

VAI TRÒ CỦA CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VÀ CHẤT LƯỢNG LỢI NHUẬN CỦA CÔNG TY NIÊM YẾT ĐẾN VIỆC DỰ BÁO GIÁ MỤC TIÊU: BẰNG CHỨNG CỦA VIỆT NAM

Nguyễn Thuý Anh¹

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 24/04/2024; Ngày hoàn thành biên tập: 15/08/2024; Ngày duyệt đăng: 27/08/2024

DOI: <https://doi.org/10.38203/jiem.vi.042024.1139>

Tóm tắt: Mục đích của nghiên cứu là xem xét ảnh hưởng kinh nghiệm của công ty chứng khoán và chất lượng lợi nhuận của công ty niêm yết đến mức độ sai lệch trong dự báo giá chứng khoán của các công ty chứng khoán. Sử dụng phương pháp phân tích hồi quy đa biến với dữ liệu gồm 4533 báo cáo phân tích chứng khoán trong giai đoạn từ 2018 đến 2022 được công bố trên thị trường chứng khoán Việt Nam, kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ sai lệch trong dự báo giá chứng khoán của các công ty chứng khoán Việt Nam hiện tại khá cao. Đồng thời, kết quả hồi quy đa biến cho thấy kinh nghiệm của công ty chứng khoán và chất lượng lợi nhuận của các công ty niêm yết có ảnh hưởng đáng kể đến mức độ sai lệch trong dự báo giá chứng khoán. Nghiên cứu chỉ ra các hàm ý chính sách đối với các nhà quản trị nhằm tăng cường mức độ chính xác trong dự báo giá chứng khoán, từ đó cung cấp thông tin chất lượng cho nhà đầu tư trong việc ra quyết định trên thị trường.

Từ khóa: Sai lệch dự báo giá chứng khoán, Giá mục tiêu, Chất lượng lợi nhuận, Kinh nghiệm của công ty chứng khoán

IMPACT OF SECURITIES FIRMS AND EARNINGS QUALITY OF LISTED FIRMS ON TARGET PRICE: EVIDENCE OF VIETNAM

Abstract: The study examines the role of securities firms and the quality of earnings of listed companies on the deviation in stock price forecasts by securities firms. Using data from 4533 stock analysis reports from the period 2018 to 2022 published in the Vietnamese stock market, the findings indicate that, the current level of error in target price forecasts by Vietnamese securities firms is relatively high. Additionally, multivariate regression results show that the experience of the analysis firm and the earnings quality of listed companies significantly influence the target price forecasts. The study highlights implications for managers to enhance

¹ Tác giả liên hệ, Email: nthuynh@ftu.edu.vn

the accuracy of stock price forecasts, thereby providing quality information to investors for decision-making.

Keywords: Target Price Error, Target Price, Earnings Quality, Securities Firm Experience

1. Giới thiệu

Vai trò dự báo của các trung gian tài chính nhằm hỗ trợ các bên ra các quyết định trên thị trường ngày càng trở nên quan trọng (Beaver, 2002). Theo lý thuyết thị trường hiệu quả, tại các quốc gia đang phát triển, thị trường tài chính chủ yếu vẫn chưa hiệu quả, do đó thông tin từ các trung gian phân tích tài chính vẫn có giá trị đối với các nhà đầu tư, và có thể mang lại lợi nhuận kỳ vọng cao cho các nhà đầu tư (Barber & cộng sự, 2001).

Dự báo mà các nhà phân tích đưa ra thường bao gồm dự báo lợi nhuận, dự báo lợi nhuận trên một cổ phiếu (EPS), dự báo giá cổ phiếu (giá mục tiêu), các khuyến nghị mua/bán/nắm giữ. Cụ thể, dự báo giá mục tiêu (target price) là việc dự báo giá cổ phiếu của nhà phân tích tại một thời điểm nhất định, thông thường là sau 12 tháng (còn gọi là khung thời gian dự báo), nhằm cung cấp thông tin cho nhà đầu tư để quyết định đầu tư chứng khoán.

Mặc dù các nghiên cứu về dự báo lợi nhuận, dự báo EPS khá phổ biến trên thế giới nhưng nghiên cứu liên quan đến dự báo giá mục tiêu khá hạn chế. Điều này có thể lý giải bởi việc dự báo giá chứng khoán phức tạp hơn dự báo lợi nhuận của doanh nghiệp do phụ thuộc vào nhiều yếu tố môi trường. Mặt khác, tại các thị trường đang phát triển, bản thân các nhà đầu tư, đặc biệt nhà đầu tư cá nhân chưa nhận thức đầy đủ về vai trò của việc dự báo giá trong quá trình ra quyết định đầu tư. Tuy vậy, Brav & Lehavy (2003) đã chứng minh được giá mục tiêu có thể cung cấp thông tin liên quan đến các khuyến nghị mua/bán chứng khoán cũng như đánh giá lại sự chính xác của việc dự báo lợi nhuận. Cụ thể là việc thay đổi độ lệch chuẩn dự báo giá 1 đơn vị có thể dẫn đến điều chỉnh tỷ suất lợi nhuận 2,9% của nhà đầu tư thực hiện mua bán cổ phiếu trong khoảng thời gian 5 ngày kể từ khi công bố giá mục tiêu. Tương tự, Asquith & cộng sự (2005) cũng khẳng định báo cáo phân tích có thể tổng hợp thông tin từ nhiều nguồn khác nhau và có vai trò quan trọng trong hoạt động đầu tư, cụ thể là 1% tăng trong giá mục tiêu có thể làm tăng tỷ suất sinh lời cộng dồn lên 0,32%, và tác động của việc điều chỉnh dự báo giá mục tiêu có thể tác động mạnh hơn đối với việc dự báo lợi nhuận.

