

ẢNH HƯỞNG CỦA CHẤT LƯỢNG DỒN TÍCH ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: NGHIÊN CỨU TẠI VIỆT NAM

EFFECT OF ACCRUAL QUALITY ON FIRM'S VALUE: A STUDY IN VIETNAM

Vũ Thị Bích Hà¹, Đặng Ngọc Hùng^{1,*},
Đặng Việt Chung²

DOI: <https://doi.org/10.57001/huih5804.2023.026>

TÓM TẮT

Bài báo xem xét ảnh hưởng của chất lượng dồn tích đến giá trị của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy tác động cố định, tác động ngẫu nhiên và hồi quy tổng quát, với dữ liệu thu thập trong giai đoạn 2010 - 2020, với 6847 quan sát. Kết quả nghiên cứu đã phát hiện chất lượng dồn tích có ảnh hưởng ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, nghiên cứu cũng cho thấy quy mô doanh nghiệp và khả năng sinh lời có ảnh hưởng thuận chiều đến giá trị doanh nghiệp, trái lại đòn bẩy tài chính ảnh hưởng ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp. Các kết quả nghiên cứu thực nghiệm là cơ sở hữu ích giúp doanh nghiệp nâng cao giá trị, từ đó giúp doanh nghiệp cần xem xét các việc cung cấp thông tin, nâng cao tính minh bạch và nâng cao chất lượng báo cáo tài chính.

Từ khóa: Báo cáo tài chính; chất lượng dồn tích; giá trị doanh nghiệp.

ABSTRACT

The article examines the influence of accrual quality on the value of listed companies in Vietnam. The study used fixed effects, random effects and generalized regression methods, with data collected in the period 2010 - 2020, with 6847 observations. Research results have found that accrual quality has a negative effect on firm value. In addition, the study also shows that firm size and profitability have a positive influence on firm value, whereas financial leverage has a negative effect on firm value. Empirical research results are a useful basis to help businesses improve value, thereby helping businesses need to consider the information provided, improve transparency and improve the quality of financial statements.

Keywords: Financial report; accrual quality; firm's value.

¹Khoa Kế toán - Kiểm toán, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

²Khoa khoa học cơ bản, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

*Email: dangngochung@haui.edu.vn

Ngày nhận bài: 20/3/2022

Ngày nhận bài sửa sau phản biện: 06/7/2022

Ngày chấp nhận đăng: 24/02/2023

1. GIỚI THIỆU

Báo cáo tài chính là một trong những phương tiện chủ yếu để các bên thứ ba đánh giá và đưa ra quyết định. Các nhà tổ chức chuyên nghiệp tập trung phần lớn nguồn lực để phân tích báo cáo tài chính của nhiều công ty khác nhau để ra quyết định đầu tư, khách hàng xem xét báo cáo tài

chính để tìm ra đối tác hoạt động hiệu quả và đặc biệt các chủ nợ cũng đánh giá việc cho vay thông qua báo cáo tài chính. Việc doanh nghiệp có tiếp cận được nguồn vốn vay ngân hàng được hay không phụ thuộc rất nhiều vào chất lượng báo cáo tài chính. Vì vậy để chứng minh báo cáo tài chính minh bạch, thông tin xác thực và đáng tin cậy, báo cáo tài chính đòi hỏi phải được kiểm toán từ một đơn vị độc lập. Việc kiểm toán chỉ mang tính chất thời điểm và nhằm mục đích kiểm tra rằng liệu báo cáo tài chính có được sự khách quan, trung thực và tuân thủ chuẩn mực trên khía cạnh trọng yếu hay không. Đối với chỉ tiêu lợi nhuận, hạn chế của kiểm toán là không quan tâm đến tính bền vững và mối quan hệ giữa các chỉ số này về mặt ý nghĩa tài chính theo thời gian vì trong đó có thành phần dồn tích đóng vai trò quan trọng và chi phối chất lượng của lợi nhuận và báo cáo tài chính.

