấn đề phức tạp và các công ty của Việt Nam còn rất mơ hồ về điều này. Trong thực tế, nhiều công ty của Việt Nam đã đơn giản hóa thủ tục tính toán giá trị lợi thế thương mại bằng cách lấy giá mua trừ trực tiếp cho giá trị ghi sổ tài sản thuần của công ty bị mua trong khi chuẩn mực kế toán quy định giá trị lợi thế thương mại được xác định bằng chênh lệch giữa giá mua và giá trị hợp lý tài sản thuần của công ty bị mua. Từ thực tế này rút ra kết luận giá trị lợi thế thương mại trình bày trên báo cáo tài chính của nhiều công ty có thể không chính xác và không đáng tin cậy. Tuy nhiên, kết quả của nghiên cứu này lại hoàn toàn nhất quán với kết quả của các nghiên cứu thực hiện ở những nước có nền kinh tế phát triển như Anh, Mỹ... Như vậy, điều này cho thấy nhà đầu tư vẫn đặt kỳ vọng lớn vào những giá trị mà lợi thế thương mại mang lại trong tương lai, thậm chí họ tin

Bảng 5: Kết quả kiểm định hiện tượng tự tương quan

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
$F(1, 98) = 103,741$
Prob > F = 0,0000

tưởng rằng những lợi ích này còn lớn hơn cả những thiệt hại có thể xảy ra do kết quả sai lệch trong tính toán giá trị lợi thế thương mại. Nhà đầu tư vẫn có những phản ứng tích cực đối với các công ty công bố thông tin lợi thế thương mại trên báo cáo tài chính hợp nhất.

5. Kết luận

Mục đích của nghiên cứu này tìm kiếm bằng chứng thực nghiệm về cách mà thị trường xem xét lợi thế thương mại khi định giá công ty. Kết quả gợi ý rằng thị trường coi lợi thế thương mại là tài sản khi định giá công ty, thậm chí ảnh hưởng của lợi thế thương mại lên giá trị thị trường của doanh nghiệp

còn cao hơn so với ảnh hưởng của các tài sản khác. Tuy nhiên, còn tồn tại một số hạn chế trong nghiên cứu này.

Thứ nhất là lỗi đo lường. Do không thể quan sát được giá trị thị trường của tài sản và nợ phải trả nên nghiên cứu đã phải sử dụng giá trị ghi sổ của tài sản và nợ phải trả để thay thế.

Thứ hai là mức độ tin cậy của giá trị lợi thế thương mại công bố trên báo cáo tài chính hợp nhất còn thấp. Nghiên cứu thực nghiệm cho thấy hầu hết các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn từ 2009 đến 2016 đều công bố lợi thế thương mại là kết quả chênh lệch cao hơn giữa giá

Bảng 6: Kết quả khắc phục phương sai sai số thay đổi và tự tương quan

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares

Panels: heteroskedastic

Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0,4927)

Estimated covariances = 99				Number of obs = 792		
Estimated autocorrelations = 1				Number of groups = 99		
Estimated coefficients = 5				Time periods = 8		
Wald chi2(4) = 3970,17						
Prob > chi2 = 0,0000						
lnMV	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf.	Interval]
lnALGW	1,102755	0,0177198	62,23	0,000	1,068025	1,137486
GW2	1,347915	0,5119288	2,63	0,008	0,3445526	2,351277
LEV	-2,653687	0,1153278	-23,01	0,000	-2,879726	-2,427649
INC2	1,134627	0,2724972	4,16	0,000	0,6005425	1,668712
_cons	-1,066448	0,2452202	-4,35	0,000	-1,547071	-0,5858249

mua và giá trị ghi sổ của các tài sản thuần của công ty bị mua trong khi đó theo chuẩn mực kế toán Việt Nam số 11 các tài sản thuần của công ty bị mua phải được đo lường theo giá trị hợp lý. Điều này dẫn tới giá trị lợi thế thương mại công bố trên báo cáo tài chính hợp nhất của các công ty Việt Nam sẽ không phản ánh đúng bản chất của lợi thế thương mại như đã nêu trong Chuẩn mực kế toán Việt Nam số 11.

Mặc dù còn tồn tại một số hạn chế nhưng kết quả của nghiên cứu đã bổ sung và củng cố thêm kết quả của các nghiên cứu trước trên thế giới. Đặc biệt, nghiên cứu này được thực hiện ở Việt Nam, một nước có nền kinh tế thị trường còn chưa phát triển đầy đủ và lợi thế thương mại vẫn còn là một hợp đen bí ẩn đối với các doanh nghiệp.

Tài liệu tham khảo:

- Bộ Tài Chính (2005), *Quyết định số 100/2005/QĐ-BTC về việc ban hành và công bố bốn chuẩn mực kế toán Việt Nam (đợt 5)*, ban hành ngày 28 tháng 12 năm 2005.
- Bộ Tài Chính (2014), *Thông tư số 202/2014/TT-BTC hướng dẫn phương pháp lập và trình bày báo cáo tài chính hợp nhất*, ban hành ngày 22 tháng 12 năm 2014.
- Chauvin, K.W. & Mark, H. (1994), 'Goodwill, Profitability and the Market Value of the Firm', *Tạp chí Journal of Accounting & Public Policy, Summer*, 13(2), 159-180.
- International Accounting Standards Board (2008), *IFRS 3: Business Combinations*, International Accounting Standards Committee Foundation, London.
- Jennings, R., Robinson, J., Thompson, R.B. II & Linda, D. (1996), 'The relation between accounting goodwill numbers and equity values', *Journal of Business Finance & Accounting*, 23(4), 513-533.
- Kathleen, B.N. & Ayres, F.L. (2000), 'Security market reaction to purchase business combinations at the first earnings announcement date', *Journal of Business Research*, 49(1), 79-88.
- Kintzele, M.R., Kintzele, P.L. & Kwiatkowski, V.E. (2005), 'Goodwill: Accounting and financial reporting issues', *Internal Auditing*, 20(1), 29-34.
- Landsman, W. (1986), 'An Empirical Investigation of Pension Fund Property Rights', *The Accounting Review*, 61(4), 662-691.
- McCarthy, M.G. & Schneider, D. K. (1995), 'Market perception of goodwill: Some empirical evidence', *Accounting and Business Research*, 26(1), 69- 81.
- Qureshi, M.I. & Ashraf, D. (2013), 'Is goodwill capitalisation value relevant? Some UK evidence', *Accounting, Accountability & Performance*, 18(1), 19-34.
- Wang, J. (1995), 'An Empirical Assessment of IASC's Proposed goodwill Amortization Requirement', *International Journal of Accounting*, 30(1), 37-47.