Tại Việt Nam, các công ty chứng khoán hiện nay thường xuyên công bố các báo cáo phân tích chứng khoán, trong đó nội dung quan trọng là đưa ra các dự báo về EPS và giá chứng khoán. Tuy vậy, cho đến nay, chưa có một nghiên cứu nào chỉ ra mức dự báo về giá chứng khoán hiện nay của các công ty chứng khoán Việt Nam có đáng tin cậy hay không. Mặt khác, nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng

đến mức độ sai lệch trong dự báo giá chứng khoán tại Việt Nam cũng còn rất hạn chế. Do vậy, nghiên cứu tập trung vào việc đánh giá mức độ sai lệch trong dự báo giá chứng khoán tại các công ty chứng khoán Việt Nam, cũng như xem xét vai trò của công ty chứng khoán và chất lượng lợi nhuận của công ty niêm yết đến việc dự báo này.

Cấu trúc bài viết gồm 5 phần. Phần 1 giới thiệu nghiên cứu. Phần 2 trình bày tổng quan lý thuyết và xây dựng giả thuyết nghiên cứu. Phần 3 đưa ra phương pháp nghiên cứu. Phần 4 trình bày kết quả nghiên cứu và thảo luận. Cuối cùng, phần 5 rút ra các hàm ý trong bối cảnh Việt Nam và kết luận.

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

2.1 Khái niệm và cách đo lường mức độ sai lệch trong dự báo giá mục tiêu

Giá mục tiêu (target price) là giá chứng khoán được nhà phân tích dự báo tại một thời điểm nhất định, thông thường là sau 12 tháng (còn gọi là khung thời gian dự báo). Để đo lường mức độ sai lệch của dự báo giá chứng khoán, Asquith & cộng sự (2005) đã đo lường sai lệch giữa giá thực tế so với giá dự báo đối với chứng khoán.

Theo Bilinski (2014), mức độ sai lệch của dự báo giá chứng khoán được tính như sau:

$$ATPE = \frac{|TP-P12|}{P_s},$$

trong đó, TP là giá dự báo, P12 là giá thực tế của chứng khoán tại thời điểm cuối khoảng thời gian dự báo (12 tháng), Ps là giá chứng khoán thực tế tại thời điểm công bố giá dự báo.

Ngoài ra, có thể so sánh mức độ chính xác của giá dự báo của nhà phân tích hoặc công ty chứng khoán với mức độ chính xác của dự báo giá đơn giản trên thị trường mà các nhà đầu tư có thể thực hiện dựa trên thông tin sẵn có tại thời điểm công bố giá mục tiêu. Nếu độ chính xác của việc dự báo đơn giản cao hơn so với mức dự báo của nhà phân tích, thì dự báo của nhà phân tích không có giá trị với nhà đầu tư. Nghiên cứu của Blinski (2013) chỉ ra mức độ sai lệch là 9,5%, thấp hơn mức sai lệch của dự báo đơn giản. Như vậy, dự báo của nhà phân tích tốt hơn so với các hình thức dự báo đơn giản, ví dụ sử dụng tỷ lệ P/E trung bình ngành và dự báo EPS hay dựa trên tỷ suất lợi nhuận dự kiến của chứng khoán.

Bilinski & cộng sự (2013) sử dụng dữ liệu từ 16 quốc gia (Mỹ, 12 nước Châu Âu, Nhật Bản, Úc và Hồng Kông) trong giai đoạn 2002-2009 để đo mức độ chính xác của dự báo giá bằng chênh lệch giữa giá dự báo và giá thực tế tại mốc dự báo chia do giá cổ phiếu tại thời điểm công bố giá mục tiêu (ATPE). Theo Bilinski (2014), mức sai số tuyệt đối trung bình là 44,7%, trong đó tại Nhật Bản là 37,3% và

Đan Mạch là 58,2%. Nghiên cứu của Asquith & cộng sự (2005) đã tìm ra trong giai đoạn 1997-1999 trên thị trường chứng khoán, mức độ sai lệch là 54,3%.

Một cách khác, theo Cheng & cộng sự (2019), việc đo mức độ sai lệch của giá dự báo được xác định như sau:

$$TP_end_{m,t} = \frac{TP_{m,t} - P_{m,12}}{P_{m,12}}$$

trong đó, $TP_{m,t}$ là giá mục tiêu, $P_{m,12}$ là giá thực tế sau 12 tháng.

Asquith & cộng sự (2005) và Bradshaw & cộng sự (2013) phát hiện ra chỉ có 50% các mức giá mục tiêu có thể đạt được trong thời gian 12 tháng trên thị trường chứng khoán Mỹ. Nghiên cứu của Bonini & cộng sự (2020) cũng tìm ra mức độ chính xác trên thị trường Italia là 33,1% và Kerl (2011) tìm ra mức độ chính xác là 56,5% trên thị trường Đức.

