

Quản trị lợi nhuận và giá cổ phiếu của các công ty phát hành thêm cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Bài viết này nhằm mục đích nghiên cứu hành động quản trị lợi nhuận ảnh hưởng như thế nào đến thị giá cổ phiếu của các công ty phát hành thêm cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Dựa trên một mẫu gồm 150 công ty có phát hành thêm cổ phiếu trong giai đoạn từ 2009-2012. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, tồn tại hành động điều chỉnh tăng lợi nhuận trong năm phát hành và năm trước năm phát hành thêm cổ phiếu. Mức độ điều chỉnh tăng lợi nhuận trong năm phát hành lớn hơn năm trước năm phát hành. Đặc biệt là, mức độ quản trị lợi nhuận càng lớn thì giá thị trường của cổ phiếu càng cao.

NCS. PHẠM THỊ BÍCH VÂN

Đại học Kiến trúc Đà Nẵng





Từ khóa: *Quản trị lợi nhuận, giá cổ phiếu, công ty phát hành thêm cổ phiếu.*

1. Đặt vấn đề

Theo quy định tại Điểm b, Khoản 1, Điều 12- Luật Chứng khoán yêu cầu, các công ty niêm yết muốn được sự chấp thuận phát hành cổ phiếu của Sở Giao dịch chứng khoán thì “*Hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký chào bán chứng khoán phải có lãi, đồng thời không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký chào bán*”. Thêm vào đó, Khoản 7, Điều 1 Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán quy định thêm, công ty đại chúng đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng phải cam kết đưa chứng khoán vào giao dịch trên thị trường có tổ chức trong thời hạn một năm, kể từ ngày kết thúc đợt chào bán được Đại hội đồng cổ đông thông qua.

Hơn thế nữa, theo quy định tại Điều 53,54, Mục 1, Chương V của Nghị định số 58/2012/NĐ-CP do Thủ tướng Chính phủ ký ban hành ngày 20/7/2012, quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán thì điều kiện niêm yết chứng khoán tại Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh là tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE) năm gần nhất tối thiểu là 5% và hoạt động kinh doanh của hai năm liền trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi; còn điều kiện niêm yết chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội là tỷ lệ

lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE) năm liền trước năm đăng ký niêm yết tối thiểu là 5%.

Từ các quy định trên có thể thấy rằng, các công ty niêm yết phải đáp ứng quy định của Luật Chứng khoán thì mới được sự chấp thuận cho phát hành thêm cổ phiếu từ các Sở giao dịch. Quy định của Luật Chứng khoán là rào cản đầu tiên thúc đẩy nhà quản trị các công ty phát hành thêm cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam điều chỉnh tăng lợi nhuận. Bởi lẽ, nếu không đáp ứng được quy định của Luật Chứng khoán thì kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu để huy động vốn sẽ không thành công. Nếu huy động vốn không thành công thì công ty gánh chịu một khoản chi phí tương đối lớn (chi phí bảo lãnh phát hành, chi phí tư vấn...).

Hơn thế nữa, nếu lợi nhuận tăng thì nhà đầu tư tiềm năng có cái nhìn khả quan hơn về tình hình hoạt động sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp. Từ đó, thúc đẩy họ mua cổ phiếu của doanh nghiệp. Hệ quả là, người mua càng nhiều thì giá cổ phiếu trên thị trường càng tăng (quy luật cung cầu). Thêm vào đó, theo lý thuyết quy ước về giá cổ phiếu (Conventional Theory of Stock Prices) cho rằng, nguyên nhân cơ bản của sự biến động giá cổ phiếu là do dự đoán lợi nhuận doanh nghiệp của các nhà đầu tư. Lợi nhuận của doanh nghiệp là nhân tố trực tiếp và quan trọng nhất trong việc quyết định giá

cổ phiếu. Bởi vì, giá cổ phiếu chính là giá trị hiện tại (present value) của tất cả lợi tức cổ phần trong tương lai. Và lợi tức cổ phần chỉ có thể đến từ lợi nhuận doanh nghiệp. Do đó, khi lợi nhuận doanh nghiệp thay đổi, giá cổ phiếu sẽ thay đổi.

Xuất phát từ nhận định trên, bài viết này được thực hiện để kiểm định giả thuyết cho rằng, quản trị lợi nhuận ảnh hưởng đến thị giá cổ phiếu của các công ty phát hành thêm cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Giả thuyết nghiên cứu

2.1. Điều chỉnh tăng lợi nhuận trước và trong năm phát hành cổ phiếu

Teoh và cộng sự (1998a) cho rằng, do những nhà đầu tư tiềm năng thiếu thông tin quanh thời điểm phát hành của những công ty phát hành cổ phiếu nên tạo cơ hội cho những công ty này tận dụng sự bất đối xứng về thông tin để lừa dối nhà đầu tư, bằng cách thực hiện điều chỉnh lợi nhuận tăng bất thường trước năm phát hành để đạt được ngưỡng lợi nhuận khi phát hành thêm cổ phiếu và đạt được mục tiêu là giá cổ phiếu tăng cao. Xuất phát từ nhận định như vậy, Teoh và cộng sự đặt ra giả thuyết là, tồn tại hành động điều chỉnh tăng lợi nhuận khi phát hành thêm cổ phiếu. Các tác giả thực hiện nghiên cứu mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh sau thời điểm phát hành và hành động điều chỉnh lợi nhuận của những công ty phát hành thêm. Cụ thể là, các tác giả xem xét



