

ẢNH HƯỞNG TÍN HIỆU GIAN LẬN VÀ LÃI CƠ BẢN TRÊN CỔ PHIẾU ĐẾN GIÁ CỔ PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

NGUYỄN VĨNH KHƯƠNG

Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc Gia TP.HCM – khuongnguyenkkt@gmail.com

PHÙNG ANH THƯ

Trường Đại học Nguyễn Tất Thành – phunganhthu1990@gmail.com

(Ngày nhận: 01/09/2016; Ngày nhận lại: 23/09/2016; Ngày duyệt đăng: 12/01/2017)

TÓM TẮT

Tính xác thực về giá trị thu nhập trên báo cáo tài chính đã nhận được sự chú ý rất lớn từ cả nhà đầu tư và nhà quản lý. Do có sự tồn tại của các khoản thu nhập bị thao túng bởi những người tham gia thị trường dẫn đến thị trường chứng khoán đi chệch khỏi các giá trị chính xác lúc đầu của chúng, dẫn đến gây hiểu nhầm cho bức tranh của thị trường. Nghiên cứu được thực hiện nhằm cung cấp bằng chứng về mối quan hệ giữa tín hiệu gian lận, lãi cơ bản trên cổ phiếu đến giá cổ phiếu các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (TTCK VN). Dựa vào dữ liệu của 100 công ty niêm yết trước năm 2009, có công bố báo cáo tài chính trong giai đoạn 2012-2014, bằng phương pháp định lượng phù hợp với dữ liệu bảng, tác giả đã đưa đến kết luận rằng: lãi cơ bản trên cổ phiếu, tín hiệu gian lận có tác động đến giá cổ phiếu.

Từ khóa: tín hiệu gian lận; lãi cơ bản trên cổ phiếu; tính xác thực về giá trị thu nhập.

The effect of earnings per share and red flags on stock price in Vietnam stock market

ABSTRACT

The value relevance of earnings in the financial statements has attracted great attention from both investors and regulators. As some earnings are manipulated by market players, the value of securities on the stock market might be deviated from their initial exact values conveying a misleading picture of the market. The study aimed to give some evidences about the impact of red flags and basic earnings per share on stock prices of companies listed on Vietnamese Stock Exchange. Using quantitative method to analyze the panel data collected from 100 companies listed before 2009 and publicized their financial reports during 2012-2014, the authors found that red flags and basic earnings per share have some influences on stock prices.

Keywords: basic earnings per share; red flags; value relevance.

1. Giới thiệu

Khi nền kinh tế thị trường bước vào giai đoạn hội nhập, Việt Nam đang phấn đấu thành nước có nền công nghiệp phát triển. Lúc này thị trường chứng khoán ngày càng phát triển và đóng một vai trò quan trọng trong việc phát triển vững chắc thị trường vốn Việt Nam. Nhưng khi đó vấn đề sở hữu và quản lý ngày trở nên tách biệt như chúng ta biết tới đó là lý thuyết đại diện. Sự tách biệt giữa sở hữu

doanh nghiệp (DN) và quản lý DN, sẽ mang đến rất nhiều thuận lợi như việc chuyển nhượng quyền sở hữu không ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của DN, khi thuê được những nhà quản lý chuyên nghiệp đảm bảo thực hiện mục tiêu của DN. Tuy nhiên việc tách biệt này lại dẫn tới một vấn đề nổi bật khác – vấn đề đại diện, hay còn gọi là vấn đề về xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và các chủ sở hữu. Các nhà đầu tư hay còn gọi là các

chủ sở hữu rất muốn biết chính xác tiền của mình đã được sử dụng như thế nào và tình hình hoạt động thực tế của công ty.

Nhiều nghiên cứu trước đây đã chứng minh sự tồn tại của “kế toán kiến tạo số liệu không có thực” (creative accounting) thông qua những nỗ lực của các nhà quản lý để thao túng số liệu các khoản thu nhập thuận lợi (Naser, 1993^[6]; Shah, 1998^[7]; McNichols và Wilson, 1998^[5]). Do có sự tồn tại của các khoản thu nhập bị thao túng bởi những người tham gia thị trường dẫn đến thị trường chứng khoán đi chệch khỏi các giá trị chính xác lúc đầu của chúng, dẫn đến gây hiểu nhầm cho bức tranh của thị trường. Vì vậy, việc đo lường thông tin kế toán từ báo cáo tài chính (tín hiệu nguy cơ, gian lận; lỗi cơ bản trên cổ phiếu và hành vi điều chỉnh lợi nhuận) có ảnh hưởng đến đánh giá của nhà đầu tư về giá trị của doanh nghiệp (giá cổ phiếu) rất hữu ích trong việc đánh giá sự biến động giá cổ phiếu trong tương lai và mối quan hệ này.

