

TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ LỢI NHUẬN ĐẾN TỶ SUẤT SINH LỜI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Lê Hải Trung

Học viện Ngân hàng

Email: trunglh@hvn.edu.vn

Lê Thị Thu Hà

Học viện Ngân hàng

Email: haltt@hvn.edu.vn

Bùi Thị Thuỷ

Học viện Ngân hàng

Email: thuybt@hvn.edu.vn

Mã bài: JED-1715

Ngày nhận bài: 07/12/2023

Ngày nhận bài sửa: 23/01/2024

Ngày duyệt đăng: 08/02/2024

DOI: 10.33301/JED.VI.1715

Tóm tắt

Nghiên cứu này đánh giá tác động của quản trị lợi nhuận tới tỷ suất sinh lời của 202 cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2013-2022. Kết quả hồi quy dữ liệu dạng bảng cho thấy mức độ quản trị lợi nhuận của các doanh nghiệp có tác động ngược chiều tới tỷ suất sinh lời của cổ phiếu trong năm tiếp theo. Kết quả mô hình mở rộng cho thấy tác động này là chỉ có ý nghĩa thống kê khi các doanh nghiệp thực hiện quản trị lợi nhuận theo chiều hướng tăng lợi nhuận. Điều này thể hiện mức độ hiệu quả thấp của thị trường chứng khoán Việt Nam với mức độ minh bạch thông tin thấp, cùng với tỷ lệ lớn các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường khiến các nhà đầu tư phản ứng quá mức với các thông tin về lợi nhuận. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đưa ra một số khuyến nghị chính sách đối với thị trường chứng khoán.

Từ khóa: Quản trị lợi nhuận, Tỷ suất sinh lời cổ phiếu, Thị trường chứng khoán.

Mã JEL: C33, G12, G14, M41

The Impacts of Earnings Management on Stock Returns in the Vietnamese Stock Markets

Abstract

This study investigates the impact of earnings management level on the stock returns of 202 listed stocks on the Vietnam stock market during the period from 2013 to 2022. Our empirical analysis shows that earnings management had a negative effect on the stock returns in the following year. We further explore the potential asymmetric impacts of upward and downward earnings management. We find that the negative impact of earnings management on the stock returns is only significant for upward earnings management. These results indicate the weak efficiency of the Vietnamese stock market with low information transparency, along with a high proportion of individual investors in the market, leading investors to react excessively to profit information. Based on these findings, the study proposes some policy recommendations for the development of the Vietnamese stock market.

Keywords: Earnings management, Stock returns, Stock market.

JEL Codes: C33, G12, G14, M41

1. Giới thiệu

Quản trị lợi nhuận (QTLN) là một trong những chủ đề nghiên cứu được quan tâm gần đây trong bối cảnh có nhiều vụ gian lận báo cáo tài chính được phát hiện (Le & cộng sự, 2021; Richardson & cộng sự, 2022). QTLN có thể thực hiện thông qua việc điều chỉnh các khoản chi phí dự phòng, khấu hao hoặc trì hoãn thực hiện các khoản chi phí trong doanh nghiệp. Theo Healy & Wahlen (1999), QTLN xảy ra khi nhà quản lý sử dụng những xét đoán của họ trong việc thiết kế và thay đổi báo cáo tài chính nhằm làm cho các bên liên quan hiểu sai về kết quả hoạt động thực của công ty. Hành vi QTLN có thể làm giảm chất lượng thông tin kế toán và gây lo ngại cho các bên liên quan khi sử dụng báo cáo tài chính của doanh nghiệp.

Mối quan hệ giữa QTLN và tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu lần đầu tiên được xem xét bởi Ball & Brown (1968). Theo Kasznik & McNichols (2002), một trong các lý do khiến nhà quản lý thao túng lợi nhuận là để đáp ứng dự báo lợi nhuận của nhà phân tích, từ đó ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của cổ phiếu trong tương lai. Bên cạnh đó, lợi nhuận là căn cứ quan trọng để nhà đầu tư lựa chọn cổ phiếu. Wu & cộng sự (2012) chỉ ra rằng, QTLN là một trong những yếu tố rủi ro, quyết định tới chênh lệch tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu. Do đó, QTLN có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu và tỷ suất sinh lời đặc biệt đối với các nước đang phát triển như Việt Nam do độ minh bạch thông tin thấp, tỷ lệ nhà đầu tư cá nhân cao (Nguyễn & cộng sự, 2023; Vo & Phan, 2017). Các nhà đầu tư cá nhân đối mặt chi phí cao và khả năng xử lý thông tin thấp, nên thường phản ánh thái quá trước thông tin về lợi nhuận, đặc biệt là các thị trường chứng khoán có mức độ hiệu quả thấp (Tan & Taş, 2019).

Đến nay, đã có một số nghiên cứu xem xét chủ đề này, tuy nhiên, những phát hiện còn có sự khác biệt. Một số nghiên cứu cho thấy nhà đầu tư có thể bị đánh lừa bởi các công ty có mức QTLN cao, dẫn đến tỷ lệ sinh lời cổ phiếu giảm trong năm kế tiếp (Sloan, 1996; Wu & cộng sự, 2012). Trong khi đó, Subramanyam (1996) cho rằng các khoản dồn tích tùy ý có thể giúp các nhà đầu tư đánh giá đúng hơn về giá trị thực của doanh nghiệp, do đó có ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ sinh lời của cổ phiếu. Ở Việt Nam hiện đã có một số nghiên cứu về QTLN (ví dụ, Cho & Chung, 2022; H. Le, 2020; H. A. Nguyen & cộng sự, 2021; Q. Nguyen & cộng sự, 2024), tuy nhiên chưa có nhiều nghiên cứu về tác động của QTLN tới tỷ suất sinh lời cổ phiếu. Nghiên cứu gần nhất là của Đường Nguyễn Hưng (2017), trong đó tác giả đánh giá mối quan hệ giữa QTLN dồn tích với tỷ lệ sinh lời cổ phiếu nhưng chỉ giới hạn ở nhóm các công ty niêm yết trong ngành thực phẩm.