Từ nghiên cứu [8, 11] đã mở đầu cho hàng loạt các nghiên cứu tiếp theo về các khoản dồn tích và mối quan hệ giữa với chất lượng lợi nhuận. Nguyên tắc kế toán dồn tích thừa nhận rằng, lợi nhuận kế toán bao gồm hai thành phần: thành phần dồn tích (accrual) và thành phần tiền (cash). Thành phần tiền là dòng tiền công ty thực tế thu hoặc chi trong quá trình sản xuất kinh doanh, còn thành phần dồn tích là con số bắt nguồn từ quá trình hạch toán các nghiệp vụ kinh tế phát sinh không cần biết nghiệp vụ đã thực thu hoặc thực chi tiền hay chưa. Theo nghiên cứu [8, 10, 28] cho rằng: Cả hai thành phần này đều đóng góp vào chất lượng lợi nhuận nhưng vì thành phần tiền thường có xu hướng bền vững hơn thành phần dồn tích, nên nếu lợi nhuận được hình thành chủ yếu từ thành phần dồn tích thì lợi nhuận sẽ có chất lượng thấp hơn so với lợi nhuận được hình thành chủ yếu từ thành phần tiền. Nghiên cứu [11] chỉ ra rằng mặc dù kế toán dồn tích ưu việt hơn so với kế toán bằng tiền nhưng thành phần dồn tích lại ít quan trọng hơn thành phần tiền trong việc đánh giá hiệu quả hoạt động của công ty. Các nghiên cứu sau này sử dụng các khoản dồn tích để đo lường cho chất lượng báo cáo tài chính trong các nghiên cứu của Dechow và Dichev [9], Kasznik [19], McNichols và Stubben [23].

Để xem xét ảnh hưởng của chất lượng các khoản dồn tích đến giá trị doanh nghiệp. Dựa trên kết quả nghiên cứu, chúng tôi đề xuất các khuyến nghị nhiều giải pháp để ứng

dụng rộng rãi chỉ tiêu chất lượng các khoản dồn tích trong quản lý doanh nghiệp, góp phần nâng cao chất lượng báo cáo tài chính và giá trị doanh nghiệp.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

2.1. Khái niệm dồn tích

Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam hiện hành quy định nguyên tắc cơ sở dồn tích được định nghĩa như sau: “Mọi nghiệp vụ kinh tế, tài chính của doanh nghiệp liên quan đến tài sản, nợ phải trả, nguồn vốn chủ sở hữu, doanh thu, chi phí phải được ghi sổ kế toán vào thời điểm phát sinh, không căn cứ vào thời điểm thực tế thu hoặc thực tế chi tiền hoặc tương đương tiền”. Các doanh nghiệp hiện nay sử dụng nguyên tắc kế toán dồn tích, do đó sẽ có sự chênh lệch giữa lợi nhuận kế toán và dòng tiền của doanh nghiệp. Khoảng chênh lệch này gọi là các khoản dồn tích. Hay nói cách khác, lợi nhuận kế toán của doanh nghiệp sẽ có hai thành phần là thành phần dòng tiền và thành phần dồn tích. Thành phần dồn tích trong lợi nhuận kế toán là những phần doanh thu chưa thực thu bằng tiền gọi là doanh thu dồn tích (revenue accruals) hoặc chi phí chưa thực chi bằng tiền gọi là chi phí dồn tích (expense accruals). Lấy ví dụ về nghiệp vụ doanh nghiệp bán chịu hàng hóa có giá trị 10 tỷ đồng cho khách hàng của mình, khoản tiền này sẽ được khách hàng thanh toán vào kỳ kế toán năm sau, như vậy theo cơ sở dồn tích thì khoản tiền 10 tỷ đồng này vẫn được ghi nhận là doanh thu tương ứng với khoản phải thu, đây là một loại của doanh thu dồn tích. Tương tự như doanh thu dồn tích, chi phí dồn tích chính là chi phí đã phát sinh nhưng chưa có dòng tiền ra ví dụ như doanh nghiệp thuê mặt bằng sản xuất kinh doanh thanh toán bằng phương thức trả sau, khoản tiền thuê này sẽ được ghi nhận là chi phí đã phát sinh ở kỳ kế toán này nhưng thực tế tiền mới phát sinh ở kỳ kế toán sau. Trong kế toán, các khoản doanh thu dồn tích sẽ tương ứng với các khoản tài sản và chi phí dồn tích sẽ tương ứng với các khoản nguồn vốn. Do đó, khi xuất hiện một khoản dồn tích nó sẽ ảnh hưởng đến cả bảng cân đối kế toán lẫn kết quả hoạt động kinh doanh.

