

Phản ứng của thị trường chứng khoán đối với công bố báo cáo tài chính sai phạm: Bằng chứng thực nghiệm tại thị trường chứng khoán Việt Nam

NGUYỄN CÔNG PHƯƠNG

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng - phuong.nc@due.edu.vn

Ngày nhận:

05/04/2015

Ngày nhận lại:

10/08/2015

Ngày duyệt đăng:

24/08/2015

Mã số:

0415-M41-V02

Tóm tắt

Mục đích nghiên cứu nhằm đánh giá ảnh hưởng kinh tế của công bố thông tin sai phạm báo cáo tài chính (BCTC) đến giá trị thị trường của cổ phiếu. Dựa vào phương pháp nghiên cứu sự kiện, kết quả nghiên cứu cho thấy sự giảm sút của suất sinh lời bất thường của cổ phiếu các công ty có liên quan, đặc biệt mức giảm 4,1% vào khoảng thời gian sát với thời điểm công bố số liệu sai lệch, và 2,1% vào thời điểm công bố số liệu sai lệch. Kết quả này hàm ý sai phạm BCTC ảnh hưởng đến niềm tin và quyết định của nhà đầu tư.

Abstract

Từ khóa:

Sai phạm, suất sinh lời bất thường, báo cáo tài chính, nghiên cứu sự kiện.

Keywords:

Fraudulent financial reporting, abnormal returns, financial statements, event study.

The aim of this study is to explore the effects of fraudulent financial reporting on market prices of stocks. Based upon the event study approach, its findings indicate a decline in abnormal returns on stocks of the surveyed firms by 4.1% and 2.1% at the time close to and on the day of fraudulent reporting occurrence respectively. This implies an impact of fraud announcements on investor beliefs and decision making processes.

1. Giới thiệu

Gian lận BCTC là những hành vi cố ý dẫn đến sai phạm trong BCTC (Bộ Tài chính, 2001). Trong nhiều trường hợp, gian lận BCTC được xem là lừa đảo, là hành vi cơ hội, là phi đạo đức. Ngoài việc làm chuyển dịch giá trị giữa các nhóm lợi ích trong xã hội, sai phạm do gian lận BCTC còn có động cơ nhắm đến lợi ích công ty (Stolowy & Breton, 2004). Báo cáo COSO (Beasley, Carcello, & Hermanson, 1999) chỉ ra những hệ quả của gian lận BCTC có thể rất nghiêm trọng. Hậu quả tiêu cực từ nộp đơn xin phá sản để thay đổi chủ sở hữu, hủy bỏ niềm yết chứng khoán hay sự suy giảm đáng kể trong giá trị cổ phiếu. Nghiên cứu của Hiệp hội các nhà điều tra gian lận Mỹ (ACFE, 1996) công bố trung bình một công ty gian lận bị chế tài thì tổn thất khoảng 6% doanh thu và chi phí gian lận hàng năm ở Mỹ khoảng 400 triệu USD. Các số liệu này không tính đến ảnh hưởng của gian lận BCTC đến thị trường chứng khoán.

Một trong những động cơ của gian lận BCTC là thu hút tài trợ từ bên ngoài với chi phí vốn thấp. Tuy nhiên, một khi gian lận BCTC bị phát hiện và công bố, giá trị của công ty sẽ bị ảnh hưởng, thể hiện thông qua sự sụt giảm giá trị cổ phiếu; và hệ quả là chi phí vốn của công ty tăng lên. Để đánh giá ảnh hưởng của thao túng BCTC đến thị trường chứng khoán, Dechow & cộng sự (1996) đã tìm cách phân tích ảnh hưởng của công bố thông tin gian lận BCTC đến giá trị cổ phiếu. Tuy nhiên, có ít nghiên cứu về hệ quả của sai phạm/gian lận BCTC.

Đánh giá ảnh hưởng kinh tế của sai phạm BCTC đến thị trường chứng khoán trong nghiên cứu này được xem xét dưới góc độ chi phí vốn của công ty có sai phạm thông qua xem xét mối liên hệ giữa công bố thông tin sai phạm BCTC và giá trị thị trường của cổ phiếu. Hiện chưa có nghiên cứu nào ở VN đánh giá mối liên hệ giữa công bố thông tin sai phạm trong BCTC và giá trị thị trường của cổ phiếu. Việc thực hiện nghiên cứu này một mặt kiểm chứng cơ sở lý thuyết về ảnh hưởng của công bố thông tin sai phạm trong BCTC đến giá trị thị trường của cổ phiếu ở VN, và mặt khác giúp cho các công ty thấy được hậu quả của việc thực hiện hành vi sai phạm BCTC đối với chi phí vốn và giá trị của công ty.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Cơ sở lý thuyết và khung lý thuyết

Lý thuyết thị trường hiệu quả của Fama (1970) cho rằng giá của chứng khoán trên thị trường chứng khoán phản ánh đầy đủ mọi thông tin đã biết. Phiên bản dạng vừa phải (Semi-strong) của lý thuyết cho rằng giá chứng khoán chịu tác động đầy đủ của thông tin công bố trong quá khứ cũng như thông tin vừa công bố xong. Dựa vào lý thuyết này, các mô hình định giá cổ phiếu (Edwards-Bell, 1961; Ohlson, 1995) cho thấy các nhà đầu tư sử dụng thông tin cung cấp trong BCTC để định giá các cổ phiếu. Từ đó, với động cơ, áp lực và cơ hội, nhà quản trị có hành động sai phạm BCTC thông qua thổi phồng lợi nhuận để tác động đến giá cổ phiếu. Lý thuyết thị trường hiệu quả của Fama đã được kiểm chứng trong trường hợp công bố sai phạm BCTC, theo đó thị trường chứng khoán sẽ phản ứng tiêu cực một khi BCTC gian lận bị phát hiện.

Lý thuyết đại diện (Agency Theory) có nguồn gốc từ lý thuyết kinh tế và được phát triển bởi Alchian và Demsetz vào năm 1972, sau đó được Jensen và Meckling bổ sung thêm vào năm 1976. Lý thuyết đại diện mô hình hóa mối quan hệ giữa những người sở hữu thực sự (cổ đông) và người đại diện (giám đốc/tổng giám đốc). Lý thuyết này chỉ ra mục tiêu duy nhất của cổ đông là tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Từ đó quản trị điều hành của ban giám đốc luôn nhằm gia tăng giá trị doanh nghiệp, trong đó không loại trừ trường hợp thực hiện sai phạm BCTC.