Nhằm trả lời câu hỏi trên tác giả thực hiện nghiên cứu “Ảnh hưởng của tín hiệu gian lận, lỗi cơ bản trên cổ phiếu đến giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam”.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Giá cổ phiếu

Giá cổ phiếu là hình ảnh phản chiếu những vấn đề cơ bản của nền kinh tế vĩ mô, mà đặc biệt là sức khỏe của doanh nghiệp. Giá cả chứng khoán phản ứng với các tin tức và đầy những sự kiện bất ngờ mà chúng ta khó đoán trước được và cũng là một đại lượng ngẫu nhiên mà người ta không thể nhận dạng được một cách chắc chắn, mặc dù thông tin vẫn được hấp thụ một cách nhanh chóng. Giá cả chứng khoán là một vấn đề được nhiều nhà đầu tư và xã hội rất quan tâm.

Giá trị sổ sách của cổ phiếu: là giá CP ghi trên sổ sách kế toán phản ánh tình trạng vốn cổ phần của công ty ở một thời điểm nhất định

Giá trị sổ sách của mỗi cổ phần = Vốn cổ phần/Số cổ phần thường đang lưu hành

= (Tài sản – Nợ - Cổ phần ưu đãi)/Số cổ

phần thường đang lưu hành

Theo công thức trên, nếu công ty chỉ phát hành CP thường thì giá trị sổ sách được xác định bằng tổng giá trị tài sản ròng của công ty chia cho tổng số CP đang lưu hành.

Giá trị ghi sổ là một thước đo rất chính xác giá trị của công ty, yếu tố không biến đổi quá nhanh, tương đối ổn định nên đây là số liệu thích hợp để phân tích cho các nhà đầu tư. Nhưng thực tế, giá trị sổ sách khác xa giá thị trường.

2.2. Các tín hiệu nguy cơ, gian lận (red flags)

Theo Zack (2012)^[12] có 4 loại tỷ số tài chính thường được dùng để phát hiện gian lận báo cáo tài chính được phân loại như sau: tỷ số thanh khoản, tỷ số hoạt động, tỷ số thanh toán, tỷ số lợi nhuận.

Các tỷ số tài chính dự đoán gian lận báo cáo tài chính bao gồm:

- Tỷ số nợ phải trả/vốn chủ sở hữu (DEBT/EQ)
- Tỷ số doanh thu/tổng tài sản (SALES/TA)
- Tỷ số lợi nhuận sau thuế/doanh thu (NP/SALES)
- Tỷ số khoản phải thu/doanh thu (REC/SALES)
- Tỷ số lợi nhuận sau thuế/tổng tài sản (NP/TA)
- Tỷ số vốn lưu động/tổng tài sản (WC/TA)
- Tỷ số lợi nhuận trước thuế/tổng tài sản (GP/TA)
- Tỷ số hàng tồn kho/doanh thu (INV/SALES)
- Tỷ số nợ phải trả/tổng tài sản (TD/TA)

Theo Panagiotis E. Dimitropoulos và Dimitrios Asteriou (2009)^[3], tác giả sử dụng 9 tỷ số tài chính được nghiên cứu trước đây nhằm đại diện cho tín hiệu rủi ro, gian lận cho mục đích xem xét tác động đến giá cổ phiếu.

2.3. Lỗi cơ bản trên cổ phiếu

EPS hay lợi nhuận (thu nhập) trên mỗi cổ

phiếu là số lợi nhuận mà công ty phân bổ cho mỗi cổ phần thông thường đang lưu hành trên thị trường.

EPS là một chỉ tiêu được các nhà đầu tư sử dụng thường xuyên, EPS là công cụ để đánh giá kết quả thực hiện của một công ty như: so sánh kết quả của một công ty qua các thời kỳ hoặc sử dụng để so sánh giữa các công ty với nhau. Ngoài ra, EPS có ảnh hưởng lớn đến giá của CP công ty và thị trường CP rất nhạy cảm với EPS.

3. Tổng quan nghiên cứu

3.1. Nghiên cứu trong nước

Tác giả đã tiến hành khảo sát các nghiên cứu có liên quan thông qua cơ sở dữ liệu thực hiện tại Đại học Kinh tế Tp.Hồ Chí Minh, Đại học Đà Nẵng. Có các nghiên cứu liên quan đến đề tài này như sau:

- Nghiên cứu của Trần Thị Giang Tân và cộng sự (2014) ^[2] đánh giá sự hữu hiệu của tam giác gian lận trong việc phát hiện và dự báo gian lận ở các công ty niêm yết tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy khả năng xảy ra gian lận có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê đối với tam giác gian lận.

- Nghiên cứu Nguyễn Việt Dũng (2010) ^[1] dựa trên mô hình Ohlson (1995) cho thấy mối liên hệ giữa thông tin báo cáo tài chính và giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam và mối liên hệ này hoàn toàn có ý nghĩa về mặt thống kê.

Các đề tài này đều không đề cập đến mục tiêu ảnh hưởng của tín hiệu gian lận và lãi con bản trên cổ phiếu đến giá cổ phiếu, do đó việc lựa chọn hướng nghiên cứu của tác giả không trùng lặp so với các đề tài có liên quan trong nước.