mối tương quan giữa biến kế toán dồn tích có thể điều chỉnh được (được đo lường bằng mô hình Modified Jones) và lợi nhuận hàng năm của 1.649 công ty Mỹ phát hành thêm cổ phiếu trong giai đoạn từ 1980-1992. Kết quả nghiên cứu của họ chỉ ra rằng, biến kế toán dồn tích có thể điều chỉnh được tăng mạnh xung quanh thời điểm phát hành so với những công ty không phát hành. Đồng thời, những công ty phát hành thêm cổ phiếu có biến kế toán dồn tích càng cao thì hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh và lợi tức cổ phần càng giảm sau 3 năm kể từ năm phát hành. Các tác giả rút ra kết luận rằng “...các nhà đầu tư không thể hiểu được một cách đầy đủ sự điều chỉnh lợi nhuận của nhà quản trị các công ty phát hành cổ phiếu. Bởi vì, các nhà đầu tư bị mê hoặc bởi chỉ tiêu lợi nhuận (đã bị điều chỉnh) cao ngất ngưỡng và các nhà đầu tư sẽ bị thất vọng sau đó” (Teoh và cộng sự, 1998a).

Thông qua nghiên cứu này cho thấy, ngưỡng lợi nhuận khi phát hành thêm cổ phiếu do cơ quan nhà nước quy định là động cơ để nhà quản trị thực hiện hành động điều chỉnh tăng lợi nhuận trước năm phát hành và trong năm phát hành, và hơn thế nữa sự bất đối xứng thông tin trong trường hợp phát hành cổ phiếu ra công chúng cũng được các nhà quản trị các công ty phát hành tận dụng triệt để. Teoh và cộng sự (1998b) cũng đưa ra bằng chứng cho rằng, lợi nhuận kế toán bị điều chỉnh

tăng trước thời điểm phát hành có liên quan đến hiệu quả sản xuất kinh doanh giảm sau thời điểm phát hành. Thêm vào đó, Teoh và cộng sự (1998a, 1998b) còn kết luận rằng, điều chỉnh tăng lợi nhuận thông qua điều chỉnh tăng biến kế toán dồn tích có thể điều chỉnh làm cho nhà đầu tư tiềm năng lạc quan hơn về hiệu quả sản xuất kinh doanh của công ty. Nói cách khác, các tác giả cho rằng, nhà đầu tư có thể bị đánh lừa bởi lợi nhuận kế toán quá cao tại thời điểm phát hành và hệ quả là, họ đánh giá quá cao cổ phiếu phát hành.

Dựa trên kết quả nghiên cứu của Teoh và cộng sự (1998a, 1998b) và những lập luận ở trên, giả thuyết H_1 , H_2 được hình thành:

H₁: Các công ty phát hành thêm cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam điều chỉnh tăng lợi nhuận trước năm phát hành.

H₂: Các công ty phát hành thêm cổ phiếu niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam điều chỉnh tăng lợi nhuận trong năm phát hành cổ phiếu.

2.2. Quản trị lợi nhuận ảnh hưởng đến thị giá cổ phiếu

Quản trị lợi nhuận là cách sử dụng nhiều phương pháp, kỹ thuật khác nhau (trong khuôn khổ của chuẩn mực, chế độ kế toán và cả những hành động can thiệp vào các giao dịch thực) để thay đổi số liệu trên BCTC nhằm nhiều mục đích khác nhau (phát hành cổ phiếu, tránh báo cáo lỗ, làm hài lòng chủ nợ, duy trì khả năng sinh

lời của tài sản, san bằng lợi nhuận giữa các kỳ kế toán, tiết kiệm chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp...) (Phạm Thị Bích Vân, 2014).

Quản trị lợi nhuận thông qua biến kế toán dồn tích có nghĩa là được thực hiện thông qua việc lựa chọn các chính sách kế toán, các phương pháp kế toán, ước tính kế toán. Điều này có nghĩa rằng, nó tuân thủ khuôn khổ pháp lý (chuẩn mực kế toán, chế độ kế toán) chứ không phải là hành động phi pháp. Việc này được thực hiện là do các nguyên tắc kế toán chung được thừa nhận (GAAPs) cho phép các nhà quản trị linh hoạt trong việc lựa chọn chính sách, phương pháp kế toán và ước tính kế toán. Chính sự linh hoạt này giúp nhà quản trị có thể che giấu kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Cơ sở dồn tích là một trong những nguyên tắc kế toán chi phối hoạt động kế toán của doanh nghiệp. Theo cơ sở này, việc ghi nhận doanh thu và chi phí không dựa vào dòng tiền tương ứng thu vào hay chi ra mà chỉ căn cứ vào thời điểm nghiệp vụ kinh tế tài chính phát sinh. Do đó, số liệu trên BCTC (đặc biệt là BCKQHĐKD) là doanh thu dồn tích, chi phí dồn tích và lợi nhuận dồn tích. Trong khi đó, báo cáo lưu chuyển tiền tệ (BCLCTT) được lập trên cơ sở tiền, nghĩa là báo cáo này căn cứ vào dòng tiền thực thu vào và thực chi ra để trình bày. Chính vì vậy, giữa dòng tiền trên BCLCTT và lợi nhuận trên BCKQHĐKD



sẽ có một sự chênh lệch. Các nhà nghiên cứu kế toán gọi sự chênh lệch đó là biến kế toán dồn tích (Total Accruals-TA) và được tính bằng công thức:

Biến kế toán dồn tích (Total Accruals-TA) = Lợi nhuận sau thuế – Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh (1)

Nhưng trong biến kế toán dồn tích bao gồm hai phần: Biến kế toán dồn tích có thể điều chỉnh được (Discretionary Accruals-DA) và biến kế toán dồn tích không thể điều chỉnh được (Non Discretionary Accruals-NDA).