Nghiên cứu này được phân tích dựa vào cơ sở lý thuyết thị trường hiệu quả của Fama (1970) để áp dụng cho sự kiện công bố thông tin sai phạm trong BCTC ở VN. Theo đó, nghiên cứu tìm hiểu phản ứng của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán đối với công bố thông tin sai phạm trong BCTC. Phản ứng của nhà đầu tư đối với thông tin về giá cổ phiếu được thể hiện qua hành động mua, bán cổ phiếu, và được đo lường qua suất sinh lời bất thường của các cổ phiếu.

2.2. Các nghiên cứu có liên quan

Có nhiều nghiên cứu dựa vào lý thuyết của Fama về ảnh hưởng của một loại thông tin công bố đến giá cổ phiếu. Liên quan đến mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và công bố thông tin sai phạm BCTC, chỉ có một số ít các nghiên cứu đánh giá phản ứng của nhà đầu tư trước thông tin gian lận BCTC. Chẳng hạn nghiên cứu của Feroz & cộng sự (1991), của Davidson & cộng sự (1994), của Dechow & cộng sự (1996), Cox & Weirich (2002). Kết quả của các nghiên cứu này nhìn chung có sự đồng thuận cao.

Theo đó, giá cổ phiếu của các công ty có gian lận BCTC sụt giảm trong khoảng thời gian sát trước đến sau thời điểm gian lận được công bố. Điểm khác biệt giữa các nghiên cứu này là phạm vi và mức độ sụt giảm suất sinh lời bất thường của cổ phiếu.

Ở VN, nghiên cứu của Hồ Viết Tiến & Đinh Thị Thu Hà (2012) cho thấy suất sinh lời bất thường trung bình trong giai đoạn thị trường thuận lợi tăng hơn hai lần so với giai đoạn thị trường không thuận lợi. Nghiên cứu của Nguyễn Thị Minh Huệ (2012) phát hiện giá cổ phiếu có xu hướng tăng từ ngày công bố cổ tức tăng và có xu hướng giảm trước một vài ngày công bố cổ tức giảm. Tuy nhiên, vẫn chưa có nghiên cứu về phản ứng của nhà đầu tư đối với công bố sai phạm trong BCTC.

3. Thực trạng sai phạm báo cáo tài chính công ty niêm yết

BCTC cung cấp thông tin cho nhà đầu tư để ra quyết định hợp lý. Thông tin sai sót có thể dẫn đến quyết định đầu tư vào những hoạt động, những doanh nghiệp không sinh lời. Sai phạm BCTC là một chủ đề có tính thời sự trên thị trường chứng khoán trong thời gian qua. Mục tiêu chủ yếu của sai phạm BCTC là đánh lừa nhà đầu tư thông qua việc công bố BCTC không phản ánh đúng tình trạng tài chính của công ty. Hành vi này xảy ra ở nhiều công ty với mức độ khác nhau làm ảnh hưởng tiêu cực đến lợi ích của các bên liên quan trên thị trường chứng khoán (chẳng hạn Enron, WorldCom, Global Crossing, v.v. ở Mỹ hay Bông Bạch Tuyết năm 2008, Bánh kẹo Biên Hòa năm 2002, Đồ hộp Hạ Long năm 2002 ở VN).

Bảng 1 cho thấy tỉ lệ các công ty có sai phạm lợi nhuận tăng lên từ năm 2010 đến 2012. Cụ thể, năm 2010 tỉ lệ này là 77,2%, đến năm 2011 là 82,8%, năm 2012 là 80,9%, có giảm nhẹ so với năm 2011, nhưng vẫn còn rất cao so với năm 2010. Kết quả này cho thấy tình trạng sai phạm BCTC ở các công ty niêm yết ngày càng tăng.

Bảng 1

Thống kê các công ty có sai phạm lợi nhuận

Thực tế báo cáo so với kết quả kiểm toán	2010		2011		2012	
	SL công ty	%	SL công ty	%	SL công ty	%
1. Lệch so với số liệu kiểm toán, trong đó:	341	77,2	515	82,8	539	80,9
- Báo cáo cao hơn	197	44,6	300	48,2	319	47,9
- Báo cáo thấp hơn	144	32,6	215	34,6	220	33,0

Thực tế báo cáo so với kết quả kiểm toán	2010		2011		2012	
	SL công ty	%	SL công ty	%	SL công ty	%
2. Không thay đổi	101	22,8	107	17,2	127	19,1
Tổng	442	100	622	100	666	100

Nguồn: Tính toán của tác giả từ nguồn StoxPlus

4. Giả thuyết và phương pháp nghiên cứu

4.1. Giả thuyết nghiên cứu

Các mô hình định giá cổ phiếu (Edwards-Bell, 1961; Ohlson, 1995) cho thấy lợi nhuận là một trong các yếu tố ảnh hưởng quyết định đến giá cổ phiếu của công ty. Khi gian lận lợi nhuận bị phát hiện và được công bố rộng rãi, nhà đầu tư định giá lại giá trị cổ phiếu của công ty theo hướng giảm và hệ quả là giảm giá trị của các công ty này. Về lý thuyết (theo giả thuyết thị trường hiệu quả của Fama 1976), thị trường chứng khoán sẽ phản ứng tiêu cực một khi BCTC gian lận bị phát hiện. Dựa vào giả thuyết này, một số ít nghiên cứu tìm hiểu có hay không giá cổ phiếu của các công ty gian lận BCTC sụt giảm trong khoảng thời gian sát trước đến sau thời điểm gian lận được công bố. Feroz & cộng sự (1991) tìm thấy khả năng sinh lời bất thường (Abnormal Return) của cổ phiếu giảm 10% vào ngày gian lận được công bố. Nghiên cứu của Dechow & cộng sự (1996) cũng cho kết quả gần tương đồng; theo đó, giá cổ phiếu giảm trung bình 9% vào ngày công bố gian lận BCTC. Nghiên cứu của Davidson & cộng sự (1994), nghiên cứu của Cox & Weirich (2002) cũng tìm thấy thị trường chứng khoán phản ứng tiêu cực đối với gian lận được công bố trước một ngày hoặc vào ngày công bố gian lận BCTC.

Mặc dù không có nhiều nghiên cứu về chủ đề này nhưng các nghiên cứu đã thực hiện đều cho kết quả tương đồng; đó là giá cổ phiếu có mối quan hệ nghịch chiều với thời điểm công bố gian lận BCTC. Giá cổ phiếu giảm hàm ý vào gần thời điểm công bố gian lận và vào ngày công bố, giá trị của công ty bị ảnh hưởng đáng kể do gian lận BCTC. Nói cách khác, kết quả này cho thấy thị trường phản ứng tiêu cực đến giá cổ phiếu của các công ty gian lận, do đánh giá của nhà đầu tư về hệ quả của gian lận BCTC đến triển vọng kinh tế trong tương lai của các công ty này.