3.2. Nghiên cứu nước ngoài

Ngoài ra, theo khảo sát của tác giả thông qua cơ sở dữ liệu được tiến hành về đề tài tính xác thực về giá trị thu nhập trên báo cáo tài chính có các nghiên cứu cụ thể như sau:

- Nghiên cứu của Panagiotis E. Dimitropoulos và Dimitrios Asteriou (2009) ^[3] đánh giá ảnh hưởng của tín hiệu gian lận và

hành vi điều chỉnh lợi nhuận đến giá cổ phiếu. Kết quả cho thấy tỷ số vốn lưu động/tổng tài sản, tỷ số lợi nhuận sau thuế/doanh thu có mối tương quan nghịch với giá cổ phiếu; tỷ số doanh thu/tổng tài sản, tỷ số lợi nhuận sau thuế/tổng tài sản có mối tương quan thuận với giá cổ phiếu và hành vi điều chỉnh lợi nhuận góp phần quan trọng trong việc giải thích sự biến động của giá cổ phiếu.

- Nghiên cứu của Sharma và cộng sự (2012) ^[8] đánh giá tính xác thực về giá trị của thông tin trên báo cáo tài chính. Các dữ liệu được thu thập từ một mẫu của 71 công ty trong 100 công ty niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Quốc gia (NSE). Khung thời gian kéo dài từ năm 2000-2008 và phương pháp được sử dụng hồi quy tuyến tính. Kết quả một số tỷ lệ dựa trên báo cáo tài chính cho thấy ảnh hưởng tới giá cổ phiếu.

- Nghiên cứu của Sushma Vishnani và Bhupesh Kr.Shah (2008) ^[11] đánh giá tính xác thực về giá trị của thông tin trên báo cáo tài chính và ảnh hưởng của báo cáo tài chính lên giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ dựa trên báo cáo tài chính cho thấy ảnh hưởng đáng kể với các chỉ số thị trường chứng khoán.

- Nghiên cứu của Spathis và cộng sự (2002) ^[9] sử dụng dữ liệu thứ cấp nhằm xây dựng mô hình dự đoán gian lận báo cáo tài chính, dựa trên 10 tỷ số tài chính. Cỡ mẫu là 76 công ty gồm 38 công ty không có gian lận và 38 công ty có gian lận trên thị trường chứng khoán Hy Lạp. Nghiên cứu sử dụng hồi quy logit, kết quả cho thấy mô hình hữu hiệu trong việc dự đoán gian lận và hữu ích cho kiểm toán viên, ngân hàng, nhà nước với 6 tỷ số tài chính có mức ý nghĩa thống kê.

- Nghiên cứu của Mehta Ujal và cộng sự (2012) ^[10] sử dụng dữ liệu thứ cấp nhằm xây dựng mô hình dự đoán gian lận báo cáo tài chính, dựa trên 10 tỷ số tài chính. Cỡ mẫu là 60 công ty gồm 30 công ty không có gian lận và 30 công ty có gian lận trên thị trường chứng khoán Ấn Độ. Nghiên cứu sử dụng hồi

quy logit, kết quả cho thấy mô hình hữu hiệu trong việc dự đoán gian lận và hữu ích cho kiểm toán viên, ngân hàng, nhà nước.

- Nghiên cứu của Ahsan Habib (2004) ^[4] xem xét ảnh hưởng của hành vi điều chỉnh lợi nhuận lên tính xác thực về giá trị của thông tin báo cáo tài chính tại thị trường chứng khoán Nhật Bản. Với 5318 quan sát từ năm 1992-1999, kết quả cho thấy hành vi điều chỉnh lợi nhuận có mối tương quan với tính xác thực về giá trị của thông tin báo cáo tài chính.

4. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

4.1. Phương pháp nghiên cứu

Các nghiên cứu trước đây trên thế giới sử dụng phương pháp định lượng cụ thể là phân tích hồi quy tuyến tính phù hợp dữ liệu bảng để đo lường ảnh hưởng đến hành vi điều chỉnh lợi nhuận. Vì vậy, tác giả cũng sử dụng phương pháp này để đo lường ảnh hưởng của đặc trưng doanh nghiệp đến hành vi điều chỉnh lợi nhuận trên TTCK Việt Nam. Cụ thể, tác giả sử dụng mô hình hồi quy hỗn hợp (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) để thực hiện nghiên cứu.

4.2. Mô tả mẫu nghiên cứu

Mẫu khảo sát là báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012 – 2014 được thu thập từ website www.finance.vietstock.vn và fpts.com.vn). Mẫu nghiên cứu được chọn theo phương pháp lấy mẫu ngẫu nhiên phi xác suất. Sau khi tổng hợp được số lượng các công ty niêm yết trên hai sàn chứng khoán HNX và HOSE từ website www.corporate.stox.vn tác giả sử dụng phần mềm Stox Pro 3.5 để tổng hợp được các công ty niêm yết từ năm 2009 trở về trước. Tác giả tổng hợp được 392 công ty niêm yết trên hai sàn HNX và HOSE. Sau khi loại bỏ các công ty thuộc tài chính, ngân hàng, chứng khoán số công ty còn lại là 380 công ty. Tiếp đến tác giả sử dụng hàm số học Randbetween (dãy gồm 380 công ty) để lấy được mẫu ngẫu nhiên không chủ ý. Mỗi Enter

tác giả sẽ chọn được một mã chứng khoán, cứ tiếp tục cho đến khi số mã chứng khoán được chọn hoàn tất. Mẫu được tác giả lựa chọn là 100 công ty gồm 50 công ty niêm yết sàn HOSE và 50 công ty trên sàn HNX từ mã chứng khoán tương ứng đã được rút ngẫu nhiên từ hàm số Randbetween.

