
ẢNH HƯỞNG CỦA ĐIỀU CHỈNH LỢI NHUẬN ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI

Nguyễn La Soa

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: soanguyen310383@gmail.com

Đỗ Thị Ly

Trường Đại học Nha Trang
Email: lydt@ntu.edu.vn

Nguyễn Thị Phương Anh

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: 11219497@st.neu.edu.vn

Trần Thị Phương Anh

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: 11220640@st.neu.edu.vn

Hoàng Việt Hà

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: 11211872@st.neu.edu.vn

Lê Quỳnh Trang

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: 11215782@st.neu.edu.vn

Nguyễn Diệu Hà

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: nguyendieuhavi@gmail.com

Mã bài: JED-1627

Ngày nhận: 29/02/2024

Ngày nhận bản sửa: 23/03/2024

Ngày duyệt đăng: 06/04/2024

DOI: 10.33301/JED.VI.1627

Tóm tắt:

Nghiên cứu này nhằm xác định tác động của việc điều chỉnh lợi nhuận thông qua các giao dịch thực tế (REM) đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp trong tương lai dựa trên báo cáo tài chính đã qua kiểm toán của 192 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) tại Việt Nam từ năm 2019 đến 2022. Áp dụng phương pháp nghiên cứu định lượng và xử lý số liệu theo dữ liệu bảng, nhóm nghiên cứu đã thực hiện các kiểm định để tìm ra sự phù hợp của các mô hình hồi quy Pool OLS, hồi quy với tác động cố định (FEM), hồi quy với tác động ngẫu nhiên (REM), từ đó lựa chọn mô hình phù hợp nhất. Kết quả nghiên cứu chỉ ra mối quan hệ nghịch biến giữa điều chỉnh lợi nhuận và hiệu quả tài chính. Từ kết quả, nhóm nghiên cứu đã đưa ra các khuyến nghị tới doanh nghiệp, cơ quan nhà nước về việc áp dụng mô hình phát hiện điều chỉnh lợi nhuận nhằm đảm bảo lợi ích của các bên liên quan.

Từ khoá: Điều chỉnh lợi nhuận, điều chỉnh lợi nhuận thực tế, hiệu quả tài chính, Việt Nam

Mã JEL: M48

The impact of Real Earnings Management on the financial performance of companies listed on the HNX stock exchange

Abstract:

This study aims to determine the impact of earning management through real transactions (REM) on future financial performance based on audited financial statements of 192 listed companies of the Hanoi Stock Exchange (HNX) in Vietnam from 2019 to 2022. Applying quantitative research methods and processing data using panel data, the study also carried out tests to find out the suitability of the models Pool OLS, regression with fixed effects (FEM), regression with random effects (REM) and then selected the most appropriate model, the research results show a negative relationship between REM and future financial performance. From the results, the research team has made recommendations to businesses and state agencies on applying the earnings management detection model to ensure the benefits of stakeholders.

Keywords: Earnings management, real earnings management, firm performance, Vietnam

JEL Code: M48

1. Đặt vấn đề

Hiệu quả tài chính (HQTC) là một trong những yếu tố quan trọng đối với doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp đã niêm yết. Từ góc độ lý thuyết, các nhà đầu tư có thể đánh giá hiệu quả hoạt động của một công ty bằng cách nhìn vào hiệu quả tài chính của công ty đó. Vì vậy, trong một số trường hợp, dưới áp lực đạt được hiệu quả tài chính mong muốn, nhiều nhà quản lý đã thực hiện hành vi điều chỉnh lợi nhuận (ĐCLN). Trong thực tế, đã có rất nhiều vụ gian lận có liên quan đến điều chỉnh lợi nhuận (như Enron gây thiệt hại 74 tỷ USD tại Mỹ, WorldCom gây thiệt hại 107 tỷ USD, Health South gây thiệt hại 4 tỷ USD, Italy có Parmalat gây thiệt hại ước tính 11 tỷ USD, Nhật Bản Olympus gây thiệt hại 1,7 tỷ USD, tại Việt Nam công ty Gỗ Trường Thành lỗ gần 1000 tỷ sau kiểm toán (Ngọc Vũ, 2015).

Điều chỉnh lợi nhuận có thể được thực hiện theo ba cách: điều chỉnh lợi nhuận dựa trên giao dịch thực tế (REM), điều chỉnh lợi nhuận dựa trên chuyển dịch chi phí và điều chỉnh lợi nhuận dựa trên cơ sở dồn tích (AEM) (Roychowdhury, 2006). Trên thế giới, đã có rất nhiều nghiên cứu về ảnh hưởng của ba loại điều chỉnh lợi nhuận này đến hiệu quả tài chính, tuy nhiên, trong hai thập kỷ trở lại đây, điều chỉnh lợi nhuận thông qua các giao dịch thực tế (REM) lại nhận được sự chú ý đáng kể (Pacheco Paredes & Wheatley, 2017; Dakhllalh, 2020; Kumar & cộng sự, 2020). Ở Việt Nam, đa số nghiên cứu về điều chỉnh lợi nhuận tập trung vào quản lý lợi nhuận dồn tích (AEM) qua nghiên cứu của Đặng Ngọc Hùng (2015), Dương Thị Chi (2021), Đặng Anh Tuấn (2023), trong khi các nghiên cứu về REM chỉ mới bắt đầu phát triển. Do đó, bài viết này sẽ tập trung vào việc nghiên cứu các vấn đề liên quan đến REM thay vì giải quyết toàn bộ điều chỉnh lợi nhuận bởi những lý do sau đây:

Thứ nhất, qua khảo sát tại Việt Nam, các nghiên cứu về điều chỉnh lợi nhuận chủ yếu xoay quanh các vấn đề về việc định lượng điều chỉnh lợi nhuận (Phạm Thị Bích Vân, 2017), các yếu tố ảnh hưởng (Nguyễn Hà Linh, 2017), ảnh hưởng của AEM đối với hiệu suất tài chính xung quanh việc niêm yết (Dương Thị Chi, 2021),... Các nghiên cứu về REM cũng như tác động của nó tới hiệu quả tài chính ở các thị trường đang phát triển nói chung và thị trường Việt Nam nói riêng còn rất ít.

