

Ảnh hưởng của dự báo lợi nhuận đến tỷ suất sinh lời cổ phiếu trong các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam

NGUYỄN THỊ HOA HỒNG*

Tóm tắt

Bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của dự báo lợi nhuận đến tỷ suất sinh lời (TSSL) cổ phiếu trong các doanh nghiệp (DN) niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010-2020. Bằng cách áp dụng các mô hình hồi quy đa biến, kết quả nghiên cứu cho thấy, chất lượng lợi nhuận của DN càng tốt được đo lường thông qua chỉ số dự báo lợi nhuận càng cao sẽ dẫn đến TSSL cổ phiếu càng lớn. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng chứng minh được các nhân tố khác, bao gồm: TSSL trên vốn chủ sở hữu (ROE); Khả năng thanh toán nhanh; Mức độ rủi ro hệ thống; Đòn bẩy tài chính đều có những tác động nhất định đến TSSL cổ phiếu trong các DN niêm yết tại Việt Nam.

Từ khóa: chất lượng lợi nhuận, doanh nghiệp niêm yết, dự báo lợi nhuận, tỷ suất sinh lời cổ phiếu, Việt Nam

Summary

The paper examines the impact of earnings predictability on stock returns in Vietnamese listed firms during 2010-2020. By applying multivariable regression models, it shows that the better earnings quality measured as the higher earnings predictability index, the higher the stock returns will be. In addition, the paper indicates that other factors such as return on equity (ROE), quick ratio, systematic risk level, financial leverage have certain effects on stock returns in Vietnamese listed firms.

Keywords: earnings quality, listed firms, earnings predictability, stock returns, Vietnam

GIỚI THIỆU

Tại Việt Nam, ảnh hưởng của chất lượng lợi nhuận đến TSSL của cổ phiếu được phân tích ở nhiều phương pháp đo lường khác nhau, như: quản trị lợi nhuận, chất lượng dồn tích, tính ổn định lợi nhuận, tính bền vững lợi nhuận, biến động lợi nhuận, giá trị thông tin liên quan hay tính kịp thời của lợi nhuận (Dang Ngoc Hung và Vu Thi Thuy Van, 2020). Tuy nhiên, ảnh hưởng của dự báo lợi nhuận đến biến động cổ phiếu hay TSSL cổ phiếu vẫn chưa được quan tâm, trong khi đó việc dự báo lợi nhuận lại là một chỉ tiêu khá quan trọng để đánh giá chất lượng lợi nhuận, qua đó giúp các nhà đầu tư đưa ra quyết định đúng đắn. Vì vậy, việc nghiên cứu mối quan hệ giữa hai yếu tố này là cần thiết cả về lý luận và thực tiễn trong bối cảnh thị trường Việt Nam hiện nay, đặc biệt sau những tác động mạnh mẽ của đại dịch Covid-19.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

Các nghiên cứu của Nuryaman (2013), Perotti và Wagenhofer (2014), Võ Xuân Vinh và Nguyễn Minh Nguyệt (2017), Salehi và cộng sự (2018) hoặc Dang Ngoc Hung và Vu Thi Thuy Van (2021) đều đã chứng minh được chất lượng lợi nhuận có tác động đáng kể tới TSSL cổ phiếu. Trong đó, Võ Xuân Vinh và Nguyễn Minh Nguyệt (2017) chỉ ra, biến động lợi nhuận lớn sẽ làm giảm TSSL của cổ phiếu hay Nuryaman (2013) cũng khẳng định, quản trị lợi nhuận có mối quan hệ cùng chiều với TSSL cổ phiếu. Dự báo lợi nhuận là thước đo đo lường chất lượng lợi nhuận trong DN. Chỉ số dự báo lợi nhuận càng cao, thì chất lượng lợi nhuận càng tốt, vì vậy, nghiên cứu kỳ vọng dự báo lợi nhuận sẽ có tác động cùng chiều tới TSSL của cổ phiếu. Vì vậy, tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu: DN có chất lượng lợi nhuận tốt thông qua chỉ số dự báo lợi nhuận cao sẽ làm tăng TSSL cổ phiếu.

Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Dựa theo các nghiên cứu của Perotti và Wagenhofer

* TS., Khoa Quản trị Kinh doanh, Trường Đại học Ngoại thương
Ngày nhận bài: 17/6/2022; Ngày phản biện: 05/7/2022; Ngày duyệt đăng: 14/7/2022

BẢNG 1: TỔNG HỢP CÁC ĐẦU KỶ VỌNG CỦA CÁC BIẾN ĐỘC LẬP

Biến	Giải thích	Dấu kỳ vọng
Biến phụ thuộc		
RET	TSSL cổ phiếu $RET_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$	
	Trong đó: - P_{it} : giá đóng cửa của chứng khoán i, năm t - P_{it-1} : giá đóng cửa của chứng khoán i, năm t-1	
Biến độc lập		
EP	Dự báo lợi nhuận (cách tính ở phần Mô hình và phương pháp nghiên cứu)	+
SIZE	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	+
ROE	Lợi nhuận ròng/Vốn chủ sở hữu	+
QUICK	(Tài sản ngắn hạn - Hàng tồn kho)/Nợ ngắn hạn	-
BETA		-
BIG4	Giá trị của biến bằng 1 nếu được kiểm toán bởi 1 trong 4 công ty kiểm toán lớn - EY, PwC, Deloitte, KPMG, ngược lại sẽ nhận giá trị bằng 0	+
MTB	Tỷ lệ giá trị thị trường chia cho giá trị sổ sách	-
LEV	Tổng nợ/Tổng tài sản	-

Trong đó: +: tương quan thuận chiều; -: tương quan nghịch chiều

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

BẢNG 2: TÓM TẮT CÁC ĐẶC ĐIỂM CỦA CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH HỒI QUY

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
RET	1.512	0,066	0,551	-0,910	11,111
EP	1.512	0,088	0,126	0,001	2,850
SIZE	1.512	27,120	1,488	23,330	32,510
ROE	1.512	0,114	0,751	-48,200	1,407
QUICK	1.512	1,883	4,720	0,055	28,699
BETA	1.512	0,462	0,612	-2,642	4,563
BIG4	1.512	0,224	0,417	0	1
MTB	1.512	1,304	0,971	0,255	5,855
LEV	1.512	0,485	0,216	0,047	0,919

Nguồn: Tác giả tự tính toán bằng phần mềm Stata 16

(2014), Salehi và cộng sự (2018), Dang Ngoc Hung và Vu Thi Thuy Van (2021), cũng như tình hình thu thập số liệu thực tế tại Việt Nam, mô hình được xây dựng với các biến độc lập và phụ thuộc như sau:

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EP_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 ROE_{it} + \alpha_4 QUICK_{it} + \alpha_5 BETA_{it} + \alpha_6 BIG4_{it} + \alpha_7 MTB_{it} + \alpha_8 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

i, t: doanh nghiệp i ở năm t;

ε : sai số do biến ngẫu nhiên

Biến dự báo lợi nhuận EP (Earning Predictability) được tính theo mô hình Dechow và Schrand (2004) trong giai đoạn 9 năm với 8 năm trước + 1 năm đo lường theo 03 bước như sau:

Bước 1: Tổng dồn tích ACC_{it} được tính theo công thức (2) dưới đây:

$$ACC_{it} = \Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta CASH_{it} + \Delta STDEBT_{it} - DEPT_{it} \quad (2)$$

Trong đó:

- ΔCA_{it} : Chênh lệch tài sản ngắn hạn năm t và năm t-1;

- ΔCL_{it} : Chênh lệch nợ ngắn hạn năm t vs năm t-1;

- $\Delta CASH_{it}$: Chênh lệch tiền mặt năm t vs năm t-1;

- $\Delta STDEBT_{it}$: Chênh lệch vay ngắn hạn năm t vs năm t-1;

- $DEPT_{it}$: Khấu hao tài sản cố định năm t.

Bước 2: Lợi nhuận thuần của doanh nghiệp trước các khoản bất thường $NIBE_{it}$ được tính theo công thức (3) dưới đây (trong đó CFO_{it} là dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh trong năm t):

$$NIBE_{it} = ACC_{it} + CFO_{it} \quad (3)$$

Bước 3: Chất lượng lợi nhuận tính theo khả năng dự báo (Dự báo lợi nhuận EP) là hệ số R^2 được ước lượng từ mô hình (4) dưới đây (Trong đó: A_{it-1} là tổng tài sản doanh nghiệp năm t-1):

$$\frac{NIBE_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{NIBE_{it-1}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Dấu kỳ vọng và giải thích cách tính các biến trong mô hình (1) được tổng hợp trong Bảng 1.