2.2 Các nghiên cứu về vai trò của công ty chứng khoán đối với việc dự báo giá chứng khoán

Theo Maines & cộng sự (1997), mức độ chính xác của giá dự báo phụ thuộc vào công ty chứng khoán. Nghiên cứu của Mikhail & cộng sự (1997), Clement & cộng sự (2007) xác định kinh nghiệm, hiểu biết của nhà phân tích liên quan đến một mã chứng khoán cụ thể giúp cho nhà phân tích có thể dự báo chính xác hơn. Một nhà phân tích theo dõi nhiều công ty cùng ngành cũng có khả năng dự báo chính xác hơn (Clement & cộng sự, 2003; Bolliger, 2004). Tuy vậy, Clement (1999) cho rằng mức độ chính xác của dự báo giảm đi khi một nhà phân tích theo dõi quá nhiều mã chứng khoán trong một thời kỳ nhất định. Hall & Tacon (2010) phát hiện ra công ty chứng khoán có xu hướng dự báo chính xác hơn nếu như trong quá khứ đã dự báo chính xác.

Barron & cộng sự (2008) phát hiện ra nguồn thông tin riêng của nhà phân tích giúp giảm sai số dự báo lợi nhuận. Bae & cộng sự (2008) cho rằng khoảng cách địa lý giữa nhà phân tích và công ty được phân tích cũng quan trọng khi mà nhà phân tích cư trú tại quốc gia có công ty niêm yết đặt trụ sở thì dự báo giá của công ty đó chính xác hơn.

Demirakos & cộng sự (2010) chứng minh rằng các công ty chứng khoán sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền chính xác thì dự báo giá chính xác hơn so với sử dụng phương pháp định giá P/E. Brown & Mohammad (2010) cho rằng khả năng dự báo lợi nhuận chính xác có thể ảnh hưởng đến mức độ chính xác của giá cổ phiếu dự báo. Nghiên cứu của Gleason & cộng sự (2012) cho rằng việc dự báo giá mục tiêu có tương quan thuận chiều với dự báo EPS của công ty niêm yết.

Mặc dù có nhiều yếu tố liên quan đến vai trò của công ty chứng khoán nhưng do hạn chế về việc quan sát trên thị trường chứng khoán Việt Nam, yếu tố kinh nghiệm

của công ty chứng khoán được lựa chọn để đánh giá tác động lên việc dự báo giá chứng khoán. Do vậy, giả thuyết nghiên cứu được đưa ra như sau:

H1: Kinh nghiệm của công ty chứng khoán có tác động ngược chiều với mức sai lệch trong dự báo giá chứng khoán.

2.3 Yếu tố liên quan đến chất lượng lợi nhuận của công ty niêm yết

Thông tin lợi nhuận từ các báo cáo tài chính mà các công ty niêm yết công bố luôn là một nguồn thông tin quan trọng để ra quyết định đầu tư trên thị trường (Bushman & Smith, 2001, 2003). Để thực hiện dự báo giá chứng khoán chính xác, các công ty chứng khoán cũng phải dựa vào nguồn thông tin về lợi nhuận. Trong khi đó, thông tin lợi nhuận phụ thuộc rất lớn vào chất lượng lợi nhuận của doanh nghiệp niêm yết. Việc công bố thông tin lợi nhuận tin cậy sẽ làm giảm tính bất cân xứng thông tin trên thị trường, đồng thời giảm các chi phí trung gian phát sinh để tìm kiếm nguồn thông tin riêng. Các nghiên cứu trước đây cũng chỉ ra chất lượng lợi nhuận là một trong những yếu tố quan trọng nhất trong việc dự báo chính xác giá chứng khoán của các nhà phân tích (Dechow & Schrand 2004). Con số lợi nhuận mà các doanh nghiệp công bố gồm 2 thành phần là dòng tiền và các khoản dồn tích. Các khoản dồn tích mang tính chủ quan nhiều hơn và liên quan đến các ước tính trong tương lai. Vì vậy các nhà quản trị có xu hướng tác động vào các khoản dồn tích để quản trị lợi nhuận (quản trị lợi nhuận dựa trên cơ sở dồn tích). Mặt khác, doanh nghiệp cũng sử dụng các giao dịch thực tế để điều chỉnh con số lợi nhuận (trì hoãn các hợp đồng mua bán...). Bilinski (2014) tìm ra được việc giảm chất lượng lợi nhuận dẫn đến giảm sự chính xác trong dự báo dòng tiền của doanh nghiệp. Coen & cộng sự (2009) phát hiện ra loại lợi nhuận (lãi/lỗ) và sự thay đổi trong lợi nhuận (tăng/giảm) ảnh hưởng đáng kể đến độ chính xác dự báo của các nhà phân tích. Từ đó, giả thuyết nghiên cứu đưa ra như sau:

H2: Chất lượng lợi nhuận của công ty niêm yết tác động ngược chiều với mức độ sai lệch trong dự báo giá chứng khoán.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1 Mô hình nghiên cứu

Căn cứ vào giả thuyết nghiên cứu đã xây dựng ở phần trên, mô hình nghiên cứu được xây dựng như sau:

$$ATPE_{i,j,t} = \beta + \beta_1 CTCK_{j,t} + \beta_2 EQ_{i,t} + \sum_{n=1}^m \beta_n \text{biến kiểm soát}_{i,j,t}$$

Trong mô hình trên, các biến độc lập gồm CTCK là véc- tơ các biến đo lường năng lực, kinh nghiệm của công ty chứng khoán, EQ là véc-tơ các biến đo lường chất lượng lợi nhuận của công ty niêm yết và các biến kiểm soát trong mô hình. Cụ thể về ký hiệu, cách đo lường, nguồn tham khảo và kỳ vọng tác động của các biến trong mô hình được mô tả trong Bảng 1.