Thứ hai, thị trường chứng khoán Việt Nam dù đã trải qua hơn 20 năm hình thành và phát triển nhưng vẫn còn tồn tại một vài hạn chế như thiếu chính sách và khung pháp lý phức tạp, môi trường pháp lý yếu, thiếu minh bạch và thiếu sự phối hợp điều tiết (Zingales, 2009), vẫn tồn tại hành vi thao túng thị trường và hành vi đám đông. Bên cạnh đó, khác với các quốc gia trong khu vực như Singapore, Ấn Độ, Malaysia, Pakistan và Thái Lan đã và đang áp dụng Chuẩn mực Kế toán Quốc tế / Chuẩn mực Báo cáo Tài chính Quốc tế, thì tại Việt Nam, báo cáo tài chính (BCTC) được lập theo Chuẩn mực Kế toán Việt Nam (VAS) do Bộ Tài chính ban hành dựa trên phiên bản cũ của các chuẩn mực quốc tế với những sửa đổi để phù hợp với bối cảnh Việt Nam. Những lỗ hổng này có thể dễ dàng tạo cơ hội cho nhà quản lý lợi dụng để tiến hành điều chỉnh lợi nhuận.

Phần còn lại của bài báo được cấu trúc như sau: Phần 2 tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý thuyết. Phần 3 mô hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu. Phần 4 là kết quả nghiên cứu và thảo luận. Phần 5 trình bày kết luận và khuyến nghị.

2. Tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý thuyết

2.1. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu ảnh hưởng của điều chỉnh lợi nhuận đến hiệu quả tài chính đã và đang là chủ đề được các nhà khoa học trong và ngoài nước quan tâm. Các nghiên cứu có thể được phân thành các nhóm như sau:

Nhóm 1: Nhóm các nghiên cứu về ảnh hưởng tích cực hoặc tiêu cực của điều chỉnh lợi nhuận đến hiệu quả tài chính. Thuộc nhóm này có thể kể đến nghiên cứu của Kumar & cộng sự (2020) dựa trên báo cáo tài chính của 108 công ty không thuộc lĩnh vực tài chính của Ấn Độ từ năm 2006 đến 2018. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng các hoạt động REM ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả tài chính công ty trong tương lai trên cả hiệu quả kế toán và thị trường. Kết quả này đã được phát hiện ra từ nghiên cứu của Sun & cộng sự (2014). Tương tự, AEM được phát hiện có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của 60 công ty Việt Nam trong tương lai trong nghiên cứu của Dao Thi Thanh Bình & Ngo Hoang Anh (2020). Nghiên cứu của Dương Thị Chi (2021) nhằm khám phá tác động của AEM đến hiệu quả tài chính và các vấn đề xung quanh việc niêm yết trên 189 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ 2009 đến 2017 cũng cho thấy điều chỉnh lợi nhuận có tác động ngược chiều tới hiệu quả tài chính trong tương lai. Kết quả này trùng khớp với nghiên cứu của Susanto & cộng sự (2016), Chen & cộng sự (2015), Liu & Tsai

(2015). Một số nghiên cứu tại Việt Nam điều tra ảnh hưởng của điều chỉnh lợi nhuận đến hiệu quả tài chính hiện tại, tuy nhiên không có kết luận đối với hiệu quả tài chính trong tương lai, có thể kể đến như nghiên cứu của Đào Thị Thanh Bình & Lê Xuân Minh (2022) tìm ra ảnh hưởng ngược chiều của REM đến hiệu quả tài chính hiện tại. Trái ngược với nghiên cứu trên, nghiên cứu của Nguyễn Đỗ Quyên & Trần Quốc Hoàng (2017) đối với 628 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian từ 2010 đến 2015 chỉ ra rằng điều chỉnh lợi nhuận có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính hiện tại. Kết quả này cũng nhất quán với nghiên cứu của Nguyễn Vĩnh Khương & cộng sự (2019) về ảnh hưởng của REM đến hiệu quả tài chính hiện tại.

Nhóm 2: Nhóm các nghiên cứu chỉ ra không có mối liên hệ của điều chỉnh lợi nhuận đến hiệu quả tài chính. Tiêu biểu phải kể đến nghiên cứu của Akram & cộng sự (2015). Bài nghiên cứu được thực hiện bằng cách so sánh ảnh hưởng tại hai quốc gia khác nhau nhưng kết quả lại ngược nhau. Theo kết quả của Akram & cộng sự (2015), có tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa điều chỉnh lợi nhuận và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp tại Pakistan, trong khi đó không có ý nghĩa thống kê tại Ấn Độ. Tại Việt Nam, Đào Thị Thanh Bình & Lê Xuân Minh (2022) đã nghiên cứu mối quan hệ điều chỉnh lợi nhuận (AEM và REM), quản trị doanh nghiệp và hiệu quả tài chính của công ty trên dữ liệu của 94 công ty niêm yết từ 2016 đến 2020. Kết quả cho thấy REM có ảnh hưởng ngược chiều tới hiệu quả tài chính, tuy nhiên không có sự tác động đáng kể của AEM lên hiệu quả tài chính.

2.2. Khoảng trống nghiên cứu

Dựa trên tổng quan nghiên cứu đã được tổng hợp như trên, chúng tôi đưa ra những khoảng trống nghiên cứu sau:

Thứ nhất, các nghiên cứu trước đây đã cho thấy sự khác biệt về tác động của điều chỉnh lợi nhuận đến hiệu quả tài chính tương lai (tích cực, tiêu cực, tác động không rõ ràng hoặc không có mối liên hệ). Ảnh hưởng khác nhau như vậy là do sự thay đổi theo môi trường, quốc gia, đối tượng và thời gian nghiên cứu. Do đó cũng là cơ sở cho sự cần thiết của việc nghiên cứu sâu hơn về mức ảnh hưởng của điều chỉnh lợi nhuận đến hiệu quả tài chính trong tương lai.

Thứ hai, tại các quốc gia phát triển như Hoa Kỳ và Anh, chủ đề về điều chỉnh lợi nhuận đã được nghiên cứu rộng rãi, tuy nhiên với các thị trường mới nổi như Việt Nam thì nghiên cứu về ảnh hưởng của điều chỉnh lợi nhuận, đặc biệt là REM đến hiệu quả tài chính còn khá ít, chưa được phong phú và tồn tại nhiều điểm hạn chế như phương pháp, biến đo lường, quy mô mẫu. Vì vậy, cần khắc phục những thiếu sót của các nghiên cứu trước đây, bổ sung cơ sở lý thuyết tại Việt Nam bằng cách tiến hành nghiên cứu định lượng về REM và tác động của REM đến hiệu quả tài chính trong tương lai.

Thứ ba, nhiều tác giả quốc tế đưa Tobin Q vào mô hình nghiên cứu của họ như James Tobin (1969), R. G. King & R. Levine (1993), N. Kaplan & L. Zingales (1997),... nhưng lại chưa được áp dụng nhiều tại Việt Nam. Nghiên cứu của nhóm tác giả đưa vào chỉ số Tobin Q trong bối cảnh TTCK Việt Nam đang được cải cách mạnh mẽ và chính sách quản trị chặt chẽ hơn, tái cơ cấu hiệu quả và môi trường kinh tế vĩ mô tương đối ổn định.