Biến kế toán dồn tích (TA) = Biến kế toán dồn tích có thể điều chỉnh được (Discretionary Accruals- DA) + Biến kế toán dồn tích không thể điều chỉnh được (Non discretionary Accruals-NDA) (2)

Biến kế toán dồn tích có thể điều chỉnh được (DA) là một phần của biến kế toán dồn tích. Nó có thể làm tăng hoặc giảm lợi nhuận thuần của doanh nghiệp mà không liên quan đến hoạt động của doanh nghiệp, chỉ liên quan đến việc lựa chọn và sử dụng các chính sách, phương pháp kế toán của nhà quản trị.

Quản trị lợi nhuận thông qua sự dàn xếp các giao dịch thực được xem là hành vi bóp méo lợi nhuận thông qua các hoạt động thực diễn ra tại công ty. Ví dụ: (1) Nhà quản trị tăng mức giảm giá hoặc nói lỏng các điều kiện tín dụng đối với khách hàng để tăng lượng hàng bán ra. Từ đây doanh thu tăng dẫn

đến lợi nhuận trong năm hiện tại tăng lên; (2) nhà quản trị có thể ra quyết định sản xuất vượt mức công suất theo thiết kế kỹ thuật của máy móc, thiết bị. Bởi vì cứ một đơn vị sản phẩm được sản xuất thêm thì định phí sản xuất chung trên một đơn vị sản phẩm sẽ giảm. Từ đây, giá thành sản phẩm giảm kéo theo giá vốn hàng bán ra sẽ giảm. Hệ quả là, lợi nhuận trong năm hiện tại sẽ tăng lên. Tuy nhiên, rất có thể doanh nghiệp sẽ gánh thêm chi phí duy tu, bảo dưỡng máy móc thiết bị vì máy móc hoạt động quá công suất bình thường dễ dẫn đến hư hỏng, xuống cấp trầm trọng trong những kỳ sau. Hơn thế nữa, thành phẩm sản xuất ra lớn thì có thể doanh nghiệp sẽ chịu thêm chi phí lưu kho, lưu bãi. Điều này có thể dẫn đến, doanh nghiệp phát sinh nhiều chi phí ở niên độ kế toán sau; (3) các nhà quản trị sẽ cắt giảm các chi phí hữu ích như: Chi phí nghiên cứu và phát triển, chi phí quảng cáo, chi phí duy tu, bảo dưỡng thiết bị, chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp... để làm tăng lợi nhuận trong năm hiện tại.

Tóm lại, cả hai hình thức quản trị lợi nhuận trên đều thể hiện nỗ lực của nhà quản trị trong việc điều chỉnh lợi nhuận nhằm mục đích nào đó (phát hành cổ phiếu, duy trì khả năng sinh lời của tài sản...). Nói chung, các mục đích này đều hướng đến thị trường vốn để đẩy giá cổ phiếu lên cao hoặc giữ giá cổ phiếu ổn định hoặc tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu.

Một số tác giả trên thế giới tìm thấy bằng chứng cho rằng, quản trị lợi nhuận có thể làm tăng giá trị thị trường cổ phiếu của công ty. Arya và cộng sự (2003) cho rằng, quản trị lợi nhuận đem lại nhiều lợi ích hơn cho cổ đông. Nói cách khác, trong trường hợp này, quản trị lợi nhuận làm tăng giá trị công ty. Lin (2011) cho rằng, quản trị lợi nhuận làm tăng giá trị của các công ty niêm yết ở Đài Loan thông qua việc tăng giá cổ phiếu. Fathi và cộng sự (2011) cũng tìm thấy bằng chứng cho rằng, quản trị lợi nhuận làm tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu và đẩy giá cổ phiếu lên cao.

Xuất phát từ những thảo luận và bằng chứng nghiên cứu của một số tác giả trên thế giới, giả thuyết sau được hình thành:

H₃: Quản trị lợi nhuận trong trường hợp phát hành thêm cổ phiếu làm cho giá cổ phiếu tăng lên. Nói cách khác, giữa biến quản trị lợi nhuận và giá cổ phiếu có tương quan thuận. Đây là giả thuyết trọng tâm của nghiên cứu này.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Chọn mẫu và thu thập số liệu

Để thực hiện nghiên cứu này, bài viết thu thập 205 công ty có phát hành thêm cổ phiếu để thực hiện quyền mua cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu từ năm 2008 đến 2013. Tuy nhiên, vì lý do thiếu dữ liệu báo cáo tài chính, thiếu giá cổ phiếu giao dịch trên thị trường chứng khoán (ví dụ mã cổ phiếu CIC, MIC bị hủy niêm yết bắt buộc vào tháng 3 năm 2013 theo quy



định của Luật Chứng khoán và Nghị định 58/2012/NĐ-CP) nên 55 công ty đã bị loại trừ khỏi mẫu nghiên cứu và thời gian nghiên cứu rút xuống là từ năm 2009 đến 2012. Do đó, mẫu nghiên cứu cuối cùng chỉ còn lại 150 công ty và giai đoạn nghiên cứu 2009- 2012. Bài viết sử dụng dữ liệu bảng cân bằng 150 công ty với giai đoạn nghiên cứu là 4 năm nên tổng số quan sát là 600 quan sát.

