



## EARNING MANAGEMENT BEFORE ESOP ISSUANCE?

Tran Thi My Linh<sup>1</sup>, Luu Thu Quang<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup>Joint Stock Commercial Bank for Industry and Trade of Vietnam, Vietnam

<sup>2</sup>Ho Chi Minh University of Banking, Vietnam

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>DOI: 10.52932/jfm.v16i2.538</p> <p><i>Received:</i> May 13, 2024</p> <p><i>Accepted:</i> December 23, 2024</p> <p><i>Published:</i> April 25, 2025</p> <p><b>Keywords:</b> Accrual accounting; Earning management; ESOP; Transparent</p> <p><b>JEL code:</b> G01; G19; G29; G35</p>	<p>Due to the increasing popularity of ESOP policies in the Vietnamese stock market, this article aims to answer whether there is a phenomenon of manipulating accounting earnings before issuing ESOPs. To address this question, we divided companies into two groups based on their transparency levels and used statistical and regression methods to assess accruals during the years surrounding the ESOP events. The results show that most companies embellish their earning reports in the year of ESOP issuance and one year preceding it to sway shareholders more easily. However, after ESOP issuance, only companies with low transparency persist in manipulating accounting earnings to augment assets for managers.</p>

\*Corresponding author:

Email: [quanglt@hub.edu.vn](mailto:quanglt@hub.edu.vn)



## CÁC CÔNG TY CÓ QUẢN TRỊ LỢI NHUẬN KẾ TOÁN TRƯỚC SỰ KIẾN ESOP?

Trần Thị Mỹ Linh<sup>1</sup>, Lưu Thu Quang<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup>Ngân Hàng TMCP Công Thương Việt Nam – Chi nhánh KCN Bình Dương

<sup>2</sup>Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p>DOI: 10.52932/jfm.v16i2.538</p> <p>Ngày nhận: 13/05/2024</p> <p>Ngày nhận lại: 23/12/2024</p> <p>Ngày đăng: 25/04/2025</p> <p><b>Từ khóa:</b> ESOP; Kế toán dồn tích; Minh bạch; Quản trị lợi nhuận</p> <p><b>JEL code:</b> G01; G19; G29; G35</p>	<p>Xuất phát từ thực trạng ngày càng phổ biến của chính sách ESOP trên thị trường chứng khoán Việt Nam, mục tiêu của bài báo này đi trả lời câu hỏi liệu có hiện tượng quản trị lợi nhuận kế toán trước khi phát hành ESOP hay không. Để trả lời câu hỏi trên chúng tôi đã chia công ty thành 2 nhóm, công ty có mức độ minh bạch cao và công ty có mức độ minh bạch thấp. Sau đó chúng tôi sử dụng phương pháp thống kê và hồi quy trên các khoản kế toán dồn tích cho các năm xung quanh sự kiện ESOP. Kết quả cho thấy, hầu hết các công ty đã làm đẹp báo cáo lợi nhuận vào năm phát hành ESOP và trước năm phát hành ESOP 1 năm để dễ dàng thuyết phục cổ đông. Tuy nhiên, sau khi phát hành ESOP chỉ có công ty minh bạch thấp tiếp tục quản trị lợi nhuận kế toán nhằm mục đích gia tăng tài sản cho nhà quản lý.</p>

### 1. Giới thiệu

ESOP (Employee Stock Ownership Plan) là một chương trình trong đó công ty cung cấp cổ phiếu cho nhân viên của mình dưới dạng phần thưởng hoặc một phần của lợi nhuận. Việc phát hành ESOP có thể xảy ra cả trước và sau khi công ty hoạt động hiệu quả. Quyết định này thường phụ thuộc vào chiến lược và mục tiêu

cụ thể của công ty. Công ty có thể chọn phát hành ESOP trước khi có lợi nhuận để tạo động lực cho nhân viên, giữ chân nhân sự giỏi, và khích lệ họ tham gia vào sự phát triển của công ty. Điều này có thể giúp công ty thu hút và giữ chân nhân viên tài năng từ giai đoạn sớm, khi công ty còn đang trong giai đoạn phát triển và chưa có lợi nhuận. Công ty cũng có thể quyết định phát hành ESOP sau khi đạt được một mức độ lợi nhuận hoặc sau một giai đoạn thành công nào đó. Trong trường hợp này, ESOP có thể được coi là một phần của phúc lợi cho nhân

\*Tác giả liên hệ:

Email: quanglt@hub.edu.vn

viên và cũng như một cách để chia sẻ lợi nhuận với nhóm nhân viên đã đóng góp vào thành công của công ty.

Với sự gia tăng của ESOP trong các chiến lược quản lý doanh nghiệp, nghiên cứu về khả năng quản trị lợi nhuận trước khi triển khai ESOP trở nên quan trọng hơn bao giờ hết. Điều này xuất phát từ nhu cầu đặt ra câu hỏi về tính minh bạch và công bằng trong quá trình triển khai chính sách này. Những quản trị lợi nhuận có thể tạo ra những ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị thực sự của ESOP và sự công bằng giữa các bên liên quan.

Động cơ chính của việc quản trị lợi nhuận kế toán (làm đẹp báo cáo tài chính) đến từ việc dễ dàng thuyết phục cổ đông thông qua chính sách ESOP. Vì vậy, nghiên cứu này tập trung vào việc đánh giá liệu có sự quản trị lợi nhuận trước khi triển khai ESOP hay không. Bằng cách này, nghiên cứu mang đến một góc nhìn sâu hơn về mối quan hệ giữa lợi nhuận kế toán và chính sách phát hành ESOP. Nhà đầu tư có thể tham khảo kết quả từ nghiên cứu này để đưa ra các quyết định hợp lý mỗi khi công ty công bố kế hoạch phát hành ESOP.