2.3. Lý thuyết nền tảng

Lý thuyết đại diện được Berle & Means (1932) sử dụng lần đầu vào năm 1932, sau đó được Jensen & Meckling phát triển năm 1976. Nội dung chính của lý thuyết nhấn mạnh những rủi ro trong mối quan hệ phức tạp giữa chủ sở hữu (cổ đông) và người đại diện (CEO/giám đốc). Áp dụng lý thuyết này vào bài nghiên cứu, với áp lực và mục tiêu lương thưởng, các nhà quản lý có thể tham gia vào việc thao túng lợi nhuận để đáp ứng kỳ vọng của cổ đông. Tuy nhiên, việc thao túng lợi nhuận của người quản lý có thể gây bất lợi cho chủ sở hữu. Những hành vi cơ hội này được phản ánh trong báo cáo tài chính của công ty, đòi hỏi phải có sự giám sát chặt chẽ của các cổ đông hoặc kiểm toán viên độc lập để ngăn chặn các ý định gian lận cũng như có chính sách trả lương phù hợp cho các nhà quản lý.

Lý thuyết triển vọng của Kahneman & Tversky (1979) minh họa quyết định tốt nhất mà một người có thể đưa ra trong tình huống thực tế. Nó xem xét triển vọng tương lai của một công ty từ góc độ thị trường vốn bằng cách tính giá thị trường trên mỗi cổ phiếu của công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán. Subekti (2012) cho rằng chỉ số duy nhất để đo lường hiệu quả tài chính trong tương lai là lợi nhuận. Do đó, lý thuyết triển vọng dựa vào lợi nhuận để xác định hoặc dự đoán giá trị thị trường của các công ty trong tương lai. Theo lý thuyết triển vọng, nếu nhà quản lý báo cáo khoản lỗ không đáng kể trên báo cáo tài chính thay vì

lợi nhuận không đáng kể sẽ gây khó chịu cho nhà đầu tư vì nhà đầu tư có xu hướng lựa chọn công ty có lợi nhuận dương. Do đó, trong nghiên cứu này, lý thuyết triển vọng là cơ sở tạo động lực thúc đẩy các nhà quản lý thực hiện hành vi điều chỉnh để báo cáo lợi nhuận dương thay vì thua lỗ.

3. Mô hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) là hai chỉ số đóng vai trò phổ biến và quan trọng khi đo lường hiệu quả tài chính dựa trên thông tin kế toán trên thế giới (Abbas Ali Rastegar, 2012; Iqbal & cộng sự, 2009). Ngược lại, mặc dù tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS) cũng là chỉ số đo lường dựa trên thông tin lợi nhuận nhưng lại xuất hiện rất ít trong nghiên cứu, đặc biệt tại Việt Nam. Do vậy, giả thuyết nghiên cứu sẽ được xây dựng với 3 chỉ số kế toán là ROA, ROE và ROS:

H1: REM có ảnh hưởng ngược chiều đến ROA trong tương lai

H2: REM có ảnh hưởng ngược chiều đến ROE trong tương lai

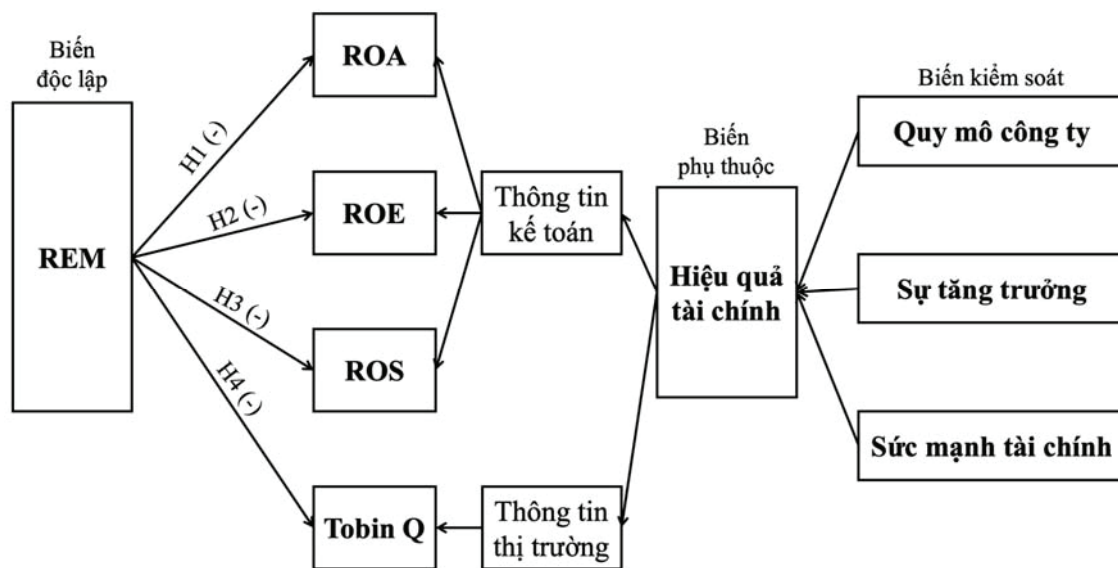
H3: REM có ảnh hưởng ngược chiều đến ROS trong tương lai

Tobin Q phản ánh được đánh giá của thị trường về tiềm năng lợi nhuận và thị giá của cổ phiếu của doanh nghiệp trong tương lai. Đây cũng là một chỉ số tài chính dựa trên thông tin thị trường phổ biến trong các nghiên cứu về hiệu quả tài chính trên thế giới (Khan, 2012; Salim & Yadav, 2012; Zeitun & Tian, 2014; Dakhllalh, 2020) nhưng còn khá mới mẻ ở Việt Nam. Vậy nên, nhóm nghiên cứu quyết định đưa Tobin q vào giả thuyết nghiên cứu:

H4: REM có ảnh hưởng ngược chiều đến Tobin Q trong tương lai

Bốn giả thuyết nghiên cứu được nhóm tác giả tổng hợp lại ở mô hình sau:

Hình 1: Mô hình nghiên cứu



Nguồn: Tổng hợp của nhóm nghiên cứu

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Phương pháp thu thập dữ liệu: Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ các báo cáo tài chính hợp nhất đã được kiểm toán của doanh nghiệp niêm yết trên HNX. Phạm vi của nghiên cứu tập trung vào các doanh nghiệp bên ngoài lĩnh vực ngân hàng, tài chính và bảo hiểm. Mẫu nghiên cứu đã được lọc kỹ lưỡng, bao gồm các doanh nghiệp thỏa mãn tiêu chí và có đủ thông tin cần thiết, với tổng cộng 192 doanh nghiệp được chọn, tạo ra 768 quan sát trong 4 năm từ 2019 đến 2022.