4.3. Mô hình nghiên cứu

Các nghiên cứu được thực hiện trên thế giới có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu đều sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính. Cho thấy rằng mô hình hồi quy tuyến tính cho kết quả tốt trong các nghiên cứu về ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Vì vậy, tác giả sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính để phân tích tính xác thực về giá trị thu nhập trên báo cáo tài chính tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Mục tiêu nghiên cứu để kiểm định tác động của tín hiệu gian lận đến mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và thu nhập (returns-earnings relation). Do đó, tác giả sử dụng lãi cơ bản trên cổ phiếu (EPS) kết hợp với tín hiệu gian lận. Điều này giúp kiểm định tác động của EPS và biến tương tác đo lường tác động tổng hợp đến giá cổ phiếu (đại diện cho tính xác thực của thu nhập).

Mô hình dùng tương tác giữa biến EPS và tín hiệu nguy cơ, gian lận để đo lường tác động biên của tín hiệu nguy cơ, gian lận đến giá cổ phiếu.

Dựa trên nghiên cứu của Panagiotis E. Dimitropoulos và Dimitrios Asteriou (2009) ^[3], tác giả đưa ra mô hình nghiên cứu như sau:

Mô hình : $P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} * INV/SALES_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} * TD/TA_{i,t} + \beta_4 EPS_{i,t} * WC/TA_{i,t} + \beta_5 EPS_{i,t} * NP/TA_{i,t} + \beta_6 EPS_{i,t} * NP/SALES_{i,t} + \beta_7 EPS_{i,t} * SALES/TA_{i,t} + \beta_8 EPS_{i,t} * DEBT/EQ_{i,t} + \beta_9 EPS_{i,t} * REC/SALES_{i,t} + \beta_{10} EPS_{i,t} * GP/TA_{i,t} + u_{i,t}$

Trong đó:

$i = 1, 2, \dots, 100$ (với i là thể hiện cho 100 công ty niêm yết)

$t = 1, 2, 3$ (với t là khoảng thời gian 3 năm)

từ 2012 đến 2014)

P là biến phụ thuộc, thể hiện giá cổ phiếu của công ty i tại thời điểm t

EPS là lãi cơ bản trên cổ phiếu của công ty i tại thời điểm t

$EPS*INV/SALES$ là biến tương tác, tỷ số hàng tồn kho/Doanh thu thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu của công ty i tại thời điểm t

$EPS*TD/TA$ là biến tương tác, tỷ số nợ phải trả/tổng tài sản thu thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu của công ty i tại thời điểm t

$EPS*WC/TA$ là biến tương tác, tỷ số vốn lưu động/tổng tài sản thu thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu của công ty i tại thời điểm t

$EPS*NP/TA$ là biến tương tác, tỷ số lợi nhuận sau thuế/tổng tài sản thu thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu của công ty i tại thời điểm t

$EPS*NP/SALES$ là biến tương tác, tỷ số lợi nhuận sau thuế/doanh thu thu thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu của công ty i tại thời

điểm t

$EPS*SALES/TA$ là biến tương tác, tỷ số doanh thu/tổng tài sản thu thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu của công ty i tại thời điểm t

$EPS * DEBT/EQ_{i,t}$ là biến tương tác, tỷ số nợ phải trả/vốn chủ sở hữu thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu của công ty i tại thời điểm t

$EPS * REC/SALES_{i,t}$ là biến tương tác, tỷ số khoản phải thu/doanh thu thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu của công ty i tại thời điểm t

$EPS * GP/TA_{i,t}$ là biến tương tác, tỷ số lợi nhuận trước thuế/tổng tài sản thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu của công ty i tại thời điểm t

$\beta_1, \dots, \beta_{10}, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ là hệ số hồi quy đo lường mức thay đổi của P trên một đơn vị thay đổi của biến độc lập khi mà giá trị của các biến độc lập khác là không đổi.