Giá thị trường của cổ phiếu được thu thập tại trang web: www. Finance.vietstock.vn

Biến doanh thu thuần, giá vốn hàng bán, chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp, lợi nhuận sau thuế lấy trên báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh.

Biến phải thu khách hàng, nợ phải trả người bán lấy trên bảng cân đối kế toán.

Biến dòng tiền từ hoạt động kinh doanh lấy trên BCLCTT.

Biến chi phí khấu hao, chi phí dự phòng lấy trên BCLCTT nếu doanh nghiệp lập nếu BCLCTT theo phương pháp gián tiếp. Ngược lại, nếu doanh nghiệp lập BCLCTT theo phương pháp trực tiếp thì hai biến này lấy trên bảng cân đối kế toán (lấy số dư cuối năm trừ số dư đầu năm).

3.2. Cách xử lý số liệu

Cách xử lý số liệu chia làm 2 giai đoạn:

Giai đoạn 1: Để chứng minh cho giả thuyết H_1 , H_2 thì trong 600 quan sát tương ứng với 150 công ty trong 4 năm thì nếu năm nào là năm phát hành sẽ đánh dấu là 0, năm trước năm phát hành đánh dấu là -1. Như

vậy, có thể lọc ra được 150 quan sát tương ứng với năm phát hành ($t=0$) và 150 quan sát tương ứng với năm trước năm phát hành ($t=-1$). Cho chạy hồi quy OLS năm phát hành và tính được biến $DA_{(0)}$ -đại diện cho mức độ điều chỉnh lợi nhuận năm phát hành. Tương tự như vậy, cho chạy hồi quy OLS năm trước năm phát hành và tính được biến $DA_{(-1)}$ - đại diện cho mức độ điều chỉnh lợi nhuận trong năm trước năm phát hành. Tiếp theo, sử dụng thống kê mô tả để xem xét biến $DA_{(0)}$. Để khẳng định kết quả thống kê mô tả thì tiếp theo sử dụng công cụ thống kê phi tham số Wilcoxon để thực hiện so sánh biến $DA_{(0)}$ với giá trị 0. Nếu biến $DA_{(0)} > 0$ và có ý nghĩa thống kê thì giả thuyết H_1 được chấp nhận và ngược lại bác bỏ giả thuyết H_1 . Tương tự như vậy, xử lý cho giả thuyết H_2 .

Giai đoạn 2: Để chứng minh cho giả thuyết H_3 - giả thuyết trọng tâm của bài viết này thì 600 quan sát trên được sử dụng. Như vậy, chúng ta sẽ có cơ sở dữ liệu bảng cân bằng. Đối với dữ liệu bảng không thể sử dụng hồi quy OLS thông thường vì kết quả không chính xác. Do đó, bài viết chạy hồi quy tác động cố định (FEM-fixed effect model) và hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM- random effect model). Tiếp theo sử dụng Hausman Test để chọn FEM hay REM. Nếu P-value của Hausman Test > 0.05 chọn mô hình REM ngược lại chọn mô hình FEM.

Sử dụng mô hình REM hoặc FEM được chọn để tính DA. Tiếp theo, sử dụng hệ số tương quan tuyến tính Pearson và hệ số tương quan hạng Spearman để xem xét sự tương quan giữa biến DA và giá thị trường của cổ phiếu.

3.3. Đo lường biến nghiên cứu

Để tính toán biến DA thì bài viết sử dụng mô hình của tác giả (Phạm Thị Bích Vân 2012a, 2012b) như sau:

$$TA_{it}/DT_{it} = k_1(1/DT_{it}) + k_2((DT-PT)_{it}/DT_{it}) + k_3((CP-PTNB)_{it}/DT_{it}) + k_4(CPKH_{it}/DT_{it}) + k_5(CPDP_{it}/DT_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Trong đó: TA=lợi nhuận sau thuế- dòng tiền từ hoạt động kinh doanh; DT là doanh thu thuần; PT là khoản phải thu khách hàng; CP là tổng của chi phí giá vốn hàng bán, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp; PTNB là khoản phải trả người bán; CPKH

Bảng 1. Thống kê mô tả DA DA năm phát hành- $DA_{(0)}$

N	Valid	150
	Missing	0
Mean		5.4212E11
Median		1.7966E11
Mode		-1.26E12 ^a
Skewness		6.905
Std. Error of Skewness		.198
Kurtosis		55.590
Std. Error of Kurtosis		.394
Minimum		-1.26E12
Maximum		1.59E13
Sum		8.13E13

a. Multiple modes exist. The smallest value is shown



Bảng 2. Thống kê Wilcoxon Signed Ranks Test

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
DA ₍₀₎ – “0”	Negative Ranks	9 ^a	43.33	390.00
	Positive Ranks	141 ^b	77.55	10935.00
	Ties	0 ^c		
	Total	150		

a. DA₍₀₎ < “0”

b. DA₍₀₎ > “0”

c. DA₍₀₎ = “0”