Phương pháp xử lý dữ liệu: Phương pháp nghiên cứu định lượng. Dữ liệu sau khi được thu thập sẽ được nhập vào phần mềm STATA để phân tích thông qua mô hình dữ liệu bảng (Panel Data) gồm các bước: thống kê mô tả, tương quan, hồi quy dữ liệu bảng bằng Pooled OLS, FEM và REM; sau đó kiểm định để lựa chọn

mô hình phù hợp trong ba mô hình trên. Tiến hành kiểm định đa cộng tuyến, tự tương quan, phương sai thay đổi và sự phụ thuộc chéo cho mô hình đã chọn. Cuối cùng, nghiên cứu sử dụng phương pháp sửa lỗi mô hình bằng mô hình hiệu chỉnh tổng quát FGLS (Feasible Generalized Least Squares) và chỉ ra kết quả của các mô hình về ảnh hưởng của điều chỉnh lợi nhuận đến hiệu quả tài chính.

Phương pháp đo lường biến nghiên cứu:

Do lường REM:

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh:

$$\frac{CFO_t}{A_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{S_t}{A_{t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} + \varepsilon \quad (1)$$

Chi phí sản xuất:

$$\frac{PROD_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{S_t}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta S_{t-1}}{A_{t-1}} + \varepsilon \quad (2)$$

Tổng hợp của chi phí nghiên cứu và phát triển (R&D), chi phí quảng cáo và doanh số bán hàng, chi phí quản trị và hành chính:

$$\frac{DISEXP_t}{A_{t-1}} = \gamma_0 + \gamma_1 \frac{S_t}{A_{t-1}} + \varepsilon \quad (3)$$

Trong đó,

CFO: Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh

PROD (= COGS + Δ INV): Chi phí sản xuất

COGS: Giá vốn hàng bán

Δ INV: Chênh lệch hàng tồn kho giữa đầu kỳ và cuối kỳ

DISEXP: Tổng hợp của chi phí nghiên cứu và phát triển (R&D), chi phí quảng cáo và doanh số bán hàng, chi phí quản trị và hành chính

S_t : Doanh thu trong khoảng thời gian t

S_{t-1} : Doanh thu trong khoảng thời gian t-1

$\Delta S_t = S_t - S_{t-1}$

$\Delta S_{t-1} = S_{t-1} - S_{t-2}$

A_t : Tổng tài sản tại thời điểm t

A_{t-1} : Tổng tài sản tại thời điểm t-1

α, β, γ : Các hệ số hồi quy

ε : phần dư từ CFO, PROD, DISEXP

Áp dụng các công thức (1), (2) và (3) với các số liệu của các doanh nghiệp, ta sẽ tính được phần dư (Residuals) dùng để đo phần điều chỉnh có thể điều chỉnh được:

REM = (-1)*Residuals of (1) + Residuals of (2) + (-1)*Residuals of (3)

Tác động của REM lên hiệu quả tài chính - dựa trên thông tin kế toán:

$$ROA_{t+i} = \alpha_0 + \alpha_1 REM_t + \alpha_2 SIZE_{t+i} + \alpha_3 ZSCORE_{t+i} + \alpha_4 GROWTH_{t+i} + \alpha_5 ROA_t + \varepsilon_{it}$$

$$ROE_{t+i} = \alpha_0 + \alpha_1 REM_t + \alpha_2 SIZE_{t+i} + \alpha_3 ZSCORE_{t+i} + \alpha_4 GROWTH_{t+i} + \alpha_5 ROE_t + \varepsilon_{it}$$

$$ROS_{t+i} = \alpha_0 + \alpha_1 REM_t + \alpha_2 SIZE_{t+i} + \alpha_3 ZSCORE_{t+i} + \alpha_4 GROWTH_{t+i} + \alpha_5 ROS_t + \varepsilon_{it}$$

Tác động của REM lên hiệu quả tài chính - dựa trên thông tin thị trường:

$$Q_{t+i} = \alpha_0 + \beta_1 REM_t + \beta_2 SIZE_{t+i} + \beta_3 ZSCORE_{t+i} + \beta_4 GROWTH_{t+i} + \beta_5 Q_t + \epsilon_{it}$$

Trong đó,

$$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}} \times 100$$

$$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Số vốn bỏ ra}} \times 100$$

$$ROS = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Doanh thu}} \times 100$$

$$\text{Tobin Q} = \frac{\text{Tổng giá trị thị trường của vốn} + \text{Tổng giá trị thị trường của các khoản nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$$

$$\text{SIZE (quy mô công ty)} = \text{Ln (tổng tài sản)}$$

$$\text{GROWTH (sự tăng trưởng của doanh nghiệp)} = \frac{\text{Giá trị thị trường của vốn}}{\text{Giá trị sổ sách của vốn}}$$

$$\text{Theo Gunny, (2010), Leggett \& cộng sự, (2016): ZSCORE (sức mạnh tài chính)} = 3.3 \times \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}} + 1.0 \times \frac{\text{Total Sales}}{\text{Total Assets}} + 1.4 \times \frac{\text{Retained Earnings}}{\text{Total Assets}} + 1.2 \times \frac{\text{Working Capital}}{\text{Total Assets}} + 0.6 \times \frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Total Liabilities}}$$

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Ma trận hệ số tương quan

Ma trận hệ số tương quan chỉ ra mối quan hệ giữa từng cặp biến. Sử dụng hệ số tương quan để kiểm tra khả năng có thể xuất hiện đa cộng tuyến giữa các biến giải thích. Không có trường hợp nào giữa các cặp biến vượt quá 0,8, cho thấy không có dấu hiệu của đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy. Nhóm nghiên cứu tiến hành phân tích tương quan giữa từng cặp biến. Kết quả thống kê mô tả ma trận hệ số tương quan giữa các biến được thể hiện ở Bảng 1.