Cho đến nay đã có rất nhiều các nghiên cứu về quản trị lợi nhuận kế toán. Chẳng hạn, Nugroho và Eko (2011) nghiên cứu về quản trị lợi nhuận kế toán và đặc tính của ban lãnh đạo công ty. Hay Hassen (2014) đi tìm mối liên hệ giữa thù lao trả cho ban điều hành công ty và quản trị lợi nhuận kế toán. Ghofir và Yusuf (2020) lại đi điều tra tác động của quy mô doanh nghiệp và đòn bẩy lên hoạt động quản trị lợi nhuận kế toán doanh nghiệp. Luu Thu (2023) điều tra ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận kế toán đến rủi ro kiệt quệ tài chính. Nguyen và Duong (2021) điều tra hành vi quản lý lợi nhuận kế toán xung quanh sự kiện niêm yết mới tại Việt Nam. Trong khi đó, một nhóm nhà nghiên cứu khác lại tập trung vào việc phát triển các công cụ mới để nhận diện hoạt động quản trị lợi nhuận ở các công ty niêm yết như Dechow và cộng sự (2012), Istrate (2019). Tuy nhiên cho đến nay, theo như tác giả tìm hiểu

vẫn chưa có một nghiên cứu nào phân tích hoạt động quản trị lợi nhuận kế toán (làm đẹp báo cáo tài chính) để dễ dàng thông qua chính sách phát hành cổ phiếu ESOP tại Việt Nam. Do đó, cần nghiên cứu thực nghiệm hiện tượng này ở thị trường Việt Nam vì những lý do như tính minh bạch thấp, môi trường pháp lý yếu kém và thiếu sự phối hợp pháp lý (Zingales, 2009). Ngoài ra bài báo này còn đóng thêm cho cơ lý thuyết một góc nhìn mới bằng cách tích hợp thêm các biến minh bạch hóa của công ty phát hành ESOP dựa trên đơn vị được thuê kiểm toán và giải thưởng “Doanh nghiệp niêm yết có hoạt động Quan hệ Nhà đầu tư” tốt nhất năm.

## 2. Cơ sở lý thuyết

Healy và Wahlen (1999) định nghĩa quản trị lợi nhuận là việc thay đổi báo cáo tài chính một cách có chủ đích, nhằm đạt được lợi nhuận mục tiêu, khiến thị trường có cái nhìn sai lệch về kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Có thể hiểu quản trị lợi nhuận là việc làm thay đổi số liệu lợi nhuận được thực hiện thông qua hành vi điều chỉnh doanh thu và chi phí bằng các kỹ thuật kế toán để báo cáo tài chính thể hiện một cái nhìn tích cực về hoạt động kinh doanh và tình hình tài chính của công ty. Quản trị lợi nhuận thường nhằm tới 5 mục đích: để đạt được những dự báo của các nhà phân tích; để nhà quản lý đạt được những đãi ngộ ngắn hạn; để phát hành cổ phiếu với giá cao hơn; để giảm thuế lợi nhuận doanh nghiệp; để tránh vi phạm hoặc đạt được hợp đồng tín dụng. Các kỹ thuật quản trị lợi nhuận phổ biến thường được sử dụng bao gồm: ghi nhận doanh thu sớm hoặc trễ, chuyển đổi chi phí, ghi nhận các khoản chi phí dưới dạng tài sản, điều chỉnh dự phòng, quản trị hàng tồn kho, ghi nhận các khoản doanh thu chưa thực hiện, bán và mua lại tài sản, thay đổi chính sách kế toán, đáp ứng kỳ vọng của nhà đầu tư và thị trường, đạt được các chỉ tiêu kinh doanh, tránh vi phạm các cam kết tín dụng, thu hút đối tác kinh doanh và khách hàng, kéo dài sự tồn tại trong giai đoạn khó khăn,...

Bằng việc quan sát tính không liên tục của lợi nhuận quanh các ngưỡng quan trọng, DeGeorge

và cộng sự (1999) cũng đã chỉ ra rằng, các nhà quản trị thường nhắm tới ba ngưỡng lợi nhuận quan trọng nhằm tránh các phản ứng tiêu cực từ thị trường đối với giá cổ phiếu. Ngưỡng thứ nhất là mức lợi nhuận bằng 0, bởi báo cáo lỗ có thể tạo ra cảm nhận tiêu cực từ phía nhà đầu tư hoặc cổ đông. Ngưỡng thứ hai là mức lợi nhuận đạt được của năm trước, nhằm tránh việc thể hiện sự suy giảm lợi nhuận so với kỳ trước. Ngưỡng thứ ba là mức lợi nhuận dự báo của các nhà phân tích. Điều này phản ánh kỳ vọng của thị trường và các bên liên quan. Ngoài ra, nghiên cứu chỉ ra rằng, tại thị trường Mỹ, các nhà quản trị có xu hướng quản trị lợi nhuận để đạt được ba ngưỡng lợi nhuận trên, nhằm duy trì sự ổn định giá trị cổ phiếu và tránh tác động tiêu cực từ thị trường.

Quản trị lợi nhuận kế toán là một chủ đề hấp dẫn đối với các nhà nghiên cứu, do đó ngày càng có nhiều nghiên cứu về việc quản trị thu nhập kế toán của các công ty trong khoảng thời gian diễn ra các sự kiện như IPO, SEO và niêm yết mới (Nguyen & Duong, 2021; DuCharme và cộng sự, 2001; Kim & Park, 2005). 2 lý thuyết chính được sử dụng để giải thích cho hành vi quản trị lợi nhuận kế toán của doanh nghiệp là lý thuyết thông tin bất cân xứng và lý thuyết người đại diện. Khi công ty phát hành cổ phiếu ESOP sẽ phát sinh mâu thuẫn giữa cổ đông (chủ sở hữu công ty) và nhà quản lý (CEO). Cụ thể, cổ đông muốn tối ưu lợi ích thông qua giá cổ phiếu, nhưng phát hành cổ phiếu ESOP lại khiến xuất hiện hiệu ứng pha loãng làm giảm giá cổ phiếu. Trong khi đó nhà quản lý lại được lợi ích khi được nhận miễn phí các cổ phiếu ESOP hoặc được mua với giá rẻ hơn giá thị trường. Do tính bất cân xứng thông tin cao nên các nhà quản lý có nhiều thông tin hơn về hoạt động nội bộ của công ty so với các nhà đầu tư, cho phép họ có các hành động vì lợi ích tốt nhất của chính họ thay vì lợi ích tốt nhất của cổ đông. Theo lý thuyết đại diện, các nhà quản lý có động cơ và cơ hội mạnh mẽ để quản trị thu nhập thông qua các hoạt động kế toán để làm cho nhà đầu tư thấy được hiệu quả hoạt động của các nhà quản lý qua đó thúc đẩy chính sách phát hành cổ phiếu thưởng ESOP (Jiraporn,

2007). Dựa trên những lập luận trên chúng tôi đề xuất giả thuyết sau:

*Giả thuyết H1.* Các công ty sẽ thực hiện quản trị lợi nhuận kế toán dương trong các năm trước khi sự kiện ESOP diễn ra để dễ dàng thuyết phục cổ đông thông qua chính sách ESOP.