2.2. Khung lý thuyết

Lý thuyết chi phí đại diện

Lý thuyết này được trình bày trong [17, 18] cho rằng quyết định cấu trúc vốn dựa trên vấn đề đại diện giữa cổ đông và người quản lý công ty. Khi mà các cổ đông bị giới hạn hoặc mất quyền kiểm soát đối với nhà quản lý thì nhà quản lý sẽ có động cơ tiến hành các hoạt động tư lợi cho bản thân và có thể làm hại đến quyền lợi của cổ đông. Jensen [17] cho rằng vấn đề về chi phí đại diện sẽ trở nên nghiêm trọng khi doanh nghiệp có dòng tiền vượt quá mức cần thiết để thực hiện các dự án có hiện giá ròng giá trị hiện tại thuần dương. Ông gọi dòng tiền dồi dào là dòng tiền tự do. Bên cạnh đó, việc sử dụng nợ cũng làm nảy sinh hai vấn đề cơ bản. Thứ nhất, nó làm giảm chi phí đại diện giữa cổ đông và nhà quản lý. Bởi lẽ dòng tiền tự do giảm do cam kết thực hiện nghĩa vụ trả nợ cho chủ nợ. Thứ hai, nó làm tăng chi phí đại diện giữa chủ nợ và cổ đông. Cổ đông

có thể đầu tư vào dự án có mức rủi ro cao, chủ nợ yêu cầu mức lợi nhuận cao hơn, tương xứng với rủi ro của khoản nợ cho vay. Do đó, lợi nhuận của dự án sẽ dồn về cho chủ nợ hơn là cổ đông. Myers [26] gợi ý xa hơn là sự hiện diện của nợ có thể khiến cho những dự án có giá trị hiện tại thuần dương bị từ chối. Do chấp nhận dự án này thì rủi ro tài chính sẽ tăng và giá trị chuyển đổi từ cổ đông sang chủ nợ. Do đó, chủ nợ sẽ đòi mức lãi suất cao hơn và kiên quyết áp dụng những ràng buộc hạn chế vay vốn như kế ước vay nợ và sử dụng công cụ giám sát.

Hiệu quả thị trường vốn của chất lượng lợi nhuận

Lợi nhuận được theo sát bởi những người tham gia thị trường tài chính, đặc biệt là các nhà đầu tư và nhà phân tích. Các nghiên cứu gần đây cung cấp bằng chứng cho thấy lợi nhuận được báo cáo là nguồn thông tin cụ thể hàng đầu của công ty [14], vì chúng là một chỉ báo tốt về dòng tiền trong tương lai và có nhiều thông tin hơn về hiệu quả kinh tế của một công ty so với dòng tiền [8, 10]. Francis và cộng sự [14] để kiểm tra mối quan hệ giữa một số thuộc tính của lợi nhuận và chi phí vốn chủ sở hữu ở Hoa Kỳ. Họ thấy rằng các thuộc tính của lợi nhuận dựa trên kế toán (chất lượng tích lũy, tính bền vững, khả năng dự báo và tính ổn định) có chi phí hiệu quả rõ rệt hơn so với các thuộc tính dựa trên thị trường (tính phù hợp về giá trị, tính kịp thời và tính thận trọng) và chất lượng dồn tích là thuộc tính có giá trị cao nhất. Trong nghiên cứu [1] thấy rằng sự gia tăng của lợi nhuận, được định nghĩa là thước đo tổng hợp của mức độ tích cực của thu nhập, tránh thua lỗ và độ ổn định của lợi nhuận, có liên quan đến sự gia tăng chi phí vốn cổ phần và giảm khối lượng giao dịch. Tại thị trường Mỹ đã có một số nghiên cứu như [2, 27] đã trình bày mối quan hệ với chất lượng dồn tích với định giá doanh nghiệp (được đo lường Tobin'Q), trong khi đó nghiên cứu [2] kiểm tra mối quan hệ giữa làm tính ổn định của lợi nhuận và giá trị doanh nghiệp.

3. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

Dồn tích bất thường thường được sử dụng để biện minh cho các hoạt động quản trị lợi nhuận thể hiện hành vi cơ hội của người quản lý. Nội dung của khoản dồn tích bất thường càng thấp cho thấy thu nhập được báo cáo có nguồn gốc ít được quản lý hơn và có thể trình bày như một giá trị thực của doanh nghiệp. Lợi nhuận được báo cáo với các khoản dồn tích tùy ý cao được cho là có chất lượng kém và kém tin cậy và trở thành một trong những yếu tố được quy cho điều kiện không chắc chắn của nhà đầu tư đặc biệt đối với quyết định liên quan đến xác định giá trị doanh nghiệp. Vì thông tin lợi nhuận có liên quan đến quyết định được đưa ra, chất lượng dồn tích có thể được coi đơn giản là rủi ro thông tin không thể phân biệt cụ thể của công ty ảnh hưởng đến chi phí vốn của công ty. Một cách nhất quán, khái niệm này được Francis và cộng sự [13] mô tả khi họ tuyên bố rằng rủi ro thông tin, chúng tôi muốn nói rằng khả năng thông tin cụ thể của công ty phù hợp với quyết định định giá của nhà đầu tư là chất lượng kém. Vì tiền mặt là yếu tố gốc mà các nhà đầu tư định giá, chất lượng dồn tích kém cho thấy thông tin về dòng lợi nhuận chuyển đổi

thành tiền mặt cung cấp cho các nhà đầu tư là không rõ ràng, điều này có thể gây ra rủi ro thông tin và do đó chi phí vốn của công ty tăng cao [13].