Bảng 1. Cách đo lường biến

Ký hiệu	Nội dung biến	Cách đo lường	Nguồn	Chiều tác động
<i>Biến phụ thuộc</i>				
ATPE	Mức độ sai lệch của giá chứng khoán dự báo	<p>ATPE1= Giá trị tuyệt đối (TP-P12)/Ps trong đó, TP là giá dự báo, P12 là giá thực tế của chứng khoán tại thời điểm cuối khoảng thời gian dự báo, Ps là giá chứng khoán tại thời điểm công bố dự báo.</p> <p>logATPE được xử lý bằng cách lấy logarit của 1+ ATPE để tránh các kết quả mang giá trị âm</p> <p>ATPE2= Giá trị tuyệt đối (TP-P12)/P12 trong đó, TP là giá dự báo, P12 là giá thực tế của chứng khoán tại thời điểm cuối khoảng thời gian dự báo.</p> <p>logATPE1 được xử lý bằng cách lấy logarit của (1+ ATPE1) để tránh các kết quả mang giá trị âm</p>	<p>Bilinski (2014), Ho & cộng sự (2020)</p> <p>Cheng & cộng sự (2019)</p>	
<i>Các biến thể hiện vai trò của công ty chứng khoán</i>				
CountCTCK		Số lượng báo cáo phân tích về 1 công ty niêm yết trong 1 năm mà một công ty chứng khoán công bố	Bilinski (2014)	-
CountCTCKyear		Số lượng báo cáo phân tích mà 1 công ty chứng khoán công bố trong 1 năm	Bilinski (2014)	-
CountCTCKCTNY		Số lượng công ty niêm yết mà một công ty chứng khoán theo dõi trong thời gian nghiên cứu 2018-2022	Bilinski (2014)	-

Bảng 1. Cách đo lường biến (tiếp theo)

Ký hiệu	Nội dung biến	Cách đo lường	Nguồn	Chiều tác động
CountCTNY		Số lượng báo cáo phân tích được công bố về 1 công ty niêm yết trong một năm	Bilinski (2014)	-
LagATPE		Mức độ sai lệch dự báo của giá chứng khoán của công ty chứng khoán ở năm trước đó		+
<i>Các biến thể hiện chất lượng lợi nhuận của công ty niêm</i>				
DA	Mức độ quản trị lợi nhuận trên cơ sở dồn tích	Mức độ quản trị lợi luận trên cơ sở dồn tích (các giá trị này khi chạy mô hình đã lấy giá trị tuyệt đối)	Dechow & cộng sự (1995) Jones & Hensher (2007) Hribar & Collins, (2002).	+
Realem	Mức độ quản trị lợi nhuận dựa trên giao dịch thực tế	Mức độ quản trị lợi nhuận dựa trên giao dịch thực tế. Biến RealEm được xác định từ 3 thành phần bao gồm ước tính Chi phí sản xuất bất thường, ước tính chi phí tùy ý bất thường và ước tính dòng tiền hoạt động bất thường (các giá trị này khi chạy mô hình đã lấy giá trị tuyệt đối).	Roychowdhury (2006)	+
<i>Các biến kiểm soát</i>				
Firmsize.ctck	Quy mô của công ty chứng khoán	Quy mô của công ty chứng khoán được đo bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản	Bradshaw & cộng sự (2014)	-
Beta.ctny	Rủi ro hệ thống của chứng khoán	Được xác định dựa trên biến động giá chứng khoán và giá thị trường trong vòng 2 năm	Cheng & cộng sự (2019)	+

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Riêng đối với chi phí tùy ý bất thường, do không thể tách được chi phí nghiên cứu và phát triển trong báo cáo tài chính nên chỉ có thể ước tính được chi phí quản lý và bán hàng bất thường.

3.2 Thu thập và xử lý dữ liệu

Để xác định mức sai lệch trong dự báo giá chứng khoán, nghiên cứu sử dụng toàn bộ báo cáo phân tích của các công ty chứng khoán được công bố từ năm 2018 đến 2022 thu thập bởi Wigroup, tuy nhiên đã loại đi những báo cáo phân tích không có dự báo giá chứng khoán và loại đi những giá trị có mức sai lệch giữa giá dự báo và giá thực tế từ 4 lần trở lên (Bradshaw & cộng sự, 2013) để loại bỏ các dữ liệu ngoại lai. Giá thực tế được thu thập trên thị trường chứng khoán là giá 12 tháng tính từ thời điểm dự báo. Kết quả mẫu nghiên cứu là 4533 quan sát hợp lệ của 33 công ty chứng khoán thực hiện công bố báo cáo phân tích vì một công ty chứng khoán trong 1 năm có thể công bố báo cáo phân tích chứng khoán đối với nhiều công ty niêm yết khác nhau.