Nghiên cứu này đánh giá tác động của QTLN tới tỷ suất sinh lời của 202 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2013 - 2022. Đặc biệt, nhóm tác giả đánh giá tác động khác nhau của QTLN tới tỷ suất sinh lời, phụ thuộc vào việc lợi nhuận bị thao túng theo hướng tăng lên hoặc giảm đi hơn so với thực tế.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết của tác động của quản trị lợi nhuận tới tỷ suất sinh lời cổ phiếu

Có ba cơ sở lý thuyết chính giải thích mối quan hệ giữa QTLN và tỷ lệ sinh lời cổ phiếu. Thứ nhất, lý thuyết về người đại diện được Jensen & Meckling (1976) cho rằng người đại diện được kỳ vọng hành xử vì lợi ích của người uỷ quyền, tuy nhiên trong thực tế họ có thể theo đuổi các lợi ích riêng của mình. Vì vậy, nhà quản lý thực tế có thể hành xử vì lợi ích riêng của mình và gây thiệt hại cho nhà đầu tư. Để theo đuổi lợi ích của bản thân, nhà quản lý có thể thực hiện hành vi QTLN nhằm đạt được phản ứng thuận lợi của thị trường dưới dạng tăng giá cổ phiếu, từ đó ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời trong tương lai.

Thứ hai, lý thuyết về thông tin bất cân xứng cho rằng thông tin không chính xác có thể khiến các chủ thể có ít thông tin đưa ra những quyết định không chính xác khi thực hiện giao dịch, đồng thời các chủ thể có nhiều thông tin sẽ có những hành động gây bất lợi cho các chủ thể còn lại khi thực hiện giao dịch (Akerlof, 1978). Trên thị trường chứng khoán, nhà đầu tư thường bị bất lợi về thông tin so với nhà quản lý. Do vậy, các hành vi QTLN và công bố thông tin của doanh nghiệp sẽ ảnh hưởng các quyết định của nhà đầu tư khi đưa ra các quyết định tham gia giao dịch, quyết định về tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu trong tương lai.

Thứ ba, lý thuyết thị trường hiệu quả khẳng định rằng thị trường hiệu quả và giá cổ phiếu phản ánh đầy đủ thông tin (Fama, 1970). Do đó, nhà đầu tư không thể kiếm được lợi nhuận vượt trội bằng cách sử dụng bất kỳ chiến lược giao dịch nào. Lý thuyết thị trường hiệu quả gợi ý rằng không có mối liên hệ nào giữa QTLN và tỷ suất sinh lời, trong khi đó theo lý thuyết người đại diện và lý thuyết bất cân xứng thông tin, việc QTLN có thể tác động tới tỷ suất sinh lời.

2.2. Tổng quan nghiên cứu về tác động của quản trị lợi nhuận tới tỷ lệ sinh lời cổ phiếu

Các nghiên cứu đã được thực hiện trên thế giới về tác động của QTLN tới tỷ suất sinh lời cho thấy QTLN có thể tác động tới tỷ suất sinh lời dựa trên đánh giá của nhà đầu tư đối với thông tin lợi nhuận doanh nghiệp. Sloan (1996) nghiên cứu mối quan hệ giữa mức dồn tích trong lợi nhuận với mức sinh lời bất thường của cổ phiếu trong năm tiếp theo. Kết quả chỉ ra các nhà đầu tư có thể không phân biệt được sự khác nhau giữa thành phần dồn tích, thể hiện ở việc các công ty có phần giá trị dồn tích cao trong thu nhập có mức sinh lời bất thường của cổ phiếu trong năm sau âm do mức thu nhập trong tương lai thấp hơn kỳ vọng. Ngược lại, Subramanyam (1996) cho rằng thị trường định giá được các khoản dồn tích tùy ý. Theo đó, các khoản dồn tích tùy ý làm tăng ý nghĩa của thông tin lợi nhuận, đồng thời các khoản dồn tích tùy ý phát sinh do các nhà quản lý sử dụng quyền quyết định của mình để cải thiện khả năng phản ánh giá trị doanh nghiệp của thu nhập.