Mô tả mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu ban đầu bao gồm tất cả các DN niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở Giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) tại Việt Nam trong giai đoạn 2010-2020. Tuy nhiên, để phù hợp với mục tiêu và phương pháp nghiên cứu, một số tiêu chí loại trừ đã được áp dụng: (1) Các DN thuộc các ngành tài chính, ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán vì đặc điểm ngành có sự khác biệt so với các DN còn lại; (2) Các DN không có đầy đủ số liệu cần thu thập trong mô hình nghiên cứu, đặc biệt là mô hình tính dự báo lợi nhuận khi cần số liệu trong 8 năm trước năm nghiên cứu; (3) Loại bỏ 1% các giá trị ngoại lai (các giá trị khác biệt so với tổng thể nghiên cứu, hoặc quá to hoặc quá nhỏ) để giảm tác động của những quan sát này trong mô hình. Sau khi áp dụng các tiêu chí trên, mẫu cuối cùng bao gồm 1.512 quan sát trong phạm vi nghiên cứu là 11 năm.

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Bảng 2 cho thấy, giá trị trung bình của TSSL cổ phiếu (RET) là 6,6% có nghĩa là thông thường trung bình TSSL cổ phiếu có xu hướng tăng lên khoảng 6,6% so với cùng kỳ năm trước. Giá trị lớn nhất của RET cao hơn khá nhiều so với giá trị trung bình cho thấy được tiềm năng tăng trưởng của TSSL cổ phiếu. Bên cạnh đó, giá trị nhỏ nhất của RET là -91% cũng có khoảng cách cách biệt so với giá trị trung bình và đặc biệt là so với giá trị lớn nhất. Điều này cho thấy được tình hình lên xuống thất thường của các

mã chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Biến EP về khả năng dự báo lợi nhuận thể hiện chất lượng lợi nhuận của các DN trong mẫu quan sát. Sự khác biệt giữa giá trị lớn nhất và nhỏ nhất của EP phản ánh thực trạng chất lượng lợi nhuận có sự khác nhau giữa các DN do đặc trưng về ngành nghề và tình hình kinh doanh.

Biến SIZE thể hiện quy mô DN có giá trị trung bình là 27,120; giá trị lớn nhất 32,510 không cách biệt quá lớn với giá trị nhỏ nhất là 23,330. Bên cạnh đó, biến ROE thể hiện TSSL trên vốn chủ sở hữu có giá trị trung bình là 0,114 cho thấy trong 1512 mẫu quan sát, hầu hết các công ty đều có lợi nhuận dương mặc dù vẫn tồn tại các công ty hoạt động kém hiệu quả khi có lợi nhuận âm.

Trong khi đó, biến QUICK thể hiện tính thanh khoản thông qua hệ số thanh toán nhanh có giá trị trung bình là 1,883 cách biệt lớn so với giá trị lớn nhất là 28,699 và giá trị nhỏ nhất là 0,055. Biến Beta đo lường rủi ro của DN, Beta càng nhỏ thể hiện mức độ rủi ro của DN càng thấp, giá trị trung bình của Beta là 0,462 trên 1512 mẫu quan sát cho thấy mức độ rủi ro của các công ty niêm yết có xu hướng không quá cao.

Bên cạnh đó, biến BIG4 thể hiện chất lượng kiểm toán chỉ ra trong 1.512 mẫu quan sát thì giá trị trung bình của BIG4 là 0,224 cho thấy rằng, số lượng các DN niêm yết trong mẫu quan sát được kiểm toán bởi các công ty kiểm toán hàng đầu là EY, PwC, KPMG và Deloitte còn ít.

Giá trị trung bình của biến MTB là 1,3, chứng minh được rằng, hầu như các công ty trong mẫu nghiên cứu đều không bị định giá thấp so với giá trị thực tế của DN.

Cuối cùng, giá trị trung bình của biến LEV là 0,48, cho thấy các mẫu nghiên cứu không gặp vấn đề quá lớn về đòn bẩy tài chính.

Kết quả từ Bảng 3 cho thấy trong các cặp biến độc lập trong mô hình (1) thì biến BETA đo lường rủi ro DN và biến SIZE thể hiện quy mô DN có hệ số tương quan cao nhất ở mức 0,4017, nhưng vẫn không vượt quá 0,8. Vì vậy, mô hình tiềm ẩn ít khả năng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập.