Bảng 1: Ma trận tương quan giữa các biến số

	ROA _{t+1}	ROE _{t+1}	ROS _{t+1}	TobinQ _{t+1}	REM	SIZE	GROWTH	ZSCORE	ROA _t	ROE _t	ROS _t	TobinQ _t
ROA _{t+1}	1,0000											
ROE _{t+1}	0,0826	1,0000										
ROS _{t+1}	0,4591	0,3701	1,0000									
TobinQ _{t+1}	0,3441	0,2833	0,2196	1,0000								
REM	-0,3160	-0,2718	-0,0539	-0,1121	1,0000							
SIZE	-0,1787	0,0159	0,0085	-0,0527	0,1764	1,0000						
GROWTH	0,0017	0,0034	0,0460	0,2679	0,0848	0,0260	1,0000					
ZSCORE	0,4117	0,1880	0,2466	0,5034	-0,0804	-0,3504	-0,0125	1,0000				
ROA _t	0,6645	0,5055	0,2453	0,3734	-0,3700	-0,1716	0,0009	0,4387	1,0000			
ROE _t	0,4927	0,5607	0,1256	0,3036	-0,2861	0,0258	0,0327	0,1940	0,0822	1,0000		
ROS _t	0,1938	0,0960	0,4630	0,2314	-0,0450	0,0235	0,0473	0,2398	0,4388	0,3320	1,0000	
TobinQ _t	0,3182	0,2663	0,1755	0,7142	-0,1129	-0,0584	0,1292	0,4234	0,3676	0,3101	0,0292	1,0000

Nguồn: Tổng hợp kết quả của nhóm nghiên cứu.

Từ kết quả của Bảng 1, chúng ta có thể thấy cả bốn biến phụ thuộc ROA_{t+1}, ROE_{t+1}, ROS_{t+1} và Tobin Q_{t+1} đều có hệ số tương quan âm với biến REM. Biến Quy mô công ty (SIZE) có hệ số tương quan âm với hai biến ROA_{t+1} và Tobin Q_{t+1}; với các biến còn lại thì hệ số tương quan mang dấu dương. Biến Sự tăng trưởng của công ty (GROWTH) có hệ số tương quan dương với tất cả các biến còn lại. Biến sức mạnh tài chính (ZSCORE) có hệ số tương quan dương với tất cả các biến còn lại ngoại trừ biến REM, SIZE và GROWTH. Biến ROA_t và Tobin Q_t có hệ số tương quan dương với tất cả các biến ngoại trừ hai biến REM và SIZE. Biến ROE_t và ROS_t có hệ số tương quan âm chỉ với biến REM các biến còn lại hệ số tương quan đều mang dấu dương.

4.2. Kết quả kiểm định

4.2.1. Kiểm định lựa chọn mô hình hồi quy đo lường ảnh hưởng của điều chỉnh lợi nhuận thông qua giao dịch thực tế đến hiệu quả tài chính

Thực hiện kiểm định F với kết quả Prob > F = 0,0000, nhỏ hơn 0,05, cho thấy mô hình FEM phù hợp hơn mô hình OLS. Tiếp tục thực hiện Kiểm định Breusch - Pagan Lagrangian, cho thấy Prob > chi2 = 0,0000, Hausman test có kết quả Prob > chibar2 = 0,0000, F test với kết quả that all u_i=0: F(191,571) = 2,31 (ROA); F(191,571)= 2,11 (ROE); F(191,571) = 2,28 (ROS); F(191,571)=3,41 (Tobin Q) cho thấy mô hình hồi quy với tác động cố định FEM phù hợp hơn REM để đo lường ảnh hưởng của điều chỉnh lợi nhuận thực

Bảng 2: Kiểm định mô hình đo lường tác động của REM đến hiệu quả tài chính

GIẢ THUYẾT 1				GIẢ THUYẾT 2			
	POOL OLS	FEM	REM		POOL OLS	FEM	REM
REM	-0,0174** (-3,28)	-0,0171* (-2,34)	-0,0174** (-3,28)	REM	-0,0385*** (-4,14)	-0,0286* (-2,14)	-0,0385*** (-4,14)
SIZE	-0,000488 (-0,42)	0,0166* (2,35)	-0,000488 (-0,42)	SIZE	0,00409 (1,91)	0,0495*** (3,80)	0,00409 (1,91)
ZSCORE	0,00232*** (4,94)	0,00291** (3,13)	0,00232*** (4,94)	ZSCORE	0,00247** (3,15)	0,00357* (2,08)	0,00247** (3,15)
GROWTH	0,000628 (0,44)	-0,000138 (-0,09)	0,000628 (0,44)	GROWTH	-0,000203 (-0,08)	-0,000398 (-0,14)	-0,000203 (-0,08)
ROA_t	0,591*** (17,61)	-0,0359 (-0,78)	0,591*** (17,61)	ROE_t	0,510*** (15,83)	-0,0602 (-1,36)	0,510*** (15,83)
Hằng số	0,0215 (0,90)	-0,288* (-2,04)	0,0215 (0,90)	Hằng số	-0,0429 (-0,99)	-0,893*** (-3,43)	-0,0429 (-0,99)
N	768			N	768		
GIẢ THUYẾT 3				GIẢ THUYẾT 4			
	POOL OLS	FEM	REM		POOL OLS	FEM	REM
REM	-0,0164 (-1,09)	-0,0134 (-0,61)	-0,0164 (-1,09)	REM	-0,0983* (-2,43)	0,0177 (0,33)	-0,0983* (-2,43)
SIZE	0,00651 (1,80)	0,00263 (0,12)	0,00651 (1,80)	SIZE	0,0322*** (3,33)	0,209*** (3,94)	0,0322*** (3,33)
ZSCORE	0,00636*** (4,73)	0,00648* (2,28)	0,00636*** (4,73)	ZSCORE	0,0417*** (10,80)	0,0782*** (11,35)	0,0417*** (10,80)
GROWTH	0,00411 (0,93)	0,00663 (1,42)	0,00411 (0,93)	GROWTH	0,104*** (8,71)	0,0686*** (6,07)	0,104*** (8,71)
ROS_t	0,418*** (12,74)	-0,251*** (-5,72)	0,418*** (12,74)	Tobin Q_t	0,551*** (21,80)	-0,0638 (-1,85)	0,551*** (21,80)
Hằng số	-0,119 (-1,61)	-0,00102 (-0,00)	-0,119 (-1,61)	Hằng số	-0,441* (-2,25)	-3,374** (-3,20)	-0,441* (-2,25)
N	768			N	768		

Chú thích: *** Mức ý nghĩa 1% ($p < 0,01$); ** Mức ý nghĩa 5% ($p < 0,05$); * Mức ý nghĩa 10% ($p < 0,1$)
 Nguồn: Tổng hợp từ Stata 17.

tế đến hiệu quả tài chính. Tuy nhiên các mô hình đều xuất hiện hiện tượng phương sai thay đổi nên nhóm nghiên cứu quyết định sử dụng phương pháp FGLS để khắc phục.