Đối với các bằng chứng thực nghiệm của QTLN tới tỷ suất sinh lời, Wu & cộng sự (2012) chỉ ra tác động của QTLN tới tỷ suất sinh lời trên mẫu các công ty Đài Loan trong khoảng thời gian 2003 - 2006. Kết quả cho thấy tác động tiêu cực của QTLN và tỷ lệ sinh lời cổ phiếu trong năm sau. Điều này cho thấy các nhà đầu tư cá nhân không có đủ khả năng để phân biệt về mức độ tin cậy của thông tin về cổ phiếu mà họ giao dịch. Do đó, các nhà đầu tư có thể đầu tư vào một công ty có mức độ QTLN cao hơn và thu được lợi nhuận thấp hơn so với khi họ đầu tư vào một công ty có mức độ quản lý lợi nhuận thấp hơn. N. T. Nguyen & cộng sự (2022) nghiên cứu mối quan hệ giữa bối cảnh của hành vi QTLN và tỷ suất sinh lời. Nhóm tác giả xây dựng một chỉ số tổng hợp dựa trên tín hiệu cảnh báo hành vi QTLN - ESCORE tổng hợp 15 tín hiệu riêng lẻ liên quan đến QTLN thực tế và dồn tích. Nghiên cứu phát hiện ra rằng các công ty có ESCORE thấp có tỷ suất sinh lời cao hơn công ty có ESCORE cao đối với các công ty ở Anh và Mỹ. Phát hiện này ngụ ý rằng các tín hiệu về hoạt động QTLN có tác động tới quyết định đầu tư và tỷ suất sinh lời. Tương tự, Jeong & Choi (2019) phân tích tác động của QTLN thực tế đến tác động của thu nhập và dòng tiền hiện tại đến thu nhập và dòng tiền trong tương lai, và tác động của QTLN thực tế lên mối quan hệ lợi nhuận - thu nhập với công ty niêm yết tại Hàn Quốc trong giai đoạn 2000 đến 2015. Kết quả cho thấy rằng QTLN làm giảm tính bền vững của lợi nhuận và dòng tiền. Đồng thời, việc QTLN có tác động ngược chiều đến mức sinh lời của cổ phiếu năm sau.

Một lý giải cho các kết quả này là bởi hoạt động QTLN có thể tác động tới rủi ro của các cổ phiếu, do đó ảnh hưởng đến hành vi của các nhà đầu tư. Loureiro & Silva (2022) xem xét tác động của QTLN tới rủi ro giảm giá cổ phiếu với các công ty bị hủy niêm yết chéo tại Hoa Kỳ. Kết quả cho thấy mức độ nhạy cảm của rủi ro sụt giảm giá cổ phiếu đối với QTLN tăng lên sau khi các công ty hủy niêm yết chéo. Kim & Zhang (2014) và Hutton & cộng sự (2009) cũng kết luận rằng QTLN có liên quan thuận chiều và đáng kể tới rủi ro sụt giảm giá cổ phiếu của các doanh nghiệp. Các nghiên cứu này cho thấy nhà quản lý có thể sử dụng QTLN để che dấu thông tin xấu về doanh nghiệp, từ đó dẫn đến nguy cơ giảm giá cổ phiếu trong tương lai. Ở Việt Nam, Đường Nguyễn Hưng (2017) nghiên cứu mối quan hệ giữa QTLN dồn tích với tỷ lệ sinh lời cổ phiếu năm hiện tại trên nhóm các công ty niêm yết trong ngành thực phẩm. Kết quả cho thấy các công ty có mức QTLN cao hơn có tỷ suất sinh lời năm hiện tại cao hơn. Điều này cho thấy các nhà đầu tư bị đánh lừa bởi các công ty thực hiện hành vi QTLN, tuy nhiên phạm vi nghiên cứu bị giới hạn ở nhóm các công ty trong ngành thực phẩm.

Từ các kết quả nghiên cứu trên, chúng tôi kỳ vọng QTLN có tác động tới tỷ lệ sinh lời cổ phiếu của các công ty niêm yết. Theo đó, chúng tôi phát triển một giả thuyết nghiên cứu H1 như sau:

H1. Mức độ quản trị lợi nhuận có tác động đến tỷ suất sinh lời của cổ phiếu các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tác động QTLN tới tỷ suất sinh lời còn phụ thuộc vào chiều hướng QTLN – quản trị tăng lợi nhuận hay quản trị giảm lợi nhuận. Sayari & cộng sự (2013) tìm thấy quan hệ thuận chiều giữa mức sinh lời bất thường của cổ phiếu xung quanh thời điểm công bố kết quả kinh doanh và hành vi QTLN. Cụ thể là việc quản trị tăng lợi nhuận làm tăng tỷ suất sinh lời bất thường dương và việc quản trị giảm lợi nhuận làm tăng tỷ suất sinh lời bất thường âm của cổ phiếu quanh thời điểm công bố kết quả kinh doanh. Điều này cho thấy các nhà đầu tư không nắm bắt được tác động của việc thay đổi phương pháp kế toán đối với thu nhập, có thể dễ dàng bị mắc bẫy khi các nhà quản lý thực hiện QTLN. Nếu công ty gặp khó khăn, người quản lý có xu hướng QTLN theo hướng tăng lợi nhuận khiến các nhà đầu tư đánh giá quá cao cổ phiếu và mức sinh lời cổ

phiếu quanh thời điểm công bố thu nhập sẽ cao hơn. Tuy nhiên, nếu công ty hoạt động tốt, người quản lý có xu hướng giảm lợi nhuận để giảm thiểu giá trị thuế dẫn đến các nhà đầu tư đánh giá thấp cổ phiếu. Ali & Bansal (2021) kiểm tra tác động khác nhau của hoạt động quản trị tăng hoặc giảm mức lợi nhuận thực tới tỷ suất sinh lời của 3.085 cổ phiếu niêm yết tại Ấn Độ từ năm 2000 đến năm 2019. Kết quả cho thấy rằng các cổ phiếu có các khoản dồn tích tùy ý dương (quản trị tăng thu nhập) có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn so với các cổ phiếu có các khoản dồn tích tùy ý âm (quản trị giảm thu nhập). Trên cơ sở đó, chúng tôi phát triển giải thuyết nghiên cứu H2 như sau:

H2. Tác động của quản trị lợi nhuận tới tỷ suất sinh lời của cổ phiếu các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam khác nhau tùy thuộc chiều hướng quản trị lợi nhuận.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Đo lường quản trị lợi nhuận

Dựa trên tổng quan các nghiên cứu đã thực hiện trên thế giới, chúng tôi sử dụng các khoản dồn tích tùy ý (discretionary accruals - DA) làm đại diện cho QTLN. Cụ thể, nghiên cứu sử dụng hai thước đo cho các khoản dồn tích tùy ý: DA1 được ước tính từ mô hình Jones (1991), được sửa đổi bởi Dechow & cộng sự (1995); và DA2 được ước tính từ mô hình Jones (1991) được sửa đổi bởi Kothari & cộng sự (2005).