$u_{i,t}$: sai số ngẫu nhiên

4.4. Giả thuyết nghiên cứu

Bảng 1

Tổng hợp các nhân tố nghiên cứu

Ký hiệu	Kỳ vọng dấu	Giả thuyết
EPS	(+)	Giả thuyết H1: Lãi cơ bản trên cổ phiếu có ảnh hưởng thuận chiều đến giá cổ phiếu.
$EPS*INV/SALES$	(+)	Giả thuyết H2: Tỷ số hàng tồn kho/doanh thu tại thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu có ảnh hưởng thuận chiều đến giá cổ phiếu.
$EPS*TD/TA$	(-)	Giả thuyết H3: Tỷ số nợ phải trả/tổng tài sản có ảnh hưởng nghịch chiều đến giá cổ phiếu.
$EPS*WC/TA$	(-)	Giả thuyết H4: Tỷ số vốn lưu động/tổng tài sản tại thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu có mối tương quan nghịch đối với giá cổ phiếu.
$EPS*NP/TA$	(+)	Giả thuyết H5: Tỷ số lợi nhuận sau thuế/tổng tài sản tại thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu có mối tương quan thuận đối với giá cổ phiếu.
$EPS*NP/SALES$	(+)	Giả thuyết H6: Tỷ số lợi nhuận sau thuế/doanh thu tại thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu có mối tương quan thuận đối với giá cổ phiếu
$EPS*SALES/TA$	(+)	Giả thuyết H7: Tỷ số doanh thu/tổng tài sản tại thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu có mối tương quan thuận

Ký hiệu	Kỳ vọng dấu	Giả thuyết
		đổi với giá cổ phiếu.
EPS*DEBT/EQ	(-)	Giả thuyết H8: Tỷ số nợ phải trả/vốn chủ sở hữu tại thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu có mối tương quan nghịch đổi với giá cổ phiếu.
EPS*REC/SALES	(+)	Giả thuyết H9: Tỷ số khoản phải thu/doanh thu tại thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu có mối tương quan thuận đổi với giá cổ phiếu.
EPS*GP/TA	(+)	Giả thuyết H10: Tỷ số lợi nhuận trước thuế/tổng tài sản tại thời điểm lãi cơ bản trên cổ phiếu có mối tương quan thuận đổi với giá cổ phiếu.

5. Kết quả nghiên cứu

5.1. Thống kê mô tả

Trong đó, tác giả trình bày giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất, giá trị

nhỏ nhất của các biến được sử dụng. Theo số liệu thống kê mô tả của tất cả các biến trong bảng thống kê mô tả.

Bảng 2

Trình bày thống kê mô tả các biến

Variable	Obs	Mean	Std.Dev	Min	Max
P	300	17785.33	16907.56	2700	102000
EPS	300	1932.433	2561.764	-5505	12647
EPS*INV/SALES	300	365.6609	2802.346	-37674.88	13912.44
EPS*TD/TA	300	1029.735	1535.975	-3917.678	11466.6
EPS* WC/TA	300	440.8043	832.6271	-2770.218	5085.58
EPS* NP/TA	300	182.3379	350.5455	-322.1261	3205.968
EPS*NP/SALES	300	272.7357	754.0294	-1464.958	6101.86
EPS*SALES/TA	300	2696.03	4226.278	-5626.321	29272.48
EPS*DEBT/EQ	300	3600.773	9793.004	-14522.23	130058.8
EPS*REC/SALES	300	441.8784	1522.674	-13183.07	11305.8
EPS*GP/TA	300	243.1172	467.3941	-429.5015	4274.624

Nguồn: Phân tích dữ liệu từ phần mềm STATA

5.2. Phân tích tương quan

Bảng 3 cho thấy hệ số tương quan giữa giá cổ phiếu và các biến độc lập dao động từ 0,1082 đến 0,6167. Điều này cho thấy, ngoại trừ các biến EPS, EPS*DEBT/TA, EPS*SALES/TA có

mức tương quan cao với biến phụ thuộc, còn lại các biến độc lập khác có hệ số tương quan khá nhỏ, điều này cho thấy độ mạnh về tương quan tuyến tính giữa biến phụ thuộc và các biến độc lập còn lại khá yếu.

Bảng 3

Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

	P	EPS	EPS *INV/SALES	EPSi*TD/TA	EPS* WC/TA	EPS *NP/TA	EPS * NP/ SALES	EPS* SALES/TA	EPS * DEBT/EQ	EPS* REC/SALES	EPS*GP/TA
P	1.0000										
EPS	0.6167	1.0000									
EPS *INV/SALES	0.1976	0.3216	1.0000								
EPSi*TD/TA	0.5460	0.9040	0.3217	1.0000							
EPS*WC/TA	0.4367	0.6647	0.2593	0.4133	1.0000						
EPS *NP/TA	0.3542	0.4629	0.0097	0.3085	0.4884	1.0000					
EPS * NP/ SALES	0.1082	0.0325	-0.2237	-0.0389	0.1130	0.6673	1.0000				
EPS* SALES/TA	0.5320	0.8014	0.1091	0.7459	0.5679	0.5225	0.0099	1.0000			
EPS * DEBT/EQ	0.2783	0.5726	0.2107	0.7869	0.0938	0.0664	-0.0288	0.3568	1.0000		
EPS* REC/SALES	0.2540	0.5388	0.6604	0.4855	0.3783	0.0594	-0.2710	0.2195	0.3379	1.0000	
EPS*GP/TA	0.3542	0.4629	0.0097	0.3085	0.4884	1.0000	0.6673	0.5225	0.0664	0.0594	1.0000

