

ẢNH HƯỞNG CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN ĐẾN GIÁ CỦA CÁC CỔ PHIẾU: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

TRƯƠNG ĐÔNG LỘC

Trường Đại học Cần Thơ – tdloc@ctu.edu.vn

NGUYỄN MINH NHẬT

Trường Đại học Tây Đô – nmnhathat@tdtu.edu.vn

(Ngày nhận: 04/11/2015; Ngày nhận lại: 21/03/2016; Ngày duyệt đăng: 10/06/2016)

TÓM TẮT

Mục tiêu chính của nghiên cứu này là đo lường ảnh hưởng của thông tin kế toán đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Số liệu sử dụng trong nghiên cứu là số liệu dạng bảng được thu thập từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán và giá cổ phiếu của 102 công ty niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2008-2013. Áp dụng mô hình Ohlson (1995) kết hợp với việc điều chỉnh giá theo Aboody (2002), kết quả nghiên cứu cho thấy hai biến thông tin kế toán là thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) và giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu (BVPS) đều có tương quan thuận với giá cổ phiếu. Ngoài ra, nghiên cứu này còn cung cấp các bằng chứng thực nghiệm để kết luận rằng thông tin kế toán được phản ánh vào giá với một độ trễ nhất định.

Từ khóa: Thông tin kế toán; giá cổ phiếu; mô hình Ohlson; HOSE.

The impact of accounting information on stock prices: Evidence from Ho Chi Minh Stock Exchange

ABSTRACT

The main objective of this study is to measure the impact of accounting information on stock prices listed on Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE). Data used in the study are panel data that were mainly collected from audited financial statements and stock prices of 102 companies listed on HOSE during the period from 2008 to 2013. Based on the Ohlson model (1995) combined with stock price adjustment method proposed by Aboody (2002), empirical findings obtained from the study reveal that both of accounting information variables, that are earning per share (EPS) and book value per share (BVPS), have positive effects on stock prices. In addition, based on the empirical evidence derived from this study, it is concluded that accounting information is reflected on stock prices with a certain lags of time.

Keywords: Accounting information; stock prices; Ohlson model; HOSE.

1. Giới thiệu

Các lý thuyết tài chính hiện đại được phát triển trong những thập niên qua đều cho rằng thông tin nói chung và thông tin tài chính, kế toán của công ty nói riêng có vai trò quyết định đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết. Thực tế cho thấy tính minh bạch và độ tin cậy của thông tin tài chính luôn được xem là nhân tố quan trọng để bảo vệ các nhà đầu tư cũng như tính ổn định của thị trường chứng

khoán. Khi tham gia vào thị trường chứng khoán, vấn đề quan trọng và mong muốn của các nhà đầu tư là có được thông tin tài chính trên thị trường, thông tin hoạt động của các công ty một cách chính xác để có thể đưa ra các quyết định đầu tư hiệu quả. Trên thế giới, nhất là sau sự kiện sụp đổ của tập đoàn năng lượng Enron và Công ty kiểm toán Arthur Andersen vào đầu những năm 2000 gây chấn động nước Mỹ, sự quan tâm của các nhà đầu

tư đến thông tin tài chính của các công ty niêm yết được công bố ngày càng tăng. Cơ quan quản lý thị trường chứng khoán ở các nước đều bổ sung những quy định chặt chẽ hơn đối với việc quản lý các công ty niêm yết về công bố thông tin tài chính và hoạt động kiểm toán.

Ở Việt Nam, việc không tuân thủ các quy định về công bố thông tin (thông tin được công bố không chính xác, không đầy đủ và không kịp thời) của các công ty niêm yết đã gây ra tâm lý bất an cho các nhà đầu tư, kéo theo sự biến động bất thường của thị trường chứng khoán trong thời gian qua. Thực tế cho thấy các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay chưa quan tâm đúng mức và thể hiện đầy đủ trách nhiệm của mình đối với các nhà đầu tư trong việc công bố thông tin. Việc giám sát của các cơ quan quản lý chứng khoán trong thời gian qua cũng chưa thật sự chặt chẽ dẫn đến nhiều công ty cố tình trì hoãn việc công bố thông tin hoặc công bố thông tin đã bị bóp méo. Điều này đã làm suy giảm lòng tin của các nhà đầu tư vào các thông tin kế toán được công ty công bố. Vì vậy, có nhiều người cho rằng thông tin kế toán của công ty không có tính hữu ích gì đối với những nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mục tiêu của nghiên cứu này là nghiên cứu ảnh hưởng của thông tin kế toán đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam mà đại diện là Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Kết quả của nghiên cứu này là bằng chứng thực nghiệm có giá trị để khẳng định hoặc bác bỏ sự hoài nghi của các nhà đầu tư như đã đề cập ở trên. Phần còn lại của bài viết này được cấu trúc như sau: Mục 2 trình bày tóm tắt cơ sở lý thuyết về mối quan hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu; Mục 3 lược khảo các nghiên cứu có liên quan đến vấn đề nghiên cứu; Mục 4 mô tả số liệu được sử dụng và phương pháp nghiên cứu; Mục 5 tóm tắt các kết quả nghiên cứu; và cuối cùng, kết luận của bài viết được trình bày ở Mục 6.

2. Cơ sở lý thuyết về mối quan hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu

Mối quan hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu là chủ đề đã thu hút được sự quan tâm của nhiều học giả kinh tế trong những thập kỷ qua. Ohlson (1995) được xem là người tiên phong trong việc xây dựng cơ sở lý thuyết để giải thích cho mối quan hệ giữa các loại thông tin kế toán và giá cổ phiếu (sau đây được gọi là mô hình Ohlson). Mô hình Ohlson (1995) được phát triển trên cơ sở mô hình lợi nhuận thặng dư (Residual income model – RIM) do Preinreich (1938) đề xuất. Một cách cụ thể, mô hình lợi nhuận thặng dư có dạng tổng quát như sau:

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} R^{-\tau} E_t(x_{t+\tau}^a) \quad (1)$$

trong đó:

$$x_{t+\tau}^a = x_{t+\tau} - r b_{t+\tau-1}$$

$$b_t = b_{t-1} + x_t - d_t$$

P_t : giá trị nội tại của cổ phiếu tại thời điểm t

$x_{t+\tau}$: lợi nhuận trên cổ phiếu vào thời điểm $t + \tau$

$x_{t+\tau}^a$: lợi nhuận thặng dư trên cổ phiếu vào thời điểm $t + \tau$

x_t : thu nhập thông thường (lợi nhuận ròng tại thời điểm t)

b_{t-1} : giá trị sổ sách của cổ phiếu thời điểm $t-1$

d_t : cổ tức với nghĩa rộng bao gồm cả giao dịch của chủ sở hữu làm tăng hay giảm vốn chủ sở hữu như phát hành thêm hay mua lại cổ phiếu

R : $(1 + \text{lãi suất phi rủi ro } r)$

E_t : kỳ vọng toán học dựa trên thông tin vào thời điểm t

Như vậy, theo mô hình lợi nhuận thặng dư, giá trị nội tại của một cổ phiếu gồm hai phần. Phần thứ nhất là giá trị sổ sách của cổ phiếu đó và phần thứ hai được tạo thành bởi tổng giá trị hiện tại của các dòng lợi nhuận

thặng dư tương lai của công ty. Từ mô hình này có thể rút ra được một nhận xét quan trọng để các cổ đông đánh giá giá trị mà công ty tạo ra cho họ. Nếu tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của một công ty lớn hơn lợi suất yêu cầu khi đầu tư vào cổ phiếu của công ty đó (tức là lợi nhuận thặng dư dương) thì giá trị của cổ phiếu sẽ lớn hơn giá trị sổ sách của nó và công ty được coi là tạo ra giá trị cho cổ đông (shareholder value creation). Ngược lại, nếu lợi nhuận thặng dư âm thì giá trị của cổ phiếu sẽ nhỏ hơn giá trị sổ sách của nó và công ty bị coi là phá hủy giá trị của cổ đông (shareholder value destruction).

Để đi đến mô hình của mình từ RIM, Ohlson (1995) đã dựa trên một giả thiết quan trọng liên quan đến chuỗi thời gian của dòng lợi nhuận thặng dư. Với giả thiết này, yêu cầu cấu trúc chuỗi thời gian của dòng lợi nhuận thặng dư phải tuyến tính và cố định. Điều này được thể hiện qua hai công thức sau:

$$x_{t+1}^a = \omega x_t^a + v_t + \varepsilon_{t+1} \quad (2)$$

$$v_{t+1} = \gamma \cdot v_t + \eta_{t+1} \quad (3)$$

Trong đó:

ω : hệ số hồi quy của lợi nhuận thặng dư, $0 \leq \omega \leq 1$

γ : hệ số hồi quy ảnh hưởng của thông tin, $0 \leq \gamma < 1$

ε, η : sai số (kỳ vọng bằng 0)

v_t : tác động của thông tin vào thời điểm t đến kỳ vọng của thị trường về lợi nhuận thặng dư tương lai nhưng chưa (hoặc không) được phản ánh từ báo cáo tài chính. Giả thiết này của Ohlson (1995) có thể được diễn giải một cách khác là kỳ vọng của các nhà đầu tư về khả năng sinh lời tương lai của công ty phụ thuộc một phần vào thông tin báo cáo tài chính hiện tại (khả năng sinh lời hiện tại) và vào các thông tin khác chưa (hoặc không) được phản ánh trong báo cáo tài chính. Hệ số ω được giả thiết nằm trong khoảng (0,1) phản ánh kết quả của hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm về chuỗi thời gian của lợi nhuận.

Hai phương trình (2) và (3) tạo thành

chuỗi thông tin Ohlson và kết hợp với mô hình lợi nhuận thặng dư ở phương trình (1) để đi đến mô hình Ohlson (1995). Mô hình này cho phép diễn giải giá cổ phiếu trong mối liên hệ với thông tin kế toán tài chính như sau:

$$P_t = b_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t \quad (4)$$

Trong đó:

$$\alpha_1 = \frac{\omega}{R - \omega}; \alpha_2 = \frac{R}{(R - \omega)(R - \gamma)}$$

Các hệ số α_1 và α_2 cung cấp ý nghĩa cho mô hình kinh tế. Với giả thiết $0 \leq \omega \leq 1$ và $0 \leq \gamma < 1$, α_1, α_2 luôn ≥ 0 . Nếu $\omega = 0$, thu nhập thặng dư dự kiến trong tương lai là độc lập với thu nhập thặng dư hiện tại (x_t^a) và cả giá cổ phiếu (P_t). Thuộc tính của ω và γ phản ánh tính bền của công thức (2) và (3), nghĩa là nếu hai giá trị này càng lớn thì mối quan hệ giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc trong phương trình (4) càng chặt hay giá cổ phiếu càng nhạy cảm với lợi nhuận thặng dư và các biến ngoài thông tin kế toán có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu.

Như vậy, việc kết hợp mô hình lợi nhuận thặng dư với chuỗi thông tin do Ohlson (1995) đề xuất đã cho phép Ohlson rút ra được mô hình thể hiện mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và hai thông tin kế toán trên báo cáo tài chính là lợi nhuận và giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu trên một thị trường hiệu quả khi giá cổ phiếu phản ánh chính xác giá trị thực của nó. Ngoài ra, giá cổ phiếu còn phụ thuộc vào các thông tin khác chưa (hoặc không) được phản ánh trong báo cáo tài chính vào thời điểm đó. Mối liên hệ giữa giá cổ phiếu với lợi nhuận và giá trị sổ sách hiện tại là tỷ lệ thuận, điều này phù hợp với kết quả của các nghiên cứu thực nghiệm trước đó.

3. Lược khảo các nghiên cứu thực nghiệm có liên quan đến vấn đề nghiên cứu

Trên cơ sở mô hình Ohlson (1995), nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã được tiến hành để kiểm chứng mối quan hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán ở nhiều quốc gia khác nhau. Đầu tiên,

Collins và cộng sự (1997) nghiên cứu mức độ ảnh hưởng của thông tin về lợi nhuận và giá trị sổ sách đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Mỹ trong giai đoạn 1953 – 1993. Kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ giải thích chung của mô hình là 54% và không suy giảm theo thời gian. Tuy nhiên, mức độ giải thích của lợi nhuận có xu hướng giảm theo thời gian trong khi giá trị sổ sách có biến động ngược lại. Kết quả nghiên cứu này được ủng hộ bởi các nghiên cứu sau đó của Hand và Landsman (2005) cũng được thực hiện trên thị trường chứng khoán Mỹ trong giai đoạn 1984 – 1995 và Glezakos và cộng sự (2012) trên thị trường chứng khoán Hy Lạp trong giai đoạn 1996 -2008.

Tiếp theo, King và Langli (1998) đã sử dụng mô hình Ohlson (1995) để nghiên cứu ảnh hưởng của thông tin kế toán đến giá của các cổ phiếu ở ba nước có hệ thống kế toán khác nhau, đó là Anh, Đức và Na Uy, trong giai đoạn 1982 – 1996. Kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ giải thích của thông tin kế toán cho sự thay đổi giá của các cổ phiếu tại ba thị trường chứng khoán này lần lượt là 70%, 40% và 60%. Mức độ giải thích của lợi nhuận và giá trị sổ sách cũng có sự khác biệt theo thời gian và giữa các quốc gia. Cụ thể là, giá trị sổ sách giữ vai trò lớn hơn lợi nhuận trong việc giải thích cho sự thay đổi giá của các cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Đức và Na Uy, nhưng lợi nhuận lại giữ vai trò lớn hơn giá trị sổ sách trên thị trường chứng khoán Anh.

Trong một nghiên cứu khác, Durán và cộng sự (2007) đã cải tiến mô hình Ohlson (1995) bằng cách thêm biến thứ ba là dòng tiền hoạt động vào mô hình để đo lường ảnh hưởng của các thông tin kế toán đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Mexico. Sử dụng mô hình hồi quy với bộ dữ liệu bảng gồm 166 công ty trong khoảng thời gian 13 năm (1991 - 2003), kết quả nghiên cứu cho thấy R^2 hiệu chỉnh của

mô hình là 67% và mức độ giải thích này tốt hơn so với mô hình gốc ban đầu.

Ở khu vực châu Á, Graham và King (2000) dựa trên mô hình Ohlson (1995) để đo lường ảnh hưởng của thông tin kế toán và sự khác biệt trong hệ thống kế toán liên quan trực tiếp đến báo cáo tài chính, đến giá của các cổ phiếu ở 6 quốc gia, bao gồm: Hàn Quốc, Philippines, Thái Lan, Indonesia, Malaysia và Đài Loan trong giai đoạn 1987-1996. Kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ giải thích của các thông tin kế toán đến sự thay đổi giá của cổ phiếu ở các quốc gia này lần lượt là 68,3%, 68%, 39,7%, 30,8%, 27,7% và 16,9%. Về cơ bản, khả năng giải thích của mô hình chịu ảnh hưởng bởi thông lệ kế toán và ý nghĩa của thông tin báo cáo tài chính đối với các nhà đầu tư ở mỗi quốc gia.

Tương tự, Chen và cộng sự (2001) đã áp dụng mô hình Ohlson (1995) cho các cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Trung Quốc trong giai đoạn 1991 – 1998. Các tác giả đã chỉ ra rằng lợi nhuận và giá trị sổ sách là các biến số có mối tương quan thuận với sự thay đổi giá của các cổ phiếu. Ngoài ra, kết quả của nghiên cứu này còn cho thấy các công ty có tần suất lỗ tăng lên sẽ làm suy giảm mạnh mối liên hệ giữa lợi nhuận và giá cổ phiếu (kết quả này cũng ủng hộ nghiên cứu của Collins và cộng sự, 1997); mối liên hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu chặt chẽ hơn đối với các công ty nhỏ và các thông tin kế toán có vai trò lớn hơn trong việc giải thích biến động giá cổ phiếu đối với những cổ phiếu có tính thanh khoản cao.

Amir và Lev (1996) phát hiện ra rằng trong trường hợp của các doanh nghiệp công nghệ cao, số liệu kế toán không thể giải thích sự thay đổi giá cổ phiếu vì dữ liệu của các công ty này thay đổi nhanh chóng. Họ chỉ ra rằng dữ liệu kế toán có tầm quan trọng hạn chế với các nhà đầu tư khi công ty cần định giá hoạt động trong các dịch vụ hoặc lĩnh vực công nghệ cao, đầu tư vào tài sản vô hình (chẳng hạn như nghiên cứu và phát triển,

nguồn nhân lực và phát triển thương hiệu). Các tác giả này cũng đã chỉ ra rằng lợi nhuận, giá trị sổ sách và lưu chuyển tiền tệ là rất không thích hợp khi công ty cần định giá hoạt động trong lĩnh vực điện thoại di động, đó là tài sản vô hình chuyên biệt.

Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Nguyễn Việt Dũng (2009) sử dụng mô hình Ohlson (1995) kết hợp với phương pháp điều chỉnh giá của Aboody và cộng sự (2002) để đo lường ảnh hưởng của các thông tin kế toán đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Áp dụng phương pháp hồi quy với dữ liệu bảng không cân của các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2003-2007 (chủ yếu là giai đoạn 2006-2007), kết quả nghiên cứu cho thấy thông tin báo cáo tài chính (EPS và giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu) có tương quan thuận với giá của các cổ phiếu ở mức ý nghĩa 1%. Mức độ giải thích của các biến số về thông tin kế toán đến sự thay đổi giá của các cổ phiếu trong nghiên cứu này theo mô hình hiệu ứng cố định là 48% và có dấu hiệu thông tin kế toán phản ánh vào giá cổ phiếu với một độ trễ nhất định. Tuy nhiên, nghiên cứu này được thực hiện trong điều kiện thị trường chứng khoán Việt Nam chưa thực sự phát triển và khung pháp lý về trình bày và công bố thông tin kế toán chưa hoàn chỉnh, còn nhiều lỗ hổng. Hơn nữa, số lượng quan sát của nghiên cứu này còn khá hạn chế nên kết quả nghiên cứu chưa có tính bao quát và có thể sẽ thay đổi nhiều so với điều kiện hiện tại.

Trong một nghiên cứu gần đây, Nguyễn Thị Thục Đoan (2011) nghiên cứu ảnh hưởng của thông tin kế toán và các chỉ số tài chính đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu này sử dụng thông tin kế toán và các chỉ số tài chính của 474 công ty trong năm 2009. Kết quả phân tích hồi quy cho thấy chỉ có hai biến là lợi nhuận trên cổ phiếu và tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) có mối tương

quan thuận và có ý nghĩa thống kê với giá cổ phiếu. Tuy nhiên, mức độ giải thích của các biến số trong mô hình còn khá thấp. Hơn thế nữa, trong nghiên cứu này giá cổ phiếu được sử dụng tại thời điểm 60 ngày kể từ khi kết thúc niên độ với lập luận đây là khoảng thời gian cần thiết để các công ty công bố các báo cáo đã được kiểm toán ra thị trường là chưa phù hợp với thực tiễn. Mặt khác, nghiên cứu chỉ dựa trên số liệu thu thập trong 1 năm và giá cổ phiếu cũng không được điều chỉnh theo sai số được rút ra từ biến động giá cổ phiếu trong tương lai. Điều này có thể dẫn đến các sai lệch trong đo lường ảnh hưởng của các thông tin kế toán đến giá của các cổ phiếu.

4. Số liệu sử dụng và phương pháp nghiên cứu

4.1. Số liệu sử dụng

Số liệu sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS), giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu (BVPS) và giá cổ phiếu của 102 công ty niêm yết trên HOSE¹. Các công ty được chọn để nghiên cứu là các công ty được niêm yết trước ngày 01/01/2008 và phải đảm bảo đầy đủ các thông tin tài chính cần thiết cho mô hình nghiên cứu. Thu nhập trên mỗi cổ phiếu và giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu được thu thập từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các công ty. Ngoài ra, để điều chỉnh giá cổ phiếu do các sai số từ biến động giá thị trường tạo ra, nghiên cứu này còn sử dụng dữ liệu về chỉ số VN-Index. Tất cả các số liệu ở trên đều được thu thập từ website của HOSE trong giai đoạn 2008-2013.

4.2. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này dựa trên nền tảng mô hình của Ohlson (1995). Mô hình này cho thấy giá cổ phiếu được quyết định bởi hai loại thông tin trên báo cáo tài chính là giá trị sổ sách và lợi nhuận kế toán của công ty. Do dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này là dữ liệu dạng bảng (panel data) nên để đo lường ảnh hưởng của các thông tin kế toán đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE, trước tiên chúng tôi sử dụng cả mô hình hiệu ứng cố

định (fixed effects model - FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (random effects model - REM). Sau đó, kiểm định Hausman (Hausman test) sẽ được thực hiện để lựa chọn mô hình phù hợp nhất. Một cách cụ thể, hai mô hình nghiên cứu này có dạng như sau:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it} + \alpha_2 BVPS_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

P_{it} : Giá cổ phiếu của công ty i vào thời điểm t .

EPS_{it} : Thu nhập trên mỗi cổ phiếu của công ty i vào thời điểm t .

$BVPS_{it}$: Giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu của công ty i vào thời điểm t .

Theo giả thuyết thị trường hiệu quả, nếu thị trường là hiệu quả thì thông tin khi được công bố nó sẽ lập tức được phản ánh ngay vào trong giá của cổ phiếu. Nói một cách khác, nếu thị trường không hiệu quả thì thông tin khi phản ánh vào giá cổ phiếu cần có một độ trễ về thời gian nhất định. Kết quả của vài nghiên cứu thực nghiệm gần đây đã chỉ ra rằng thị trường chứng khoán Việt Nam là không hiệu quả ở mức độ yếu (weak form)² (Lê Đạt Chí, 2006; Trương Đông Lộc, 2008). Do đặc thù của thị trường chứng khoán Việt Nam như vậy nên trong nghiên cứu này giá cổ phiếu (biến phụ thuộc trong mô hình hồi quy) được sử dụng vào các thời điểm khác nhau như đề xuất Aboody và cộng sự (2002). Cụ thể là, giá cổ phiếu được sử dụng là giá tại thời điểm kết thúc niên độ kế toán, giá tại thời điểm sau 1 tháng, 3 tháng và 6 tháng tính từ khi kết thúc niên độ kế toán. Ở đây cần lưu ý rằng giá cổ phiếu tại thời điểm kết thúc niên độ được sử dụng trong trường hợp giả định thị trường là hiệu quả, thông tin được phản ánh hết vào giá cổ phiếu. Tại thời điểm này, báo cáo tài chính của các công ty hầu hết là chưa được công bố nhưng các thông tin chứa đựng trong các báo cáo này phần lớn đã được dự đoán trước. Trong trường hợp thị trường không hiệu quả, dựa trên giả định của Aboody và cộng sự (2002), thị trường sẽ tự điều chỉnh về trạng thái hiệu quả sau một thời gian (giá

cổ phiếu điều chỉnh phản ánh giá trị nội tại của cổ phiếu tại thời điểm kết thúc niên độ). Nói một cách khác, trạng thái không hiệu quả của thị trường tại thời điểm t sẽ được khắc phục tại thời điểm $t+\tau$. Trong nghiên cứu này, chúng tôi giả định thị trường tự điều chỉnh về trạng thái hiệu quả tại thời điểm 1 tháng, 3 tháng hoặc 6 tháng sau khi kết thúc niên độ. Thời điểm 1 tháng được chọn vì đây là khoảng thời gian các nhà đầu tư hầu như đã có được đầy đủ các thông tin về một số chỉ tiêu cần thiết trên báo cáo tài chính thông qua việc rò rỉ thông tin, 3 tháng được chọn vì đến thời điểm sau 3 tháng các báo cáo tài chính năm được kiểm toán đã được công bố chính thức và thời điểm sau 6 tháng được chọn nhằm mục đích mở rộng thời gian khảo sát khi biết được thêm thông tin thông qua các báo cáo quý và bán niên, do vậy nhà đầu tư có thể cập nhật thêm thông tin để điều chỉnh kỳ vọng.

Trong các trường hợp trên, giá cổ phiếu được điều chỉnh theo sai số được rút ra từ biến động giá cổ phiếu trong tương lai như sau:

$$P_{i,t/\tau} = P_{i,t+\tau} / (1 + R^T_M)$$

trong đó:

$P_{i,t/\tau}$: Giá cổ phiếu i điều chỉnh cho thời điểm t (kết thúc niên độ kế toán) theo sai số được rút ra từ biến động giá cổ phiếu τ tháng trong tương lai.

$P_{t+\tau}$: Giá cổ phiếu vào thời điểm $t+\tau$.

R^T_M : Lợi suất thị trường (xác định dựa trên chỉ số thị trường cho khoảng thời gian từ t đến $t+\tau$)³.

τ : 1, 3, 6 tháng sau khi kết thúc niên độ

5. Kết quả nghiên cứu

5.1. Thông tin về mẫu nghiên cứu

Như đã trình bày ở phần trên, nghiên cứu này sử dụng số liệu kế toán và giá cổ phiếu của 102 công ty niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2008-2013. Chi tiết về các giá trị thống kê của các chỉ tiêu được chúng tôi sử dụng trong mô hình hồi quy được trình bày ở Bảng 1.

Bảng 1

Giá trị thống kê của một số chỉ tiêu được sử dụng trong mô hình hồi quy

Đơn vị tính: đồng

Chỉ tiêu	Nhỏ nhất	Trung bình	Lớn nhất	Độ lệch chuẩn
Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS)	-10.322	3.092	25.563	3.325
Giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu	5.195	20.912	54.566	9.308
Giá cổ phiếu thời điểm kết thúc niên độ	2.100	24.404	142.000	21.463
Giá cổ phiếu sau 1 tháng điều chỉnh về thời điểm kết thúc niên độ	2.328	23.411	137.558	20.892
Giá cổ phiếu sau 3 tháng điều chỉnh về thời điểm kết thúc niên độ	2.073	23.607	145.704	20.869
Giá cổ phiếu sau 6 tháng điều chỉnh về thời điểm kết thúc niên độ	1.892	22.232	153.535	18.680

Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính và số liệu giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên HOSE.

Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu là chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời của cổ phiếu. Vì vậy, đây là chỉ tiêu được các nhà đầu tư đặc biệt quan tâm. Kết quả xử lý thống kê cho thấy thu nhập trung bình trên mỗi cổ phiếu của các công ty trong giai đoạn nghiên cứu là 3.092 đồng, giá trị cao nhất là 25.563 đồng và giá trị thấp nhất là -10.322 đồng. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu được trình bày ở Bảng 1 còn chỉ ra rằng giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu trong mẫu nghiên cứu là tương đối cao nhưng có sự phân hóa khá lớn. Cụ thể là, giá trị sổ sách trung bình của các cổ phiếu là 20.912 đồng với khoảng dao động là từ 5.195 đồng đến 54.566 đồng. Liên quan đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết, kết quả phân tích thống kê cho thấy giá cổ phiếu có xu hướng giảm khi điều chỉnh cho biến động giá trong

tương lai. Cụ thể là, giá cổ phiếu trung bình tại thời điểm kết thúc niên độ và các thời điểm kết thúc niên độ được điều chỉnh cho biến động giá 1 tháng, 3 tháng, 6 tháng trong tương lai lần lượt là 24.404 đồng, 23.411 đồng, 23.607 đồng và 22.232 đồng.

5.2. Ảnh hưởng của thông tin kế toán đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE

Như đã trình bày ở phần trên, nghiên cứu này trước tiên sử dụng cả hai mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và hiệu ứng ngẫu nhiên (REM) để ước lượng mức độ ảnh hưởng của các thông tin kế toán đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE. Sau đó, để xác định xem mô hình nào là phù hợp hơn, chúng tôi tiếp tục sử dụng kiểm định Hausman (Hausman test). Kết quả ước lượng từ các mô hình được trình bày chi tiết ở Bảng 2.

Bảng 2

Kết quả phân tích hồi quy theo FEM và REM

Biến số	Biến phụ thuộc P_t		Biến phụ thuộc $P_{t/1}$		Biến phụ thuộc $P_{t/3}$		Biến phụ thuộc $P_{t/6}$	
	FEM	REM	FEM	REM	FEM	REM	FEM	REM
Hằng số	8,45*** (3,89)	6,77*** (3,38)	8,46*** (4,05)	6,71*** (3,46)	9,05*** (4,30)	7,11*** (3,66)	12,37*** (6,13)	9,28*** (5,04)
EPS	2,85*** (12,91)	3,12*** (15,56)	2,90*** (13,66)	3,15*** (16,27)	2,76*** (12,87)	3,04*** (15,59)	1,69*** (8,22)	2,01*** (10,79)
BVPS	0,34*** (2,95)	0,38*** (4,14)	0,29** (2,57)	0,33*** (3,74)	0,29** (2,56)	0,33*** (3,80)	0,22** (2,06)	0,32*** (3,79)
Số quan sát	612	612	612	612	612	612	612	612
R^2 (%)	75,68	41,53	76,24	42,72	75,77	40,87	72,25	26,65
Giá trị thống kê F	19,46***	218***	20,04***	228***	4,69***	212***	16,45***	112***
Kiểm định Hausman	$\chi^2(2) = 22,16***$		$\chi^2(2) = 21,39***$		$\chi^2(2) = 25,53***$		$\chi^2(2) = 43,57***$	

Ghi chú: ***, ** : có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1%, 5%.

Kết quả của kiểm định Hausman được trình bày ở Bảng 2 cho thấy mô hình hiệu ứng cố định là phù hợp hơn mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên. Vì vậy, trong phần trình bày tiếp theo chúng tôi sử dụng kết quả từ mô hình hiệu ứng cố định để phân tích ảnh hưởng của thông tin kế toán đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

Đúng như kỳ vọng và phù hợp với kết quả của các nghiên cứu trước đây, kết quả ước lượng từ mô hình hiệu ứng cố định với các biến phụ thuộc lần lượt là giá cổ phiếu tại thời điểm kết thúc niên độ, giá cổ phiếu tại thời điểm kết thúc niên độ được điều chỉnh cho biến động giá trong khoảng thời gian 1 tháng, 3 tháng và 6 tháng trong tương lai cho thấy thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) và giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu (BVPS) đều có tương quan thuận với giá cổ phiếu. Điều này có nghĩa là khi thông tin về thu nhập trên mỗi cổ phiếu và giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu của công ty được công bố với giá trị càng lớn thì giá cổ phiếu của công ty trên thị trường chứng khoán sẽ càng tăng và ngược lại. Cụ thể là, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi trung bình khi thông tin về lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu được công bố tăng thêm 1 đồng thì giá cổ phiếu được kỳ vọng sẽ tăng lên 2,9 đồng và tương tự như vậy, khi thông tin về giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu được công bố tăng thêm 1 đồng thì giá cổ phiếu sẽ được kỳ vọng tăng lên 0,29 đồng⁴. Về mặt thống kê, các mối quan hệ trên có ý nghĩa lần lượt ở mức 1% và 5%. Như vậy, có thể dễ dàng nhận thấy rằng lợi nhuận đóng vai trò quan trọng hơn giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu trong việc giải thích biến động giá cổ phiếu.

Trong các mô hình hồi quy ở trên, giá trị của R^2 đều khá cao cho thấy khả năng giải thích của các biến độc lập trong mô hình là khá tốt. Cụ thể là, thu nhập trên mỗi cổ phiếu và giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu của công ty cùng với các tác động cố định giải thích được 75,78% biến động giá cổ phiếu tại thời điểm kết thúc niên độ, 76,24%, 75,77% và 72,35% lần lượt cho biến động giá cổ phiếu tại thời

điểm kết thúc niên độ được điều chỉnh 1 tháng, 3 tháng và 6 tháng sau khi kết thúc niên độ. Đặc biệt là, kết quả phân tích ở trên còn chỉ ra rằng giá cổ phiếu có khả năng phản ánh thông tin kế toán với một độ trễ nhất định. Điều này phù hợp với đặc thù của thị trường chứng khoán Việt Nam với nhiều kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng đây là một thị trường không hiệu quả. Khi tiến hành khảo sát với các độ trễ khác nhau, kết quả nghiên cứu đã cho thấy mức độ giải thích của thông tin kế toán tốt nhất cho giá cổ phiếu được điều chỉnh cho biến động giá 1 tháng sau khi kết thúc niên độ (R^2 đạt 76,24%,) và giảm khi điều chỉnh cho biến động giá với khoảng thời gian xa hơn. Nếu so với nghiên cứu của Nguyễn Việt Dũng (2009), kết quả nghiên cứu này có sự khác biệt là thông tin kế toán được phản ánh vào giá cổ phiếu với tốc độ nhanh hơn. Điều này phù hợp với sự phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam, khung pháp lý của việc trình bày và công bố thông tin ngày càng được hoàn thiện cũng như kiến thức của nhà đầu tư ngày càng được nâng cao. Bên cạnh đó, việc điều chỉnh giới hạn biên độ dao động giá qua các giai đoạn cũng có thể ảnh hưởng đến độ trễ của thông tin kế toán được phản ánh vào giá cổ phiếu⁵.

6. Kết luận

Trái ngược với nghi ngờ của nhiều người khi cho rằng thông tin kế toán của các công ty không có tính hữu ích gì đối với các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu này đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm có giá trị để khẳng định các biến số về thông tin kế toán khi được công bố có những ảnh hưởng nhất định đến sự biến động giá cổ phiếu trên thị trường. Đối với một thị trường chứng khoán mới nổi như Việt Nam, giả thuyết thị trường hiệu quả rất khó thỏa mãn, vì vậy, việc vận dụng mô hình Ohlson (1995) kết hợp với phương pháp điều chỉnh giá của Aboody (2002) là cần thiết để đưa ra cơ sở lý thuyết vững chắc đo lường sự ảnh hưởng này. Ngoài ra, kết quả phân tích hồi quy thu được từ nghiên cứu này còn chỉ ra rằng thông tin kế toán được phản ánh vào giá cổ phiếu với một độ trễ nhất định ■

Chú thích

- ¹ Mẫu nghiên cứu không bao gồm các công ty áp dụng chế độ kế toán đặc thù.
- ² Theo Fama (1970), tính hiệu quả của thị trường được chia làm 3 mức độ từ thấp đến cao như sau: mức độ yếu (weak form), mức độ khá mạnh (semi-strong form) và mức độ mạnh (strong form).
- ³ Nghiên cứu sử dụng chỉ số VN-index để điều chỉnh giá cổ phiếu trên HOSE.
- ⁴ Mô hình hồi quy sử dụng giá cổ phiếu vào thời điểm kết thúc niên độ được điều chỉnh cho biến động giá 1 tháng trong tương lai cho kết quả tốt hơn để đo lường mối liên hệ. Do vậy, chúng tôi sử dụng kết quả này để giải thích mức độ ảnh hưởng của các thông tin kế toán đến giá cổ phiếu.
- ⁵ Biên độ dao động giá trên HOSE trong giai đoạn nghiên cứu từ 2008-2013 được quy định là +/-5% (tương tự như giai đoạn 2003-2007) cho đầu các năm 2009, 2010, 2011, 2012 và tăng lên +/-7% cho đầu năm 2013, 2014.

Tài liệu tham khảo

- Aboody, D., Hughes, J. and Liu, J. (2002). Measuring value relevance in a (possibly) inefficient market. *Journal of Accounting Research*, 40, 965-986.
- Amir, E. and Lev, B. (1996). Value-Relevance of non-financial information: the wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 3-30.
- Collins, D. W., Maydew, E. L. and Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39-67.
- Chen, C. J. P., Chen, S. and Su, X. (2001). Is accounting information value-relevant in the emerging Chinese stock market? *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10, 1-22.
- Durán, R., Lorenzo, A. and Valencia, H. (2007). Value relevance of the Ohlson model with Mexican data. *Contaduría y Administración*, 223, 33-52.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical works. *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Glezakos, M., Mylonakis, J. and Kafouros, C. (2012). The impact of accounting information on stock prices: Evidence from the Athens Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 4(2), 56-68.
- Graham, R. and King, R. (2000). Accounting practices and the market valuation of accounting numbers: Evidence from Indonesia, Korea, Malaysia, the Phillipines, Taiwan, and Thailand. *International Journal of Accounting*, 35(4), 445-470.
- Hand, J. R. M. and Landsman, W. R. (2005). The pricing of dividends in equity valuation. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, 435-469.
- King, R. and Langhi, J. (1998). Accounting diversity and firm valuation. *International Journal of Accounting*, 33(4), 529-567.
- Lê Đạt Chí, 2006. Kiểm định mức độ hiệu quả thông tin trên TTCK Việt Nam. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 189, 33-38.
- Nguyễn Thị Thục Đoan (2011). Ảnh hưởng của thông tin kế toán và các chỉ số tài chính đến giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí công nghệ ngân hàng*, 62, 23-27.
- Nguyễn Việt Dũng (2009). Mối liên hệ giữa thông tin báo cáo tài chính và giá cổ phiếu: Vận dụng linh hoạt lý thuyết hiện đại vào trường hợp Việt Nam. *Tạp chí nghiên cứu kinh tế*, 375, 18-32.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11, 661-688.
- Preinrich, G. (1938). Annual survey of economic theory: the theory of depreciation. *Econometrica*, 6(1), 219-241.
- Trương Đông Lộc (2008). Kiểm định giả thuyết thị trường hiệu quả mức độ yếu cho TTCK Việt Nam: Trường hợp Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 201, 34-39.