Xuất phát từ những lập luận và kết quả của các nghiên cứu đã thực hiện, cùng với việc xem xét những đặc thù của VN, giả thuyết đặt ra dựa vào mối liên hệ nghịch chiều

giữa công bố gian lận BCTC và giá trị cổ phiếu của công ty. Sự sụt giảm giá trị cổ phiếu của công ty thể hiện thông qua sự giảm sút của suất sinh lời bất thường của cổ phiếu.

H₁: Công bố sai phạm BCTC có ảnh hưởng tiêu cực đến suất sinh lời bất thường của cổ phiếu.

4.2. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện. Nghiên cứu sự kiện là nghiên cứu ảnh hưởng của một sự kiện cụ thể đến giá chứng khoán của các công ty có liên quan. Sự kiện nghiên cứu có thể có bản chất khác nhau. Đối với kế toán tài chính, sự kiện nghiên cứu chủ yếu là công bố số liệu kế toán. Những nghiên cứu về chủ đề này nhằm đánh giá giá trị thông tin của số liệu kế toán, trong đó có nội dung thông tin của báo cáo số liệu kiểm toán BCTC.

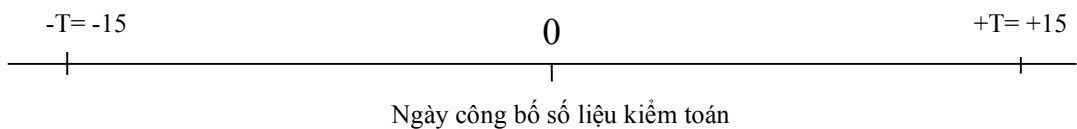
Nghiên cứu sự kiện dựa vào một giả định đơn giản: Nếu một sự kiện có giá trị thông tin, sự kiện đó sẽ dẫn dắt các nhà đầu tư đánh giá lại dự đoán của họ về triển vọng tương lai của công ty công bố sự kiện. Nói cách khác, sự kiện này có thể làm cho nhà đầu tư điều chỉnh lại danh mục đầu tư (Portfolio). Từ đó, để đo lường giá trị thông tin của sự kiện đến giá chứng khoán, cần đo lường biến động của giá cổ phiếu dưới tác động của sự kiện. Giá trị thông tin của sự kiện được kiểm chứng nếu biến động giá cổ phiếu (biến động khả năng sinh lời của cổ phiếu) có ý nghĩa và khác không.

Những tác giả đi tiên phong trong việc áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện là Ball & Brown (1968), Beaver (1968), và Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969). Theo Dumontier & Martinez (2001), một nghiên cứu sự kiện gồm 3 bước: i) Xác định sự kiện và cửa sổ sự kiện; ii) Xác định giá trị chuẩn để đo lường có hay không sự biến động giá cổ phiếu dưới ảnh hưởng của sự kiện; và iii) Đánh giá ảnh hưởng của sự kiện đến giá cổ phiếu. Phương pháp nghiên cứu sự kiện sử dụng trong nghiên cứu này được mô tả theo trình tự ba bước như trên.

4.3. Xác định sự kiện nghiên cứu và cửa sổ sự kiện

Do không có dữ liệu về gian lận BCTC, nghiên cứu này sử dụng tham số sai phạm theo hướng thổi phồng lợi nhuận như là một đo lường tương đối của gian lận BCTC. Sai phạm được đo lường trong nghiên cứu này là chênh lệch lợi nhuận trước và sau kiểm toán. Từ đó, sự kiện trong nghiên cứu này là thời điểm công bố số liệu kiểm toán. Ngày sự kiện là ngày công bố BCTC đã kiểm toán. Nếu số liệu kiểm toán lệch so với

số liệu công bố của công ty, nhà đầu tư sẽ thay đổi đánh giá của họ đối với cổ phiếu có liên quan và từ đó tác động đến giá cổ phiếu. Do thông tin về số liệu kiểm toán có thể bị rò rỉ trước khi được công bố chính thức và ảnh hưởng đến quyết định mua bán cổ phiếu của nhà đầu tư, cần phải thực hiện nghiên cứu trong một khoảng thời gian quanh ngày sự kiện. Khoảng thời gian nghiên cứu này được các nhà nghiên cứu gọi là cửa sổ sự kiện (Event Window). Xác định độ rộng của cửa sổ sự kiện do nhà nghiên cứu xác lập. Tham khảo một số nghiên cứu có liên quan như nghiên cứu của Feroz & cộng sự (1991), nghiên cứu của Dechow & cộng sự (1996), nghiên cứu của Dumontier & Martinez (2001), nghiên cứu của Hồ Viết Tiến & Đinh Thị Thu Hà (2012), cửa sổ sự kiện lớn nhất của nghiên cứu này là 31 ngày (cộng, trừ 15 ngày tính từ ngày sự kiện).



Trên cơ sở cửa sổ này, có thể tách thành các cửa sổ sự kiện nhỏ hơn để xem xét ảnh hưởng của sự kiện đến giá trị cổ phiếu theo khoảng thời gian xoay quanh thời điểm công bố số liệu kiểm toán. Chẳng hạn có thể chia cửa sổ sự kiện thành từng khoảng thời gian t_1, t_2 ($-T \leq t_1 \leq t_2 \leq +T$). Dựa vào các nghiên cứu sự kiện có liên quan, nghiên cứu này sử dụng 8 cửa sổ sự kiện: $[-15;-2]$, $[-5;-2]$, $[-1;+1]$, $[-1]$, $[0]$, $[+1]$, $[2;5]$, và $[2;15]$.