Đối với dữ liệu tài chính của các công ty niêm yết, để xác định mức độ quản trị lợi nhuận, nghiên cứu sử dụng số liệu được thu thập từ các báo cáo tài chính kiểm toán của các công ty niêm yết trong khoảng thời gian nghiên cứu. Dữ liệu được dùng phương pháp phân tích hồi quy đa biến để tìm ra ảnh hưởng của các biến độc lập đến biến phụ thuộc trong mô hình.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1 Mô tả thống kê

Bảng 2 dưới đây cho thấy không có sự sai lệch nhiều trong dự báo giá chứng khoán theo 2 cách đo. Trong giai đoạn 2018-2022, mức sai lệch trung bình lần lượt là 64% và 59%. Kết quả này cho thấy mức sai lệch dự báo trên thị trường Việt Nam khá cao, nhưng không quá chênh lệch so với kết quả của Bilinski & cộng sự (2013) và các nghiên cứu tại các thị trường phát triển khác.

Số lượng báo cáo phân tích được công bố về 1 công ty niêm yết trong một năm (CountCTNY) thấp nhất là 1 và cao nhất là 60 báo cáo, trong đó giá trị trung bình là 23 báo cáo đối với 1 công ty niêm yết. Số lượng công ty niêm yết mà một công ty chứng khoán theo dõi trong thời gian nghiên cứu 2018-2022 (CountCTCKCTNY) trung bình là 12 công ty; giá trị thấp nhất là 1 và giá trị cao nhất là 34. Số lượng báo cáo phân tích mà một công ty chứng khoán công bố trong 1 năm (CountCTCKyear) tối thiểu là 1, tối đa là 569 và mức trung bình là 220 báo cáo. Số lượng báo cáo phân tích công bố (CountCTCK) đối với 1 công ty niêm yết của một công ty chứng khoán là tối thiểu 1, tối đa 18 và trung bình là 4,9 báo cáo.

Về chất lượng lợi nhuận, mức độ quản trị lợi nhuận dồn tích trung bình là 0,15 và quản trị lợi nhuận dựa trên giao dịch thực tế trung bình là 0,28. Điều này cho thấy,

các công ty thực hiện quản trị lợi nhuận thực tế nhiều hơn quản trị lợi nhuận dồn tích.

Bảng 2. Kết quả thống kê các biến trong mô hình

Biến	Số lượng	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ATPE1	4.533	0,639	0,612	0	6,676
ATPE2	4.533	0,591	0,602	0	2,983
CountCTNY	4.533	23,965	14,159	1	60
CountCTCKCTNY	4.533	12,463	10,294	1	34
CountCTCKyear	4.533	220,195	201,808	1	569
CountCTCK	4.533	4,944	3,819	1	18
lagATPE1	4.533	0,639	0,612	0	6,676
lagATPE2	4.533	0,177	0,140	0	0,600
DA	4.533	-0,036	0,138	-0,541	1,044
Realem	4.533	-0,199	0,324	-1,401	1,170
Beta.ctny	4.533	1,040	0,347	-0,332	1,937
Firmsize.ctck	4.533	1,13E+07	1,33E+07	2018	5,22E+07

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Quy mô của các công ty chứng khoán Việt Nam trung bình là 11300 tỷ đồng, trong đó công ty có quy mô lớn nhất là SSI đạt trên 52000 tỷ đồng (năm 2022) và nhỏ nhất là công ty Yuanta có giá trị tài sản 2000 tỷ đồng (năm 2019).

4.2 Phân tích tương quan theo cặp

Bảng 3. Bảng kết quả tương quan theo cặp

10	ATPE1	Incounctctny	Incounctctctny	Incounctctk	DA	Realem	Beta.ctny	lagATPE	Firmsize.ctck	
ATPE	1									
Incounctctny	-0,013	1								
Incounctctctny	0,013	0,404	1							
Incounctctkyear	0,010	0,212	0,775	1						
Incounctctek	-0,043	0,384	0,905	0,7823	1					
DA	-0,202	0,134	0,013	-0,019	0,036	1				
Realem	-0,081	-0,121	-0,042	0,002	-0,040	0,198	1			
Beta.ctny	0,052	0,150	0,010	-0,016	-0,009	-0,032	0,213	1		
lagATPE	0,550	0,039	0,046	0,036	0,068	0,155	-0,081	0,059	1	
Firmsize.ctck	0,0491	-0,0028	-0,1464	-0,1024	-0,2164	0,0281	0,0015	0,1519	0,0317	1

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Kết quả tương quan theo cặp cho thấy các cặp biến Countctctny và Countctkyear, Countctctny và Countctk, Countctkyear và Countctk là các biến độc lập của mô hình có giá trị tương quan theo cặp lớn hơn 0,7 (Carsten & cộng sự, 2013). Do đó, nghiên cứu loại bớt biến liên quan đến công ty chứng khoán, gồm biến Countctkyear và Countctctny.

Bảng 4. Bảng kết quả tương quan theo cặp (sau khi loại biến)

	ATPE1	Incounctctny	Incounctctek	DA	realem	Beta.ctny	lagATPE	Firmsize.ctck
ATPE1	1							
Incounctctny	-0,013	1						
Incounctctek	-0,043	0,38	1					
DA	-0,202	0,134	0,036	1				
realem	-0,081	-0,122	-0,040	0,198	1			
Beta.ctny	0,052	0,150	-0,009	-0,032	0,213	1		
lagATPE	0,550	0,039	0,068	0,155	-0,081	0,059	1	
Firmsize.ctck	0,049	-0,003	-0,216	0,028	0,002	0,152	0,032	1

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

4.3 Kiểm định đa cộng tuyến

Biến	VIF	1/VIF
Incountctck	1,25	0,801
Incountctny	1,25	0,802
Realem	1,16	0,866
Beta.ctny	1,11	0,904
DA	1,1	0,907
Firmsize.ctck	1,08	0,925
lagATPE	1,06	0,940
Mean VIF	1,14	

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Kết quả đa cộng tuyến cho thấy các giá trị VIF đều nhỏ hơn 2 nên không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình.