Test Statistics^b

	DA ₍₀₎ – “0”
Z	-9.892 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000

a. Based on negative ranks

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Bảng 3. Thống kê mô tả biến DA năm phát hành-DA₍₋₁₎

N	Valid	150
	Missing	0
Mean		5.4212E11
Median		1.7966E11
Mode		-1.26E12 ^a
Skewness		6.905
Std. Error of Skewness		.198
Kurtosis		55.590
Std. Error of Kurtosis		.394
Minimum		-1.26E12
Maximum		1.59E13
Sum		8.13E13

là chi phí khấu hao tài sản cố định; CPDP là chi phí dự phòng (giảm giá hàng tồn kho, phải thu khó đòi; giảm giá đầu tư ngắn hạn, dài hạn); k₁, k₂, k₃, k₄, k₅ là những hệ số hồi quy; ε : phần nhiễu; it là công ty i trong năm t

Như đã trình bày ở phần xử lý số liệu, để chứng minh giả thuyết H₁, H₂ thì áp dụng hồi quy OLS thông thường cho (3), chúng ta thu được các hệ số k₁, k₂, k₃, k₄, k₅. Sau đó thay k₁, k₂, k₃, k₄, k₅ vào (4) để tính NDA_{it}. Thế NDA_{it} vào (2) tính được

Bảng 4. Thống kê Wilcoxon Signed Ranks Test

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
DA ₍₋₁₎ – “0”	Negative Ranks	26 ^a	66.35	1725.00
	Positive Ranks	124 ^b	77.42	9600.00
	Ties	0 ^c		
	Total	150		

a. DA₍₋₁₎ < “0”

b. DA₍₋₁₎ > “0”

c. DA₍₋₁₎ = “0”

Test Statistics^b

	DA ₍₋₁₎ – “0”
Z	-7.388 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000

a. Based on negative ranks

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

DA_{it}

$$NDA_{it} / DT_{it} = k_1(1 / DT_{it}) + k_2((DT-PT)_{it} / DT_{it}) + k_3((CP-PTNB)_{it} / DT_{it}) + k_4(CPKH_{it} / DT_{it}) + k_5(CPDP_{it} / DT_{it}) \quad (4)$$

Khi có được biến DA_{it} nghĩa là biến này đại diện cho sự điều chỉnh lợi nhuận năm t nào đó (ở đây chạy OLS hai lần, một lần cho năm t = 0 và một lần cho năm t = -1). Kết quả là, chúng ta có được DA₍₀₎ và DA₍₋₁₎.

Đối với giả thuyết H₃, cho chạy hồi quy với dữ liệu bảng (FEM và REM). Sử dụng Hausman Test để chọn ra FEM hoặc REM. Lúc này ta có các hệ số k₁, k₂, k₃, k₄, k₅ theo mô hình FEM hoặc REM đã chọn. Sau đó thay k₁, k₂, k₃, k₄, k₅ vào (4) để tính NDA_{it}. Thế NDA_{it} vào (2) tính được DA_{it}. Đây là DA_{it} theo từng năm 2009, 2010, 2011, 2012 và theo từng công ty.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả biến DA

Qua Bảng 1 cho thấy, giá trị trung bình (mean) của biến kế toán dồn tích có thể điều chỉnh năm phát hành=542.120.000.000 đồng, giá trị này lớn hơn 0 nghĩa là về trung bình trong tổng thể (150 công ty) có giá trị biến DA₍₀₎ mang dấu dương. Đồng thời, giá trị trung vị (median)=179.660.000.000 đồng có nghĩa là có 50% số công ty trong mẫu có giá trị biến DA > 179.660.000.000 đồng và 50% số công ty trong mẫu có giá trị biến DA nhỏ hơn giá trị này. Thêm vào đó, giá trị của hệ số xiên (Skewness=6.905), chứng tỏ phân phối lệch



Bảng 5. Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair	DA ₍₀₎	5.4212E11	150	1.66059E12	1.35586E11
1	DA ₍₋₁₎	1.6751E11	150	5.38529E11	4.39707E10

Kiểm định T-test Paired Samples Test

		Paired Differences				t	Df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference Lower Upper			
Pair	DA ₍₀₎ - DA ₍₋₁₎	3.74609E11	1.26323E12	1.03142E11	1.70798E11 5.78420E11	3.632	149	.000

ngiên về hướng phải (phía dương của trục hoành). Câu hỏi đặt ra là, có phải chăng đã có sự điều chỉnh lợi nhuận tăng trong năm phát hành? Để khẳng định có hay không việc điều chỉnh tăng lợi nhuận trên báo cáo tài chính trong năm phát hành, bài viết tiến hành so sánh giá trị biến DA₍₀₎ với giá trị 0. Nếu giá trị của biến DA₍₀₎ >0 và có ý nghĩa thống kê thì chứng tỏ có hành động điều chỉnh tăng lợi nhuận trong năm phát hành và ngược lại. Việc so sánh được thực hiện thông qua công cụ thống kê phi tham số Wilcoxon. Kết quả thể hiện ở Bảng 2.