Chính sách ESOP ngoài tác dụng thưởng cho nhà quản lý vì những thành tích điều hành doanh nghiệp vượt trội trong quá khứ còn có tác dụng là thúc đẩy lợi ích của người lao động gắn chặt với lợi ích của công ty, qua đó thúc đẩy lợi nhuận của công ty trong dài hạn. Chính vì vậy, theo lý thuyết đại diện, các nhà quản lý có động cơ và cơ hội mạnh mẽ để quản trị lợi nhuận công ty thông qua các hoạt động kế toán để mang lại cho nhà đầu tư những kỳ vọng lạc quan về thu nhập trong tương lai. Ngoài ra việc quản trị lợi nhuận kế toán cũng tạo tiền đề để thúc đẩy giá cổ phiếu tăng trên thị trường, qua đó trực tiếp gia tăng tài sản cho CEO sở hữu cổ phiếu ESOP (Bansal & Choudhary, 2021). Dựa trên những lập luận trên chúng tôi đề xuất giả thuyết sau:

*Giả thuyết H2.* Các công ty sẽ thực hiện quản trị lợi nhuận kế toán dương trong các năm sau khi sự kiện ESOP diễn ra nhằm gia tăng giá trị tài sản ròng của các nhà quản lý.

Các nghiên cứu trước đây khẳng định rằng, công ty có mức độ minh bạch hóa cao sẽ hạn chế được việc quản trị lợi nhuận kế toán. Cụ thể, Cassell và cộng sự (2015) cho rằng, các công ty có mức độ minh bạch hóa cao thường có các phương pháp và tiêu chuẩn truyền tải thông tin tốt, giúp tăng cường sự minh bạch và trung thực trong báo cáo tài chính. Rennekamp và cộng sự (2020) cho rằng, minh bạch hóa cao có thể giúp hạn chế việc quản trị lợi nhuận kế toán theo một số cách: (1) Các công ty tuân theo các tiêu chuẩn kế toán quốc tế (IFRS) thường có quy tắc rõ ràng và đồng nhất trong việc báo cáo tài chính. Điều này giúp giảm khả năng quản trị thông qua sự linh hoạt trong việc lựa chọn các nguyên tắc kế toán; (2) Các công ty thường chọn các công ty kiểm toán nổi tiếng và độc lập (Big 4 kiểm toán) để xác nhận tính

chính xác của báo cáo tài chính sẽ tăng cường niềm tin của cổ đông và nhà đầu tư, giảm khả năng quản trị lợi nhuận; (3) Các công ty minh bạch hóa cao thường cung cấp thông tin chi tiết và rõ ràng trong báo cáo tài chính, bao gồm giải thích chi tiết về các khoản thu nhập và chi phí. Điều này làm giảm khả năng quản trị thông qua việc che giấu thông tin hay thực hiện các giao dịch không minh bạch. Dựa trên các kết quả từ nghiên cứu trước, chúng tôi đề xuất giả thuyết sau:

*Giả thuyết H3.* Các công ty có mức độ minh bạch hóa cao sẽ ít có khả năng quản trị lợi nhuận kế toán khi phát hành ESOP.

### 3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu này được chúng tôi thu thập từ nhiều nguồn khác nhau, đảm bảo độ tin cậy và tính chính xác để phục vụ cho các phân tích. Cụ thể, các thông tin liên quan đến chính sách cổ phiếu thưởng cho nhân viên (ESOP) và thông tin về tổ chức kiểm toán được thu thập thủ công từ báo cáo thường niên của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán. Những báo cáo này cung cấp các chi tiết quan trọng về hoạt động của doanh nghiệp, bao gồm các chính sách tài chính và nhân sự.

Ngoài ra, dữ liệu cần thiết để tính toán mức độ quản trị thu nhập kế toán được lấy từ báo cáo tài chính của các công ty, thông qua phần mềm phân tích tài chính chuyên nghiệp Finnpro. Phần mềm này không chỉ hỗ trợ trích xuất dữ liệu mà còn giúp chúng tôi kiểm tra và xử lý thông tin để đảm bảo tính đầy đủ và phù hợp với yêu cầu nghiên cứu.

Để đảm bảo chất lượng mẫu nghiên cứu, chúng tôi đã loại bỏ khỏi tập dữ liệu những trường hợp sự kiện ESOP mà công ty thiếu các thông tin cần thiết trong báo cáo tài chính. Việc lọc này giúp tránh các sai lệch trong quá trình phân tích và đảm bảo rằng, các kết quả thu được phản ánh đúng thực trạng.

Mẫu nghiên cứu cuối cùng của chúng tôi bao gồm 117 quan sát, tương ứng với các sự

kiện ESOP được thực hiện bởi 65 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn từ năm 2010 đến 2022.