Kết quả của các mô hình hồi quy được lựa chọn như sau:

4.2.2. Kết quả đo lường mức độ điều chỉnh lợi nhuận qua các năm

Kết quả từ Bảng 3 cho thấy, năm 2019, các công ty có xu hướng điều chỉnh lợi nhuận tăng thông qua 2 phương pháp là điều chỉnh lợi nhuận thông qua dòng tiền (CFO) và chi phí sản xuất (PROD). Bên cạnh đó, xu hướng điều chỉnh thông qua các chi phí tùy ý (DISEXP) ngược lại. Các năm còn lại, mức độ điều chỉnh lợi nhuận của các công ty cũng chưa được thống nhất. Năm 2020, 2021, 2022, xu hướng điều chỉnh là gia tăng lợi nhuận thông qua phương pháp điều chỉnh các giao dịch thực tế. Các công ty có xu hướng tăng lợi nhuận thông qua các hoạt động chính sách tín dụng thương mại, chiết khấu và tác động đến chi phí sản xuất, trong khi các công ty có xu hướng giảm chi phí lợi nhuận thông qua tác động đến chi phí nghiên cứu và phát triển (R&D), quảng cáo và chi phí bán hàng, chi phí quản lý và hành chính. Khi đối tác được phép hoàn thanh toán và kết hợp với chính sách chiết khấu, lợi nhuận có thể được tăng lên thông qua hoạt động kinh doanh, kích thích đối tác mua hàng với số lượng lớn, từ đó tăng doanh thu. Khi chi phí giảm, lợi nhuận của công ty sẽ tăng lên trong khi chứng tỏ công ty hoạt động hiệu quả hơn thực tế. Kết quả này tương đồng với

Bảng 3: Mức độ điều chỉnh lợi nhuận qua các năm 2019-2022

Năm	Số quan sát	CFO	PROD	DISEXP	REM
2019	192	0,0025614	-0,0335733	0,0049961	-0,0411308
2020	192	0,0098997	0,0001683	0,0031405	-0,0128718
2021	192	-0,0008031	0,0312309	-0,0084299	0,040464
2022	192	-0,0100205	0,0058732	-0,0015208	0,0174145
Tổng	768	0,0016374	0,0036991	-0,0018141	0,0038758

CFO: Phần lợi nhuận điều chỉnh thông qua dòng tiền từ hoạt động kinh doanh

PROD: Phần lợi nhuận điều chỉnh thông qua chi phí sản xuất

DISEXP: Phần lợi nhuận điều chỉnh thông qua các chi phí tùy ý: nghiên cứu và phát triển (R&D), chi phí quảng cáo và doanh số bán hàng, chi phí quản trị và hành chính

Nguồn: Kết quả phân tích của nhóm tác giả.

kết luận trong các nghiên cứu trước Nguyen Thu Hang & Nguyen Manh Hiep (2016), Aladwan (2018), Đỗ Thùy Linh & Vũ Hùng Phương (2023).

Bảng 4: Tác động của REM đến hiệu quả tài chính

Biến nghiên cứu	ROA_{t+1}	ROE_{t+1}	ROS_{t+1}	Tobin Q_{t+1}
REM	-0,00726*** (-3,42)	-0,0254*** (-7,36)	-0,0090** (-3,05)	-0,0489*** (-2,89)
SIZE	0,00226*** (6,70)	-0,0254*** (-7,36)	0,0025*** (4,69)	0,0171*** (6,13)
ZSCORE	-0,000295 (-0,53)	0,0017*** (3,94)	0,0031*** (6,36)	0,0251*** (8,69)
GROWTH	-0,000295 (-0,53)	-0,0010 (-0,86)	0,00007 (0,08)	0,0502*** (6,53)
$ROA_t / ROE_t / ROS_t /$ Tobin Q_t	0,735*** (32,49)	0,6735*** (29,83)	0,7149*** (25,98)	0,6080*** (24,43)
_cons	0,00491 (0,68)	-0,0037** (-3,15)	-0,0479*** (-4,39)	-0,0905 (-1,42)
Panel data model type	FGLS	FGLS	FGLS	FGLS
Number of observation	768	768	768	768
R-square	0,4676	0,3371	0,3385	0,6046

*Chú thích: *** Mức ý nghĩa 1% ($p < 0.01$); ** Mức ý nghĩa 5% ($p < 0.05$); * Mức ý nghĩa 10% ($p < 0.1$)*

Nguồn: Kết quả phân tích của nhóm tác giả.

4.2.3. Kết quả đo lường ảnh hưởng của REM đối với hiệu quả tài chính

Sau các bước kiểm tra cần thiết, nhóm nghiên cứu đã chọn FGLS làm mô hình hồi quy khách quan và hiệu quả nhất. Bảng 4 là kết quả của mô hình sau khi hồi quy.

Kết quả Bảng 4 cho thấy mối quan hệ của hệ số chặn với các biến phụ thuộc ROE_{t+1} , ROS_{t+1} và Tobin Q_{t+1} đều mức ý nghĩa 1% hoặc 5%. Tuy nhiên, mối quan hệ của hệ số chặn và biến phụ thuộc ROA_{t+1} lại không có ý nghĩa thống kê.

Mối quan hệ giữa biến REM với ROA_{t+1} , ROE_{t+1} và Tobin Q_{t+1} đều có mức ý nghĩa 1%, chỉ riêng ROS_{t+1} có mức ý nghĩa 5% với hệ số hồi quy lần lượt là -0,00726; -0,0254; -0,0489 và -0,0090. Cả bốn hệ số hồi quy cho thấy REM có tác động tiêu cực đến cả bốn biến phụ thuộc.

Mối quan hệ giữa biến kiểm soát quy mô doanh nghiệp (SIZE) với các biến phụ thuộc ROA_{t+1} , ROE_{t+1} , ROS_{t+1} và Tobin Q_{t+1} đều có ý nghĩa thống kê ở mức độ tin cậy 95%, với giá trị p là $0,000 < 0,01$.

Biến sức mạnh tài chính (ZSCORE) có tác động đến tiêu cực đến biến phụ thuộc ROA_{t+1} nhưng lại không có ý nghĩa thống kê, tuy nhiên với ba biến phụ thuộc lại có tác động tích cực và đều có mức ý nghĩa 1%.

Bên cạnh đó, biến tăng trưởng doanh nghiệp (GROWTH) có mối quan hệ với biến phụ thuộc Tobin Q_{t+1} ở mức ý nghĩa 1%, nhưng lại không có ý nghĩa thống kê với ba biến phụ thuộc còn lại lần lượt là ROA_{t+1} , ROE_{t+1} , ROS_{t+1} .