Bảng 2 cho thấy có 141 công ty trong mẫu nghiên cứu (150 công ty) chiếm tỷ lệ 94% có giá trị biến DA₍₀₎ >0. Kết quả này được củng cố bởi xếp hạng trung bình =77.55 (p-value của thống kê Z=0.000). Kết quả này khẳng định lại một lần nữa kết quả thống kê mô tả ở Bảng 1. Qua kết quả ở Bảng 1 và Bảng 2, chúng ta có thể rút ra kết luận rằng, tồn tại hành động điều chỉnh tăng lợi nhuận ở năm phát hành thêm cổ phiếu. Điều này có nghĩa là, giả thuyết H₁ được chấp nhận.

Bằng các kỹ thuật tương tự được tiến hành để kiểm định giả thuyết H₂. Kết quả cho thấy ở Bảng 3 và Bảng 4. Bảng 3 cho thấy biến DA trong năm trước năm phát hành mang dấu dương (cả giá trị mean và median). Điều này có nghĩa là, về trung bình số công ty trong mẫu nghiên cứu có giá trị biến DA- đại diện cho mức độ điều chỉnh lợi nhuận là 167,51 tỷ đồng, thêm vào đó, giá trị median cho biết có 50% số công ty trong mẫu nghiên cứu có giá trị biến DA lớn hơn 36,596 tỷ đồng và 50% số công ty trong mẫu nghiên cứu có giá trị biến DA nhỏ hơn 36,596 tỷ đồng. Hơn thế nữa, độ lệch của phân phối biến DA nghiêng về phía dương lớn (Skewness=

5.860). Kết quả này chứng tỏ tồn tại hành động điều chỉnh tăng lợi nhuận trong năm trước năm phát hành thêm cổ phiếu.

Để củng cố hơn nữa kết quả nghiên cứu ở Bảng 3, bài viết sử dụng kiểm định phi tham số Wilcoxon để so sánh giá trị biến DA₍₋₁₎ (năm trước năm phát hành) so với giá trị 0. Kết quả thể hiện ở Bảng 4.

Bảng 4 cho thấy có 124 công ty trong mẫu nghiên cứu (150 công ty) chiếm tỷ lệ 82,6% có giá trị biến DA năm trước năm phát hành lớn hơn 0 (p-value=0.000). Kết quả này khẳng định lại một lần nữa kết quả thống kê mô tả ở Bảng 3. Điều này có nghĩa là, giả thuyết H₂ được chấp nhận.

Thông qua kết quả nghiên

4.2.1. Kết quả hồi quy mô hình FEM

Dependent Variable: Z
 Method: Panel Least Squares
 Date: 11/04/14 Time: 12:13
 Sample: 2009 2012
 Cross-sections included: 150
 Total panel (balanced) observations: 600

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.270489	0.174733	7.271042	0.0000
Z1	-9.15E+09	2.15E+09	-4.254788	0.0000
Z2	-0.457878	0.140843	-3.250976	0.0012
Z3	-0.970485	0.168235	-5.768630	0.0000



Z4	-2.036248	0.628453	-3.240094	0.0013
Z5	-0.403533	0.229504	-1.758285	0.0794

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.486049	Mean dependent var	-0.008404
Adjusted R-squared	0.308188	S.D. dependent var	0.521904
S.E. of regression	0.434095	Akaike info criterion	1.386704
Sum squared resid	83.85509	Schwarz criterion	2.522578
Log likelihood	-261.0113	F-statistic	2.732737
Durbin-Watson stat	1.924433	Prob(F-statistic)	0.000000

Với $Z = TA_{it}/DT_{it}$; $Z1 = 1/DT_{it}$; $Z2 = (DT_{it} - PTKH_{it})/DT_{it}$; $Z3 = (CP_{it} - PTNB_{it})/DT_{it}$; $Z4 = CPKH_{it}/DT_{it}$; $Z5 = CPDP_{it}/DT_{it}$

4.2.2. Kiểm định Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	24.987448	5	0.0001

cứ ở Bảng 1, Bảng 2- năm phát hành và Bảng 3, Bảng 4- năm trước năm phát hành, chúng ta có thể nhận thấy, dường như trong năm phát hành mức độ điều chỉnh lợi nhuận lớn hơn năm trước năm phát hành. Điều này thể hiện ở chỗ, giá trị mean và median của biến $DA_{(0)}$ (Bảng 1) lớn hơn giá trị mean và median của biến $DA_{(-1)}$ (Bảng 3). Thêm vào đó, tỷ lệ công ty có giá trị biến $DA_{(0)} > 0$ (Bảng 2) lớn hơn tỷ lệ công ty có giá trị biến $DA_{(-1)} > 0$ (Bảng 4). Để khẳng định nghi ngờ này, tác giả tiến hành kiểm định trung bình (t-test) biến DA trong 2 năm ($t=0$ và $t=-1$) để xem có sự khác nhau trong giá trị trung bình biến DA hay không? Kết quả thể hiện ở Bảng 5.

Thông qua Bảng 5 cho thấy, chênh lệch giữa biến $DA_{(0)}$ và

$DA_{(-1)}$ là 3.74609E11 tương đương 374.609.000.000 đồng. Và sự khác nhau này có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (nghĩa là độ tin cậy lên đến 99%) thể

hiện ở giá trị Sig=0.000. Từ kết quả này, có thể kết luận rằng, động cơ điều chỉnh tăng lợi nhuận năm phát hành lớn hơn năm trước năm phát hành.