#### 3.1. Đo lường hoạt động quản trị lợi nhuận kế toán

Căn cứ theo các nghiên cứu trước đây, việc quản trị lợi nhuận kế toán có thể được thực hiện thông qua 3 phương pháp. Phương pháp đầu tiên là quản trị lợi nhuận thực tế, bao gồm các quyết định điều hành thực tế như bán tài sản và thay đổi chi tiêu R&D, ảnh hưởng đến chi phí bán hàng và chi phí hành chính (Roychowdhury, 2006; Zang, 2012). Phương pháp thứ hai là quản lý dồn tích thông qua những thay đổi trong ước tính và chính sách kế toán. Phương pháp thứ ba là chuyển đổi phân loại (McVay, 2006). Theo các nhà nghiên cứu, phương pháp quản lý dồn tích và phương pháp chuyển đổi phân loại có chi phí tương đối thấp, trong khi việc quản trị bằng hoạt động thực tế lại có chi phí cao nhất. Ngoài ra, hiện tại không có phương pháp hoàn hảo nào trong việc phát hiện việc quản trị lợi nhuận kế toán của các doanh nghiệp. Các nghiên cứu trong lĩnh vực này đã chỉ ra rằng, phương pháp dồn tích tổng hợp là phương pháp phổ biến nhất để kiểm tra việc quản lý thu nhập. Vì vậy, nghiên cứu này nhấn mạnh vào phương pháp dồn tích tổng hợp.

Để đo lường hoạt động quản trị lợi nhuận kế toán, chúng ta chia các khoản dồn tích được chia thành hai loại: không tùy ý và tùy ý (McVay, 2006). Các khoản dồn tích không tùy ý không được điều khiển bởi các điều kiện kinh doanh hiện hành, trong khi các khoản dồn tích tùy ý do người quản lý xác định, trong đó các nhà quản lý có quyền kiểm soát việc thực hiện các phương pháp và ước tính kế toán. Vì vậy, các khoản dồn tích tùy ý được sử dụng để đo lường mức độ quản trị lợi nhuận của công ty. Để tách các khoản dồn tích tùy ý và không tùy ý ra khỏi tổng các khoản dồn tích, các nhà nghiên cứu đã chạy mô hình hồi quy, sau đó các phần dồn tích tùy ý là phần dư của hồi quy (Nguyen

& Duong, 2021; Zang, 2012). Để nhất quán với các nghiên cứu trước đây, nghiên cứu này sử dụng mô hình Jones (Jones, 1991) để tính toán việc quản trị lợi nhuận kế toán, đây được biết đến là mô hình mạnh mẽ nhất trong việc phát hiện hành vi quản trị lợi nhuận kế toán.

Trước tiên chạy hồi quy 2 hàm:

$$\frac{TA_{it}}{A_{i,t-1+t}} = \alpha_0 + \alpha_1 * \frac{1}{A_{i,t-1+t}} + \alpha_2 * \frac{\Delta REV_{it}}{A_{i,t-1+t}} + \alpha_3 * \frac{PPE_{it}}{A_{i,t-1+t}} \quad (1)$$

$$NA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 * \frac{1}{A_{i,t-1+t}} + \alpha_2 * \frac{\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}}{A_{i,t-1+t}} + \alpha_3 * \frac{PPE_{it}}{A_{i,t-1+t}} \quad (2)$$

Trong đó:  $TA_{it}$  là tổng kế toán dồn tích của công ty  $i$  trong năm  $t$ ;  $A_{i,t-1+t/2}$  là tổng tài sản bình quân của công ty  $i$  trong năm  $t$ ;  $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$  lần lượt là các hệ số của hàm hồi quy;  $\Delta REV_{it}$  là thay đổi trong doanh thu của công ty  $i$  trong năm  $t$ ;  $PPE_{it}$  là tổng tài sản nhà xưởng và thiết bị cuối năm  $t$ ;  $NA_{it}$  là các khoản dồn tích không tùy ý của công ty  $i$  trong năm  $t$ ;  $\Delta AR_{it}$  là thay đổi trong khoản phải thu trong năm  $t$ .

Tiếp theo tính các khoản dồn tích tùy ý (DA) của công ty  $i$  trong năm  $t$  từ công thức (1) và (2):

$$DA_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{i,t-1+t}} - NA_{it} \quad (3)$$

Ngoài phương pháp sử dụng các khoản dồn tích tùy ý (DA) để đo lường mức độ quản trị lợi nhuận trên bảng cân đối kế toán, mô hình Jones (Jones, 1991) cũng đề xuất thêm phương pháp sử dụng các khoản dồn tích hiện hành tùy ý (Modified Jones model) để đo lường quản trị lợi nhuận kế toán như sau:

Trước tiên, tính tổng các khoản kế toán dồn tích hiện hành của công ty  $i$  trong năm  $t$  ( $CA_{it}$ )

$$CA_{it} = \Delta CAssets_{it} - \Delta Cash_{it} - \Delta CL_{it} + \Delta STD_{it} \quad (4)$$

Trong đó,  $\Delta CAssets_{it}$  là thay đổi trong tài sản ngắn hạn của công ty  $i$  trong năm  $t$ ;  $\Delta Cash_{it}$  là thay đổi trong lượng tiền mặt nắm giữ của công ty  $i$  trong năm  $t$ ;  $\Delta CL_{it}$  là thay đổi trong nợ ngắn hạn của công ty  $i$  trong năm  $t$ ;  $\Delta STD_{it}$  là thay đổi trong tổng nợ (bao gồm nợ ngắn hạn) của công ty  $i$  trong năm  $t$ .

Tiếp theo, chạy 2 hàm hồi quy (5) và (6)

$$\frac{CA_{it}}{A_{i,t-1+t}} = \alpha_0 + \alpha_1 * \frac{1}{A_{i,t-1+t}} + \alpha_2 * \frac{\Delta REV_{it}}{A_{i,t-1+t}} \quad (5)$$

$$NDCA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 * \frac{1}{A_{i,t-1+t}} + \alpha_2 * \frac{\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}}{A_{i,t-1+t}} \quad (6)$$

Trong đó,  $CA_{it}$  là tổng các khoản dồn tích hiện hành của công ty  $i$  trong năm  $t$ ;  $NDCA_{it}$  là các khoản dồn tích hiện hành không tùy ý của công ty  $i$  trong năm  $t$ . Vì vậy, khoản dồn tích hiện hành tùy ý (DCA) được tính dựa trên (5) và (6) như sau:

$$DCA_{it} = \frac{CA_{it}}{A_{i,t-1+t}} - NDCA_{it} \quad (7)$$

### 3.2. Đo lường mức độ minh bạch của công ty

Các nghiên cứu trước đây khẳng định rằng, công ty có mức độ minh bạch hóa cao sẽ hạn chế được việc quản trị lợi nhuận kế toán (Cassell và cộng sự, 2015; Rennekamp và cộng sự, 2020). Vì vậy trong bài nghiên cứu này chúng tôi tích hợp thêm một biến minh bạch hóa nhằm đánh giá xem có sự khác biệt nào trong hành vi quản trị lợi nhuận kế toán ở các công ty minh bạch so với công ty ít minh bạch khi phát hành ESOP. Vì các nghiên cứu trước sử dụng biến ẩn Big4 để đo lường mức độ minh bạch của công ty (La Rosa và cộng sự, 2019; Boone và cộng sự, 2023), nên trong nghiên cứu này chúng tôi lấy giá trị Big4 bằng 1 nếu công ty được kiểm toán bởi các công ty thuộc nhóm Big4 (PWC, EY, KPMG, Deloitte), ngược lại sẽ lấy giá trị 0. Nghiên cứu này sử dụng phương pháp Difference-in-

Differences (DID) để so sánh sự thay đổi qua thời gian của một nhóm bị ảnh hưởng bởi chính sách ESOP kết hợp với mô hình hồi quy được đề xuất như sau:

$$DA(DCA)_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESOP_{i,t} + \beta_2 Big4_{i,t} + \beta_3 ESOP_{i,t} \times Big4_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 M/B_{i,t} + \varepsilon$$

Trong đó, 2 biến DA và DCA là biến phụ thuộc đại diện cho mức độ quản trị lợi nhuận kế toán. Biến chính gồm ESOP, Big4 và ESOPxBig4. Biến kiểm soát gồm tỷ lệ đòn bẩy (Lev), quy mô doanh nghiệp (Size) và tỷ số giá trên giá trị sổ sách (M/B)

**4. Kết quả và phân tích**

Bảng 1 cung cấp số liệu thống kê về các khoản dồn tích tùy ý xung quanh sự kiện phát hành ESOP. Các kết quả trong bảng 1 đều được kiểm

định bởi cả “two-tailed t-tests” và “Wilcoxon signedrank test” để xác định xem giá trị trung bình và trung vị của DA và DCA trong các năm xung quanh sự kiện ESOP có ý nghĩa thống kê hay không. Kết quả cho thấy, giá trị trung bình của DA(-1), DA(0), DCA(-1), và DCA(0) đều dương và có ý nghĩa thống kê ít nhất ở mức 10%, điều này ngụ ý rằng, các công ty đã quản trị lợi nhuận kế toán vào năm công ty dự kiến phát hành ESOP và 1 năm trước khi công ty phát hành ESOP. Kết quả này ủng hộ giả thiết H1 rằng, các công ty sẽ thực hiện quản trị lợi nhuận kế toán dương trong các năm trước khi sự kiện ESOP diễn ra để dễ dàng thuyết phục cổ đông thông qua chính sách ESOP. Không có bằng chứng cho thấy, công ty quản trị lợi nhuận kế toán sau khi đã thực hiện phát hành ESOP vì giá trị trung bình của DA(+1), DA(+2), DCA(+1), và DCA(+2) đều không có ý nghĩa thống kê.

**Bảng 1.** Thống kê DA và DCA các năm xung quanh năm phát hành ESOP

	Trung bình	Trung vị	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
<b>Các khoản dồn tích tùy ý - Jones model</b>					
DA(-2)	0,0141	0,0235	-0,8160	1,1030	0,2436
DA(-1)	0,0187***	-0,0049	-1,3520	0,9479	0,2311
DA(0)	0,0043*	0,0281**	-1,5470	1,1719	0,2288
DA(+1)	0,0180	0,0025	-0,8204	0,3214	0,1331
DA(+2)	0,0058	0,0206	-1,2294	0,8077	0,2054
<b>Các khoản dồn tích hiện hành tùy ý – Modified Jones model</b>					
DCA(-2)	0,0730	0,0212	-0,5102	1,1014	0,1385
DCA(-1)	0,0173***	0,0313***	-0,9717	0,5305	0,1810
DCA(0)	0,0148**	0,0119*	-0,5199	0,8812	0,1755
DCA(+1)	0,0186	0,0420	-1,2904	0,8086	0,2014
DCA(+2)	-0,0071	0,0044	-0,5603	0,3691	0,1437

**Ghi chú:** (-2) và (-1) tương ứng với 2 và 1 năm trước năm phát hành ESOP. (0) là năm thực hiện phát hành ESOP. (+1) và (+2) là 1 và 2 năm sau khi phát hành ESOP. \*\*\*, \*\*, và \* đại diện cho mức ý nghĩa thống kê tại 1%, 5%, và 10%.

Để có một cái nhìn chi tiết hơn về các công ty chúng tôi chia các công ty thành 2 nhóm dựa theo mức độ minh bạch. Cụ thể, một nhóm bao gồm các công ty có mức độ minh bạch cao là những công ty được kiểm toán bởi Big4 và nhóm các công ty còn lại. Bảng 2 thống kê trung bình DA và DCA các năm xung quanh năm phát hành ESOP ở 2 nhóm công ty. Các biến DA(-1) và DA(0) của cả 2 nhóm công ty đều dương và có ý nghĩa thống kê, điều này cho thấy, việc quản trị lợi nhuận kế toán trước khi phát hành ESOP diễn ra ở hầu hết công ty bất chấp công ty có mức độ minh bạch cao hay thấp. Tuy nhiên, sau khi đã phát hành ESOP, chỉ có DA(+1) và DA(+2) ở công ty không được kiểm toán bởi Big4 có ý nghĩa thống kê.

Như vậy, chúng ta thấy, chỉ có công ty minh bạch thấp mới quản trị lợi nhuận kế toán sau khi đã phát hành ESOP nhằm gia tăng giá trị tài sản ròng của các nhà quản lý. Khi so sánh mức độ quản trị lợi nhuận giữa 2 nhóm công ty, hầu hết giá trị của cột 3 đều dương và có ý nghĩa thống kê, điều này chỉ ra rằng, mức độ quản trị của các công ty không được kiểm toán bởi Big4 lớn hơn so với các công ty được kiểm toán bởi Big4. Sự chênh lệch này lớn nhất vào năm +1 khi giá trị DA(+1) = 0,0148. Khi chúng ta quan sát giá trị trung bình DCA qua các năm, kết quả cho ra tương tự với DA, khác biệt duy nhất là chênh lệch mức độ quản trị lợi nhuận ở 2 nhóm công ty xảy ra trong năm phát hành ESOP (DCA(0) = 0,0220).

**Bảng 2.** Thống kê trung bình DA và DCA các năm xung quanh năm phát hành ESOP của 2 nhóm công ty

	Nhóm công ty được kiểm toán bởi Big4 (1)	Nhóm các công ty không được kiểm toán bởi Big4 (2)	Chênh lệch giữa 2 nhóm (3)
<b>Bảng 2a. Các khoản dồn tích tùy ý - Jones model</b>			
DA(-2)	0,0148	0,0164	0,0046
DA(-1)	0,0165**	0,0209***	0,0044**
DA(0)	0,0038*	0,0048**	0,0010**
DA(+1)	0,0106	0,0254***	0,0148***
DA(+2)	0,0023	0,0093*	0,0070**
<b>Bảng 2b. Các khoản dồn tích hiện hành tùy ý - Modified Jones model</b>			
DCA(-2)	0,0118	0,1342	0,1224
DCA(-1)	0,0124***	0,0222***	0,0098**
DCA(0)	0,0038*	0,0258***	0,0220***
DCA(+1)	0,0106	0,0266***	0,0160**
DCA(+2)	-0,0123	-0,0019**	0,0104**

**Ghi chú:** (-2) và (-1) tương ứng với 2 và 1 năm trước năm phát hành ESOP. (0) là năm thực hiện phát hành ESOP. (+1) và (+2) là 1 và 2 năm sau khi phát hành ESOP. Chênh lệch giữa 2 nhóm được tính bằng lấy nhóm công ty không được kiểm toán bởi Big4 trừ cho nhóm được kiểm toán bởi Big4. \*\*\*, \*\*, và \* đại diện cho mức ý nghĩa thống kê tại 1%, 5%, và 10%.

Bảng 3 cung cấp kết quả hồi quy trên biến DA và DCA. Trong đó, các biến phân tích chính trong mô hình bao gồm Big4 và ESOP.

Biến ESOP là biến ẩn, lấy giá trị bằng 1 khi năm quan sát trước là năm phát hành hoặc trước năm phát hành ESOP, ngược lại lấy giá

trị bằng 0 nếu năm quan sát là sau năm phát hành ESOP. Các biến kiểm soát trong mô bao gồm: Tỷ lệ đòn bẩy (Lev), quy mô doanh nghiệp (Size), và chỉ số đo lường giá trị thị trường hiện tại của một công ty so với giá trị sổ sách (M/B). Trong mô hình 1 bảng 3, hệ số biến ESOP = 0,039 có ý nghĩa thống kê ở mức 5% đã cung cấp bằng chứng cho thấy, DA ở các năm trước và trong năm phát hành ESOP lớn hơn DA ở năm sau khi phát hành ESOP. Kết quả này cũng tương tự ở mô hình 4 khi chúng ta thay DA bằng DCA. Hay nói cách khác, mô hình hồi quy đã khẳng định giả thiết H<sub>1</sub> rằng, các công ty đã thực hiện quản trị lợi nhuận kế toán trong

các năm trước khi công bố phát hành ESOP. Biến Big4 được thêm vào mô hình 2, kết quả cho thấy, hệ số tương quan của Big4 = -0,102 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này chỉ ra rằng, các công ty có mức độ minh bạch cao sẽ có DA nhỏ hơn 0,102 so với các công ty có mức độ minh bạch thấp. Biến tương tác giữa ESOP và Big4 được chúng tôi đưa thêm vào mô hình 3 và 6. Hệ số tương quan của biến ESOPxBig4 trong 2 trường hợp DA và DCA đều âm và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này ủng hộ giả thuyết H3, khẳng định rằng, công ty có mức độ minh bạch cao sẽ ít khả năng quản trị lợi nhuận kế toán hơn.

**Bảng 3.** Kết quả hồi quy trên biến quản trị lợi nhuận kế toán

Biến	DA			DCA		
	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4	Mô hình 5	Mô hình 6
ESOP	0,039** (2,18)	0,054*** (3,45)	0,078** (2,30)	0,068*** (3,54)	0,057** (1,95)	0,071*** (3,34)
Big4		-0,102*** (-3,50)	-0,107** (-2,30)		-0,124** (-2,55)	-0,109** (-2,73)
ESOPxBig4			-0,152*** (-3,74)			-0,137*** (-3,71)
Lev	0,304 (1,29)	0,318 (0,74)	0,240 (1,22)	0,302 (1,08)	0,315 (1,36)	0,241 (0,83)
Size	-0,873** (-2,64)	-0,825* (-1,77)	-0,615* (-1,83)	-0,866* (-1,68)	-0,814** (-2,10)	-0,612** (-1,99)
M/B	0,635 (1,05)	0,422 (0,83)	0,448 (0,73)	0,619 (1,11)	0,411 (0,64)	0,440 (0,84)
R <sup>2</sup>	0,401	0,384	0,501	0,363	0,451	0,466

**Ghi chú:** Biến phụ thuộc trong mô hình: DA và DCA; Biến phân tích chính: ESOP, Big4; Biến kiểm soát: Lev, Size, và M/B. Giá trị t-ratio được để trong ngoặc kép. \*\*\*, \*\*, và \* đại diện cho mức ý nghĩa thống kê tại 1%, 5%, và 10%.

**Kiểm định tính vững của kết quả (Robustness check)**

Để tránh kết quả bị sai lệch bởi các yếu tố ngoài tầm kiểm soát (không đo lường được vì không đưa vào mô hình), chúng tôi tiến hành phân tích thêm bước nữa nhằm khẳng định tính vững của kết quả. Cụ thể chúng tôi mở rộng phương pháp đo lường quản trị lợi nhuận kế toán dựa theo nghiên cứu của Dechow (1994)

và Francis (2005). Cụ thể, biến được đưa thêm vào công thức (1) và công thức (5) trước khi tính DA và DCA. Trong đó, là thay đổi dòng tiền của công ty i trong năm t. Lúc này chúng tôi đặt DA\_CFO và DCA\_CFO là chỉ số mở rộng để đo lường mức độ quản trị lợi nhuận kế toán. Bên cạnh đó chúng tôi cũng thay đổi cách đo lường mức độ minh bạch của công ty bằng cách sử dụng giải thưởng quan hệ nhà đầu

tư (IR Awards). Đây là giải thưởng vinh danh các doanh nghiệp xuất sắc, đã đóng góp tích cực trong việc thúc đẩy tính công bằng - minh bạch của công ty qua hoạt động quan hệ nhà đầu tư. Bảng 4. Thống kê trung bình DA(CFO) và DCA(CFO) các năm xung quanh năm phát

hành ESOP của 2 nhóm công ty đoạt giải và không đoạt giải IR Award. Kết quả bảng 4 cho ra hoàn toàn giống kết quả trong bảng 2 trước đó. Điều này đã khẳng định mức độ tin cậy của kết quả nghiên cứu.

**Bảng 4.** Thống kê trung bình DA(CFO) và DCA(CFO) các năm xung quanh năm phát hành ESOP của 2 nhóm công ty

	Nhóm công ty được nhận giải thưởng IR Award	Nhóm các công ty không được nhận giải thưởng IR Award	Chênh lệch giữa 2 nhóm
<b>Bảng 2a. Các khoản dồn tích tùy ý mở rộng- Jones model</b>			
DA_CFO(-2)	0,0112	0,0170	0,0058
DA_CFO(-1)	0,0145**	0,0229***	0,0084**
DA_CFO(0)	0,0035*	0,0051**	0,0016**
DA_CFO(+1)	0,0100	0,0260***	0,0160***
DA_CFO(+2)	0,0027	0,0089*	0,0062**
<b>Bảng 2b. Các khoản dồn tích hiện hành tùy ý mở rộng – Modified Jones model</b>			
DCA_CFO(-2)	0,0123	0,1337	0,1214
DCA_CFO(-1)	0,0147***	0,0199***	0,0052**
DCA_CFO(0)	0,0038*	0,0258***	0,0220***
DCA_CFO(+1)	0,0184	0,0188***	0,0004**
DCA_CFO(+2)	-0,0149	0,0007**	0,0156**

**Ghi chú:** (-2) và (-1) tương ứng với 2 và 1 năm trước năm phát hành ESOP. (0) là năm thực hiện phát hành ESOP. (+1) và (+2) là 1 và 2 năm sau khi phát hành ESOP. Chênh lệch giữa 2 nhóm được tính bằng lấy nhóm công ty không được IR Award trừ cho nhóm được giải IR Award. \*\*\*, \*\*, và \* đại diện cho mức ý nghĩa thống kê tại 1%, 5%, và 10%.

Các công ty thường thực hiện quản trị lợi nhuận kế toán trước khi phát hành ESOP (Employee Stock Ownership Plan) vì nhiều lý do. Khi công ty báo cáo lợi nhuận cao hơn thực tế, giá trị cổ phiếu của công ty thường sẽ tăng lên. Điều này tạo ra một hình ảnh tài chính tích cực, làm tăng sự hấp dẫn của công ty trong mắt các nhà đầu tư và cổ đông. Một báo cáo lợi nhuận cao không chỉ tạo ra sự tin tưởng từ phía cổ đông mà còn giúp công ty dễ dàng thuyết phục họ thông qua các chính sách mới, chẳng hạn như phát hành ESOP. Cổ đông có xu hướng ủng hộ những chính sách như vậy khi

họ thấy tiềm năng tăng trưởng và lợi nhuận của công ty. Hình ảnh tài chính tích cực này giúp công ty xây dựng được niềm tin và sự hỗ trợ từ cổ đông, tạo điều kiện thuận lợi cho việc triển khai các chiến lược kinh doanh quan trọng.

Kết quả nghiên cứu của chúng tôi tương thích với các nghiên cứu trước đó như của DuCharme và cộng sự (2001) cũng như Chiraz và Anis (2013). Cả hai nghiên cứu đều chỉ ra rằng, quản trị lợi nhuận kế toán là một hiện tượng khá phổ biến ở các doanh nghiệp trước khi phát hành cổ phiếu mới. Điều này cho thấy,

sự quản trị không chỉ là một hành vi cá biệt mà còn là một xu hướng chung trong bối cảnh doanh nghiệp tìm cách tối ưu hóa giá trị cổ phiếu trước các đợt phát hành mới. Việc quản trị lợi nhuận kế toán, mặc dù có thể mang lại lợi ích ngắn hạn, nhưng cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro dài hạn. Nếu bị phát hiện, công ty có thể mất lòng tin của cổ đông, nhà đầu tư, cũng như đối mặt với các biện pháp xử phạt từ cơ quan quản lý. Do đó, việc thực hiện các biện pháp này cần được cân nhắc kỹ lưỡng và tuân thủ các quy định tài chính và đạo đức kinh doanh.

## 5. Kết luận và Khuyến nghị

Xuất phát từ thực trạng ngày càng phổ biến của chính sách ESOP trên thị trường chứng khoán Việt Nam, bài báo này đi điều tra xem liệu có hiện tượng công ty làm đẹp báo cáo tài chính để tạo điều kiện phát hành ESOP hay không. Bằng cách thống kê và chạy hồi quy trên các khoản dồn tích tùy ý, chúng tôi nhận thấy, có hiện tượng quản trị lợi nhuận kế toán nhằm thuyết phục cổ đông thông qua chính sách phát hành ESOP ở cả công ty minh bạch cao lẫn công ty minh bạch thấp. Tuy nhiên mức độ quản trị lợi nhuận kế toán ở công ty minh bạch thấp trầm trọng hơn ở các công ty minh bạch cao. Ngoài ra, kết quả cũng cho thấy, các công ty minh bạch thấp còn tiếp tục quản trị

lợi nhuận kế toán ở các năm sau khi phát hành ESOP để gia tăng lợi ích nhà quản lý, nhưng không có hiện tượng quản trị lợi nhuận kế toán sau giai đoạn ESOP ở công ty minh bạch cao.