Nguồn: Phân tích dữ liệu từ phần mềm STATA

5.3. Kết quả phân tích hồi quy

Bảng 4

Kết quả hồi quy các nhân tố tác động theo Pooled OLS, FEM, REM của mô hình

Biến độc lập	Pooled OLS		FEM		REM	
	Hệ số hồi quy	Mức ý nghĩa	Hệ số hồi quy	Mức ý nghĩa	Hệ số hồi quy	Mức ý nghĩa
EPS	3.594254***	0.002	2.898627***	0.006	2.149305***	0.000
EPS*INV/SALES	0.5261382**	0.037	0.3570199***	0.001	0.4227148**	0.022
EPS*TD/TA	2.779273	0.301	-3.350295**	0.018		
EPS*WC/TA			-3.626636**	0.011		
EPS*NP/SALES	1.770308*	0.083	2.033966**	0.029	0.7376345*	0.082
EPS*NP/TA			-3.764434	0.211		
EPS*SALES/TA			0.3616926	0.395		
EPS*DEBT/EQ	0.3534896**	0.042				
EPS*REC/SALES	-1.43262**	0.023			-0.9675624*	0.052
CONS	9208.428	0.000	16258.46	0.000	13703.74	0.000
Số quan sát		300		300		300
R-squared		40.97%		22.07%		48.69%
Kiểm định Hausman				Chi2 (8)= 95,44		
				Prob>Chi2: 0,000		

*, ** và ***: Có ý nghĩa ở mức 10% , 5%, 1%

Nguồn: Phân tích dữ liệu từ phần mềm STATA

Mô hình Pooled OLS có thể giải thích 40,97% sự thay đổi của các tín hiệu rủi ro, gian lận đến giá cổ phiếu. Các tỷ số INV/SALES, NP/SALES, DEBT/EQ, REC/SALES đều có ý nghĩa thống kê.

Tuy nhiên, mô hình Pooled OLS, dữ liệu chéo bị ràng buộc quá chặt chẽ về không gian và thời gian khi các hệ số hồi quy không đổi. Điều này khiến Pooled OLS không phản ánh được tác động của sự khác biệt mỗi công ty niêm yết, dẫn đến mức ảnh hưởng thật sự của các biến độc lập lên biến phụ thuộc giảm mạnh và kết quả có thể không phù hợp với điều kiện thực tế. Vì vậy, tác giả sử dụng kiểm định Fisher để kiểm định xem có tồn tại

tác động cố định của mỗi công ty niêm yết trong mô hình hay không. Kết quả cho thấy mô hình Pooled OLS là không thích hợp vì sự tồn tại của tác động cố định ở mỗi công ty ($F(6;293) = 23,87$, $P\text{-value} = 0,000$). Tuy nhiên cũng chưa khẳng định mô hình FEM là mô hình đúng. Vì vậy, nghiên cứu sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn giữa FEM và REM.

Kết quả cho thấy mô hình các nhân tố tác động cố định (FEM) là mô hình phù hợp cho nghiên cứu này vì $\text{Prob}>\text{Chi}2 = 0,000 < 0,05$. Mô hình có mức ý nghĩa là 1%. Tác giả sử dụng kiểm định Breusch-Pagan/Cook-Weisberg để đánh giá phương sai không đồng nhất.

Dựa trên mô hình nghiên cứu được chọn là mô hình FEM, nghiên cứu ước lượng tham số hồi quy. Hệ số hồi quy (Coef.) là hệ số tác động của biến độc lập lên biến phụ thuộc. $P > |t|$ cho biết ý nghĩa thống kê của biến độc lập. Khi giá trị này càng thấp thì biến độc lập đưa vào mô hình càng an toàn, đặc biệt khi ở dưới 5%.

Kết quả từ Bảng 4 cho thấy các biến EPS, INV/SALES có mức ý nghĩa thống kê ở mức 1%, WC/TA, NP/SALES, TD/TA có mức ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Các biến còn lại đều không có ý nghĩa thống kê nên loại bỏ.

Hàm hồi quy với mô hình tác động cố định:

$$P_{i,t} = 2,89 \text{ EPS}_{i,t} + 0,35 \text{ EPS}_{i,t} * \text{INV/SALES}_{i,t} - 3,35 \text{ EPS}_{i,t} * \text{TD/TA}_{i,t} - 3,63 \text{ EPS}_{i,t} * \text{WC/TA}_{i,t} + 2,03 \text{ EPS}_{i,t} * \text{NP/SALES}_{i,t} + 16258,46 + u_{i,t}$$

Thảo luận kết quả hồi quy

Hệ số hồi quy (coefficient):

Biến EPS có hệ số 2,89, quan hệ cùng chiều với biến phụ thuộc. Với giả định các yếu tố khác không đổi, khi yếu tố EPS tăng thêm 1 điểm thì kết quả giá cổ phiếu sẽ tăng thêm 2,898627 điểm.

Biến EPS * INV/SALES có hệ số 0,35, quan hệ cùng chiều với biến phụ thuộc. Với giả định các yếu tố khác không đổi, khi yếu tố EPS * INV/SALES tăng thêm 1 điểm thì kết quả giá cổ phiếu sẽ tăng thêm 0,3570199 điểm.