Khi xem xét giá trị thị trường của các công ty được gọi là giá trị hiện tại của dòng tiền dự kiến hiện tại và tương lai được chiết khấu theo chi phí vốn điều chỉnh rủi ro, chi phí vốn thấp cho thấy giá trị tốt hơn của công ty [15]. Gaio và Raposo [15] đã thực hiện nghiên cứu sử dụng một mẫu hơn 7000 quan sát tại các doanh nghiệp tại 38 quốc gia xem xét mối quan hệ giữa chất lượng dồn tích và giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q). Kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ tích cực và có ý nghĩa giữa chất lượng dồn tích và giá trị doanh nghiệp, trong đó thước đo chất lượng lợi nhuận tổng hợp dựa trên bảy thuộc tính thu nhập (chất lượng dồn tích, tính bền vững, tính dự đoán, tính ổn định, mức độ phù hợp, tính kịp thời và nguyên tắc thận trọng). Trong khi đó nghiên cứu [16] cho thấy rằng chất lượng dồn tích có mối tương quan nghịch đáng tin cậy với giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu của các công ty được niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Jakarta. Latif, Bhatti và Raheman [20] đã thực hiện nghiên cứu 214 công ty niêm yết phi tài chính ở Pakistan trong giai đoạn 2003 - 2014, nghiên cứu đã phát hiện chất lượng dồn tích đóng góp tích cực trong việc tối đa hóa giá trị của công ty.

4. PHƯƠNG PHÁP VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Dựa trên khung lý thuyết đã trình bày ở trên và tổng quan nghiên cứu để làm sáng tỏ vấn đề cần nghiên cứu. Nghiên cứu này phân tích ảnh hưởng của chất lượng dồn tích bằng mô hình hồi quy theo dữ liệu bảng kết hợp với phân tích tác động cố định (FEM) và phương pháp tác động ngẫu nhiên (REM) sau đó sử dụng phương pháp GLS để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan sẽ đạt được kết quả chính xác và đáng tin cậy hơn. Mô hình nghiên cứu được đề xuất như sau:

Mô hình 1:

$$PRICE_{it} = \beta_0 + \beta_1 AQ_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Mô hình 2:

$$TOBINQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 AQ_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Để đo lường chất lượng dồn tích, tiêu biểu cho hướng này là nghiên cứu của Dechow và Dichev [9] về chất lượng của các khoản dồn tích. Các tác giả đã phân tích và chỉ rằng các khoản dồn tích ngắn hạn (được xác định thông qua vốn lưu động) sẽ có mối quan hệ chặt chẽ với luồng tiền của kỳ báo cáo, kỳ trước liền kề và kỳ sau liền kề. Tại Việt Nam, nghiên cứu [3] đã sử dụng mô hình chất lượng dồn tích của Dechow và Dichev [9] để đo lường chất lượng lợi nhuận của công ty. Dữ liệu nghiên cứu được lấy từ 474 công ty niêm yết trên HSX và HNX trong khoảng thời gian từ năm 2010 đến năm 2015, tạo thành 2.507 quan sát công ty - năm. Nghiên cứu xử lý dữ liệu bằng mô hình hồi quy gộp (pooled OLS), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) và mô hình tác động cố định (FEM). Sau đó, mô hình thích hợp sẽ được lựa chọn thông qua các kiểm định cần thiết. Kết quả nghiên cứu cho thấy tuổi công ty, đòn bẩy tài chính và mức độ thâm

dụng vốn có tác động ngược chiều đến mức độ chất lượng lợi nhuận của công ty. Ngược lại, các công ty có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao có mức độ chất lượng lợi nhuận cao. Trong khi đó, hiệu quả hoạt động và qui mô công ty không tác động đến chất lượng lợi nhuận.