4.4. Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu được xác lập nhằm đánh giá ảnh hưởng của sự kiện đến thị trường chứng khoán thông qua xác định suất sinh lời bất thường của cổ phiếu dưới tác động của sự kiện công bố. Trong thực tế giá của cổ phiếu thường biến động ngay cả khi sự kiện nghiên cứu không xảy ra. Bước thứ hai là nhằm nhận diện biến động giá cổ phiếu do sự kiện công bố số liệu kiểm toán BCTC, biến động do các yếu tố bên ngoài do biến động thị trường. Để thực hiện điều này, cần quan sát phản ứng của một cổ phiếu đối với sự kiện công bố BCTC có sai phạm thông qua đo lường suất sinh lời bất thường (Abnormal Return). Suất sinh lời bất thường là suất sinh lời được xác định bằng cách so sánh suất sinh lời thực tế quan sát được với suất sinh lời kỳ vọng.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}/X_t)$$

Trong đó, AR_{it} , R_{it} , và $E(R_{it}/X_t)$ lần lượt là suất sinh lời bất thường, suất sinh lời thực tế, và suất sinh lời kỳ vọng của chứng khoán i vào ngày t ; X_t là sự kiện công bố số liệu kiểm toán BCTC có liên quan đến giá chứng khoán đang nghiên cứu. Suất sinh lời kỳ vọng của chứng khoán i vào ngày t ($E(R_{it}/X_t)$) là suất sinh lời thông thường (Normal Return) trong bối cảnh không có sự kiện xảy ra. Để xác định suất sinh lời bất thường, cần phải đo lường suất sinh lời kỳ vọng. Theo Dumontier & Martinez (2001), kết quả của nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng mô hình suất sinh lời trung bình trong quá khứ (Historical Mean Model, X_t hằng số¹) và mô hình chỉ số thị trường (Market Index, với X_t là suất sinh lời của thị trường) được xem là các mô hình có tính ưu việt trong việc ước tính suất sinh lời kỳ vọng. Mô hình chỉ số thị trường có tính ưu việt hơn do có xét đến ảnh hưởng của điều kiện thị trường đến suất sinh lời của cổ phiếu và từ đó phương sai của suất sinh lời bất thường trong mô hình này giảm đáng kể (MacKinley, 1997). Nghiên cứu này sử dụng mô hình chỉ số thị trường (VNINDEX hoặc HNXINDEX) để ước tính suất sinh lời kỳ vọng của cổ phiếu.

Tỷ suất sinh lời của thị trường (R_m) và suất sinh lời thực tế của cổ phiếu (R_{it}) tính theo ngày như sau:

$E(R_{it}/X_t) = R_m = (\text{Chỉ số thị trường ngày } t - \text{Chỉ số thị trường ngày } t-1) / \text{Chỉ số thị trường ngày } t-1$.

$R_{it} = (\text{Giá cổ phiếu } i \text{ vào ngày } t - \text{Giá cổ phiếu } i \text{ vào ngày } t-1) / \text{Giá cổ phiếu } i \text{ vào ngày } t-1$. Giá cổ phiếu đóng cửa tại ngày t được sử dụng để tính toán.

Sau khi tính toán suất sinh lời bất thường, giá trị AR_{it} của mỗi chứng khoán i ở mỗi thời điểm t thuộc cửa sổ sự kiện phản ánh ảnh hưởng tích cực ($AR_{it} > 0$) hay tiêu cực ($AR_{it} < 0$) của sự kiện đến giá cổ phiếu. Để xác định tỷ suất sinh lời bất thường của toàn bộ các chứng khoán trong mẫu nghiên cứu là khác không (> 0 trong trường hợp sự kiện có ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu hoặc < 0 khi sự kiện có ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu), cần tính suất sinh lời bất thường trung bình (AAR_t : Average Abnormal Return) của toàn bộ chứng khoán nghiên cứu tại mỗi thời điểm (ngày) t của cửa sổ sự kiện:

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N}$$

Trong đó, N là số công ty nghiên cứu (số công ty với BCTC có sai phạm trong mẫu nghiên cứu); t là các thời điểm thuộc cửa sổ sự kiện: $\forall t \in [-T; +T]$.

Để đánh giá ảnh hưởng của sự kiện công bố kết quả kiểm toán BCTC đến biến động giá cổ phiếu trong toàn bộ khoảng thời gian của các cửa sổ sự kiện, cần đo lường suất sinh lời bất thường lũy kế (MCAR – Mean Cumulative Abnormal Return) của các cửa sổ sự kiện.

$$MCAR_{(t_1; t_2)} = \sum_{k=t_1}^{t_2} AAR_{ik}$$

Với $\forall t_1, t_2 \in [-T; +T]$

Đánh giá ảnh hưởng của sự kiện đến giá cổ phiếu

Nếu sự kiện có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, suất sinh lời bất thường tại ngày sự kiện; các suất sinh lời bất thường lũy kế và suất sinh lời bất thường trung bình lũy kế phải khác không và có ý nghĩa thống kê. Kiểm định tham số hoặc phi tham số được áp dụng trong trường hợp này để kiểm định các giả thuyết H_0 (AR_i tại ngày sự kiện, AAR và MCAR đều bằng không). Kiểm định tham số dựa vào giả định về sự tồn tại phân phối chuẩn, không có đa cộng tuyến (Uncorrelation) và phương sai của sai số không đổi (Homoscedasticity). Kiểm định T (Student) thường được sử dụng phổ biến để kiểm định giả thiết H_0 .

Kiểm định suất sinh lời bất thường trung bình

Giá trị kiểm định thống kê về mức ý nghĩa của suất sinh lời bất thường trung bình như sau:

$$T_t = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)} \sim T_{N-1}$$

Trong đó, $S(AAR_t)$ là độ lệch chuẩn của các suất sinh lời bất thường ở thời điểm (ngày) t . Độ lệch chuẩn được tính từ phương sai của các suất sinh lời bất thường (ký hiệu là S^2):

$$S^2 = \frac{\sum_k^N (AR_{kt} - AAR_t)^2}{N - 1}$$

Với N là số đơn vị trong mẫu nghiên cứu, ở đây là số công ty với BCTC có sai phạm; k có giá trị lần lượt từ t_1 đến t_2 , với $\forall t_1, t_2 \in [-T; +T]$.

Kiểm định suất sinh lời bất thường trung bình lũy kế

Kiểm định T cũng được dùng để kiểm định ý nghĩa thống kê của suất sinh lời bất thường trung bình lũy kế $MCAR_{(t_1;t_2)}$ với giả thuyết H_0 là các $MCAR_{(t_1;t_2)} = 0$. Giá trị thống kê T_t của MCAR cần kiểm định như sau:

$$T_t = \frac{MCAR_t}{S(MCAR_t)}$$

Trong đó, $S(MCAR_t)$ là độ lệch chuẩn của các suất sinh lời bất thường trung bình lũy kế.

4.5. Thu thập dữ liệu

Dữ liệu công ty có BCTC sai phạm qua kiểm toán BCTC được cung cấp bởi công ty chuyên cung cấp số liệu tài chính StoxPlus. Theo đó năm 2012 có 666 công ty niêm yết có số liệu BCTC trước và sau kiểm toán, bao gồm các ngân hàng và công ty tài chính. Trong 666 công ty này, có 319 (chiếm 48%) công ty báo cáo lợi nhuận cao hơn lợi nhuận kiểm toán, còn lại là các công ty báo cáo lợi nhuận thấp hơn lợi nhuận kiểm toán là 220 công ty (chiếm 33%) và lợi nhuận không thay đổi sau kiểm toán là 127 công ty (chiếm 19%)². Như đề cập ở trên, các công ty thổi phồng lợi nhuận có thể quy cho (gần đúng) có hành vi gian lận. Trong số 319 công ty báo cáo lợi nhuận cao hơn lợi nhuận kiểm toán, 50 công ty có sai lệch lợi nhuận lớn nhất (đã loại trừ các ngân hàng và công ty chứng khoán) được chọn để đánh giá ảnh hưởng của công bố số liệu kiểm toán BCTC đến suất sinh lời của cổ phiếu. Khi so sánh mức lợi nhuận sai lệch với lợi nhuận sau thuế (đã kiểm toán), các tỉ lệ này đều rất cao (chỉ có một công ty có tỉ lệ 3,27%, và tỉ lệ cao nhất là 558,78%). Tỉ lệ sai lệch này có thể được xem là sai phạm về mặt định lượng. Xét về mặt định tính trong đánh giá sai phạm, sai lệch lợi nhuận được xem là sai phạm có ảnh hưởng lớn đến quyết định của nhà đầu tư, vì giá cổ phiếu chịu tác động lớn của lợi nhuận hoạt động kinh doanh của công ty. Danh sách 50 công ty nghiên cứu (theo mã chứng khoán) bao gồm mức lợi nhuận sai lệch, tỉ lệ lợi nhuận sai lệch được trình bày ở Bảng 2.

Dữ liệu ngày công bố BCTC đã kiểm toán của các công ty trong mẫu được thu thập từ website của công ty chuyên cung cấp dữ liệu chứng khoán StoxPlus. Dữ liệu suất sinh lời của 31 ngày (-15; +15 ngày) xoay quanh ngày công bố BCTC kiểm toán (gọi là ngày “0”) của mỗi công ty trong mẫu được thu thập từ Công ty chứng khoán Bảo Việt. Dữ liệu suất sinh lời của thị trường (chỉ số VNINDEX hoặc HNXINDEX) trong khoảng thời gian tương ứng cũng được thu thập từ website của Công ty chứng khoán Bảo Việt. Những dữ liệu thu thập được sử dụng để tính suất sinh lời bất thường, suất

sinh lời bất thường trung bình và suất sinh lời bất thường trung bình lũy kế theo từng cửa sổ sự kiện.

Bảng 2

Một số thuộc tính của 50 công ty nghiên cứu

Mã CK	Sàn niêm yết	Sai lệch lợi nhuận	% LN sai lệch so với lợi nhuận	Mã CK	Sàn niêm yết	Sai lệch lợi nhuận	% LN sai lệch so với lợi nhuận
PVX	HNX	-250601316955	18,72%	STT	HOSE	-9101710002	42,06%
PPC	HOSE	-112124810440	22,21%	EVE	HOSE	-8404279001	11,25%
HLC	HNX	-82596643920	397,66%	CMI	HNX	-8060053614	597,14%
MPC	HOSE	-74126926189	440,19%	CTA	HNX	-6585901768	108,57%
SBT	HOSE	-69931191785	18,89%	PTL	HOSE	-6076939805	458,44%
HDG	HOSE	-55172282123	237,33%	VPH	HOSE	-5596352604	79,61%
TCS	HNX	-50742934128	113,89%	VCF	HOSE	-5585914821	3,87%
HVG	HOSE	-41841879472	16,07%	PGT	HNX	-5538802261	558,78%
MSN	HOSE	-41811000000	3,32%	HU1	HOSE	-5509485220	27,60%
VID	HOSE	-31537127121	129,86%	ALP	HOSE	-5423257584	4,74%
VNE	HOSE	-30875422103	248,69%	DHG	HOSE	-5390990621	4,11%
SD1	HNX	-18852684939	55,48%	DLG	HOSE	-4877120987	339,75%
PVA	HNX	-17940974246	12,38%	PNC	HOSE	-4684615234	27,76%
AVF	HOSE	-15756025377	50,32%	VMD	HOSE	-4593099571	30,03%
BT6	HOSE	-14830720638	62,31%	PPG	HNX	-4584024058	32,81%
DRH	HOSE	-14082799902	59,63%	BHC	HNX	-4266792579	20,95%
CSC	HNX	-13924903537	1864,37%	SVC	HOSE	-4151644230	9,26%
TST	HNX	-11767268779	45,70%	MIC	HNX	-4067737502	41,80%
PXA	HNX	-11700721439	18,71%	CMX	HOSE	-3904173163	138,59%
V15	HNX	-11322052146	100,77%	PET	HOSE	-3794526478	4,02%
ABT	HOSE	-9921336486	12,53%	OPC	HOSE	-3769938937	6,76%
TTF	HOSE	-9496008282	380,39%	NTP	HNX	-3698496636	3,27%
CTI	HOSE	-9402336517	756,54%	DTL	HOSE	-3666675610	27,81%

Mã CK	Sản phẩm yết	Sai lệch lợi nhuận	% LN sai lệch so với lợi nhuận	Mã CK	Sản phẩm yết	Sai lệch lợi nhuận	% LN sai lệch so với lợi nhuận
PXM	HOSE	-9308312431	8,49%	PHC	HNX	-3521823852	264,08%
NLC	HNX	-9252852681	92,29%	MNC	HNX	-3503100347	91,75%

Chú thích: Sai lệch lợi nhuận = Lợi nhuận sau kiểm toán – Lợi nhuận trước kiểm toán; % lợi nhuận sai lệch so với lợi nhuận = Lợi nhuận sai lệch/Lợi nhuận sau thuế đã kiểm toán.

Nguồn: Tác giả tự tính toán.

5. Phân tích kết quả

Suất sinh lời bất thường trung bình (AAR), giá trị kiểm định thống kê suất sinh lời bất thường trung bình và suất sinh lời bất thường trung bình lũy kế (MCAR) của toàn bộ cửa sổ sự kiện được trình bày ở Bảng 3. Hình ảnh trực quan của AAR và MCAR được trình bày ở Hình 1.

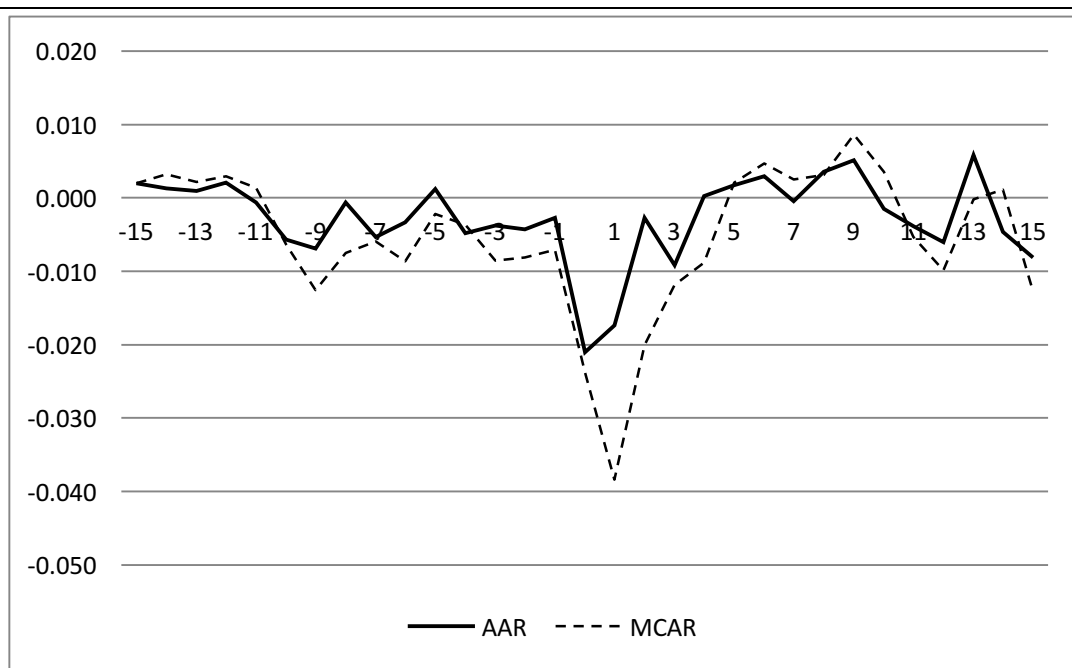
Kết quả và hình ảnh cho thấy AAR biến động tăng giảm nhưng nhìn chung có xu hướng giảm trong khoảng thời gian 15 ngày trước ngày công bố BCTC được kiểm toán. Trừ ngày -5, trong khoảng thời gian từ ngày -11 đến ngày -3, AAR luôn âm. Xu hướng giảm này được kiểm định với các mức ý nghĩa từ 10% đến 1%. Mặc dù chỉ có bốn kết quả có ý nghĩa thống kê trong khoảng thời gian 15 ngày trước ngày sự kiện, kết quả này ủng hộ giả thuyết về ảnh hưởng tiêu cực của công bố BCTC sai phạm đến suất sinh lời bất thường của cổ phiếu. Tuy nhiên, mức giảm không liên tục và tổng mức giảm của suất sinh lời bất thường của 15 ngày không lớn (-0,7%) cho thấy thị trường ít chịu tác động của thông tin “rò rỉ” về kết quả kiểm toán.

Bảng 3

Suất sinh lời bất thường trung bình và suất sinh lời bất thường trung bình lũy kế của 31 ngày quanh ngày sự kiện

Ngày	AAR	T(AAR)	MCAR	Ngày	AAR	T(AAR)	MCAR
-15	0,002	0,739	0,002	15	-0,008	-1,600**	-0,013
-14	0,001	0,231	0,003	14	-0,005	-1,031	0,001
-13	0,001	0,236	0,002	13	0,006	1,081	0,000
-12	0,002	0,453	0,003	12	-0,006	-1,266*	-0,010
-11	-0,001	-0,121	0,001	11	-0,004	-0,815	-0,005

Ngày	AAR	T(AAR)	MCAR	Ngày	AAR	T(AAR)	MCAR
-10	-0,006	-1,114*	-0,006	10	0,004	0,383	-0,002
-9	-0,007	-1,352**	-0,013	9	0,005	0,926*	0,009
-8	-0,001	-0,105	-0,007	8	0,003	0,674	0,004
-7	-0,005	-1,024*	-0,006	7	0,000	-0,074	0,003
-6	-0,003	-0,844	-0,009	6	0,003	0,610	0,005
-5	0,001	0,225	-0,002	5	0,002	0,306	0,002
-4	-0,005	-1,100*	-0,005	4	0,000	0,070	-0,009
-3	-0,004	-0,610	-0,009	3	-0,009	-1,287*	-0,012
-2	-0,004	-0,797	-0,008	2	-0,003	-0,588	-0,020
-1	-0,003	-0,592	-0,007	1	-0,017	-3,990***	-0,038
0	-0,021	-6,085***	-0,024				



Hình 1. Đồ thị thể hiện suất sinh lời trung bình bất thường AAR và suất sinh lời bất thường trung bình lũy kế MCAR của toàn bộ cửa sổ sự kiện

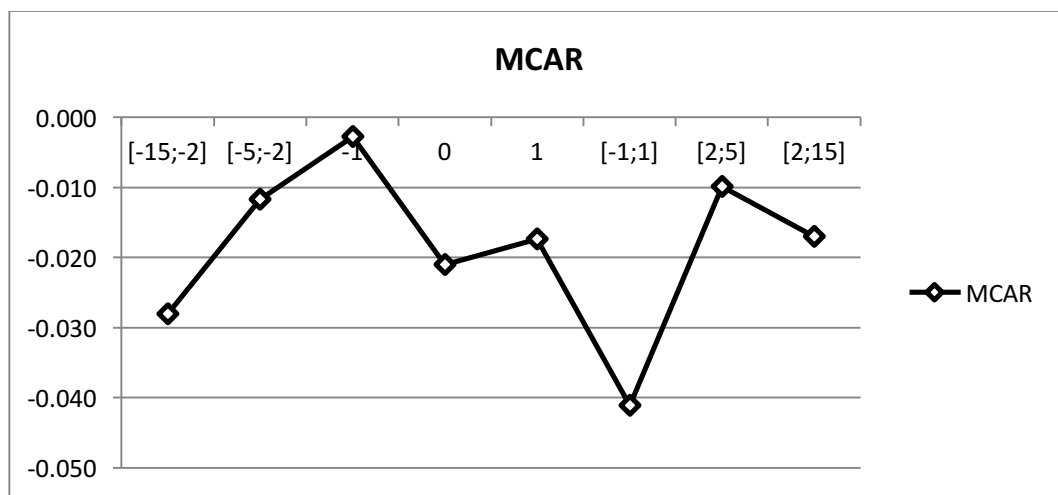
Ghi chú: Mức ý nghĩa: ***: 1%; **: 5%; và *: 10%. AAR: Suất sinh lời bất thường trung bình; MCAR: Suất sinh lời bất thường trung bình lũy kế; T(AAR): Giá trị kiểm định thống kê T.

Nguồn: Tác giả tính toán

Ngược lại, vào ngày công bố BCTC kiểm toán có sai lệch (ngày “0”), suất sinh lời bất thường có mức giảm sâu (2,1%) với kiểm định thống kê với mức ý nghĩa 1%. Kết quả này cho thấy nhà đầu tư đã có phản ứng tiêu cực đối với giá trị cổ phiếu của các công ty có sai phạm về lợi nhuận vào ngày công bố kết quả kiểm toán. Kết quả gần tương tự vào ngày hôm sau (ngày “1”), theo đó suất sinh lời bất thường trung bình giảm 1,7% (với kiểm định có mức ý nghĩa 1%) kéo theo suất sinh lời bất thường trung bình lũy kế giảm 3,8%. Tính trong khoảng thời gian 3 ngày từ ngày -1 đến ngày +1, suất sinh lời bất thường có mức giảm lớn nhất lên đến 4,1% ($0,3\% + 2,1\% + 1,7\%$). Kết quả này cho thấy giá trị cổ phiếu của các công ty có sai phạm trong BCTC chịu ảnh hưởng lớn ở thời điểm gần sát ngày công bố kết quả kiểm toán.

Trong mười ngày tiếp theo kể từ ngày sự kiện, suất sinh lời bất thường có xu hướng tăng và lớn hơn 0, sau đó giảm và âm trong năm ngày tiếp theo. Kết quả này không ủng hộ giả thuyết đặt ra. Kết quả này cùng với kết quả tính trong khoảng thời gian trước ngày sự kiện cho thấy thị trường ít chịu tác động của thông tin về sai lệch lợi nhuận của các công ty. Điều này có thể do thị trường chứng khoán VN còn chịu ảnh hưởng nặng của nhiều yếu tố khác như chính sách vĩ mô, hội chứng đám đông, đầu cơ, v.v..

Để đánh giá đầy đủ hơn về ảnh hưởng của công bố thông tin về BCTC sai phạm đến suất sinh lời của cổ phiếu, phân tích theo các cửa sổ sự kiện được thực hiện. Như đã đề cập ở trên, khoảng thời gian sự kiện 31 ngày được chia thành 8 cửa sổ sự kiện: [-15;-2], [-5;-2], [-1;+1], [-1], [0], [+1], [2;5], và [2;15]. Suất sinh lời bất thường trung bình lũy kế MCAR và giá trị kiểm định thống kê $T(MCAR)$ được trình bày ở Bảng 4 và đồ thị trực quan của MCAR theo cửa sổ sự kiện được trình bày ở Hình 2.



Hình 2. Suất sinh lời bất thường trung bình lũy kế theo các cửa sổ sự kiện

Nguồn: Tác giả tự tính toán

Bảng 4

Giá trị MCAR và T(MCAR) theo các cửa sổ sự kiện

Cửa sổ	MCAR	T(MCAR)
[-15;-2]	-0,028	-2,131 ^{**}
[-5;-2]	-0,012	-1,400 ^{*a}
-1	-0,003	-0,592
0	-0,021	-6,084 ^{***}
+1	-0,017	-3,990 ^{***}
[-1;+1]	-0,041	-5,017 ^{***}
[+2;+5]	-0,010	-1,017 ^{*a}
[+2;+15]	-0,017	-0,968

Ghi chú: Mức ý nghĩa: ***: 1%; **: 5%; và *: 10%; (a): one-tail bên trái.

Nguồn: Tác giả tự tính toán

Suất sinh lời bất thường trung bình lũy kế trong khoảng thời gian từ ngày -15 đến ngày -2 giảm 2,8% với mức ý nghĩa 5%. MCAR tiếp tục giảm nhưng mức giảm ít hơn trong khoảng thời gian từ ngày -5 đến ngày -2 (với mức ý nghĩa 5% bên trái). Đặc biệt,

MCAR có mức giảm lớn nhất lên tới 4,1% (với mức ý nghĩa 1%) trong khoảng thời gian sát ngày công bố BCTC kiểm toán (từ ngày -1 đến ngày 1). Với các khoảng thời gian tiếp theo (từ ngày 2 đến ngày 5, và từ ngày 2 đến ngày 15), MCAR đều giảm nhưng mức giảm ít hơn. Nhìn chung, MCAR giảm cho thấy thị trường phản ứng tiêu cực đối với các công ty có sai phạm lợi nhuận công bố. Kết quả này phù hợp với giả thuyết đặt ra về công bố thông tin BCTC sai phạm đã tác động tiêu cực đến quyết định mua bán cổ phiếu của nhà đầu tư.

6. Kết luận và gợi ý chính sách

6.1. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng của công bố thông tin sai phạm trong BCTC tác động tiêu cực đến quyết định mua, bán cổ phiếu của nhà đầu tư. Nhà đầu tư có phản ứng mạnh nhất ở thời điểm sát với ngày công bố BCTC sai phạm. So với các nghiên cứu trước đây ở nước ngoài như nghiên cứu của Cox & Weirich (2002); Feroz & cộng sự (1991), nghiên cứu này cho kết quả tương đồng về ảnh hưởng tiêu cực của gian lận BCTC đến giá trị cổ phiếu. Tuy nhiên, mức giảm giá cổ phiếu vào ngày công bố sai phạm trong nghiên cứu này ít hơn nhiều so với các nghiên cứu ở nước ngoài (2,1% so với khoảng 10%) cho thấy: i) Về ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, công bố sai phạm BCTC bởi các công ty kiểm toán ở VN có ảnh hưởng thấp hơn nhiều so với công bố gian lận của cơ quan quản lý ở nước ngoài; và ii) Thị trường chứng khoán VN phản ứng ít hơn so với các thị trường chứng khoán phát triển cao hơn. Kết quả của nghiên cứu hàm ý hành động gian lận BCTC của công ty vì mục đích nào đó trong từng thời điểm nhất định có thể gây tổn hại đến hình ảnh và giá trị của công ty trong dài hạn.

6.2. Gợi ý chính sách

Kết quả nghiên cứu chỉ ra nhà đầu tư phản ứng tiêu cực đối với công bố thông tin sai phạm trong BCTC. Kết quả này hàm ý cần phải tăng cường hạn chế, ngăn ngừa sai phạm BCTC của các công ty. Để hạn chế và ngăn ngừa sai phạm BCTC, cần phải tăng vai trò, trách nhiệm của các bên có liên quan, trong đó cốt lõi là chức năng giám sát quy trình lập và công bố BCTC của quản trị công ty.

Quản trị công ty là một cơ chế giám sát nhằm đánh giá trách nhiệm của công ty thông qua hội đồng quản trị, ban kiểm soát, nhà quản trị, nhà kiểm toán với mục đích bảo vệ nhà đầu tư. Quản trị công ty hữu hiệu với các chức năng giám sát, kiểm tra,

kiểm soát sẽ phát hiện, ngăn ngừa hành động gian lận BCTC của nhà quản trị. Về cả lý thuyết và thực tiễn, quy trình lập và công bố BCTC của công ty niêm yết hàm chứa một cơ chế giám sát. Cơ chế giám sát này thể hiện hai điểm chính yếu: i) Chức năng giám sát trực tiếp của hội đồng quản trị, ban kiểm soát, kiểm toán độc lập và các cơ quan quản lý nhà nước có liên quan (như Sở Giao dịch Chứng khoán, Ủy ban Chứng khoán); và ii) Chức năng giám sát gián tiếp của các bên khác có lợi ích liên quan đến công ty như cổ đông/nhà đầu tư (nhất là các nhà đầu tư thể chế), các nhà phân tích chứng khoán (ở các công ty chứng khoán), các ngân hàng. Quản trị công ty hữu hiệu với một hội đồng quản trị “chất lượng”, và với một ban kiểm soát hiệu quả, phải tạo ra một môi trường đòi hỏi BCTC phải có chất lượng cao và không dung thứ cho gian lận BCTC. Văn hoá này là một cơ chế giám sát tiên phong trong việc phòng ngừa và phát hiện gian lận BCTC. Chẳng hạn, Luật Sarbanes-Oxley Act năm 2002 của Mỹ nhấn mạnh cơ chế giám sát gian lận BCTC sẽ giúp tăng cường quản trị công ty, tăng trách nhiệm và minh bạch của BCTC.

Ban kiểm soát, một bộ phận quan trọng của quản trị công ty, được xem là một thành tố không thể thiếu của cơ chế giám sát chất lượng BCTC. Ban kiểm soát đóng một vai trò quan trọng trong việc giám sát tính trung thực và chất lượng của quy trình lập BCTC, tính hữu hiệu của kiểm toán nội bộ và kiểm toán độc lập. Công ty phải xem ban kiểm soát như là một chức năng giám sát tạo ra giá trị gia tăng thay vì đơn thuần là một công cụ giám sát “tình trạng làm đẹp BCTC” nhằm đáp ứng yêu cầu của Sở Giao dịch Chứng khoán và Ủy ban Chứng khoán.

Một thành tố quan trọng khác giúp cho cơ chế giám sát tính trung thực và chất lượng của BCTC là sự hiện diện và tính hữu hiệu của kiểm soát nội bộ và kiểm toán nội bộ ở công ty niêm yết. Trong khi Ban giám đốc chịu trách nhiệm chính trong việc thiết lập và duy trì tính hợp lý và hữu hiệu của kiểm soát nội bộ, các kiểm toán viên nội bộ và kiểm toán viên độc lập cần bảo đảm rằng, kiểm soát nội bộ là hợp lý và hữu hiệu (không có những khiếm khuyết nghiêm trọng) trong việc phòng ngừa, phát hiện và hiệu chỉnh gian lận BCTC và kiểm soát nội bộ không bị sự chi phối của Ban giám đốc (Bộ Tài chính, 2012)■

Chú thích

¹ Theo Dumontier & Martinez (2001. tr. 106), mô hình này được sử dụng lần đầu tiên bởi Masulis (1980). Mô hình này giả định suất sinh lời của chứng khoán i (X_i) không đổi qua thời gian nhưng có

sự khác biệt giữa các loại chứng khoán. X_i được tính toán dựa vào phương pháp hồi quy của suất sinh lời trong trước giai đoạn cửa sổ sự kiện.

² Do hạn chế về số trang, số liệu chi tiết không được trình bày trong bài viết.

Tài liệu tham khảo

- ACFE. (1996). *An extensive report on the status of fraud and white-collar crime in the U.S.* Truy cập tại http://www.acfe.com/uploadedFiles/ACFE_Website/Content/documents/1996-rttn.pdf.
- Alchian, A., & Demsetz, H. (1972). Production, Information, Costs and Economic Organization. *American Economic Review*, 62, 777-795.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research, Automne*, 6(2), 159-178.
- Beasley, M. S., Carcello, J. V., & Hermanson, D. R. (1999). *Fraudulent Financial Reporting: 1987-1997, An Analysis of U.S. Public Companies*. New York: NY: COSO.
- Beaver, W. (1968). The information content of annual earning announcements. *Journal of Accounting Research, Supp.*, 6, 67-92.
- Bộ Tài chính. (2001). *Quyết định số 143/2001/QĐ-BTC về việc ban hành và công bố sáu chuẩn mực kiểm toán Việt Nam (Đợt 3)*.
- Bộ Tài chính. (2012). *Thông tư số 214/2012/TT-BTC về ban hành hệ thống chuẩn mực kiểm toán VN*.
- Cox, R. A. K., & Weirich, T. R. (2002). The stock market reaction to fraudulent financial reporting. *Managerial Auditing Journal*, 17(7), 374-382.
- Davidson, W. N., Worrel, D. L., & Lee, C. I. (1994). Stock market reactions to announced corporate illegalities. *Journal of Business Ethics*, 13(12), 979-987.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulations: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1-36.
- Dumontier, P., & Martinez, I. (2001). Les études d'événements en comptabilité financière. In P. Dumontier & T. Robert (Eds.), *Faire de la recherche en comptabilité financière* (pp. 103-115). Paris: Vuibert.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21.
- Feroz, E. H., Park, K., & Pastena, V. S. (1991). The Financial and Market Effects of the SEC's Accounting and Auditing Enforcement Releases. *Journal of Accounting Research*, 29 (Supplement), 107-112.

- Hồ Viết Tiến, & Đinh Thị Thu Hà. (2012). So sánh hiệu quả của phát hành cổ phiếu bổ sung trong giai đoạn thị trường thuận lợi và không thuận lợi: Trường hợp HOSE 2007-2010. Tạp chí *Công nghệ ngân hàng*, 76, 3-10.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-350.
- MacKinley, A. C. (1997). Event studies in economic and finance. *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39.
- Nguyễn Thị Minh Huệ. (2012). Tác động của thông báo cổ tức lên giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 26(5), 44-59.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11, 661-687.
- Sarbanes-Oxley Act of 2002. *Public company accounting reform and investor protection act of 2002*. Truy cập tại http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=107_cong_bills&docid=f:h3763enr.txt.pdf.
- Stolowy, H., & Breton, G. (2004). Accounts Manipulation: A Literature Review and Proposed Conceptual Framework. *Review of Accounting and Finance*, 3(1), 5-92.