Biến EPS * TD/TA có hệ số - 3,35; quan hệ ngược chiều với biến phụ thuộc. Với giả định các yếu tố khác không đổi, khi yếu tố EPS * TD/TA tăng thêm 1 điểm thì kết quả giá cổ phiếu sẽ giảm đi 3,350295 điểm.

Biến EPS * WC/TA có hệ số - 3,63; quan hệ ngược chiều với biến phụ thuộc. Với giả định các yếu tố khác không đổi, khi yếu tố EPS * WC/TA tăng thêm 1 điểm thì kết quả giá cổ phiếu sẽ giảm đi 3,626636 điểm.

Biến EPS * NP/ SALES có hệ số 2,03; quan hệ cùng chiều với biến phụ thuộc. Với giả định các yếu tố khác không đổi, khi yếu tố EPS * NP/SALES tăng thêm 1 điểm thì kết quả giá cổ phiếu sẽ tăng thêm 2,03 điểm.

So sánh kết quả

EPS*WC/TA có tác động nghịch đến biến phụ thuộc và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này có thể được giải thích bởi thực tế là các công ty có tăng tỷ số WC/TA cho thấy một hoạt động tài chính tốt hơn và bởi vì họ có thể trang trải khoản nợ ngắn hạn nhanh hơn so với công ty có vốn lưu động thấp hơn. Ngược lại, các công ty sẽ đầu tư vào tài sản ngắn hạn nhiều hơn vào tài sản dài hạn. Vì vậy, có một tác động tiêu cực đến triển vọng trong tương lai của doanh nghiệp. Do đó, người quản lý sẽ ít đầu tư vào tài sản ngắn hạn dẫn tới tác động tốt hơn trên thị trường và giá cổ phiếu. Kết quả này nhất quán với nghiên cứu của Spathis và cộng sự (2002) ^[9], Panagiotis E. Dimitropoulos và Dimitrios Asteriou (2009) ^[3]. Tỷ lệ EPS*TD/TA cũng có tác động nghịch đến giá cổ phiếu vì khi giảm nợ phải trả dẫn tới hình ảnh báo cáo tài chính đẹp hơn và có tác động nhất định đến giá cổ phiếu. Kết quả này trái ngược với nghiên cứu trước đây của Spathis và cộng sự (2002) ^[9], Mehta Ujal và cộng sự (2012) ^[10], cho rằng các công ty có gian lận báo cáo tài chính có tổng nợ phải trả cao hơn so với tổng tài sản.

Tác động thuận của EPS*NP/SALES lên giá cổ phiếu là do các thực tế là các doanh nghiệp có khó khăn về tài chính sẽ cố gắng thao túng lợi nhuận bằng cách khai khống doanh thu hoặc khai thiếu chi phí. Vì vậy, hành vi điều chỉnh lợi nhuận và điều này sẽ ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Tỷ số EPS* INV/SALES có tác động thuận lên giá cổ phiếu do việc sử dụng hàng tồn kho là một phương pháp phổ biến trong thao túng thu nhập và báo cáo tài chính. Kết quả này nhất quán với nghiên cứu của Spathis và cộng sự (2002) ^[9], Mehta Ujal và cộng sự (2012) ^[10] cho thấy rằng các doanh nghiệp có gian lận báo cáo tài chính thì có hàng tồn kho cao.

6. Kết luận và kiến nghị

6.1. Kết luận

Mục tiêu nghiên cứu là kiểm định tác

động của tín hiệu gian lận tới mối quan hệ thu nhập và giá cổ phiếu. Các nghiên cứu trước đây đã ghi nhận rằng hành vi điều chỉnh lợi nhuận có tồn tại và thao túng thông tin báo cáo tài chính dẫn đến ảnh hưởng đến thị trường (McNichols & Wilson, 1988) [5]. Nghiên cứu mở rộng bằng việc phát hiện hành vi thao túng thông tin báo cáo tài chính thông qua tín hiệu gian lận (Spathis và cộng sự, 2002). [9]

Với kết quả nghiên cứu cho thấy biến EPS, tín hiệu gian lận có tác động đến giá cổ phiếu thì công ty cần chú trọng hơn nữa đến các biến lợi nhuận, EPS và đặc biệt là việc nâng cao chất lượng quản trị để cắt giảm biến chi phí, gia tăng lợi nhuận. Vì vậy, tầm quan trọng của lợi nhuận đối với giá cổ phiếu và đối với việc tăng vốn bằng cách thu hút nhà đầu tư thông qua việc quản trị lợi nhuận phù hợp.

6.2. Kiến nghị

Đối với công ty niêm yết:

- Đầu tiên, doanh nghiệp cần phải chú trọng một số vấn đề về công bố TT BCTC như về mặt thời gian, chất lượng thông tin BCTC, đặc biệt là EPS.