Các khoản dồn tích tùy ý DA1, DA2 là phần dư được ước tính các phương trình (1) và (2) tương ứng như sau:

$$\frac{TAC_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\frac{TAC_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \varphi_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \varphi_2 \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varphi_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varphi_4 ROA_{i,t-1} + \vartheta_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó: $TAC_{i,t}$ là tổng số tiền dồn tích của công ty i trong năm t , $TAC_{i,t} = \Delta CA_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} - \Delta CL_{i,t} + \Delta DCL_{i,t} - DEP_{i,t}$. $\Delta CA_{i,t}$ là thay đổi trong tài sản ngắn hạn, $\Delta Cash_{i,t}$ là thay đổi về tiền mặt, $\Delta CL_{i,t}$ là thay đổi trong nợ ngắn hạn, $\Delta DCL_{i,t}$ là thay đổi của vay ngắn hạn, $DEP_{i,t}$ là chi phí khấu hao. $\Delta REV_{i,t}$ là thay đổi về doanh thu, $\Delta REC_{i,t}$ là thay đổi về khoản phải thu ròng, $PPE_{i,t}$ là tổng tài sản cố định, $A_{i,t-1}$ là tổng tài sản trong năm $t-1$, $ROA_{i,t-1}$ là lợi nhuận trên tài sản ở năm $t-1$. Phương trình (1) và (2) được ước tính chéo cho từng nhóm ngành theo từng năm, với tối thiểu 10 công ty trong mỗi nhóm ngành từng năm.

Để kiểm tra giả thuyết H1, chúng tôi sử dụng giá trị tuyệt đối của phần dư từ các phương trình (1) và (2) để thể hiện mức độ QTLN chung, không phân biệt hành vi làm tăng hay làm giảm lợi nhuận. Để kiểm tra giả thuyết H2, nhóm nghiên cứu tách biệt các phần dư có giá trị dương, thể hiện hành vi QTLN làm tăng lợi nhuận, và các phần dư có giá trị âm, thể hiện QTLN giảm lợi nhuận để đưa vào mô hình nghiên cứu.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Để đánh giá tác động của QTLN tới tỷ suất sinh lời trên thị trường chứng khoán Việt Nam, tác giả sử dụng mô hình hồi quy như sau:

$$RET_{i,t} = \alpha + \beta EM_{i,t-1} + \gamma' X_{i,t-1} + \varphi_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó, $RET_{i,t}$ là tỷ suất sinh lời bình quân của cổ phiếu i trong năm t . $EM_{i,t}$ là biến giải thích thể hiện mức độ QTLN dồn tích cổ phiếu i trong năm t , được xác định là giá trị tuyệt đối của $DA1_{i,t}$ hoặc $DA2_{i,t}$ như đã trình bày trên. $X_{i,t}$ là vector các biến kiểm soát, đại diện cho các đặc điểm của doanh nghiệp có thể tác động tới tỷ suất sinh lời. Tương tự các nghiên cứu trước đây (Ali & Bansal, 2021), tác giả sử dụng các biến kiểm soát bao gồm (1) biến trễ $RET_{i,t-1}$ để kiểm soát có vấn đề tự tương quan hoặc nội sinh tiềm tàng trong mô hình; (2) giá trị logarithm của vốn hóa doanh nghiệp (SIZE) và tỷ lệ giá trị sổ sách so với giá trị thị trường (BM) để đại diện cho nhân tố quy mô và giá trị trong mô hình của Eugene F Fama và French (1992); (3) giá trị vòng quay cổ phiếu điều chỉnh (TURN) được xác định bằng tỷ lệ khối lượng giao dịch trên số cổ phiếu lưu hành để kiểm soát tần suất giao dịch và mức độ thanh khoản của cổ phiếu; (4) tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV) để kiểm soát cho trạng thái tài chính của cổ phiếu

và (5) tỷ lệ biến động của tỷ suất sinh lời cổ phiếu (SIGMA) thể hiện mức độ biến động của cổ phiếu trong năm. Các biến giải thích được sử dụng với giá trị trễ một chu kỳ để giảm thiểu rủi ro về sai sót nội sinh giữa tỷ suất sinh lời và các biến giải thích. Mô hình được ước lượng theo hiệu ứng cố định với φ_i và τ_t là hiệu ứng cố định theo doanh nghiệp và theo thời gian để kiểm soát cho các tác động nội sinh riêng biệt của mỗi cổ phiếu và sự thay đổi theo thời gian có thể ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời.

Để đánh giá tác động của chiều hướng QTLN tới tỷ suất sinh lời, nhóm tác giả thực hiện mô hình hồi quy mở rộng như sau:

$$RET_{i,t} = \alpha + \beta^u EM_{i,t-1}^u + \beta^d EM_{i,t-1}^d + \gamma' X_{i,t-1} + \varphi_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Trong đó $EM_{i,t}^u = \max(EM_{res_{i,t}}, 0)$ và $EM_{i,t}^d = \min(EM_{res_{i,t}}, 0)$, với $EM_{res_{i,t}}$ là phần dư thực tế của các mô hình (1) và (2), lần lượt thể hiện việc QTLN theo hướng tăng lợi nhuận và QTLN theo hướng giảm lợi nhuận của doanh nghiệp i trong năm t . Nếu tỷ suất sinh lời phản ứng khác nhau, tùy thuộc vào việc doanh nghiệp QTLN theo hướng tăng hay giảm lợi nhuận thì hệ số β^u và β^d sẽ khác nhau. Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả đánh giá giả thuyết này thông qua kiểm định Wald.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Dữ liệu nghiên cứu

Để đánh giá tác động của QTLN tới tỷ suất sinh lời, nghiên cứu sử dụng thông tin giao dịch và báo cáo tài chính của tất cả các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE từ 2013 tới 2022. Tương tự như các nghiên cứu trước đây, nhóm tác giả loại bỏ (1) cổ phiếu của các doanh nghiệp tài chính (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm) do sự khác biệt của yêu cầu báo cáo tài chính; và (2) cổ phiếu các doanh nghiệp bị hủy niêm yết trong khoảng thời gian nghiên cứu; (3) cổ phiếu với số tuần có kết quả giao dịch ít hơn 30 tuần để đảm bảo số quan sát trong ước lượng QTLN. Tổng hợp lại, mẫu dữ liệu của nghiên cứu này bao gồm 202 cổ phiếu từ 2013 tới 2022, đảm bảo tính bao phủ đối với các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bảng 1 thể hiện thống kê mô tả của các biến sử dụng trong mô hình. Giá trị bình quân của DA1 và DA2 lần lượt là 0,099 và 0,095 với độ lệch chuẩn tương ứng là 0,105 và 0,097. Điều này cho thấy mức độ phân tán trong quy mô QTLN của các cổ phiếu trong mẫu thống kê. Tỷ suất sinh lời có giá trị bình quân là -0,001, trong khi giá trị biến động của tỷ lệ sinh lời bình quân ở mức 0,054, cho thấy mức độ phân tán và biến động lớn trong tỷ lệ sinh lời của các cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Với các biến kiểm soát, các cổ phiếu trong mẫu thống kê có giá trị thị trường bình quân dưới giá trị sổ sách 1,856 lần, tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản bình quân ở mức 6,1% và tỷ lệ nợ trên tổng tài sản ở mức bình quân 47,3%.

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

	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Trung vị	Giá trị lớn nhất
DA1	0.099	0.105	0.000	0.067	0.797
DA2	0.095	0.097	0.000	0.066	0.735
RET	-0.001	0.009	-0.075	-0.001	0.042
BM	1.856	1.407	-2.140	1.499	14.919
SIGMA	0.054	0.026	0.014	0.048	0.436
ROA	0.061	0.079	-0.853	0.049	0.784
SIZE	21.421	1.372	16.871	21.263	27.082
LEV	0.473	0.205	0.012	0.484	1.294
TURN	0.080	0.116	0.000	0.032	0.801

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Bảng 2 thể hiện ma trận tương quan giữa các biến sử dụng trong mô hình định lượng. Hai biến DA1 và DA2 có mức độ tương quan cao bởi cùng đo lường mức độ QTLN của các doanh nghiệp trong mẫu thống kê. Hệ số tương quan giữa các biến giải thích trong mô hình ở mức thấp, cho thấy mô hình không xuất hiện vấn đề đa cộng tuyến.

4.2. Kết quả mô hình hồi quy

Bảng 3 thể hiện kết quả hồi quy ở mô hình (3), đánh giá tác động của QTLN tới tỷ lệ sinh lời của các cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Cột (1) và cột (3) thể hiện kết quả hồi quy không sử dụng các biến kiểm soát, trong khi đó, cột (2) và cột (4) thể hiện kết quả hồi quy đầy đủ với các biến kiểm soát. Kết

Bảng 2: Ma trận tương quan

	DA1	DA2	RET	BM	SIGMA	ROA	SIZE	LEV	TURN
DA1	1.000								
DA2	0.929	1.000							
RET	0.024	0.029	1.000						
BM	-0.026	-0.021	-0.164	1.000					
SIGMA	0.095	0.096	-0.216	-0.014	1.000				
ROA	-0.040	-0.025	0.164	-0.199	-0.252	1.000			
SIZE	-0.057	-0.065	-0.022	-0.178	-0.155	-0.039	1.000		
LEV	0.049	0.045	0.001	0.005	0.092	-0.384	0.312	1.000	
TURN	0.056	0.061	0.094	-0.054	0.237	-0.106	0.182	0.068	1.000

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

quả hồi quy cho thấy hệ số hồi quy của biến DA1 và DA2 đều âm và có ý nghĩa thống kê cao. Điều này cho thấy, tỷ suất sinh lời bình quân của cổ phiếu sẽ sụt giảm trong năm tiếp theo nếu như doanh nghiệp có quy mô QTLN gia tăng trong năm gần nhất.

Đối với các biến kiểm soát, biến trễ của tỷ suất sinh lời mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê cao, cho thấy tỷ lệ sinh lời của các cổ phiếu có xu hướng đảo chiều sau một năm. Trong khi đó, các cổ phiếu giao dịch dưới giá trị sổ sách có xu hướng cải thiện khả năng sinh lời trong năm tiếp theo. Ngược lại, tỷ suất sinh lời có xu hướng giảm với các doanh nghiệp có tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản cao hơn, sử dụng nhiều nợ hơn và có tính thanh khoản cao hơn. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu của Berggrun & cộng sự (2020), cho thấy các cổ phiếu có trạng thái tài chính tốt sẽ được ưa thích hơn bởi các nhà đầu tư, đẩy giá cổ phiếu gia tăng ngay lập tức, dẫn đến tỷ suất sinh lời của năm tiếp theo thấp hơn. Ngược lại, các nhà đầu tư sẽ yêu cầu tỷ suất sinh lời cao hơn cho phần bù rủi ro lớn hơn ở các cổ phiếu có trạng thái tài chính thấp, dẫn đến giá cổ phiếu suy giảm trong năm nay và tỷ suất sinh lời cao hơn trong năm tiếp theo.

Bảng 3: Kết quả hồi quy mô hình cơ sở

	Biến		phụ thuộc RET_t	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Ret_{t-1}	-0,201*** (0,025)	-0,107*** (0,027)	-0,200*** (0,025)	-0,107*** (0,027)
$DA1_{t-1}$	-0,009*** (0,002)	-0,007*** (0,002)		
$DA2_{t-1}$			-0,009*** (0,002)	-0,007*** (0,002)
BM_{t-1}		0,002*** (0,0002)		0,002*** (0,0002)
$SIGMA_{t-1}$		0,011 (0,010)		0,011 (0,010)
ROA_{t-1}		-0,009** (0,004)		-0,009** (0,004)
$SIZE_{t-1}$		0,0005 (0,0003)		0,0005 (0,0003)
LEV_{t-1}		-0,003* (0,002)		-0,003* (0,002)
$TURN_{t-1}$		-0,011*** (0,002)		-0,011*** (0,002)
Hiệu ứng cố định thời gian	YES	YES	YES	YES
Hiệu ứng cố định doanh nghiệp	YES	YES	YES	YES
Số quan sát	1,744	1,744	1,744	1,744
R ²	0,049	0,121	0,048	0,120

Ghi chú: *p<0,05; **p<0,01; ***p<0,001

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Bảng 4 thể hiện kết quả của mô hình (4), đánh giá tác động của chiều hướng quản trị lợi nhuận tới tỷ suất sinh lời. Các biến kiểm soát được sử dụng tương tự như mô hình cơ sở với hiệu ứng cố định theo thời gian và doanh nghiệp để kiểm soát cho các thiếu sót biến tiềm tàng. Dòng cuối thể hiện giá trị của kiểm định Wald cho giả thuyết hệ số hồi quy của các biến quản trị tăng và giảm lợi nhuận là không khác nhau. Kết quả hồi quy ở cả DA1 và DA2 cho tác động của QTLN tới tỷ suất sinh lời chỉ có ý nghĩa thống kê khi doanh nghiệp thực hiện QTLN theo chiều hướng tăng lợi nhuận. Điều này có nghĩa là tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp năm sau sẽ suy giảm nếu như doanh nghiệp thực hiện QTLN của năm nay theo hướng gia tăng lợi nhuận quá mức so với thực tế. Ngược lại, nếu như doanh nghiệp thực hiện QTLN theo hướng làm giảm bớt lợi nhuận hơn so với thực tế, tác động của điều này tới tỷ suất sinh lời trong năm tiếp theo là dương, nhưng không có ý nghĩa thống kê cao.

Bảng 4: Tác động của chiều hướng quản trị lợi nhuận đến tỷ suất sinh lời

	<i>Biến phụ thuộc: RET_t</i>	
	(1)	(2)
RET_{t-1}	-0,109*** (0,027)	-0,108*** (0,027)
$DA1_{t-1}^{up}$	-0,009*** (0,002)	
$DA1_{t-1}^{down}$	0,001 (0,003)	
$DA2_{t-1}^{up}$		-0,010*** (0,003)
$DA1_{t-1}^{down}$		0,001 (0,003)
Biến kiểm soát	YES	YES
Hiệu ứng cố định thời gian	YES	YES
Hiệu ứng cố định doanh nghiệp	YES	YES
Số quan sát	1,744	1,744
R ²	0,125	0,124
Wald Test	5.1964***	4.8341***
<i>Ghi chú</i>	* ** *** p p p<0.01	

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

4.3. Thảo luận kết quả

Kết quả mô hình thực nghiệm cho thấy mối quan hệ ngược chiều của QTLN tới tỷ suất sinh lời trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Cụ thể, mức độ QTLN của doanh nghiệp năm nay sẽ khiến cho tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bị suy giảm trong năm tiếp theo. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Ali & Bansal (2021) và Chen & Liu (2021) và phù hợp với thị trường chứng khoán Việt Nam. Thứ nhất, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn đầu của quá trình phát triển, do vậy, thị trường chưa đạt tới trạng thái của thị trường hiệu quả khi mọi thông tin về doanh nghiệp ngay lập tức phản ánh vào biến động giá chứng khoán. Dong Loc & cộng sự (2010) cũng như Vo & Truong (2018) chỉ ra rằng giả thuyết thị trường hiệu quả của Fama (1970) không phù hợp ở thị trường chứng khoán Việt Nam, ngay cả ở trạng thái hiệu quả yếu (weak-form efficiency). Do vậy, các doanh nghiệp vẫn có thể thực hiện các biện pháp QTLN và điều này khiến giá cổ phiếu tăng hoặc giảm vượt mức so với giá trị phù hợp. Thứ hai, Ali & Bansal (2021) cho rằng các doanh nghiệp có xu hướng làm mượt các báo cáo lợi nhuận qua các năm của các doanh nghiệp thông qua các hoạt động QTLN một cách có chủ đích nhằm tránh lợi nhuận của doanh nghiệp thay đổi quá lớn và tác động tiêu cực tới các đánh giá của nhà đầu tư về tính ổn định của doanh nghiệp. Điều này khiến các nhà đầu tư coi quy mô QTLN của doanh nghiệp như một nhân tố rủi ro, từ đó thực hiện bán ra các cổ phiếu có quy mô QTLN năm gần nhất cao, làm giảm tỷ suất sinh lời.

Nghiên cứu cụ thể hơn cho thấy rằng mối quan hệ này chỉ có nghĩa thống kê khi các doanh nghiệp thực hiện QTLN theo chiều hướng gia tăng, có nghĩa là công bố mức lợi nhuận nhiều hơn so với thực tế. Kết quả này tương đồng với Ali & Bansal (2021) và phù hợp với thị trường chứng khoán Việt Nam. Thị trường chứng khoán Việt Nam với tỷ lệ nhà đầu tư cá nhân cao và mức độ phát triển tương đối thấp. Vo và Phan

(2017) chỉ ra rằng, các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường Việt Nam có xu hướng đầu tư theo đám đông, đặc biệt là trong các giai đoạn biến động mạnh của thị trường. Do đó, cùng với mức độ minh bạch thông tin thấp, cảm xúc của các nhà đầu tư có tác động trực tiếp tới thị trường chứng khoán Việt Nam (Nguyễn & cộng sự, 2023). Các nhà đầu tư cá nhân có xu hướng phản ứng thái quá với các thông tin về lợi nhuận. Do đó, việc tỷ suất sinh lời chỉ phản ứng với việc QTLN theo chiều hướng gia tăng cho thấy các nhà đầu tư cá nhân có xu hướng phản ứng thái quá với thông tin lợi nhuận đã bị thổi phồng của doanh nghiệp, đẩy giá cổ phiếu gia tăng vượt mức so với giá trị thực. Điều này làm cho tỷ suất sinh lời trong năm tiếp theo suy giảm khi thị trường nhận ra mức lợi nhuận đó không phù hợp.

5. Kết luận và hàm ý

Sử dụng dữ liệu từ 202 cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ 2013 tới 2022, nghiên cứu này chỉ ra rằng việc thực hiện QTLN của các doanh nghiệp có tác động ngược chiều tới tỷ lệ sinh lời của cổ phiếu. Cụ thể, mức độ QTLN của doanh nghiệp sẽ tác động tiêu cực tới tỷ lệ sinh lời của cổ phiếu trong năm tiếp theo. Đồng thời, tác động tiêu cực này chủ yếu xảy ra khi các doanh nghiệp thực hiện QTLN theo chiều hướng gia tăng, làm mức lợi nhuận cao hơn so với thực tế. Trong khi đó, khi thực hiện QTLN theo hướng sụt giảm hơn so với thực tế thì tác động tới khả năng sinh lời là không có có ý nghĩa thống kê.

Nghiên cứu này đưa ra một số hàm ý như sau. Thứ nhất, kết quả nghiên cứu cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm cho mức độ phát triển chưa hoàn thiện của thị trường chứng khoán Việt Nam. Điều này thể hiện ở phát hiện rằng QTLN có tác động tới tỷ suất sinh lời của cổ phiếu trong năm tiếp theo, cho thấy các thông tin của doanh nghiệp chưa được phản ánh ngay lập tức vào biến động của giá chứng khoán. Việc các doanh nghiệp thực hiện QTLN có chủ đích có thể tác động tiêu cực tới phản ứng của nhà đầu tư trên thị trường, đặc biệt là khi các báo cáo lợi nhuận bị làm sai lệch theo chiều hướng gia tăng quá mức so với thực tế. Thứ hai, kết quả nghiên cứu cũng cung cấp thêm bằng chứng cho thấy đặc điểm của thị trường chứng khoán Việt Nam với tỷ lệ nhà đầu tư cá nhân cao, thực hiện hành đầu tư dựa trên cảm xúc. Điều này thể hiện ở phát hiện rằng QTLN chỉ có tác động tới tỷ suất sinh lời cổ phiếu nếu doanh nghiệp thực hiện QTLN theo chiều hướng gia tăng lợi nhuận cao hơn giá trị thực tế. Do vậy, các cơ quan quản lý nên cân nhắc bổ sung các yêu cầu công bố thông tin công khai và gia tăng các yêu cầu minh bạch đối với báo cáo tài chính của các doanh nghiệp. Đồng thời, việc gia tăng tỷ lệ các nhà đầu tư tổ chức và chuyên nghiệp cũng giúp nâng cao tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam, tránh những rủi ro sụt giảm giá cổ phiếu quá mức.

Nghiên cứu này còn tồn tại một số hạn chế có thể được giải quyết ở các nghiên cứu trong tương lai. Thứ nhất, nghiên cứu mới chỉ dừng lại ở việc đánh giá tác động QTLN của các doanh nghiệp tới tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu. Các nghiên cứu trong tương lai có thể đi sâu đánh giá tác động của QTLN tới các khía cạnh khác của thị trường chứng khoán như mức độ biến động của tỷ suất sinh lời, giá trị chịu rủi ro hoặc rủi ro sụt giảm giá cổ phiếu. Thứ hai, các nghiên cứu trong tương lai có thể đánh giá mức độ tác động của QTLN tới tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu thuộc các nhóm ngành hoặc loại hình doanh nghiệp khác nhau. Những hướng nghiên cứu này sẽ được đánh giá cụ thể hơn trong những nghiên cứu tương lai.

Lời thừa nhận/Cảm ơn: Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ Phát triển khoa học và công nghệ Quốc gia (NAFOSTED) trong đề tài mã số 502.02- 2021.08.

Tài liệu tham khảo

- Akerlof, G. A. (1978), 'The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism', In *Uncertainty in Economics*, 235-251, Elsevier.
- Ali, A., & Bansal, M. (2021), 'Impact of upward and downward earnings management on stock returns', *South Asian Journal of Business Studies*, 12(2), 202-219.
- Ball, R., & Brown, P. (1968), 'An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers', *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178. DOI: 10.2307/2490232.
- Berggrun, L., Cardona, E., & Lizaraburu, E. (2020), 'Firm profitability and expected stock returns: Evidence from Latin America', *Research in International Business and Finance*, 51, 101119. DOI: 10.1016/j.ribaf.2019.101119.
- Chen, N. Y., & Liu, C. C. (2021), 'Share repurchases and market signaling: Evidence from earnings management', *International Review of Finance*, 21(4), 1203-1224.
- Cho, S., & Chung, C. (2022), 'Board characteristics and earnings management: Evidence from the Vietnamese market', *Journal of Risk and Financial Management*, 15(9), 395. DOI: <https://doi.org/10.3390/jrfm15090395>.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995), 'Detecting earnings management', *Accounting Review*, 70, 193-225.
- Dong Loc, T., Lanjouw, G., & Lensink, R. (2010), 'Stock-market efficiency in thin-trading markets: the case of the Vietnamese stock market', *Applied Economics*, 42(27), 3519-3532.
- Đường Nguyễn Hưng (2017), 'Ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận đến tỷ suất sinh lời trên cổ phiếu-trường hợp các công ty niêm yết thuộc ngành chế biến lương thực thực phẩm', *Tap chí Kinh tế & Phát triển*, 240(2), 123-131.
- Fama, E. F. (1970), 'Efficient market hypothesis: A review of theory and empirical work', *The Journal of Finance*, 25(2), 28-30.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992), 'The cross-section of expected stock returns', *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999), 'A review of the earnings management literature and its implications for standard setting', *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009), 'Opaque financial reports, R2, and crash risk', *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67-86.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), 'Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jeong, K. H., & Choi, S. U. (2019), 'Does real activities management influence earnings quality and stock returns in emerging markets? Evidence from Korea', *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(12), 2834-2850.
- Jones, J. J. (1991), 'Earnings management during import relief investigations', *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Kaszniak, R., & McNichols, M. F. (2002), 'Does meeting earnings expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices', *Journal of Accounting Research*, 40(3), 727-759.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2014), 'Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks', *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 851-875.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005), 'Performance matched discretionary accrual measures', *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.
- Le, H. T. (2020), 'The Impact of Auditor Specialization and Banks' Listing Status on Earnings Management in Vietnamese Commercial Banks', *Asian Journal of Law and Economics*, 11(1). DOI: 10.1515/ajle-2019-0032.
- Le, H. T. T., Tran, H. G., & Vo, X. V. (2021), 'Audit quality, accruals quality and the cost of equity in an emerging market: Evidence from Vietnam', *International Review of Financial Analysis*, 77(C), 101798. DOI: 10.1016/j.irfa.2021.101798.
- Loureiro, G., & Silva, S. (2022), 'Earnings management and stock price crashes post US cross-delistings', *International Review of Financial Analysis*, 82, 102215. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102215>.

-
- Nguyen, H. A., Lien Le, Q., & Anh Vu, T. K. (2021), 'Ownership structure and earnings management: Empirical evidence from Vietnam', *Cogent Business & Management*, 8(1), 1908006-190. DOI: 10.1080/23311975.2021.1908006.
- Nguyen, N. T., Iqbal, A., & Shiwakoti, R. K. (2022), 'The context of earnings management and its ability to predict future stock returns', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 59(1), 123-169.
- Nguyen, Q., Kim, M. H., & Ali, S. (2024), 'Corporate governance and earnings management: Evidence from Vietnamese listed firms', *International Review of Economics & Finance*, 89, 775-801.
- Nguyễn, T. H., Đặng, P. N., Đặng, T. V. Đ., & Nguyễn, T. H. (2023), 'Mối quan hệ giữa cảm xúc nhà đầu tư và biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 34(6), 04-20.
- Richardson, G., Obaydin, I., & Liu, C. (2022), 'The effect of accounting fraud on future stock price crash risk', *Economic Modelling*, 117, 106072. DOI: 10.1016/j.econmod.2022.106072.
- Sayari, S., Mraih, F., Finet, A., & Omri, A. (2013), 'The impact of earnings management on stock returns: The case of Tunisian firms', *Global Journal of Management and Business Research Finance*, 13(10), 51-65.
- Sloan, R. G. (1996), 'Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?', *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.
- Subramanyam, K. (1996), 'The pricing of discretionary accruals', *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), 249-281.
- Tan, S. D., & Taş, O. (2019), 'Investor attention and stock returns: Evidence from Borsa Istanbul', *Borsa Istanbul Review*, 19(2), 106-116.
- Vo, X. V., & Phan, D. B. A. (2017), 'Further evidence on the herd behavior in Vietnam stock market', *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 13, 33-41.
- Vo, X. V., & Truong, Q. B. (2018), 'Does momentum work? Evidence from Vietnam stock market', *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 17, 10-15.
- Wu, S.-W., Lin, F., & Fang, W. (2012), 'Earnings management and investor's stock return', *Emerging Markets Finance and Trade*, 48(sup3), 129-140.