Nghiên cứu tiếp tục sử dụng chỉ số phóng đại phương sai (VIF) để kiểm tra một lần nữa các biến độc lập trong mô hình có bị đa cộng tuyến hay không. Kết quả cho thấy, tất cả các biến độc lập trong

BẢNG 3: MA TRẬN HỆ SỐ TƯƠNG QUAN GIỮA CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH

	EP	SIZE	ROE	QUICK	BETA	BIG4	MTB	LEV
EP	1,000							
SIZE	-0,0271	1,000						
ROE	0,0213	-0,0032	1,000					
QUICK	-0,0813	-0,2398	0,0140	1,000				
BETA	0,0057	0,4017	-0,0278	-0,0483	1,000			
BIG4	-0,0315	0,2199	0,0212	-0,0589	0,1128	1,000		
MTB	-0,0709	0,2360	0,0805	-0,0080	0,0703	0,0574	1,000	
LEV	-0,0291	0,1628	0,1358	0,0218	0,0533	0,0848	0,0265	1,000

BẢNG 4: KẾT QUẢ HỒI QUY MÔ HÌNH (1) ĐÁNH GIÁ ẢNH HƯỞNG CỦA DỰ BÁO LỢI NHUẬN ĐẾN TSSL CỔ PHIẾU TRONG CÁC DN NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2010-2020

	Mô hình (1) FEM	Mô hình (1) FEM (robust)
EP	0,178** (1,97)	0,289** (1,90)
SIZE	-0,127* (-1,84)	-0,127 (-1,34)
ROE	0,019* (1,76)	0,019*** (9,80)
QUICK	-0,012 (-1,51)	-0,012* (-1,71)
BETA	0,127** (4,62)	0,127*** (4,13)
BIG4	-0,023 (-0,28)	-0,023 (-0,37)
MTB	-0,001 (-0,38)	-0,001 (-0,30)
LEV	-0,0002*** (-6,80)	-0,0004*** (-3,13)
Hằng số	3,406* (1211)	(1,81) 3,406 (1211)
N	1512	1512
R ²	0,2033	0,2546
Kiểm định Hausman	0,0323	
Kiểm định Breusch-Pagan	0,0000	

Nguồn: Tác giả tự tính toán bằng phần mềm Stata 16

mô hình đều có hệ số VIF < 2, nên hiện tượng đa cộng tuyến không xảy ra với các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu (1).

Kết quả phân tích ảnh hưởng của dự báo lợi nhuận đến tỷ suất sinh lời cổ phiếu trong các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2020 được trình bày ở Bảng 4. Giá trị p-value trong cả 2 kiểm định này đều < 5% nên mô hình FEM là mô hình phù hợp nhất. Tuy nhiên, mô hình có xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi nên nghiên cứu tiếp tục sử dụng ước lượng robust để khắc phục hiện tượng trên.

Từ kết quả trong Bảng 4, ta có mô hình sau:

$$RET_{it} = 3,406 + 0,289EP_{it} - 0,127SIZE_{it} + 0,019ROE_{it} - 0,012QUICK_{it} + 0,127BETA_{it} - 0,023BIG4_{it} - 0,001MTB_{it} - 0,0004LEV_{it}$$

Giá trị R² là 0,2546 sau hiệu chỉnh Robust thấy mô hình hồi quy giải thích được 25,46% biến động của biến phụ thuộc EP thể hiện khả năng dự báo lợi nhuận.

Hệ số hồi quy giữa biến EP và RET là 0,289, ở mức ý nghĩa thống kê 5%, thể hiện mối quan hệ đồng biến

giữa khả năng dự báo lợi nhuận và TSSL của cổ phiếu của các DN trong mẫu quan sát, qua đó chứng minh được rằng, chất lượng lợi nhuận càng cao thể hiện qua chỉ số dự báo lợi nhuận càng lớn, thì TSSL cổ phiếu càng tăng → Giả thuyết nghiên cứu được chấp nhận.

Biến ROE có mức ý nghĩa thống kê ở mức 1% với hệ số góc dao động trong khoảng 0,01 đến 0,02 cho thấy được mối quan hệ cùng chiều giữa biến ROE và RET, khi TSSL trên vốn chủ sở hữu càng lớn, thì TSSL cổ phiếu càng cao. Biến QUICK thể hiện tính thanh khoản có ý nghĩa thống kê ở mức 10% với mối quan hệ ngược chiều, điều này tương đồng với lý thuyết lợi nhuận và rủi ro, các nhà đầu tư sẽ có yêu cầu mức TSSL cổ phiếu cao, để bù đắp lại vào phần rủi ro mình phải gánh chịu. Biến BETA đo lường mức độ rủi ro của DN có ý nghĩa thống kê 1% và hệ số hồi quy là 0,127 cho thấy mối quan hệ cùng chiều, mức đo lường rủi ro DN càng cao thì TSSL cổ phiếu càng lớn. Điều này đi ngược lại với dấu kỳ vọng của tác giả. Trong trường hợp hệ số beta lớn, mức rủi ro cao, thì nhiều nhà đầu tư có thể kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ cao tương ứng để bù đắp rủi ro, mà mình phải chịu, qua đó có thể giải thích cho dấu (+) giữa biến RET và BETA. Bên cạnh đó, biến LEV cho biết đòn bẩy tài chính của DN cho ra mối quan hệ ngược chiều với mức ý nghĩa thống kê 1% thể hiện đòn bẩy tài chính càng thấp, thì TSSL cổ phiếu càng cao.

Trong khi đó, với các biến độc lập còn lại, nghiên cứu chưa tìm thấy bằng chứng có ý nghĩa thống kê cho thấy có tồn tại sự ảnh hưởng của các biến SIZE (quy mô DN), BIG4 (chất lượng kiểm toán) và MTB (giá trị thị trường trên giá trị sổ sách) đến TSSL cổ phiếu.

KẾT LUẬN VÀ MỘT SỐ GIẢI PHÁP

Kết luận

Nghiên cứu đánh giá ảnh hưởng của dự báo lợi nhuận đến TSSL cổ phiếu trong các DN niêm yết tại Việt Nam

giai đoạn 2010-2020. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra tác động đáng kể của chất lượng lợi nhuận, thông qua khả năng dự báo lợi nhuận đến TSSL cổ phiếu; cụ thể, chỉ số dự báo lợi nhuận càng lớn, thì chất lượng lợi nhuận càng cao, qua đó kéo theo TSSL cổ phiếu cũng tăng.

Một số giải pháp

Từ kết quả nghiên cứu, các DN muốn nâng cao TSSL cổ phiếu cần thực hiện các giải pháp nhằm cải thiện chất lượng lợi nhuận. Cụ thể là:

- Về phía các DN, cần hoàn thiện hệ thống giám sát và cơ chế quản lý cùng với hoạt động kiểm soát của nhà quản lý, qua đó hạn chế tác động làm thay đổi con số lợi nhuận trên báo cáo tài chính. Bên cạnh đó, hội đồng quản trị cần chủ động đưa ra những quy chế giám sát đến với các nhà quản lý một cách chính xác, kịp thời, để ngăn chặn, xử phạt thích đáng với những hành vi thao túng lợi nhuận, làm giảm độ chính xác trên BCTC trước khi công bố ra bên ngoài thị trường.

- Về phía các cơ quan quản lý nhà nước, cần hoàn thiện khung pháp luật, cũng như có những biện pháp triệt để đối với các trường hợp công bố thông tin sai lệch về báo cáo tài chính trên thị trường chứng khoán.

- Về phía các nhà đầu tư, cần xem xét đánh giá cẩn thận trước khi đưa ra các quyết định, vì một báo cáo tài chính của một DN niêm yết bị can thiệp và điều chỉnh ít nhiều sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến lợi ích trong việc ra quyết định của họ. Để thực hiện việc đầu tư hiệu quả, các nhà đầu tư nên có kế hoạch đầu tư cụ thể, lâu dài và chi tiết. □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Võ Xuân Vinh và Nguyễn Minh Nguyệt (2017). Thanh khoản, biến động lợi nhuận và TSSL cổ phiếu - Nghiên cứu trên thị trường chứng khoán Việt Nam, *Tạp chí Khoa học Đại học Mở TP. Hồ Chí Minh*, 12(2), 3-14
2. Dang Ngọc Hưng, Vu Thi Thuy Van (2020). Studying the impacts of earnings quality on stock return: Experiments in Vietnam, *International Journal of Advanced and Applied Sciences*, 7(4), 45-53
3. Dechow, P. M., Schrand, C. M. (2004). *Earnings Quality*, (Charlottesville, VA: The Research
4. Nuryaman N. (2013). The influence of earnings management on stock return and the role of audit quality as a moderating variable, *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 4(2), 73-78
5. Peng, E.Y., Yan, A., Yan, M. (2016). Accounting accruals, heterogeneous investor beliefs, and stock returns, *Journal of Financial Stability*, 24, 88-103
6. Perotti, P., Wagenhofer, A. (2014). Earnings Quality Measures and Excess Returns, *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(5-6), 545-571
7. Salehi, M., Tagribi, M., Farhangdoust, S. (2018). The effect of reporting quality on stock returns of listed companies on the Tehran Stock Exchange, *International Journal of Productivity and Performance Management*, 67(1), 4-19
8. Wu, S.W., Lin, F., Fang, W. (2012). Earnings management and investor's stock return, *Emerging Markets Finance and Trade*, 48(3), 129-140