Cuối cùng, cả bốn biến ROA_t , ROE_t , ROS_t và Tobin Q_t đều có tác động tích cực đến cả bốn biến phụ thuộc với cùng mức ý nghĩa 1%.

Phương trình hồi quy phản ánh tác động của REM đến hiệu quả tài chính được trình bày như sau:

$$ROA_{t+1} = 0,00491 - 0,00726 * REM_t - 0,00226 * SIZE_{t+1} + 0,00295 * ZSCORE_{t+1} - 0,000295 * GROWTH_{t+1} + 0,735 * ROA_t$$

$$ROE_{t+1} = -0,0037 - 0,0254 * REM_t - 0,0254 * SIZE_{t+1} + 0,0017 * ZSCORE_{t+1} - 0,0010 * GROWTH_{t+1} + 0,6735 * ROE_t$$

$$ROS_{t+1} = -0,0479 - 0,0090 * REM_t + 0,0025 * SIZE_{t+1} + 0,0031 * ZSCORE_{t+1} + 0,00007 * GROWTH_{t+1} + 0,7149 * ROS_t$$

$$Q_{t+1} = -0,0905 - 0,0489 * REM_t + 0,0171 * SIZE_{t+1} + 0,0251 * ZSCORE_{t+1} + 0,0502 * GROWTH_{t+1} + 0,6080 * Q_t$$

4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Sau khi tiến hành kiểm định, nhóm nghiên cứu kết luận cả 4 giả thuyết H1, H2, H3, H4 đều được chấp nhận: REM có tác động tiêu cực đến ROA, ROE, ROS và Tobin Q trong tương lai. Hiệu quả tài chính trong tương lai sẽ bị ảnh hưởng xấu bởi sự điều chỉnh hiện tại thông qua các giao dịch thực tế, vì thông qua các giao dịch này, các nhà quản lý có thể thúc đẩy doanh thu bằng cách can thiệp vào báo cáo tài chính, làm cho doanh thu và lợi nhuận có vẻ cao hơn. Quan niệm sai lầm này khiến các nhà đầu tư tin rằng công ty đang hoạt động rất tốt trong năm hiện tại. Tuy nhiên, theo thời gian, nhà đầu tư sẽ thất vọng vì những điều chỉnh trong quá khứ sẽ làm giảm hiệu quả tài chính trong tương lai. Điều này cũng phù hợp với Lý thuyết triển vọng của Kahneman & Tversky (1979) và Lý thuyết đại diện của Jensen & Meckling (1976), khẳng định lại kết quả của các nghiên cứu trước đó của Dechow & cộng sự (1995), Subramanyam (1996), Healy & Wahlen (1999). Ở Việt Nam, kết quả nghiên cứu này trùng khớp với nghiên cứu của Dương Thị Chi (2021), đồng thời là sự khắc phục cho hạn chế nghiên cứu của Nguyễn Đỗ Quyên & Trần Quốc Hoàng (2017), Nguyễn Vĩnh Khương & cộng sự (2019) bởi nhóm tác giả đã đưa ra mối quan hệ của điều chỉnh lợi nhuận đến hiệu quả tài chính trong tương lai.

5. Kết luận và khuyến nghị

Từ kết quả, nhóm nghiên cứu có một số đề xuất cho doanh nghiệp cũng như các bên liên quan trong việc quản lý và ngăn chặn hành vi điều chỉnh lợi nhuận như sau:

Với các doanh nghiệp niêm yết, nếu muốn xây dựng hình ảnh tốt thì bản thân doanh nghiệp phải thể hiện các thông tin được công bố đảm bảo minh bạch, tin cậy, bền vững. Do đó, các mô hình phát hiện điều chỉnh lợi nhuận là thực sự cần thiết đối với doanh nghiệp nói chung và các nhà quản lý nói riêng. Thông qua các mô hình đáng tin cậy này, các nhà quản lý tính toán và phân tích thông tin một cách kỹ lưỡng, thận trọng hơn trước khi đưa ra quyết định công bố thông tin tới các nhà đầu tư.

Với các nhà đầu tư, để có thể ra được các quyết định tốt nhất cũng như giảm thiểu tình trạng thông tin bất cân xứng, ngoài việc trang bị cho mình những kiến thức về kế toán, phân tích báo cáo tài chính, tài chính, thị trường chứng khoán..., nhà đầu tư cần có thêm kiến thức về điều chỉnh lợi nhuận. Kết quả nghiên cứu này có thể cung cấp thêm cho các nhà đầu tư kiến thức cơ bản về điều chỉnh lợi nhuận, cũng như dấu hiệu nhận diện từ sự biến động của các chỉ số hiệu quả tài chính. Từ đó, tạo cơ sở cho các nhà đầu tư đánh giá các mã chứng khoán một cách thông suốt, chính xác.

Với các cơ quan kiểm toán độc lập, mặc dù các báo cáo kiểm toán đã được kiểm toán, hành vi điều chỉnh lợi nhuận vẫn có thể diễn ra sau báo cáo kiểm toán ở nhiều công ty. Trước những hành vi điều chỉnh lợi nhuận ngày càng phức tạp, trách nhiệm của các cơ quan kiểm toán và kiểm toán viên là làm thế nào để có thể giảm thiểu rủi ro xuống mức tối đa, đảm bảo sự tin cậy, trung thực và hợp lý của các thông tin cung cấp

cho người sử dụng. Dựa vào mô hình phát hiện điều chỉnh lợi nhuận được đề xuất trong các nghiên cứu, kiểm toán viên có thể phát hiện những hành vi và giao dịch bất thường của nhà quản lý để đưa ra hành động kịp thời.

Kết quả hàm ý gửi đến nhà quản trị của các doanh nghiệp trong việc nâng cao ý thức về quản trị doanh nghiệp và công bố thông tin. Tuy nhiên, nghiên cứu còn một số hạn chế về phương pháp đo lường các biến trong mô hình cũng như quy mô mẫu nghiên cứu. Đây chính là những gợi mở cho các nghiên cứu tiếp theo trong tương lai.