4.4 Kết quả hồi quy

Bảng 6. Kết quả hồi quy OLS

Biến phụ thuộc ATPE	Hệ số beta	Sai số chuẩn	t	Sig
Incountctny	-0,008	0,002	-3.33	0.001
Incountctck	-0,004	0,002	-1.76	0.078
DA	0,067	0,009	7.37	0.000
Realem	0,060	0,008	7.73	0.000
Beta.ctny	0,019	0,005	3,55	0,000
lagATPE	0,113	0,003	37,89	0,000
Firmsize,ctck	-0,003	0,001	-2,2	0,028
Hằng số	0,067	0,019	3,57	0,000

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Kết quả hồi quy OLS có giá trị F được tính là 398 với p-value tương ứng là 0,000, R-squared bằng 32,86% cho thấy mức độ tin cậy của kết quả nghiên cứu. Tuy vậy, khi kiểm định phương sai sai số thay đổi bằng kiểm định Breusch-Pagan đối với mô hình OLS thì p-value nhỏ hơn 0,05, do đó, mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Do vậy, ngoài sử dụng mô hình hồi quy với sai số chuẩn mạnh robust để khắc phục, nghiên cứu sử dụng kết quả của mô hình này để thảo luận kết quả nghiên cứu.

Bảng 7. Kết quả hồi quy OLS với sai số chuẩn mạnh Robust

Biến phụ thuộc ATPE	Hệ số beta	Sai số chuẩn	t	Sig
Incounctctny	-0,008	0,003	-2,84	0,005
Incounctck	-0,004	0,002	-1,91	0,056
DA	0,067	0,010	6,38	0,000
Realem	0,060	0,007	-3,67	0,000
Beta.ctny	0,019	0,006	3,53	0,000
lagATPE	0,113	0,005	29,23	0,000
Firmsize.ctck	-0,003	0,001	-2,72	0,007
Hàng số	0,067	0,019	2,6	0,009

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Kết quả hồi quy OLS với sai số chuẩn mạnh Robust có giá trị F được tính là 194 với p-value tương ứng là 0,000, R-squared bằng 33% cho thấy mức độ tin cậy của kết quả nghiên cứu. Như vậy, kết quả của mô hình được sử dụng để thảo luận ở phần tiếp theo.

Giả thuyết H1 được ủng hộ khi kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng kinh nghiệm của công ty chứng khoán có tác động đến mức sai lệch của việc dự báo giá chứng khoán. Biến Incounctctny có hệ số bằng -0,008 (p-value nhỏ hơn 0,05) cho thấy số lượng báo cáo công bố về 1 công ty càng nhiều thì mức độ sai lệch càng nhỏ. Điều này cho thấy, khi có càng nhiều công ty chứng khoán phân tích về 1 công ty niêm yết thì mức sai lệch trong dự báo của các công ty chứng khoán càng giảm. Biến Incounctck (số lượng báo cáo mà 1 công ty chứng khoán công bố đối với 1 công ty niêm yết) với hệ số -0,004 (p-value nhỏ hơn 0,1) càng nhiều thì mức độ sai lệch lại càng giảm đi. Một biến liên quan khác đến lịch sử dự báo của công ty chứng khoán cho thấy, việc dự báo trong quá khứ có tác động lớn đến kết quả dự báo hiện tại, nói cách khác là nếu công ty đã dự báo chính xác trong quá khứ thì việc dự báo hiện tại cũng có tính chính xác cao hơn và ngược lại. Như vậy, giả thuyết H1 được ủng hộ là kinh nghiệm của công ty chứng khoán tăng lên có thể làm tăng tính chính xác trong dự báo giá chứng khoán.

Đối với giả thuyết H2 về chất lượng lợi nhuận của công ty niêm yết, hai biến đo lường chất lượng lợi nhuận là DA và realem đều có ý nghĩa thống kê và tác động cùng chiều với mức sai lệch trong dự báo, nghĩa là nếu mức quản trị lợi nhuận của công ty niêm yết càng lớn (chất lượng lợi nhuận giảm) thì mức sai lệch trong dự báo càng lớn. Như vậy, giả thuyết H2 cũng được ủng hộ trong nghiên cứu này.

Các biến kiểm soát bao gồm beta đo lường mức độ rủi ro hệ thống của công ty niêm yết cũng cho thấy, nếu công ty càng rủi ro thì việc dự báo càng không chính

xác. Biến kiểm soát liên quan đến quy mô công ty chứng khoán lại cho thấy, quy mô càng lớn thì mức sai lệch của các công ty chứng khoán càng nhỏ.

Nghiên cứu thay thế biến phụ thuộc ATPE2 theo cách đo của Cheng & cộng sự (2019), kết quả hồi quy cũng tương tự như kết quả trên sau khi đã kiểm định phương sai sai số thay đổi và sử dụng hồi quy với sai số chuẩn mạnh robust. Nghiên cứu cũng sử dụng việc đo lường quy mô của công chứng khoán bằng doanh thu, kết quả cũng không bị ảnh hưởng nhiều.