Để đo lường chất lượng các khoản dồn tích, Dechow và Dichev [9] sử dụng vốn lưu động dồn tích hiện hành (Working capital accruals) được hồi quy với dòng tiền hoạt động của năm trước đó, năm nay và năm tiếp theo liền kề, tất cả chia cho tổng tài.

$$\frac{WCA_{it}}{A_{it}} = \alpha_1 \frac{CFO_{it-1}}{A_{it}} + \alpha_2 \frac{CFO_{it}}{A_{it}} + \alpha_3 \frac{CFO_{it+1}}{A_{it}} \quad (3)$$

Trong đó, WCA_{it} là vốn lưu động dồn tích của doanh nghiệp i trong năm t , được tính toán bằng sự thay đổi trong tài sản ngắn hạn (ΔCA) trừ đi sự thay đổi của tiền và tương đương tiền ($\Delta Cash$), trừ sự thay đổi nợ ngắn hạn (ΔCL) và cộng với sự thay đổi trong nợ vay ngắn hạn ngân hàng ($\Delta Debt$).

CFO_{it-1} , CFO_{it} , CFO_{it+1} lần lượt là dòng tiền hoạt động trong năm $t-1$, năm t và năm $t+1$. Tất cả biến được chia cho tổng tài sản (A_{it} - Total assets).

Để đo lường chất lượng dồn tích, là một biến được tạo ra từ phần dư của phương trình (3) sau khi thực hiện hồi quy. Giá trị tuyệt đối của phần dư cho mỗi quan sát ngược chiều với chất lượng các khoản dồn tích. McNichols [22] dựa trên mô hình của Dechow và Dichev [9], mô hình bổ sung sự thay đổi của doanh thu (ΔREV), bất động sản, nhà xưởng và máy móc thiết bị (PPE).

$$\begin{aligned} \frac{WCA_{it}}{A_{it}} = & \alpha_1 \frac{CFO_{it-1}}{A_{it}} + \alpha_2 \frac{CFO_{it}}{A_{it}} + \alpha_3 \frac{CFO_{it+1}}{A_{it}} \\ & + \alpha_4 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it}} + \alpha_5 \frac{PPE_{it}}{A_{it}} \end{aligned} \quad (4)$$

Các biến trong mô hình nghiên cứu được trình bày trong bảng 1.

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu được thu thập từ sàn chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010 - 2020. Dữ liệu được thu thập từ các BCTC đã được kiểm toán của doanh nghiệp niêm yết sau khi loại bỏ các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm. Sau khi xác định các chỉ tiêu, dữ liệu được sử dụng để thực hiện phân tích và hồi quy là 6847 quan sát.

Bảng 1. Mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Mã biến	Cách đo lường	Chiều ảnh hưởng
Giá trị doanh nghiệp	TobinQ PRICE	$FV_Tobin = (\text{Giá trị vốn hóa thị trường} + \text{Nợ phải trả}) / \text{Tổng tài sản}$ $FV_PRICE = \log(\text{Giá cổ phiếu của doanh nghiệp vào cuối năm } t)$	
Chất lượng dồn tích	AQ	AQ1: Là giá trị trị tuyệt đối của phần dư nhân với (-1) của theo mô hình hồi quy theo [9] AQ2: Là giá trị trị tuyệt đối của phần dư nhân với (-1) của theo mô hình hồi quy theo [9]	+

Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Quy mô của doanh nghiệp theo tài sản Log (Tổng tài sản)	+
Đòn bẩy tài chính	LV	Nợ phải trả/Tổng tài sản	-
Khả năng sinh lời	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	+

Nguồn: Tác giả xây dựng

5. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Bảng 2. Thống kê mô tả

Các biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
PRICE	6847	9,221	0,876	5,704	12,428
TOBINQ	6847	1,015	1,630	0,082	72,101
AQ1	6847	-0,004	0,149	-0,279	1,240
AQ2	6847	-0,004	0,113	-0,564	0,980
SIZE	6847	27,125	1,530	23,220	33,677
LV	6847	0,491	0,223	0,001	2,031
ROA	6847	0,059	0,086	-1,779	0,784

Dữ liệu thống kê (bảng 2) cho thấy giá trị doanh nghiệp được đo lường theo giá cổ phiếu sau khi đã logarit có giá trị trung bình là 9,221, trong khi đó giá trị doanh nghiệp được