4.2. Hồi quy dữ liệu bảng với mô hình FEM và REM

Sau khi thực hiện hồi quy mô hình FEM và REM, kết quả cho thấy R^2 của mô hình REM=0.280925, biến Z1 không có ý nghĩa thống kê; biến Z2, Z3, Z4 có ý nghĩa thống kê ở mức 1%; biến Z5 có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Bên cạnh đó, khi căn cứ vào kiểm định Hausman Test tại 4.2.2 cho thấy Prob=P-value=0.0001<0.05 nên ta chọn mô hình FEM để nghiên cứu. Kết quả mô hình FEM được thể hiện tại 4.2.1. Vậy các hệ số k_1, k_2, k_3, k_4, k_5 tương ứng của mô hình FEM là -9.15+09; 0.457878; -0.970485; -2.036248; -0.403533. Thay 5 hệ số này

Bảng 6: Hệ số tương quan Pearson

		DA theo mô hình FEM	Giá cổ phiếu
DA theo mô hình FEM	Pearson Correlation	1	.120**
	Sig. (2-tailed)	.	.003
	N	600	600
Giá cổ phiếu	Pearson Correlation	.120**	1
	Sig. (2-tailed)	.003	.
	N	600	600

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

Bảng 7: Hệ số tương quan Spearman

			DA theo mô hình FEM	Giá cổ phiếu
Spearman's rho	DA theo mô hình FEM	Correlation	1.000	.215**
		Correlation	.	.000
		N	600	600
Giá cổ phiếu	DA theo mô hình FEM	Correlation	.215**	1.000
		Correlation	.000	.
		N	600	600

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)



vào (4) để tính NDA_{it} . Thay NDA_{it} vào (2) để tính DA_{it} .

4.3. Kết quả phân tích tương quan giữa biến DA theo mô hình FEM và thị giá cổ phiếu

Hệ số tương quan ở Bảng 6 và Bảng 7 đều cho thấy, mối tương quan giữa biến DA và giá cổ phiếu mang dấu dương (ở bảng 6=0.120, ở bảng 7=0.215). Bên cạnh đó, sự tương quan này đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (độ tin cậy 99%) thể hiện ở giá trị Sig (2-tailed)=0.003 ở Bảng 6 và 0.000 ở Bảng 7. Kết quả này cho thấy, hành động điều chỉnh tăng lợi nhuận trước và trong năm phát hành làm tăng giá cổ phiếu trên thị trường. Nói cách khác, mức độ điều chỉnh lợi nhuận và thị giá cổ phiếu có quan hệ thuận chiều với nhau. Điều này có nghĩa là, giả thuyết H_3 được chấp nhận. Từ kết quả này có thể nhận định rằng, đa phần nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam dựa vào chỉ tiêu lợi nhuận được công bố bởi các công ty phát hành cổ phiếu để ra quyết định mua (bán) cổ phiếu của mình. Trong khi đó, chỉ tiêu lợi nhuận lại có thể bị điều chỉnh bởi nhà quản trị (giả thuyết H_1 và H_2). Do đó, về lâu dài rất có thể nhà đầu tư trên thị trường, đặc biệt nhà đầu tư nhỏ lẻ sẽ bị thiệt hại. Bởi lẽ, việc điều chỉnh lợi nhuận không thể thực hiện trong thời gian vô tận mà nó chỉ được thực hiện trong khoảng thời gian nhất định mà thôi. Điều này được lý giải bởi nguyên tắc kế toán kép. Ví dụ: lựa chọn phương pháp tính giá hàng xuất kho trong bối cảnh

giá cả tăng, việc lựa chọn FIFO sẽ làm giảm giá trị vật tư, hàng hóa xuất dùng trong kỳ, có nghĩa làm giảm chi phí trong kỳ hay nói cách khác là làm tăng lợi nhuận trong kỳ. Hàng tồn kho cuối kỳ sẽ có giá trị cao hơn giá trị thực của nó, và như vậy, năm tới chi phí của vật tư, hàng hóa này sẽ cao hơn mức thực tế. Nói cách khác, trong niên độ tiếp theo, công ty sẽ gánh chịu chi phí cao và hệ quả là lợi nhuận giảm. Hoặc nhà quản trị lựa chọn phương pháp khấu hao theo đường thẳng để thay thế phương pháp khấu hao giảm dần. Trong các năm đầu thì mức chi phí khấu hao theo phương pháp đường thẳng sẽ có giá trị thấp hơn so với mức chi phí khấu hao theo phương pháp số dư giảm dần. Điều này đồng nghĩa với việc chi phí khấu hao giảm và kéo theo lợi nhuận tăng. Tuy nhiên, qua các năm sau mức chi phí khấu hao này sẽ cao hơn so với mức chi phí khấu hao theo phương pháp số dư giảm dần. Có nghĩa là trong các năm sau, chi phí khấu hao theo phương pháp đường thẳng cao hơn đồng nghĩa với lợi nhuận ở những năm sau giảm. Để khẳng định lập luận này, tác giả bài viết cũng chứng minh được rằng, hiệu quả hoạt động sản xuất, kinh doanh (thể hiện qua chỉ tiêu ROA, ROE, ROS) của những công ty phát hành sụt giảm đáng kể ở những năm sau năm phát hành cổ phiếu[9]. Nói cách khác, các nhà quản trị có hành động đẩy lợi nhuận của những năm sau phát hành thành lợi nhuận của

năm phát hành và năm trước năm phát hành.