Bảng 8. Kết quả hồi quy OLS robust với biến phụ thuộc là ATPE2

Biến phụ thuộc ATPE2	Hệ số	Sai số chuẩn	t	P>t
Incounctctny	-0,011	0,003	-4,27	0,000
Incounctck	-0,009	0,003	-3,47	0,001
DA	0,0523	0,010	5,15	0,000
Realem	0,040	0,009	4,4	0,000
Beta.ctny	0,028	0,007	4,25	0,000
lagATPE2	0,479	0,015	31,76	0,000
Firmsize.ctck	-0,009	0,001	-6,92	0,000
Hằng số	-0,064	0,022	-2,98	0,003

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

4.5 Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả nghiên cứu có sự tương đồng khá cao với các nghiên cứu trước đây. Vai trò của công ty chứng khoán, đặc biệt là kinh nghiệm của công ty chứng khoán có tác động tích cực với việc dự báo giá chứng khoán. Trong nghiên cứu này, kinh nghiệm của công ty chứng khoán được thể hiện bằng việc công ty chứng khoán tập trung theo dõi một mã chứng khoán cũng như việc một công ty niêm yết nhận được nhiều quan tâm của các công ty chứng khoán thì mức độ sai lệch trong dự báo càng ít đi. Kết quả này tương tự như Clement & cộng sự (2003) và Bolliger (2004). Mặt khác, kết quả của nghiên cứu cho thấy, nếu trong quá khứ, mức độ sai lệch trong dự báo càng nhỏ thì việc dự báo hiện tại càng tốt hơn, điều này tương tự như nghiên cứu của Hall & Tacon (2010). Như vậy, kinh nghiệm của công ty chứng khoán đóng vai trò quan trọng trong việc dự báo giá chứng khoán.

Phát hiện thứ hai của nghiên cứu là chất lượng lợi nhuận của công ty cũng ảnh hưởng lớn tới việc sai lệch trong dự báo. Chất lượng lợi nhuận càng giảm, hay nói cách khác, các công ty niêm yết càng quản trị lợi nhuận nhiều thì thông tin cung cấp cho các công ty chứng khoán càng không đáng tin cậy. Do vậy dẫn đến việc dự báo giá chứng khoán càng sai lệch nhiều. Kết quả này tương đồng với Kanagaretnam & cộng sự (2007), Bilinski (2014) và Coen & cộng sự (2009).

5. Kết luận

Nghiên cứu đã củng cố các nghiên cứu trước đây liên quan đến mức độ sai lệch trong dự báo giá chứng khoán tại các thị trường phát triển, và cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy tại thị trường Việt Nam, việc sai lệch trong dự báo giá chứng khoán khá cao. Mặt khác, nghiên cứu cũng chỉ ra hai yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến việc dự báo là kinh nghiệm của công ty chứng khoán và chất lượng thông tin do công ty niêm yết công bố. Điều này đặt ra yêu cầu cấp thiết của việc tăng cường kinh nghiệm dự báo của các công ty chứng khoán, việc tập trung phân tích một mã chứng khoán trong một khoảng thời gian thì mức độ dự báo chính xác càng cao hơn. Mặt khác, chất lượng dự báo phụ thuộc vào chất lượng lợi nhuận của các công ty niêm yết, thông tin lợi nhuận mà các nhà phân tích sử dụng để dự báo càng tin thì mức độ chính xác càng cao hơn.

Nghiên cứu còn hạn chế về nguồn thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam nên chưa đo lường năng lực của các chuyên gia thực hiện phân tích từng báo cáo cụ thể, cũng như chưa xem xét thêm các yếu tố khác có thể ảnh hưởng đến mức độ chính xác trong dự báo, bao gồm cả yếu tố vĩ mô và vi mô. Từ đó, nghiên cứu sẽ có các hướng tiếp tục cải thiện và bổ sung kết quả nghiên cứu đã đạt được.

Tài liệu tham khảo

- Athavale, M., Myring, M. & Groeber, R. (2013), “Analyst earnings forecasts in BRIC countries”, *Journal of Applied Business and Economics*, Vol. 14 No. 5, pp. 71-82.
- Asquith, P., Mikhail, M.B. & Au, A.S. (2005), “Information content of equity analyst reports”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 75 No. 2, pp. 245-282.
- Bae, K.H., Stulz, R.M. & Tan, H. (2008), “Do local analysts know more? A cross-country study of the performance of local analysts and foreign analysts”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 88 No. 3, pp. 581-606.
- Barron, O.E., Byard, D. & Yu, Y. (2008), “Earnings surprises that motivate analysts to reduce average forecast error”, *The Accounting Review*, Vol. 83 No. 2, pp. 303-325.
- Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M. & Trueman, B. (2001), “Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns”, *Journal of Finance*, Vol. 56 No. 2, pp. 531-563.
- Beaver, W.H. (2002), “Perspectives on recent capital market research”, *The Accounting Review*, Vol. 77 No. 2, pp. 453-474.
- Bilinski, P. (2014), “Do analysts disclose cash flow forecasts with earnings estimates when earnings quality is low?”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 41 No. 3-4, pp. 401-434.
- Bilinski, P., Lyssimachou, D. & Walker, M. (2013), “Target price accuracy: international evidence”, *The Accounting Review*, Vol. 88 No. 3, pp. 825-851.
- Bolliger, G. (2004), “The characteristics of individual analysts’ forecasts in Europe”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28 No. 9, pp. 2283-2309.