Bảng 4. Kết quả hồi quy mô hình 1, giá trị doanh nghiệp theo giá cổ phiếu

	FEM	REM	GLS	FEM	REM	GLS
AQ1	-1,742*** [-18,47]	-1,575*** [-18,13]	-0,626*** [-8,00]			
AQ2				-2,071*** [-16,23]	-1,835*** [-15,80]	-0,674*** [-6,75]
SIZE	0,295*** [21,78]	0,238*** [23,83]	0,162*** [25,51]	0,312*** [23,17]	0,248*** [24,91]	0,164*** [25,89]
LV	-0,451*** [-6,63]	-0,436*** [-7,42]	-0,392*** [-8,45]	-0,498*** [-7,30]	-0,463*** [-7,85]	-0,392*** [-8,45]
ROA	2,137*** [18,91]	2,523*** [23,01]	4,098*** [35,95]	2,081*** [18,34]	2,478*** [22,50]	4,084*** [35,80]
_cons	1,165*** [3,30]	2,704*** [10,34]	4,723*** [28,56]	0,746** [2,12]	2,474*** [9,47]	4,680*** [28,30]
N	6847	6847	6847	6847	6847	6847
R-sq: within	0,2002	0,1945		0,1905	0,1841	
between	0,2047	0,2463		0,2045	0,2484	
overall	0,1766	0,2075		0,1728	0,2052	
Kiểm định F	F(737, 6105) = 8,09 Prob > F = 0,0000			F(4,6105) = 326,59 Prob > F = 0,0000		
Kiểm định LM	Wald chi2(4) = 1496,28 Prob > chi2 = 0,0000			Wald chi2(4) = 1496,28 Prob > chi2 = 0,0000		
Kiểm định Hausman	chi2(4) = 536,27 Prob>chi2 = 0,0000			chi2(4) = 495,03 Prob>chi2 = 0,0000		
Modified Wald test	chi2 (738) = 3,0e+08 Prob>chi2 = 0,0000			chi2 (738) = 2.8e+30 Prob>chi2 = 0,0000		
Wooldridge test	F(1, 667) = 846.220 Prob > F = 0,0000			F(1, 667) = 841.734 Prob > F = 0,0000		
t statistics in brackets * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01						

đo lường theo Tobin'Q có giá trị trung bình là 1,015. Chất lượng dồn tích được đo lường theo mô hình của nghiên cứu [9, 22] có giá trị trung bình đều là -0,004. Quy mô của doanh nghiệp được đo lường theo giá trị logarit của tổng tài sản trung bình 27,125. Đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp được đo lường là tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản có giá trị trung bình là 0,491 và khả năng sinh lợi được tính bằng lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản bình quân là 5,9%.

Bảng 3. Ma trận tương quan

	PRICE	tobinQ	ROA	AQ1	AQ2	SIZE	LV
PRICE	1						
TOBINQ	0,2343*	1					
ROA	0,4240*	0,0879*	1				
AQ1	0,1014*	0,0217	0,1073*	1			
AQ2	0,1072*	0,0279*	0,0833*	0,8299*	1		
SIZE	0,2444*	0,017	0,0382*	0,02	0,0527*	1	
LV	0,1513*	0,0507*	0,3592*	0,018	0,0195	0,3230*	1
t statistics in brackets * p<0,05							

Bảng 3 trình bày về ma trận tự tương quan, cho thấy chiều hướng tác động giữa các biến nghiên cứu. Hệ số

tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình không có cặp nào lớn hơn 0,8 do đó ít có khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến, khi sử dụng mô hình hồi quy nhóm tác giả hệ số VIF để kiểm tra.

Căn cứ bảng 4 xem xét ảnh hưởng chất lượng dồn tích đến giá trị doanh nghiệp khi đo lường theo giá cổ phiếu, cho thấy chất lượng dồn tích đo lường theo cả hai mô hình của nghiên cứu [9, 22] có quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa thống kê 1% với giá trị của doanh nghiệp. Như vậy nâng chất lượng dồn tích sẽ góp phần làm cho giảm giá trị của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này không đồng thuận với nghiên cứu [15, 20]. Đối với biến kiểm soát, là quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lời có quan hệ thuận chiều với giá trị doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, kết quả nghiên cứu này đồng thuận với nghiên cứu [4, 6, 7, 21]. Trong khi đó các nhân tố đòn bẩy tài chính, có quan hệ ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này đồng thuận với kết quả nghiên cứu [1, 24, 25].

Tại bảng 5, khi xem xét tác động của chất lượng dồn tích đến giá trị doanh nghiệp khi đo lường giá trị doanh nghiệp theo Tobin's Q, kết quả cho thấy chất lượng các khoản dồn tích có ảnh hưởng ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp, như vậy kết quả này cũng tương đồng với kết quả của mô hình 1, khi đo lường giá trị doanh nghiệp theo giá cổ phiếu. Đối với các biến kiểm soát trong mô hình 2 cũng ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp, tuy nhiên biến quy mô của doanh nghiệp lại có quan hệ ngược chiều. Kết quả nghiên cứu này đồng thuận với kết quả nghiên cứu [5].