Tài liệu tham khảo

- Abbas Ali Rastegar (2012), 'Impacts of organizational culture on organizational commitment', *Journal of Human Resource Management and Development*, 2 (2), 2277-4742.
- Akram, M. A., Hunjra, A. I., Butt, S. & Ijaz, I. (2015), 'Earnings management and organizational performance: Pakistan vs India', *Basic Research Journal of Business Management and Accounts*, 4 (9), 211-220.
- Aladwan, M. (2018), 'Accrual based and real earning management association with dividends policy "the case of Jordan"', *Italian Journal of Pure and Applied Mathematics*, 41, 691-707.
- Berle, A. A. & Means, G. C. (1932), *The modern corporation and private property*, Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey, USA.
- Chen, X., Cheng, Q. & Wang, X. (2015), 'Does increased board independence reduce earnings management? Evidence from recent regulatory reforms', *Review of Accounting Studies*, 20, 899-933.
- Dakhlallah, M.M. (2020), 'Accrual-based Earnings Management, Real Earnings Management and Firm Performance: Evidence from Public Shareholders Listed Firms on Jordanian's Stock Market', *Journal of Advanced Research in Dynamical and Control Systems*, 12 (1), 16-27.
- Đặng Anh Tuấn (2023), 'Ảnh hưởng của đại dịch Covid-19 đến quản trị lợi nhuận: Trường hợp các công ty niêm yết ở Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 311 (2), 23-32.
- Đặng Ngọc Hùng (2015), 'Nghiên cứu xu hướng quản trị lợi nhuận do thay đổi thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 219, 46-54.
- Đào Thị Thanh Bình & Lê Xuân Minh (2022), 'Earnings Management, Corporate Governance and Firm Performance', *SSRN Electronic Journal*.
- Đào Thị Thanh Bình & Ngô Hoàng Anh (2020), 'Impact of Corporate Governance on Firm Performance and Earnings Management a Study on Vietnamese Non-Financial Companies', *Asian Economic and Financial Review*, 10(5), 480-501.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. & Sweeney, A. P. (1995), 'Detecting earnings management', *Accounting review*, 70 (2), 193-225.
- Đỗ Thùy Linh & Vũ Hùng Phương (2023), 'Đo lường mức độ quản trị lợi nhuận: nghiên cứu thực nghiệm tại các công ty niêm yết', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 312, 38-48.
- Dương Thị Chi (2021), 'Ảnh hưởng của điều chỉnh lợi nhuận tới hiệu quả tài chính của các công ty khi niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP-Hồ Chí Minh', luận án tiến sĩ, Đại học Kinh tế quốc dân.
- Gunny, K.A. (2010), 'The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks', *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855-888.
- 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.
- Iqbal, A., Espenlaub, S., & Strong, N. (2009), 'Earnings management around UK open offers', *The European Journal of Finance*, 15 (1), 29-51.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976) 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 4 (3), 305-360.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979), 'Prospect theory: An analysis of decision under risk', *Econometrica*, 47 (2),

263–91, retrieved on January 18th 2024, from <<https://www.jstor.org/stable/1914185>>.

- Kaplan, S.N. & Zingales, L. (1997), ‘Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?’, *The Quarterly Journal of Economics*, 112 (1), 169-215.
- Khan, A.G. (2012), ‘The relationship of capital structure decisions with firm performance: A study of the engineering sector of Pakistan’, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(1), 245-262.
- King, Robert & Levine, Ross (1993), ‘Finance, entrepreneurship and growth: Theory and evidence’, *Journal of Monetary Economics*, 32 (3), 513-542.
- Kumar, M., Vij, M. & Goswami, R. (2020), ‘Effect of Real Earnings Management on Firm Performance: Evidence from India’, *Sage Journal*, 27 (3), 386-396.
- Leggett, D., Parsons, L.M. & Reitenga, A.L. (2016), ‘Real Earnings Management and Subsequent Operating Performance’, *Journal of Operations Management*, 4 (15), 7-32.
- Liu, J.-L. & Tsai, C.-C. (2015), ‘Board member characteristics and ownership structure impacts on real earnings management: Evidence from Taiwan’, *Accounting and Finance Research*, 4 (4), 84-96.
- Ngọc Vũ (2015), ‘10 vụ bê bối đình đám nhất của các doanh nghiệp trên thế giới’, *Thời báo tài chính Việt Nam*, truy cập lần cuối ngày 16 tháng 12 năm 2023, từ <<https://thoibaotaichinhvietnam.vn/10-vu-be-boi-dinh-dam-nhat-cua-cac-doanh-nghiep-tren-the-gioi-10359.html>>.
- Nguyễn Đỗ Quyên & Trần Quốc Hoàng (2017), ‘Hành vi quản trị lợi nhuận và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam’, *Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế*, 99, 1-18.
- Nguyễn Hà Linh (2017), ‘Nghiên cứu các nhân tố tác động đến hành vi điều chỉnh lợi nhuận tại các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam’, luận án tiến sĩ, Đại học Kinh tế quốc dân.
- Nguyen Thu Hang & Nguyen Manh Hiep (2016), ‘Real earnings management: Evidence from Vietnam’, *Journal of International Economics and Management*, 89 (2), 22-34.
- Nguyễn Vĩnh Khương, Nguyễn Trần Thái Hà & Phùng Anh Thư (2019), ‘The Relationship between Real Earnings Management and Firm Performance: The Case of Energy Firms in Vietnam’, *International Journal of Energy Economics and Policy*, 9 (2), 307-314.
- Pacheco Paredes, A.A. & Wheatley, C. (2017), ‘Real earnings management or ‘just business’’, *Journal of Financial Economic Policy*, 9 (3), 268-283.
- Phạm Thị Bích Vân (2017), ‘Quản trị lợi nhuận khi phát hành thêm cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam’, luận án tiến sĩ, Đại học Đà Nẵng.
- Roychowdhury, S. (2006), ‘Earnings management through real activities manipulation’, *Journal of accounting and economics*, 42 (3), 335-370.
- Salim, M. & Yadav, R. (2012), ‘Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies’, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166.
- Subekti, I. (2012), ‘Accrual and Real Earnings Management: One of the Perspectives of Prospect Theory’, *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 15 (3), 443–456.
- Subramanyam, K. (1996), ‘The pricing of discretionary accruals’, *Journal of accounting and economics*, 22 (3), 249-281.
- Sun, J., Lan, G. & Liu, G. (2014), ‘Independent audit committee characteristics and real earnings management’, *Managerial Auditing Journal*, 29 (2), 153-172.
- Susanto, S dan Christiawan, Y.J., (2016), ‘Effect of Earnings Management towards Firm Value’, *Business Accounting Review*, 4 (1), 205-216.
- Tobin, J. (1969), ‘A General Equilibrium Approach to Monetary Theory’, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1 (1), 15-29.
- Zeitun, R. & Tian, G.G. (2014), ‘Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan’, *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 1(4), 1-36.
- Zingales, L. (2009), ‘The future of securities regulation’, *Journal of Accounting Research*, 47 (2), 391-425.