- Thứ hai, kế toán viên và nhà quản trị không nên hay hạn chế áp dụng các phương pháp kế toán một cách có chủ đích gây sai lệch thông tin báo cáo tài chính và ảnh hưởng đến khả năng hoạt động liên tục trong tương lai của mình hay quyết định nhà đầu tư, đặc biệt là các hành vi sử dụng ước tính kế toán để chi phối thông tin lợi nhuận. Chẳng hạn, hiện nay các doanh nghiệp giảm khoản dự phòng nợ xấu do đánh giá tình hình con nợ được cải thiện, giảm chi phí, tăng lợi nhuận nhằm tô hồng bức tranh tài chính của doanh nghiệp và các thủ thuật khác giữa công ty “mẹ” và “con” nhằm giảm chi phí, gia tăng lợi nhuận. Hay là thuyết minh BCTC một cách qua loa, không đầy đủ nhằm che đi những thông tin xấu, những khoản nợ tiềm tàng, những khoản

doanh thu ghi nhận không trung thực, hợp lý...

Đối với nhà đầu tư: Hỗ trợ quá trình ra quyết định của nhà đầu tư, dự báo giá cổ phiếu thông qua EPS, tín hiệu gian lận mà cụ thể là các chỉ số tài chính chính là thể hiện tầm nhìn, giá trị tương lai mà nhà đầu tư mong muốn, do đó khi tín hiệu gian lận cao thì nhà đầu tư nên xem xét các khoản mục đầu tư có vấn đề hay không nhằm đưa ra quyết định đúng đắn. Vì vậy, nhà đầu tư có thể dựa trên việc phân tích tín hiệu gian lận để ra quyết định đầu tư.

Đối với cơ quan quản lý: Mục tiêu chung của các cơ quan quản lý liên quan là ổn định và phát triển TTCK. Việc làm này thể hiện qua việc quản lý để tăng hiệu quả đầu tư; thu hút nhà đầu tư và tăng tính thanh khoản cho thị trường; quản lý các vấn đề về minh bạch như chất lượng, thời điểm công bố, hành vi tiêu cực để gia tăng tính hiệu quả của TTCK. Đặc biệt trong kết quả thông tin báo cáo tài chính có mối quan hệ với giá cổ phiếu của doanh nghiệp mà bài nghiên cứu chứng minh thì việc quản lý này sẽ giúp thông tin báo cáo tài chính phản ánh được mối quan hệ này và qua đó lại gia tăng thêm tính hiệu quả cho thị trường. Khi công ty niêm yết có tín hiệu gian lận ở mức báo động thì đó chính là những công ty cần được kiểm tra, xem xét đến, nhằm nâng cao tính minh bạch thông tin báo cáo tài chính.

Đối với kiểm toán viên: Kiểm toán báo cáo tài chính là việc kiểm tra và xác nhận về tính trung thực và hợp lý của các tài liệu, số liệu kế toán và báo cáo tài chính của đơn vị kế toán phục vụ đối tượng có nhu cầu sử dụng thông tin trên báo cáo tài chính của đơn vị. Vì vậy, kiểm toán viên cần có sự xem xét đến tín hiệu gian lận làm cơ sở để xem xét mức độ trung thực, hợp lý các khoản mục trên bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh ■

Tài liệu tham khảo

- Dimitropoulos, P. E., & Asteriou, D. (2009). The value relevance of financial statements and their impact on stock prices: Evidence from Greece. *Managerial Auditing Journal*, 24(3), 248-265.
- Habib, A. (2004). Impact of earnings management on value-relevance of accounting information: Empirical evidence from Japan. *Managerial Finance*, 30(11), 1-15.
- McNichols, M., & Wilson, G. P. (1988). Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of accounting research*, 1-31.
- Naser, K. H. (1993). *Creative financial accounting: its nature and use*. prentice Hall.
- Nguyễn Việt, D. (2009). Mối liên hệ giữa thông tin báo cáo tài chính và giá cổ phiếu: vận dụng linh hoạt lý thuyết hiện đại vào trường hợp Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, 375, 18-32.
- Shah, A. K. (1998). Exploring the influences and constraints on creative accounting in the United Kingdom. *European Accounting Review*, 7(1), 83-104.
- Sharma, A. K., Kumar, S., & Singh, R. (2012). Value relevance of financial reporting and its impact on stock prices: evidence from India. *South Asian Journal of Management*, 19(2), 60.
- Spathis, C., Doumpos, M., & Zopounidis, C. (2002). Detecting falsified financial statements: a comparative study using multicriteria analysis and multivariate statistical techniques. *European Accounting Review*, 11(3), 509-535.
- Trần Thị Giang, T., Nguyễn Trí, T., Đinh Ngọc, T., Hoàng Trọng, H., Nguyễn Đình Hoàng, U. (2014). Đánh giá rủi ro gian lận báo cáo tài chính của các công ty niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí phát triển kinh tế*, 26(1), 74-94.
- Ujal, M., Amit, P., Hiral, P., Rajen, P. (2012). Detection of fraudulent financial statements in India: An exploratory study. *Global Science Research Journals*, 4, 1-19
- Vishnani, S., & Shah, B. K. (2008). Value relevance of published financial statements—with special emphasis on impact of cash flow reporting. *International Research Journal of Finance and Economics*, 17(1), 84-90.
- Zack, G. M. (2012). *Financial Statement Fraud: Strategies for Detection and Investigation*. John Wiley & Sons.