Kết quả nghiên cứu này cùng xu hướng với kết quả nghiên cứu của các tác giả Teoh và cộng sự (1998a, 1998b); Arya và cộng sự (2003); Lin (2011); Fathi và cộng sự (2011). Mặc dù, Teoh và cộng sự thực hiện nghiên cứu ở Mỹ, Lin nghiên cứu ở Đài Loan, Fathi và cộng sự nghiên cứu ở thị trường chứng khoán Malaysia. Trong khi đó, bài viết này nghiên cứu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ kết quả này cho thấy rằng, lý thuyết thông tin bất đối xứng tồn tại ở hầu hết các thị trường chứng khoán trên thế giới và nhà quản trị các công ty niêm yết tận dụng sự bất đối xứng thông tin này nhằm nhiều mục đích khác nhau trong đó có mục đích phát hành thêm cổ phiếu.

5. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy có hiện tượng điều chỉnh tăng lợi nhuận khi phát hành thêm cổ phiếu nhằm mục đích thu hút nhà đầu tư và làm cho họ lạc quan hơn về tình hình hoạt động sản xuất, kinh doanh của công ty. Mục đích cuối cùng của việc điều chỉnh tăng lợi nhuận chính là làm tăng giá cổ phiếu trên thị trường. Do đó, công ty phát hành thu được nhiều tiền hơn so với mệnh giá phát hành. Hệ quả là, đợt phát hành thành công.

Kết quả nghiên cứu này giúp cho các nhà đầu tư tiềm năng nên cân nhắc thận trọng hơn khi bỏ tiền ra mua cổ phiếu của các công ty phát hành thêm.



Các nhà đầu tư tiềm năng không nên quá tin vào chỉ tiêu lợi nhuận mà các công ty phát hành công bố vì nó đã bị điều chỉnh mà nên tham khảo thêm những thông tin khác như: trình độ năng lực của nhà quản trị, lịch sử hoạt động của công ty trong quá khứ, uy tín của công ty đối với các nhà cung cấp hoặc chủ nợ, kinh nghiệm quản lý và điều hành của ban giám đốc và hội đồng quản trị.... ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Luật chứng khoán số 70/2006/QH11 ngày 29 tháng 6 năm 2006
2. Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật chứng khoán số 62/2010/QH12 ngày 24 tháng 11 năm 2010.
3. Nghị định số 58/2012/NĐ-CP, Quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật chứng khoán
4. Teoh, S.H., Welch, I., Wong, T.J (1998a), "Earnings management and

the underperformance of seasoned equity offerings", Journal of Financial Economics, 50, pp. 63-99.

5. Teoh, S.H., Welch, I., Wong, T.J (1998b), "Earnings management and the underperformance of initial public offerings", *Journal of Finance, 53, pp. 1935-1974.*

6. Phạm Thị Bích Vân (2014), "Các hình thức quản trị lợi nhuận của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam", *Tạp chí Kế toán kiểm toán số 1+2/2014, pp 57-60.*

7. Phạm Thị Bích Vân (2012a), "Mô hình nhận diện hành vi điều chỉnh lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Hà Nội", *Tạp chí Ngân hàng (số 9) tháng (5/2012), pp 28-33.*

8. Phạm Thị Bích Vân (2012b), "Nghiên cứu mô hình nhận diện hành vi điều chỉnh lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán TPHCM", *Tạp chí Phát triển kinh tế (số 258), (35-42).*

9. Phạm Thị Bích Vân (2014),

"Hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty phát hành thêm cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, *Tạp chí Khoa học và đào tạo Ngân hàng số 148, tháng 9/2014, pp 50-60.*

10. Arya, Anil; Glover, CG; and Sunder, S (2003), "Are Unmanaged Earnings Always Better for Shareholder?", *Accounting Horizon, supplement, 2003, pp. 111-116.*

11. Lin, Fen-Li (2011), "Is Earnings Management Opportunistic or Beneficial in Taiwan?" *International Journal of Economics and Finance, Vol. 3, No. 1, February 2011, pp. 133-142.*

12. Saeid Fathi và cộng sự (2011), "The Effect of Earnings Management on Stock Liquidity of Listed Companies in Tehran Stock Exchange", *Journal of contemporary research in business, vol 3, no8, pp 424-430.*

SUMMARY

Earning management and the price of stocks of seasoned equity offerings companies listed on vietnamese stock exchange

This paper is aimed to investigate whether earning management behavior affects the price of stocks of seasoned equity offerings companies listed on Vietnamese stock exchange or not. Based on a sample including 150 seasoned equity offerings companies in the period 2009-2012. This study found that, having increasing earning management behavior in issuing year and before issuing year. Magnitude of increasing earning management behavior in issuing year is higher than before issuing year. The interesting result is the more earning management, the more the price of stocks.

THÔNG TIN TÁC GIẢ

Phạm Thị Bích Vân, nghiên cứu sinh

Đơn vị công tác: Khoa Kinh tế, Đại học Kiến trúc Đà Nẵng

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kiểm toán, Kế toán tài chính, kế toán quản trị, phân tích tài chính.

Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải: Tạp chí Phát triển kinh tế, Tạp chí Kế toán kiểm toán, Tạp chí Ngân hàng, Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng, Tạp chí Công nghệ ngân hàng, Tạp chí Kinh tế- dự báo, Tạp chí Khoa học công nghệ-Đại học Đà Nẵng, Tạp chí Chứng khoán Việt Nam, Tạp chí Khoa học công nghệ-Đại học Thái Nguyên.

Email: