

Áp dụng mô hình Modified Jones với dữ liệu chéo: Nghiên cứu hành vi quản trị lợi nhuận của các công ty niêm yết khi phát hành thêm cổ phiếu

NGUYỄN CÔNG PHƯƠNG

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

Ngày nhận:

05/11/2016

Ngày nhận lại:

22/03/2017

Ngày duyệt đăng:

31/03/2017

Mã số:

1116-M41-V06

Từ khóa:

Modified Jones Model;
Quản trị lợi nhuận; Phát
hành thêm cổ phiếu; Biến
dồn tích.

Keywords:

Modified Jones Model;
Earnings management;
Seasoned equity issuers;
Accruals.

Nghiên cứu áp dụng mô hình Modified Jones với dữ liệu chéo để đánh giá hành vi quản trị lợi nhuận khi phát hành thêm cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN. Phân tích cho thấy cách tiếp cận này là khả thi và chỉ ra 75% công ty trong mẫu nghiên cứu thực hiện điều chỉnh tăng lợi nhuận ở ngay quý trước thời điểm phát hành thêm cổ phiếu. Kết quả này cung cấp thêm bằng chứng về hành vi cơ hội của nhà quản lý ở các công ty phát hành thêm cổ phiếu, đồng thời gợi mở áp dụng mô hình Modified Jones với dữ liệu chéo khi thực hiện các nghiên cứu trong tương lai.

Abstract

The objective of this study is to apply the cross-sectional Modified Jones Model to identify earning management of seasoned equity issuers in Vietnam. To attract investors, the issuers that raise capital through seasoned equity offerings often report higher net income prior to the offering. Based on the positive approach and by using Modified Jones' (1995) accruals model, the results show that 75% of companies in the sample adjust discretionary accruals to report higher net income prior to the seasoned equity offering. This finding, on the one hand, provides initial evidence of managers' behavior of seasoned equity issuers in Vietnam and confirms previous findings on the opportunistic behavior of managers in order to reduce the cost of capital. On the other hand, application of the modified Jones model is suggested with the cross-sectional data.

1. Đặt vấn đề

Quản trị lợi nhuận là một sự can thiệp có cân nhắc trong quá trình cung cấp thông tin tài chính nhằm đạt được những lợi ích cá nhân (Schipper, 1989). Quản trị lợi nhuận phản ánh hành động của nhà quản trị trong việc lựa chọn các chính sách kế toán nhằm mang lại lợi ích cho họ hoặc làm tăng giá trị thị trường của công ty (Scott, 1997). Quản trị lợi nhuận nhấn mạnh hành vi cơ hội của nhà quản trị để tối đa hóa giá trị. Mặc dù, quản trị lợi nhuận được thực hiện trong khuôn khổ chuẩn mực và chế độ kế toán nhưng lại làm cho thông tin lợi nhuận không trung thực.

Quản trị lợi nhuận được thực hiện với những động cơ, mục đích khác nhau. Điều chỉnh tăng lợi nhuận khi huy động vốn qua thị trường chứng khoán là một trong những động cơ nhằm thu hút vốn với chi phí thấp. Quản trị lợi nhuận được quan tâm bởi nhiều nhà nghiên cứu trên thế giới. Chủ đề này cũng đã thu hút một số lượng đáng kể các nghiên cứu gần đây ở nước ta; tuy nhiên, do hạn chế về khả năng thu thập dữ liệu thời gian theo yêu cầu của mô hình Jones, một số nghiên cứu sử dụng các mô hình dựa trên biến kế toán dồn tích (Accruals) có hiệu suất kiểm định rất thấp (như nghiên cứu của Bùi Thị Mai Hoài & Nguyễn Thị Tuyết Hoa, 2015; Đặng Ngọc Hùng, 2015), hoặc một số luận án tiến sĩ sử dụng mô hình Jones nhưng kiểm định với dữ liệu thời gian trong khi dữ liệu thời gian đòi hỏi phải đủ dài (ít nhất 20 năm) thì lại khó có thể thu thập được ở nước ta. Điều này dẫn đến kết quả nghiên cứu có độ tin cậy không cao. Từ đó, việc nhận thức và áp dụng một mô hình kiểm định phù hợp là thật sự cần thiết để đảm bảo độ tin cậy của kết quả nghiên cứu. Mục tiêu của nghiên cứu này nhằm áp dụng mô hình dựa trên biến kế toán dồn tích Modified Jones với dữ liệu chéo, một mô hình có hiệu suất kiểm định cao, được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu trên thế giới và phù hợp với khả năng thu thập dữ liệu ở nước ta, qua đó, tìm kiếm bằng chứng về hành vi quản trị lợi nhuận của các công ty niêm yết phát hành thêm cổ phiếu.

Nghiên cứu có một số đóng góp đáng kể về mặt khoa học và thực tiễn. Kết quả nghiên cứu sẽ góp phần khẳng định thêm hành vi cơ hội của nhà quản trị công ty như đã được kiểm chứng ở các thị trường chứng khoán phát triển cao; qua đó đánh giá tính hữu hiệu của lý thuyết quản trị lợi nhuận ở cả thị trường mới nổi. Hay nói cách khác, lý thuyết đại diện, lý thuyết bất cân xứng thông tin vẫn có hiệu lực xét theo khía cạnh quản trị lợi nhuận ở một thị trường chứng khoán mới hình thành. Mặt khác, xét về việc vận dụng mô hình nghiên cứu quản trị lợi nhuận, khác với các nghiên cứu trong nước thời gian

qua, nghiên cứu này áp dụng phiên bản cải tiến của mô hình Jones: Mô hình Modified Jones với dữ liệu chéo để kiểm chứng hành vi quản trị lợi nhuận gắn với bối cảnh huy động vốn qua thị trường chứng khoán ở VN. Kết quả gợi ý cần áp dụng mô hình này phù hợp với khả năng dữ liệu trong các nghiên cứu tương lai. Kết quả nghiên cứu bước đầu cũng cung cấp bằng chứng thực nghiệm giúp cho nhà đầu tư xem xét cẩn trọng hơn trong việc đưa ra quyết định dựa vào thông tin kế toán, giúp cho cơ quan quản lý tăng cường quản lý chất lượng thông tin kế toán.

2. Các nghiên cứu có liên quan và giả thuyết nghiên cứu

Lí thuyết đại diện (Agency Theory) có nguồn gốc từ lí thuyết kinh tế, được Alchian và Demsetz phát triển vào năm 1972, sau đó được Jensen và Meckling tiếp tục phát triển vào năm 1976. Lí thuyết đại diện đưa ra một khung lí thuyết về quản trị công ty làm căn cứ nghiên cứu ảnh hưởng của động cơ thị trường vốn lên hành vi quản trị lợi nhuận của nhà quản trị các công ty niêm yết. Lí thuyết đại diện chỉ ra rằng mục tiêu duy nhất của cổ đông là tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Từ đó, mục tiêu quản trị điều hành của ban giám đốc luôn nhằm gia tăng giá trị doanh nghiệp, trong đó có hành động quản trị lợi nhuận thông qua vận dụng chính sách kế toán. Nhà quản trị thực hiện quản trị lợi nhuận thông qua vận dụng chính sách kế toán nhằm đạt được các mục tiêu khác nhau (như: tiền thưởng của nhà quản lý, thu hút vốn, hợp đồng nợ, chi phí chính trị, chi phí thuế). Quản trị lợi nhuận nhằm thu hút vốn tài trợ được nhiều nghiên cứu trên thế giới đặt ra và đã cung cấp những bằng chứng khoa học về hành vi này, chẳng hạn như: Rahman và Ali (2006); Rangan (1998); Shivakumar (2000); Teoh và cộng sự (1998); Wang (2005); Yoon và Miller (2002).

Lí thuyết bất cân xứng thông tin được phát hiện vào những năm 1970 do công lao của ba nhà kinh tế: Akerlof, Spence và Stiglitz. Theo lí thuyết này, có sự mất cân đối thông tin về doanh nghiệp giữa nhà quản lý và cổ đông bên ngoài (hiện tại và tiềm tàng). Lí thuyết này được sử dụng làm nền cho hướng nghiên cứu quản trị lợi nhuận trong bối cảnh huy động vốn qua thị trường chứng khoán. Theo đó, nhà quản trị công ty có nhiều thông tin về doanh nghiệp, tận dụng bất cân xứng thông tin về hiệu quả của công ty quanh thời điểm phát hành để đánh lừa nhà đầu tư thông qua hành động quản trị lợi nhuận. Tồn tại một số nghiên cứu quản trị lợi nhuận khi huy động vốn qua thị trường chứng khoán dựa vào nền tảng lí thuyết này chẳng hạn như: Iqbal và cộng sự (2009), Iqbal và Strong (2010), Shivakumar (2000), Teoh và cộng sự (1998).

Hai lý thuyết trên được vận dụng để giải thích hành vi giá cổ phiếu. Theo mô hình định giá cổ phiếu trong tài chính, giá trị cổ phiếu của công ty chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố, trong đó giá trị kế toán của vốn chủ sở hữu và lợi nhuận kinh doanh là hai yếu tố được định lượng rõ nét¹. Hai yếu tố này đều được cung cấp trong báo cáo tài chính. Giả thuyết dựa vào mô hình này cho rằng các nhà đầu tư sử dụng thông tin cung cấp trong báo cáo tài chính để định giá các cổ phiếu phát hành. Hay nói cách khác, lợi nhuận cung cấp trong báo cáo tài chính có tác động đến giá của các cổ phiếu niêm yết. Từ đó, nhà quản trị điều chỉnh tăng lợi nhuận để ảnh hưởng tích cực đến giá bán cổ phiếu, thu hút nhiều hơn nhà đầu tư trên thị trường khi huy động vốn trên thị trường chứng khoán. Dechow và cộng sự (1996) gợi ý rằng, nhà quản trị của những công ty thường có huy động vốn bên ngoài² sẽ báo cáo lợi nhuận tăng hơn số thực tế để tạo ra danh tiếng trên thị trường, từ đó họ có thể hưởng lợi khi phát hành thêm cổ phiếu về sau. Hai nghiên cứu điển hình đầu tiên về quản trị lợi nhuận khi phát hành thêm cổ phiếu chứng tỏ rằng nhà quản lý đã điều chỉnh lợi nhuận ở kì trước thời điểm tăng vốn (Rangan, 1998; Teoh & cộng sự, 1998). Hai nghiên cứu này chỉ ra rằng, lợi nhuận báo cáo ở kì trước khi phát hành thêm cổ phiếu của các công ty rất cao. Ngược lại, lợi nhuận công bố của kì liền sau khi tăng vốn giảm sút. Hai nghiên cứu này cũng cung cấp bằng chứng về mối liên quan chặt chẽ giữa quản trị lợi nhuận và khả năng sinh lời của cổ phiếu sau khi tăng vốn: Các cổ phiếu của những công ty có mức điều chỉnh lợi nhuận cao (Accruals cao) có khả năng sinh lời thấp hơn ở thời kì sau khi tăng vốn so với khả năng sinh lời của các cổ phiếu khác. Điều này, theo các tác giả của hai nghiên cứu trên là do nhà đầu tư quá “ngây thơ” (Naively) với lợi nhuận ở kì trước khi tăng vốn mà không nghi ngờ gì về hành động điều chỉnh lợi nhuận của nhà quản trị.

Nghiên cứu của Shivakumar (2000) đã kiểm chứng kết luận này của hai nghiên cứu trên: Kết quả cho thấy nhà quản trị công ty phát hành thêm cổ phiếu đã điều chỉnh tăng lợi nhuận ở kì trước khi tăng vốn, tuy nhiên, nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng ngược lại với kết quả nghiên cứu của Rangan (1998), Teoh và cộng sự (1998) về việc giải thích sự giảm sút khả năng sinh lời của cổ phiếu sau khi tăng vốn.

¹ Theo mô hình xác định giá trị của vốn cổ phần thường của Edwards và Bell (1961) và Ohlson (1995), gọi tắt là mô hình EBO: $V_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{LNGT_t}{(1+k)^t}$, trong đó LNGT [= (ROCE - k)*BV] là lợi nhuận tăng thêm so với lợi nhuận kì vọng, k là tỉ suất sinh lời kì vọng của cổ phiếu, ROCE là tỉ suất sinh lời thực tế của vốn cổ phần thường.

² Dechow và cộng sự (1995) định nghĩa công ty có huy động vốn bên ngoài thường xuyên là những công ty có phát hành thêm cổ phiếu phổ thông nhiều hơn 1 lần trong khoảng thời gian 2 năm. Định nghĩa này dựa vào niềm tin rằng một sự kiện phát hành thêm cổ phiếu trong vòng 2 năm có thể dự đoán được tại thời điểm trước thời điểm phát hành, điều này làm thay đổi động cơ của nhà quản trị để thực hiện điều chỉnh lợi nhuận.

Các nhà đầu tư, doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán VN được kì vọng là có hành vi cơ hội như đề cập trong lí thuyết và từ kết quả thực nghiệm nói trên. Từ đó, giả thuyết được đặt ra như sau:

H₁: Các công ty phát hành thêm cổ phiếu điều chỉnh tăng lợi nhuận ở kì trước thời điểm phát hành.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Lựa chọn mô hình

Tồn tại nhiều mô hình dựa trên biến kế toán dồn tích (Accruals) để nhận diện hành động quản trị lợi nhuận trong khuôn khổ hệ thống kế toán (Earnings Management). Các mô hình này được sử dụng để dự đoán xem có hay không hành động quản trị lợi nhuận của nhà quản trị công ty. Sáu mô hình Accruals phổ biến nhất là mô hình: Healy (1985), DeAngelo (1986), Jones (1991), Jones - Modified Jones (Dechow & cộng sự, 1995), và Modified Jones với dữ liệu chéo (Cross-Sectional Modified Jones) của DeFond và Jiambalvo (1994). Nghiên cứu của Dechow và cộng sự (1995) đánh giá khả năng dự đoán quản trị lợi nhuận của năm mô hình đầu và cho thấy mô hình Modified Jones có khả năng dự đoán tốt nhất hành động quản trị lợi nhuận của nhà quản trị. Mô hình Modified Jones sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian (Time-Series Data) ít nhất là 20 năm cho mỗi công ty để ước tính các tham số α_i của mô hình. Do đó, phiên bản này chỉ được sử dụng khi số liệu sẵn có đủ dài nên đây là một hạn chế liên quan đến vận dụng mô hình. Để khắc phục hạn chế này, DeFond và Jiambalvo (1994) đề xuất sử dụng dữ liệu chéo (Cross-Sectional Data) thay cho dữ liệu chuỗi thời gian để ước tính các tham số α_i trong mô hình Modified Jones. Mô hình Modified Jones với cách tiếp cận dữ liệu chéo được gọi là “Cross-Sectional Modified Jones Model”. Nhiều nghiên cứu về sau đều sử dụng dữ liệu chéo đối với mô hình Modified Jones. Nghiên cứu của Bartov và cộng sự (2001) về khả năng dự đoán hành động điều chỉnh lợi nhuận của các mô hình Accruals phổ biến cho thấy mô hình Modified Jones với dữ liệu chéo có khả năng dự đoán tốt hơn mô hình Modified Jones với dữ liệu chuỗi thời gian. Với ưu điểm như vậy, phiên bản mô hình Modified Jones với dữ liệu chéo được sử dụng trong nghiên cứu này với một số lưu ý đo lường các biến khi sử dụng để nghiên cứu ở VN. Nội dung và trình tự sử dụng mô hình này được trình bày như sau.

$$\text{Mô hình Modified Jones: } \frac{NDA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) \quad (1)$$

Trong đó:

NDA_{it} : Biến kế toán dồn tích không thể điều chỉnh (Non Discretionary Accruals) của công ty i ở kì sự kiện t ;

A_{it-1} : Giá trị kế toán của tổng tài sản vào cuối kì $t-1$;

ΔREV_t = Doanh thu thuần _{t} – doanh thu thuần _{$t-1$} ;

PPE_{it} : Nguyên giá ở thời điểm cuối năm t của tài sản cố định hữu hình, tài sản cố định thuê tài chính, bất động sản đầu tư;

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$: Các tham số của từng công ty;

t : Năm t ; và

i : Công ty i .

Ước tính các tham số $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ trong mô hình trên thông qua mô hình sau ở thời kì ước tính (sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất OLS):

$$\frac{TA_{ip}}{A_{ip-1}} = a_1 \left(\frac{1}{A_{ip-1}} \right) + a_2 \left(\frac{\Delta REV_{ip}}{A_{ip-1}} \right) + a_3 \left(\frac{PPE_{ip}}{A_{ip-1}} \right) + \varepsilon \quad (2)$$

Trong đó:

p (Prediction): Kì thực hiện ước tính phần không điều chỉnh NDA

a_1, a_2, a_3 : Kết quả ước tính $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ thông qua ước tính OLS.

ε : Residual, là lỗi ước tính, tương đương với phần Discretionary Accruals của các kì ước tính. Giá trị ε càng nhỏ thì các tham số ước tính được càng chính xác. Hay nói cách khác, phần NDA qua các năm là gần tương đương nhau.

Tồn tại hai cách ước tính a_1, a_2, a_3 khi sử dụng OLS: (1) Sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian (Time Series-Data) để ước tính; và (2) Sử dụng dữ liệu chéo để ước tính³. Theo đó số liệu kì sự kiện (kì t) của nhiều công ty trong cùng ngành⁴ với công ty nghiên cứu (các công ty này được xem là không có điều chỉnh lợi nhuận, tức là không có trong mẫu nghiên cứu) được sử dụng để ước tính các tham số. Hay nói cách khác, các công ty tham gia ước tính phải phù hợp với công ty nghiên cứu về: cùng nhóm ngành, và kì dữ liệu. Nghiên cứu này sử dụng cách thứ 2. Theo đó, số công ty trong từng nhóm ngành được

³ Xem nghiên cứu của DeFond và Jiambalvo (1994).

⁴ Xem nhóm ngành theo Quyết định số 10/2007/QĐ-TTg ngày 23/01/2007 của Thủ tướng Chính phủ, gồm các 21 nhóm ngành được kí hiệu theo chữ cái.

chọn để đưa vào tính toán ít nhất là 20 công ty⁵. Các công ty được chọn theo trật tự ưu tiên những công ty có giá trị vốn hoá thị trường từ lớn đến nhỏ. Như đã phân tích ở trên, cách tiếp cận dữ liệu chéo được chọn để ước tính vì nguồn số liệu sẵn có.

Sau khi tính được biến kế toán dồn tích không thể điều chỉnh NDA theo công thức (1), tính toán biến kế toán dồn tích điều chỉnh (Discretionary Accruals, hay Anormal Accruals) theo công thức sau:

$$DA_{it} = TA_{it}/A_{it-1} - NDA_{it}/A_{it-1} \quad (3)$$

Trong đó :

DA_{it} : Biến kế toán dồn tích điều chỉnh (Discretionary Accruals) của công ty i ở kì sự kiện t .

TA_{it} : Biến kế toán dồn tích, được đo lường bằng chênh lệch của lợi nhuận sau thuế và dòng tiền thuần hoạt động kinh doanh.

3.2. Chọn thời điểm sự kiện

Thời điểm sự kiện được kí hiệu là 0. Báo cáo tài chính lập cho kì gần nhất là đối tượng cần nghiên cứu hành động quản trị lợi nhuận của nhà quản lí. Tuy nhiên, nhà quản lí có thể ý thức và thực hiện hành động quản trị lợi nhuận ở một số kì xoay quanh kì sự kiện (gọi là cửa sổ sự kiện). Do đó, báo cáo tài chính của một số kì xoay quanh kì sự kiện (-3;+3) được đưa vào nghiên cứu hành động quản trị lợi nhuận. Kì báo cáo tài chính được chọn có thể là quý hoặc năm. Chọn kì báo cáo quý phản ánh rõ nét hơn hành động quản trị lợi nhuận của nhà quản lí, nhất là trong bối cảnh của VN, theo đó, nhà đầu tư thường có ít kinh nghiệm tài chính để đánh giá dài hạn. Nghiên cứu này chọn kì sự kiện là quý, thời điểm sự kiện là ngày chính thức phát hành, kì báo cáo tài chính nghiên cứu là báo cáo tài chính quý liền trước kì phát hành. Việc không chọn các cửa sổ sự kiện để đánh giá hành vi của nhà quản trị xoay quanh thời điểm phát hành là do nhà đầu tư ở nước ta có ít kinh nghiệm tài chính để đánh giá dài hạn; mặt khác, cũng do dựa vào kết quả của các nghiên cứu điển hình trước đây (Rangan, 1998; Shivakumar, 2000), theo đó, các công ty phát hành thêm cổ phiếu chỉ điều chỉnh lợi nhuận tăng ở kì báo cáo ngay trước kì sự kiện.

Thu thập dữ liệu và kỹ thuật phân tích

Mẫu được chọn từ tổng thể nghiên cứu ban đầu là các công ty cổ phần niêm yết trên

⁵ $N \geq 20$ là theo thông lệ trong thống kê toán. Nhiều nghiên cứu sử dụng $n \geq 20$, chẳng hạn nghiên cứu của Shivakumar (2000, tr. 345). Các công ty được chọn theo trật tự ưu tiên những công ty có giá trị vốn hoá thị trường từ lớn đến nhỏ.

Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) có phát hành thêm cổ phiếu trong năm 2013 với hình thức phát hành “quyền mua cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu”⁶. Việc chỉ chọn hình thức phát hành “quyền mua cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu” để nghiên cứu quản trị lợi nhuận là do hình thức phát hành này cho phép người mua quyền lựa chọn mua cổ phiếu trên cơ sở đánh giá của họ về triển vọng của công ty, trong khi các hình thức phát hành khác không đặt ra cơ hội cho nhà quản trị thực hiện hành động quản trị lợi nhuận để giúp tăng giá bán cổ phiếu⁷. Các công ty được chọn phải có đầy đủ báo cáo tài chính và được công bố trong 2 quý liên tiếp liền trước quý phát hành thêm cổ phiếu.

Tổng thể ban đầu thu thập được từ nguồn Stoxplus. Năm 2013 có 29 công ty phát hành thêm cổ phiếu với hình thức phát hành “quyền mua cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu” trên HOSE. Năm công ty sau đó bị loại do không đủ điều kiện chọn mẫu gồm 3 công ty thuộc lĩnh vực tài chính ngân hàng, 2 công ty thiếu dữ liệu để nghiên cứu. Mẫu nghiên cứu cuối cùng là 24 công ty, được phân thành 11 ngành, trong đó chủ yếu là ngành xây dựng bất động sản, khai khoáng và thực phẩm - đồ uống - thuốc lá.

Bảng 1

Phân bố mẫu theo ngành

Ngành	Số lượng công ty
Kim loại và các sản phẩm từ khoáng phi kim loại	2
Ngành nội ngoại thất	1
Vận tải và kho bãi	1
Sản phẩm giấy và in ấn	1
Hóa chất - Dược phẩm	1
Thiết bị điện - Điện tử - Viễn thông	1
Ngành bán buôn	1
Ngành trồng trọt	1
Thực phẩm - Đồ uống - Thuốc lá	5
Ngành xây dựng - Bất động sản	5

⁶ Phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu là trường hợp công ty phát hành thêm và chào bán số lượng cổ phần phổ thông cho tất cả cổ đông phổ hiện hữu thông theo tỉ lệ cổ phần hiện có của họ tại công ty.

⁷ Các hình thức phát hành khác như phát hành riêng lẻ, phát hành cho CBCNV, cổ phiếu thưởng, trả cổ tức bằng cổ phiếu không đưa ra quyền lựa chọn mua, do đó sẽ không có hành động quản trị lợi nhuận.

Ngành	Số lượng công ty
Khai khoáng	5
Tổng	24

Như đã đề cập ở trên, nghiên cứu này sử dụng dữ liệu chéo thay cho dữ liệu chuỗi thời gian để ước tính các tham số α_i trong mô hình Modified Jones. Theo đó, để ước tính các tham số α_i trong mô hình Modified Jones, với mỗi công ty trong mẫu, cần chọn ít nhất 20 công ty cùng ngành, theo trật tự ưu tiên những công ty có vốn hóa thị trường từ lớn đến nhỏ và các công ty này không có phát hành thêm cổ phiếu trong năm 2013. Các công ty được chọn phải có đầy đủ báo cáo tài chính và được công bố trong 2 quý liền trước quý thông báo phát hành thêm cổ phiếu của công ty nghiên cứu. Từ những điều kiện ở trên, nghiên cứu đã chọn được 220 công ty của 11 ngành tương ứng để thu thập dữ liệu phục vụ cho việc ước lượng các tham số trong mô hình Modified Jones.

Các dữ liệu có liên quan từ báo cáo tài chính (Lợi nhuận sau thuế, dòng tiền hoạt động kinh doanh...) của 220 công ty được nhập vào cơ sở dữ liệu Excel. Tính toán các biến của mô hình gồm REV, PPE, TA, A được thực hiện thông qua công cụ Excel. Kết quả tính toán được nhập vào cơ sở dữ liệu SPSS để thực hiện hồi quy nhằm đạt được các tham số a_1, a_2, a_3 . Sau đó tính toán biến kế toán dồn tích có thể điều chỉnh (DA) của 24 công ty nghiên cứu thông qua công cụ Excel.

Bảng 2

Các thuộc tính của các công ty thuộc mẫu nghiên cứu

Mã số công ty ⁸	Tổng tài sản đầu quý (triệu đồng)	Lợi nhuận (triệu đồng)	Ngày phát hành	Giá cổ phiếu ngày phát hành thêm (đồng)
1	2.107.920	21.474	20/04/2013	10.500
2	900.049	25.636	02/04/2013	11.000
3	1.677.698	10.367	24/05/2013	6.000
4	1.562.338	16.667	03/05/2013	13.700
5	669.350	32.040	30/03/2013	14.600
6	317.809	(9.898)	16/04/2013	5.600

⁸ Vì lý do bảo mật thông tin, tên của các công ty trong nghiên cứu không được trình bày.

Mã số công ty ⁸	Tổng tài sản đầu quý (triệu đồng)	Lợi nhuận (triệu đồng)	Ngày phát hành	Giá cổ phiếu ngày phát hành thêm (đồng)
7	1.914.597	2.615	25/04/2013	11.000
8	3.289.234	1.288	26/04/2013	5.100
9	789.281	46.212	19/06/2013	36.400
10	756.878	1.415	13/04/2013	4.200
11	969.140	38.930	23/05/2013	83.900
12	381.316	1.115	27/04/2013	9.900
13	523.808	21.662	05/02/2013	14.500
14	2.122.993	1.281	25/04/2013	4.800
15	1.234.269	26.904	19/04/2013	12.400
16	2.681.535	136.873	29/03/2013	12.900
17	5.103.347	3.934	23/04/2013	8.900
18	1.003.790	20.651	14/09/2013	11.800
19	313.288	337	15/05/2013	10.800
20	345.562	1.645	06/09/2013	9.100
21	301.085	4.292	24/04/2013	10.600
22	1.264.900	2.030	01/08/2013	5.900
23	214.503	3.510	20/03/2013	14.200
24	28.161.142	26.575	04/01/2013	22.600

4. Phân tích và trình bày kết quả

Mô hình dựa trên biến kế toán dồn tích Modified Jones được sử dụng để kiểm định giả thuyết có hay không các công ty phát hành thêm cổ phiếu thực hiện hành động quản trị lợi nhuận. Quy trình thực hiện phân tích theo 5 bước như được mô tả ở Phần 3 - Phương pháp nghiên cứu cho mỗi công ty trong số 24 công ty được chọn.

Minh họa cho trường hợp công ty có số thứ tự “1”. Ngày phát hành thêm cổ phiếu

của công ty là ngày 20/04/2013. Như vậy, quý cần nghiên cứu hành động quản trị lợi nhuận là quý I/2013 và quý trước quý nghiên cứu là quý IV/2012. Đối tượng phân tích ở đây là biến kế toán đòn tích có thể điều chỉnh của quý I/2013 ($DA_{1/13}/A_{4/12}$). Các số liệu có liên quan của 20 công ty cùng ngành được thu thập và tính toán để thực hiện ước tính các tham số a_1, a_2, a_3 của mô hình áp dụng cho công ty “1” được trình bày ở Bảng 3 và Bảng 4.

Kết quả tính toán các biến của các công ty dùng ước lượng các tham số của mô hình được sử dụng để thực hiện hồi quy OLS của mô hình ($\frac{TA_{i1/13}}{A_{i4/12}} = a_1 \left(\frac{1}{A_{i4/12}} \right) + a_2 \left(\frac{\Delta REV_{i1/13}}{A_{i4/12}} \right) + a_3 \left(\frac{PPE_{i1/13}}{A_{i4/12}} \right) + \varepsilon$) thông qua công cụ SPSS. Kết quả phân tích (không trình bày trong bài viết) cho thấy $a_1 = -0,148, a_2 = -0,125, a_3 = -0,381$. Thay a_1, a_2, a_3 cho $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ vào công thức sau để tính NDA/A:

$$\begin{aligned} \frac{NDA_{1/13}}{A_{4/12}} &= \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{4/12}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{1/13} - \Delta REC_{1/13}}{A_{4/12}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{1/13}}{A_{4/12}} \right) \\ &= -0,148 \left(\frac{1}{2.107.920} \right) + (-0,125) \left(\frac{(751.172 - 1.007.096) - (130.611 - 62.877)}{2.107.920} \right) + (-0,381) \left(\frac{946.903}{2.107.920} \right) \\ &= -0,151975 \end{aligned}$$

Tiếp theo, tính toán biến kế toán đòn tích có thể điều chỉnh của công ty “1” trong quý I/2013 ($DA_{1/13}/A_{4/12}$) theo công thức: $DA_{1/13}/A_{4/12} = TA_{1/13}/A_{4/12} - NDA_{1/13}/A_{4/12} = 0,235964 - (-0,151957) = 0,387921$.

Kết quả trên cho thấy biến kế toán đòn tích có thể điều chỉnh quý I/2013 của công ty “1” lớn hơn 0. Kết quả này muốn nói rằng công ty đã điều chỉnh tăng lợi nhuận trong quý I/2013 trước thời điểm phát hành thêm cổ phiếu. Mức độ điều chỉnh lợi nhuận trong quý I/2013 của công ty này rất cao, chiếm 38,79% trên giá trị tổng tài sản ở thời điểm cuối quý IV/2012.

Tính toán tương tự với các công ty khác trong mẫu. Kết quả tính toán biến đòn tích có thể điều chỉnh DA của 23 công ty còn lại được trình bày ở Bảng 3.

Bảng 3

Dữ liệu các biến của các công ty dùng ước tính các tham số của mô hình thuộc ngành Thực phẩm - Đồ uống - Thuốc lá

Mã số công ty	LNST1/13	LCTTT HDKD1/13	A4/12	REV1/13	REV4/12	PPE1/13
1	1.530.838	681.741	19.667.796	6.676.309	7.055.464	10.833.920
2	35.131	(839.307)	38.748.657	1.533.986	3.654.411	19.853.622
3	32.637	(79.666)	5.518.265	806.905	1.071.073	2.324.276
4	35.561	(63.265)	1.133.188	416.480	728.328	687.757
5	134.565	(55.490)	6.436.718	2.481.889	2.129.463	1.660.636
6	17.901	82.347	6.344.218	1.476.192	2.121.592	2.111.248
7	53.758	(175.007)	3.082.226	1.073.475	1.114.864	1.128.042
8	52.010	(399.063)	2.729.943	499.235	499.937	1.749.030
9	22.856	(210.431)	3.550.505	1.138.668	708.524	1.132.487
10	16.074	19.156	996.652	952.311	1.090.357	489.606
11	37.950	(82.879)	1.278.882	1.056.182	1.200.679	347.963
12	4.413	(11.179)	768.378	216.662	308.294	620.372
13	6.515	52.431	2.453.029	489.382	427.608	1.066.115
14	13.969	(20.037)	529.375	142.231	103.394	94.201
15	14.527	(88.879)	2.694.762	577.519	431.896	2.421.044
16	8.613	(20.881)	1.475.221	291.846	384.046	491.127
17	17.506	86.600	580.066	360.201	374.745	451.202
18	5.695	9.355	300.302	203.281	220.599	212.296
19	5.799	(960)	232.352	128.365	112.193	79.282
20	1.935	(292.176)	1.171.716	411.395	501.552	229.115

Bảng 4

Kết quả tính toán các biến TA/A , $\Delta REV/A$, PPE/A cho các công ty dùng ước tính tham số của mô hình

Mã số công ty	$TA_{1/13}/A_{4/12}$	$I/A_{4/12}$	$\Delta REV_{1/13}/A_{4/12}$	$PPE_{1/13}/A_{4/12}$
1	0,043172	0,000000	(0,019278)	0,550846
2	0,022567	0,000000	(0,054723)	0,512369
3	0,020351	0,000000	(0,047872)	0,421197
4	0,087211	0,000001	(0,275195)	0,606922
5	0,029527	0,000000	0,054752	0,257994
6	(0,010158)	0,000000	(0,101730)	0,332783
7	0,074221	0,000000	(0,013428)	0,365983
8	0,165232	0,000000	(0,000257)	0,640684
9	0,065705	0,000000	0,121150	0,318965
10	(0,003092)	0,000001	(0,138510)	0,491251
11	0,094480	0,000001	(0,112987)	0,272084
12	0,020292	0,000001	(0,119254)	0,807379
13	(0,018718)	0,000000	0,025183	0,434612
14	0,064238	0,000002	0,073364	0,177948
15	0,038373	0,000000	0,054039	0,898426
16	0,019993	0,000001	(0,062499)	0,332918
17	(0,119114)	0,000002	(0,025073)	0,777846
18	(0,012188)	0,000003	(0,057669)	0,706942
19	0,029089	0,000004	0,069601	0,341215
20	0,251009	0,000001	(0,076944)	0,195538

Bảng 5

Kết quả kiểm định bằng mô hình Modified Jones

Mã số công ty	TA_t/A_{t-1}	NDA_t/A_{t-1}	DA_t/A_{t-1}	Kết quả	Kết luận
1	0,235964	-0,151957	0,387921	DA/A>0	Điều chỉnh tăng lợi nhuận
2	0,002454	-0,186093	0,188548	DA/A>0	Điều chỉnh tăng lợi nhuận
3	-0,000250	-0,087486	0,087236	DA/A>0	Điều chỉnh tăng lợi nhuận
4	0,076298	-0,147942	0,224240	DA/A>0	Điều chỉnh tăng lợi nhuận
5	-0,015442	-0,350373	0,334931	DA/A>0	Điều chỉnh tăng lợi nhuận
6	-0,074926	0,146246	-0,221172	DA/A<0	Điều chỉnh giảm lợi nhuận
7	-0,149395	0,019763	-0,169158	DA/A<0	Điều chỉnh giảm lợi nhuận
8	-0,016397	-0,116191	0,099794	DA/A>0	Điều chỉnh tăng lợi nhuận
9	-0,009648	-0,115921	0,106273	DA/A>0	Điều chỉnh tăng lợi nhuận
10	0,013389	0,020471	-0,007081	DA/A<0	Điều chỉnh giảm lợi nhuận
11	0,082565	-0,146413	0,228978	DA/A>0	Điều chỉnh tăng lợi nhuận
12	0,011392	0,093878	-0,082486	DA/A<0	Điều chỉnh giảm lợi nhuận
13	-0,159226	0,002586	-0,161812	DA/A<0	Điều chỉnh giảm lợi nhuận
14	0,015970	-0,143648	0,159618	DA/A>0	Điều chỉnh tăng lợi nhuận
15	-0,000092	-0,114531	0,114439	DA/A>0	Điều chỉnh tăng lợi nhuận
16	0,154610	-0,048074	0,202684	DA/A>0	Điều chỉnh tăng lợi nhuận
17	0,020003	-0,060720	0,080722	DA/A>0	Điều chỉnh tăng lợi nhuận
18	-0,047775	-0,015164	-0,032611	DA/A<0	Điều chỉnh giảm lợi nhuận
19	0,004526	-0,043719	0,048245	DA/A>0	Điều chỉnh tăng lợi nhuận
20	0,141659	-0,295713	0,437372	DA/A>0	Điều chỉnh tăng lợi nhuận
21	-0,009247	-0,068656	0,059410	DA/A>0	Điều chỉnh tăng lợi nhuận
22	0,173755	-0,089748	0,263503	DA/A>0	Điều chỉnh tăng lợi nhuận

Mã số công ty	TA_t/A_{t-1}	NDA_t/A_{t-1}	DA_t/A_{t-1}	Kết quả	Kết luận
23	0,025883	-0,164326	0,190209	$DA/A > 0$	Điều chỉnh tăng lợi nhuận
24	-0,009369	-0,069560	0,060191	$DA/A > 0$	Điều chỉnh tăng lợi nhuận

Kết quả phân tích cho thấy có 18 công ty trong số 24 công ty niêm yết trên HOSE (chiếm tỉ lệ 75%) điều chỉnh tăng lợi nhuận ở quý trước thời điểm phát hành thêm cổ phiếu. Kết quả này phù hợp với giả thuyết đặt ra về hành động điều chỉnh tăng lợi nhuận của các công ty nhằm thu hút vốn đầu tư, giảm chi phí vốn khi phát hành thêm cổ phiếu. Tuy nhiên, vẫn có 6 công ty (chiếm tỉ lệ 25 %) điều chỉnh giảm lợi nhuận; thực tế này có thể do các công ty này chịu áp lực hay theo đuổi mục tiêu khác (như thuế, thu nhập của nhà quản lí) hay do trình độ của nhân viên kế toán, hoặc có thể do sai số của mô hình.

Phân tích chi tiết hơn cho thấy nhìn chung mức độ điều chỉnh lợi nhuận là khác nhau giữa các công ty. Với nhóm các công ty điều chỉnh tăng lợi nhuận, mức điều chỉnh tăng trung bình chiếm khoảng 18,19% trên tổng tài sản đầu quý (được tính từ Bảng 5); mức điều chỉnh lớn nhất chiếm 43,74% trên tổng tài sản và mức điều chỉnh nhỏ nhất là 5% trên tổng tài sản. Với nhóm các công ty điều chỉnh giảm lợi nhuận, mức điều chỉnh giảm trung bình chiếm khoảng 11,24% trên tổng tài sản đầu quý; mức điều chỉnh giảm lớn nhất là 22%; mức điều chỉnh giảm nhỏ nhất là 0,7%.

Việc điều chỉnh tăng lợi nhuận có thể nhằm đạt được mục tiêu huy động vốn thông qua giá bán cổ phiếu phát hành thêm. Động cơ để các công ty này thực hiện việc điều chỉnh tăng lợi nhuận trong quý chuẩn bị phát hành thêm cổ phiếu có thể là để tạo được sự chú ý của nhà đầu tư khi đánh giá về hiệu quả kinh doanh và triển vọng tăng trưởng công ty. Qua đó có thể tăng giá trị thị trường cổ phiếu của công ty và chào bán thành công. Tham chiếu giá phát hành cổ phiếu của các công ty này (trên website vietstock.vn) cho thấy 18 công ty điều chỉnh tăng lợi nhuận đều có đợt chào bán thành công. Hơn nữa, giá cổ phiếu trung bình tại ngày chính thức phát hành của những công ty này là 16.333 đồng/cổ phiếu khá cao so với giá cổ phiếu trung bình của những công ty điều chỉnh giảm lợi nhuận tại ngày chính thức phát hành trong mẫu là 9.500 đồng/cổ phiếu.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

Kết quả phân tích cho thấy việc áp dụng mô hình Modified Jones với dữ liệu chéo là khả thi. Mặt khác, kết quả cũng cung cấp bằng chứng về hành vi của nhà quản trị công ty thực hiện hành động quản trị lợi nhuận khi phát hành thêm cổ phiếu nhằm mục đích thu hút nhà đầu tư. Những bằng chứng ban đầu cũng cho thấy những công ty báo cáo lợi nhuận tăng thì có giá cổ phiếu tăng lên và huy động vốn nhìn chung là thành công. Điều này có thể do một phần từ hành động quản trị lợi nhuận đã làm thay đổi tình hình tài chính của công ty theo hướng có lợi hơn. Kết quả này cũng khẳng định tính hữu hiệu của lý thuyết đại diện và lý thuyết bất cân xứng thông tin ở thị trường chứng khoán chưa phát triển như VN.

Kết quả của nghiên cứu này gợi dẫn một vài hàm ý liên quan đến chất lượng lợi nhuận. Về mặt học thuật, các nghiên cứu trong tương lai cần sử dụng mô hình Modified Jones với dữ liệu chéo và mô tả thật kỹ quy trình ước lượng các tham số của mô hình. Có như vậy kết quả nghiên cứu mới đáng tin cậy. Về mặt quản lý, do lợi nhuận là một trong những chỉ tiêu quan trọng, được sử dụng để đánh giá hiệu quả hoạt động của công ty. Một khi chỉ tiêu lợi nhuận kế toán báo cáo không trung thực, khách quan như yêu cầu của thông tin kế toán, người sử dụng thông tin sẽ có thể gặp rủi ro khi đưa ra quyết định. Từ đó, các cơ quan kiểm soát cần phải gia tăng kiểm tra, giám sát chỉ tiêu lợi nhuận của công ty. Chất lượng kiểm toán báo cáo tài chính đóng vai trò quan trọng trong việc nâng cao chất lượng lợi nhuận của công ty. Điều này cũng ngụ ý cho nhà đầu tư rằng khi đánh giá độ tin cậy của chỉ tiêu chất lượng lợi nhuận của một công ty thì cần xem xét chất lượng của công ty kiểm toán thực hiện kiểm toán báo cáo tài chính của công ty đó. Với các cơ quan quản lý nhà nước trong lĩnh vực có liên quan như Ủy ban Chứng khoán, các Sở Giao dịch Chứng khoán, cần gia tăng các hoạt động giám sát công bố thông tin công ty niêm yết và giám sát hoạt động kiểm toán độc lập.

Nghiên cứu này có một số hạn chế nhất định. Mẫu nghiên cứu không lớn và tính thời sự của dữ liệu nghiên cứu chưa tốt. Hạn chế này có ảnh hưởng nhất định đến tính khái quát hóa kết quả nghiên cứu. Tuy nhiên, một trong các mục đích của nghiên cứu này là đề xuất áp dụng mô hình phù hợp, tìm kiếm và chứng minh một hiện tượng hơn là đưa ra các giải pháp quản lý nên xét ở khía cạnh đó, nghiên cứu vẫn có ý nghĩa khoa học nhất định. Mặt khác, nghiên cứu chỉ dừng lại ở kiểm chứng dấu hiệu “quản trị lợi nhuận”, chưa đi xa hơn về chủ đề này bằng việc phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến quản trị lợi nhuận. Các nghiên cứu trong tương lai cần thực hiện ở một mẫu lớn hơn về cả không

gian và thời gian. Mặt khác, các nghiên cứu trong tương lai cũng cần kiểm định xem lợi nhuận của các công ty ở những kì kế toán sau thời điểm phát hành thêm cổ phiếu có sụt giảm hay không, do nhà quản trị đã thực hiện điều chỉnh tăng lợi nhuận của các kì kế toán trước thời điểm phát hành thêm cổ phiếu■

Tài liệu tham khảo

- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. doi: 10.2307/1879431
- Alchian, A., & Demsetz, H. (1972). Production, information, costs and economic organization. *American Economic Review*, 62(3), 777–795.
- Bartov, E., Gul, F. A., & Tsui, J. S. L. (2001). Discretionary-accruals models and audit qualifications. *Journal of Accounting & Economics*, 30(3), 421–452.
- Bùi Thị Mai Hoài, & Nguyễn Thị Tuyết Hoa. (2015). Các nhân tố quyết định hành vi điều chỉnh thu nhập làm giảm thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp: Trường hợp VN. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 22(32), 41–49.
- Đặng Ngọc Hùng. (2015). Nghiên cứu xu hướng quản trị lợi nhuận do thay đổi thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 219, 46–54.
- DeAngelo, E. L. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, 61(3), 400–419.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- 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.
- DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting & Economics*, 17(1–2), 145–176.
- Edwards, E., & Bell, P., W. (1961). *The theory and measurement of business income*: Berkeley and Los Angeles: University of California Press.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting & Economics*, 7(1–3), 85–107.
- Iqbal, A., Espenlaub, S., & Strong, N. (2009). Earnings management around UK open offers. *European Journal of Finance*, 15(1), 29–51.
- Iqbal, A., & Strong, N. (2010). The effect of corporate governance on earnings management around UK rights issues. *International Journal of Managerial Finance*, 6(3), 168–189.

doi:10.1108/17439131011056215

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–350.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.
- Rahman, R. A., & Ali, F. H. M. (2006). Board, audit committee, culture and earnings management: Malaysian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 21(7), 783–804. doi:10.1108/02686900610680549
- Rangan, S. (1998). Earnings before seasoned equity offerings: Are they overstated ? *Journal of Financial Economics*, 50(1), 101–122.
- Schipper, K. (1989). Earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91–102.
- Scott, D. R. (1997). Standards setting: Political issues financial accounting theory. New Jersey: Prentice Hall.
- Shivakumar, L. (2000). Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? *Journal of Accounting & Economics*, 29(3), 339–371.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Stiglitz, J. E. (1975). The theory of screening education, and the distribution of income. *The American Economic Review*, 65(3), 283–300.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 63–99. doi: 10.1016/S0304-405X(98)00032-4
- Thủ tướng chính phủ VN. (2007). Quyết định số 10/2007/QĐ-TTg của Thủ tướng chính phủ về việc ban hành hệ thống ngành kinh tế của VN, ban hành ngày 23/01/2007.
- Wang, C. (2005). Ownership and operating performance of Chinese IPOs. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1835–1856. doi: 10.1016/j.jbankfin.2004.07.003
- Yoon, S. S., & Miller, G. (2002). Earnings management of seasoned equity offering firms in Korea. *The International Journal of Accounting*, 37(1), 57–78.