Kết quả nghiên cứu trong bài báo này đã cung cấp cho cổ đông/cơ quan quản lý một góc nhìn mới trong hoạt động phát hành ESOP của các doanh nghiệp niêm yết. Từ đó, gợi ý cổ đông cần phân tích kỹ hơn lợi nhuận doanh nghiệp trước khi thông qua chính sách phát hành ESOP. Cơ quan quản lý cũng cần ban hành chính sách coi minh bạch là điều kiện tiên quyết trước khi cấp phép cho doanh nghiệp phát hành cổ phiếu ESOP.

Mặc dù, nghiên cứu của chúng tôi đã tích hợp yếu tố minh bạch để phân tích khả năng quản trị lợi nhuận kế toán trước khi phát hành ESOP, vẫn còn nhiều yếu tố khác có thể ảnh hưởng đến hành vi này. Những yếu tố như giới tính của CEO, số lượng ESOP được phát hành, và số lượng người lao động được nhận ESOP cũng có thể đóng vai trò quan trọng. Tuy nhiên, bài viết của chúng tôi chưa đi sâu phân tích các yếu tố này, đây chính là một trong những giới hạn của nghiên cứu. Việc không xem xét đến những yếu tố này có thể dẫn đến việc thiếu sót trong việc hiểu rõ toàn bộ bức tranh về hành vi quản trị lợi nhuận kế toán trước khi phát hành ESOP.

## Tài liệu tham khảo

- Bansal, M., Ali, A., & Choudhary, B. (2021). Real earnings management and stock returns: moderating role of cross-sectional effects. *Asian Journal of Accounting Research*, 6(3), 266-280. <https://doi.org/10.1108/AJAR-11-2020-0107>
- Boone, J. P., Khurana, I. K., & Raman, K. K. (2023). Accounting estimation intensity, auditor estimation expertise, and managerial bias. *Accounting Horizons*, 37(2), 19-46. <https://doi.org/10.2308/HORIZONS-2020-193>
- Cassell, C. A., Myers, L. A., & Seidel, T. A. (2015). Disclosure transparency about activity in valuation allowance and reserve accounts and accruals-based earnings management. *Accounting, Organizations and Society*, 46, 23-38. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2015.03.004>
- Chiraz, D., & Anis, J. (2013). Earnings management and performance of French IPO companies. *Journal of Accounting and Taxation*, 5(1), 1-14. <https://doi.org/10.5897/JAT2013.0106>
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: A new approach. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 275-334. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00449.x>

- DeGeorge, F., Patel, J. & Zeckhauser, R. 1999. Earnings management exceeds thresholds. *The Journal of Business*, 72. <https://www.jstor.org/stable/10.1086/209601>
- DuCharme, L. L., Malatesta, P. H., & Sefcik, S. E. (2001). Earnings management: IPO valuation and subsequent performance. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 16(4), 369-396. <https://doi.org/10.1177/0148558X0101600409>
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295–327. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>
- Ghofir, A., & Yusuf, Y. (2020). Effect of firm size and leverage on earning management. *Journal of Industrial Engineering & Management Research*, 1(3), 218-225. <https://doi.org/10.7777/jiemar.v1i3.81>
- Hassen, R. B. (2014). Executive compensation and earning management. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(1), 84. <http://dx.doi.org/10.5296/ijafr.v4i1.5453>
- Healy, P. M. & Wahlen, J. M. 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13, 365-383.
- Istrate, C. (2019). Detecting earnings management using Benford's Law: The case of Romanian listed companies. *Journal of Accounting and Management Information Systems*, 18(2), 198-223. <https://www.ceeol.com/search/article-detail?id=771010>
- Jiraporn, P. (2007). ESOPs and earnings management: An empirical note. *Applied Financial Economics Letters*, 3(5), 287-293. <https://doi.org/10.1080/17446540601118335>
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Kim, Y., & Park, M. S. (2005). Pricing of seasoned equity offers and earnings management. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 435-463. <https://doi.org/10.1017/S0022109000002374>
- La Rosa, F., Caserio, C., & Bernini, F. (2019). Corporate governance of audit firms: Assessing the usefulness of transparency reports in a Europe-wide analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 27(1), 14-32. <https://doi.org/10.1111/corg.12235>
- Luu Thu, Q. (2023). Impact of earning management and business strategy on financial distress risk of Vietnamese companies. *Cogent Economics & Finance*, 11(1), 2183657. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2183657>
- McVay, S. (2006). Earnings management using classification shifting: An examination of core earnings and special items. *The Accounting Review*, 81(3), 501–531. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.3.501>
- Nguyen, A. H., & Duong, C. T. (2021). Earnings management and new listings: Evidence from Vietnam. *Asian Academy of Management Journal*, 26(2), 27-51. <https://doi.org/10.21315/aamj2021.26.2.2>
- Nugroho, B. Y., & Eko, U. (2011). Board characteristics and earning management. *Journal of Administrative Science & Organization*, 18(1), 1-10. <https://doi.org/10.20476/jbb.v18i1.969>
- Rennekamp, K., Rupa, K., & Seybert, N. (2020). Short selling pressure, reporting transparency, and the use of real and accruals earnings management to meet benchmarks. *Journal of Behavioral Finance*, 21(2), 186-204. <https://doi.org/10.1080/15427560.2019.1663853>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Zang, A., Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *American Accounting Association*, 87(2), 675-703. <https://doi.org/10.2308/accr-10196>
- Zingales, L. (2009). The future of securities regulation. *Journal of Accounting Research*, 47(2), 391-425. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2009.00331.x>