Bảng 5. Kết quả hồi quy mô hình 2, giá trị doanh nghiệp đo theo Tobin's Q

	FEM	REM	GLS	FEM	REM	GLS
AQ1	-2,005*** [-7,47]	-0,563*** [-3,33]	-0,563*** [-3,33]			
AQ2				-2,147*** [-5,94]	-0,448** [-2,08]	-0,448** [-2,08]
SIZE	-0,292*** [-7,60]	-0,0135 [-0,98]	-0,0135 [-0,98]	-0,265*** [-6,95]	-0,0107 [-0,78]	-0,0107 [-0,78]
LV	-0,340* [-1,76]	-0,129 [-1,29]	-0,129 [-1,29]	-0,421** [-2,18]	-0,132 [-1,32]	-0,132 [-1,32]
ROA	0,0612 [0,19]	1,564*** [6,36]	1,564*** [6,36]	-0,0329 [-0,10]	1,547*** [6,29]	1,547*** [6,29]
_cons	8,927*** [8,89]	1,300*** [3,64]	1,300*** [3,65]	8,273*** [8,31]	1,250*** [3,51]	1,250*** [3,51]
N	6847	6847	6847	6847	6847	6847
R-sq:						
within	0,0188	0,0024		0,0155	0,0012	
between	0,0032	0,0721		0,0035	0,0824	
overall	0,0016	0,0098		0,0011	0,0088	

t statistics in brackets * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01

6. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

Với kết quả nghiên cứu thực nghiệm, chúng tôi đã sử dụng dữ liệu bảng với 6847 quan sát tại các doanh nghiệp

niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2010 - 2020, theo các phương pháp phân tích hồi quy FEM, REM, GLS. Nghiên cứu đã xem xét ảnh hưởng của chất lượng dồn tích đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu đã phát hiện chất lượng dồn tích có ảnh hưởng ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp. Đồng thời các nhân tố quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lời là những nhân tố có ảnh hưởng thuận chiều đến giá trị doanh nghiệp. Ngược lại, các nhân tố đòn bẩy tài chính, có quan hệ ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp theo Tobin's Q hay Price. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả đưa ra một số khuyến nghị sau:

- Nhà nước cần xây dựng các cơ chế quản lý, gây áp lực với các doanh nghiệp cần phải lập, trình bày, công bố thông tin trên BCTC trung thực, hợp lý. Các quy trình cần được kiểm soát chặt chẽ, có chế tài xử lý các doanh nghiệp vi phạm và bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư. Xây dựng và tạo lập thị trường chứng khoán phát triển lành mạnh, bền vững, tiếp cận với các thông lệ quốc tế.

- Doanh nghiệp cần nhận thức được tầm quan trọng của được công bố BCTC từ đó sẽ lập, trình bày, công bố BCTC có chất lượng tốt hơn, trung thực hơn. Giúp nhà đầu tư nhận thức được doanh nghiệp nào phát triển tốt thông qua các khía cạnh của chất lượng dồn tích đến giá trị doanh nghiệp, sẽ có hướng đầu tư phù hợp tránh rủi ro, doanh nghiệp sẽ giảm được chi phí sử dụng vốn.

- Đòn bẩy tài chính tác động ngược chiều tới giá trị của doanh nghiệp. Điều này có nghĩa là với các doanh nghiệp vay nợ càng nhiều thì sẽ làm cho các tỷ suất sinh lời sẽ giảm đi, do đó các doanh nghiệp cần rất thận trọng trong việc huy động vốn vay, ưu tiên nguồn vốn chủ sở hữu, phát hành cổ phiếu.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Bhattacharya U., Daouk H., Welker M., 2003. *The world price of earnings opacity*. The Accounting Review, 78(3), 641-678. doi: <https://doi.org/10.2308/accr.2003.78.3.641>
- [2]. Bitner L. N., Dolan R. C., 1996. *Assessing the relationship between income smoothing and the value of the firm*. Quarterly Journal of business and Economics, 35(1), 16-35.
- [3]. Bui Kim Phuong, Nguyen Thi Ngoc Trang, 2018. *Các yếu tố ảnh hưởng đến chất lượng lợi nhuận của các công ty niêm yết tại Việt Nam*. Journal of Asian Business and Economic Studies, 29(7), 5-20 (Version Vietnamese).
- [4]. Colquitt L. L., Hoyt R. E., Lee R. B., 1999. *Integrated risk management and the role of the risk manager*. Risk Management and Insurance Review, 2(3), 43-61.
- [5]. Dang H. N., Pham C. D., Nguyen T. X., Nguyen H. T. T., 2020. *Effects of Corporate Governance and Earning Quality on Listed Vietnamese Firm Value*. The Journal of Asian Finance, Economics and Business (JAFEB), 7(4), 71-80. doi: <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no4.71>