- Bonini, S., Zanetti, L., Bianchini, R. & Salvi, A. (2010), "Target price accuracy in equity research", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 37, pp. 1177-1217.
- Bradshaw, M., Huang, A.G. & Tan, H. (2012), *Analyst Target Prices and Forecast Accuracy Around the World*, Boston College, USA.
- Bradshaw, M.T., Brown, L.D. & Huang, K. (2013), "Do sell-side analysts exhibit differential target price forecasting ability?", *Review of Accounting Studies*, Vol. 18, pp. 930-955.
- Bradshaw, M.T., Huang, A.G. & Tan, H. (2014), "Analyst target price optimism around the world", Midwest Finance Association 2013 Annual Meeting Paper.
- Brav, A. & Lehavy, R. (2003), "An empirical analysis of analysts' target prices: Short-term informativeness and long-term dynamics", *The Journal of Finance*, Vol. 58 No. 5, pp. 1933-1967.
- Brown, L. & Mohammad, E. (2010), "Is analyst earnings forecast ability only firm-specific?", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 27 No. 3, pp. 727-750.
- Bushman, R.M. & Smith, A.J. (2001), "Financial accounting information and corporate governance", *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 32 No. 1-3, pp. 237-333.
- Bushman, R.M. & Smith, A.J. (2003), "Transparency, financial accounting information, and corporate governance", *Financial Accounting Information, and Corporate Governance, Economic Policy Review*, Vol. 9 No. 1, pp. 65-87.
- Dormann, C.F., Elith, J., Bacher, S., Buchmann, C., Carl, G., Carré, G. & Lautenbach, S. (2013), "Collinearity: a review of methods to deal with it and a simulation study evaluating their performance", *Ecography*, Vol. 36 No. 1, pp. 27-46.
- Cheng, L.Y., Su, Y.C., Yan, Z. & Zhao, Y. (2019), "Corporate governance and target price accuracy", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 64, pp. 93-101.
- Clement, M. (1999), "Analyst forecast accuracy: do ability, resources, and portfolio complexity matter?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, pp. 285-303.
- Clement, M.B. & Tse, S.Y. (2003), "Do investors respond to analysts' forecast revisions as if forecast accuracy is all that matters?", *The Accounting Review*, Vol. 78 No. 1, pp. 227-249.
- Clement, M.B., Koonce, L. & Lopez, T.J. (2007), "The roles of task-specific forecasting experience and innate ability in understanding analyst forecasting performance", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 44 No. 3, pp. 378-398.
- Coën, A., Desfleurs, A. & Her, J.F. (2009), "International evidence on the relative importance of the determinants of earnings forecast accuracy", *Journal of Economics and Business*, Vol. 61 No. 6, pp. 453-471.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G. & Sweeney, A.P. (1995), "Detecting earnings management", *Accounting Review*, pp. 193-225.
- Dechow, P., Ge, W. & Schrand, C. (2004), "Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50 No. 2-3, pp. 344-401.
- Demirakos, E.G., Strong, N.C. & Walker, M. (2010), "Does valuation model choice affect target price accuracy?", *European Accounting Review*, Vol. 19 No. 1, pp. 35-72.

- Jacob, J., Lys, T. & Neale, M. (1999), "Expertise in forecasting performance of security analysts" *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28, pp. 51-82.
- Jones, S. & Hensher, D.A. (2007), "Modelling corporate failure: a multinomial nested logit analysis for unordered outcomes", *The British Accounting Review*, Vol. 39 No. 1, pp. 89-107.
- Gleason, C.A., Johnson, W.B. & Li, H. (2013), "Valuation model use and the price target performance of sell-side equity analysts", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 30 No. 1, pp. 80-115.
- Hall, J.L. & Tacon, P.B. (2010), "Forecast accuracy and stock recommendations", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 6 No. 1, pp. 18-33.
- Ho, T., Nguyen, Y., Parikh, B. & Vo, D.T. (2020), "Does foreign exchange risk matter to equity research analysts when forecasting stock prices? Evidence from US firms", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 72, 101568.
- Hribar, P. & Collins, D.W. (2002), "Errors in estimating accruals: implications for empirical research", *Journal of Accounting Research*, Vol. 40 No. 1, pp. 105-134.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G.J. & Whalen, D.J. (2007), "Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements?", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 26, pp. 497-522.
- Kerl, A.G. (2011), "Target price optimism", *Business Research*, Vol. 4, pp. 74-96.
- Maines, L.A., McDaniel, L.S. & Harris, M.S. (1997), "Implications of proposed segment reporting standards for financial analysts' investment judgements", *Journal of Accounting Research*, Vol. 35, pp. 1-24.
- Mikhail, M.B., Walther, B.R. & Willis, R.H. (1997), "Do security analysts improve their performance with experience?", *Journal of Accounting Research*, Vol. 35, pp. 131-157.
- Myring, M. & Wrege, W. (2011), "Analysts' earnings forecast accuracy and activity: a time-series analysis", *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, Vol. 7 No. 5, pp. 87-96
- Rahman, J.M., Zhang, J. & Dong, S. (2019), "Factors affecting the accuracy of analysts' forecasts: a review of the literature", *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Vol. 23 No. 3, pp.1-18.
- Roychowdhury, S. (2006), "Earnings management through real activities manipulation", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42 No. 3, pp. 335-370.