- [6]. Dang H. N., Vu V. T. T., Ngo X. T., Hoang H. T. V., 2019. *Study the Impact of Growth, Firm Size, Capital Structure, and Profitability on Enterprise Value: Evidence of Enterprises in Vietnam*. Journal of Corporate Accounting & Finance, 30(1), 144-160. doi: <https://doi.org/10.1002/jcaf.22371>
- [7]. Dang N. H., Pham D. C., Vu T. B. H., 2018. *Effects of financial statements information on firms' value: evidence from Vietnamese listed firms*. Investment Management and Financial Innovations, 15(4), 210-218. doi: DOI: 10.21511/imfi.15(4).2018.17
- [8]. Dechow P. M., 1994. *Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals*. Journal of accounting and economics, 18(1), 3-42. doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00020-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00020-2)
- [9]. Dechow P. M., Dichev I. D., 2002. *The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors*. The Accounting Review, 77(s-1), 35-59. doi: <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>
- [10]. Dechow P. M., Kothari S. P., Watt R. L., 1998. *The relation between earnings and cash flows*. Journal of accounting and economics, 25(2), 133-168. doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00020-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00020-2)
- [11]. Dechow P. M., Sloan R. G., Sweeney A. P., 1996. *Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC*. Contemporary Accounting Research, 13(1), 1-36.
- [12]. Duran D., 1952. *Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement*. Paper presented at the Conference on research in business finance.
- [13]. Francis J., LaFond R., Olsson P., Schipper K., 2005. *The market pricing of accruals quality*. Journal of accounting and economics, 39(2), 295-327.
- [14]. Francis J., LaFond R., Olsson P. M., Schipper K., 2004. *Costs of equity and earnings attributes*. The Accounting Review, 79(4), 967-1010. doi: <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.4.967>
- [15]. Gaio C., Raposo C., 2011. *Earnings quality and firm valuation: international evidence*. Accounting & Finance, 51(2), 467-499. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00362.x>
- [16]. Hutagaol-Martowidjojo Y., Valentincic A., Warganegara D. L., 2019. *Earnings Quality and Market Values of Indonesian Listed Firms*. Australian Accounting Review, 29(1), 95-111.
- [17]. Jensen M. C., 1986. *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*. The American economic review, 76(2), 323-329.
- [18]. Jensen M. C., Meckling W. H., 1976. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of financial economics, 3(4), 305-360. doi: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- [19]. Kasznik R., 1999. *On the association between voluntary disclosure and earnings management*. Journal of accounting research, 37(1), 57-81.
- [20]. Latif K., Bhatti A. A., Raheman A., 2017. *Earnings quality: A missing link between corporate governance and firm value*. Business & Economic Review, 9(2), 255-280.
- [21]. Liebenberg A. P., Hoyt R. E., 2003. *The determinants of enterprise risk management: Evidence from the appointment of chief risk officers*. Risk Management and Insurance Review, 6(1), 37-52.
- [22]. McNichols M. F., 2002. *Discussion of the quality of accruals and earnings: the role of accruals estimation errors*. The Accounting Review, 77(1), 61-69. doi: <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.61>
- [23]. McNichols M. F., Stubben S. R., 2008. *Does earnings management affect firms' investment decisions?* The Accounting Review, 83(6), 1571-1603. doi: <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.6.1571>
- [24]. Modigliani F., Miller M. H., 1958. *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. The American economic review, 48(3), 261-297. doi: <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- [25]. Modigliani F., Miller M. H., 1963. *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*. The American economic review, 433-443. doi: <https://www.jstor.org/stable/1809167>
- [26]. Myers S. C., 1977. *Determinants of corporate borrowing*. Journal of financial economics, 5(2), 147-175. doi: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- [27]. Rountree B., Westo, J. P., Allayannis G., 2008. *Do investors value smooth performance?* Journal of Financial Economics, 90(3), 237-251.
- [28]. Subramanyam K., 1996. *The pricing of discretionary accruals*. Journal of accounting and economics, 22(1-3), 249-281. doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00434-X](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00434-X)

AUTHORS INFORMATION

Vu Thi Bich Ha¹, Dang Ngoc Hung¹, Dang Viet Chung²

¹Faculty of Accounting - Auditing, Hanoi University of Industry

²Faculty of Fundamental Science, Hanoi University of Industry