



MỐI QUAN HỆ GIỮA LỢI NHUẬN BẤT THƯỜNG VÀ THỜI GIAN CÔNG BỐ BÁO CÁO TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Relationship between the unexpected earnings and the timeliness of financial reporting of stock companies listed on Vietnam stock market

Huỳnh Anh Thu¹

¹huyphanthu0210@gmail.com,

¹Khoa Tài chính – Kế toán

Trường Đại học Lạc Hồng, Đồng Nai, Việt Nam

Đến tòa soạn: 3/5/2016; Chấp nhận đăng: 25/7/2016

Tóm tắt. Mục tiêu của nghiên cứu này là xem xét lợi nhuận bất thường và mối quan hệ giữa lợi nhuận bất thường về thời gian công bố báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam, nghiên cứu sử dụng số liệu của 300 công ty niêm yết tại hai sàn giao dịch HOSE và HNX giai đoạn 2010-2015. Kết quả nghiên cứu cho thấy: (i) có tồn mối quan hệ giữa lợi nhuận bất thường và tính chính xác về thời gian công bố BCTC; (ii) phản ứng của thị trường đối với mức độ chính xác về thời gian công bố thông tin lợi nhuận từ hai sàn HNX và HOSE là tích cực, dù thông tin xấu hay tốt. Nghiên cứu đưa ra một số gợi ý cho nhà đầu tư, các nhà quản trị doanh nghiệp và các cơ quan quản lý nhà nước, khi tham gia TTCK trong việc xem xét lợi nhuận bất thường trong mối quan hệ với tính chính xác về thời gian công bố BCTC.

Từ khóa: Lợi nhuận bất thường; Báo cáo tài chính; Thị trường chứng khoán; Việt Nam

Abstract. This paper aims at investigating the unexpected earnings and the timeliness of financial reporting of 300 stock companies listed on HOSE and HNX from 2010-2015. It is found that: (1) there is a significant relationship between their unexpected earnings and the timeliness of their financial reports; (2) the market reaction from both HNX and HOSE are positive towards the timeliness of reporting the earnings, regardless of their bad/good news. This paper also proposes practical implications for investors, enterprise managers and governance bodies in terms of considering such relationship existing in the stock market to have their proper actions and strategies.

Keywords: Unexpected earnings; Financial reports; Stock market; Vietnam

1. GIỚI THIỆU

Theo Ball (1968), Bernard (1989) biến động thu nhập bất thường khi công bố BCTC là sau khi công bố thu nhập, lợi nhuận bất thường cộng dồn của các công ty có tin tốt (đột biến về thu nhập bất thường dương) tiếp tục biến động tăng lên trong chiều hướng dương trong khi đó lợi nhuận bất thường của các công ty có tin xấu (đột biến về thu nhập bất thường âm) tiếp tục biến động theo hướng ngược lại. Theo Chordia (2006) thì biến động thu nhập bất thường khi công bố báo cáo tài chính (BCTC) có xu hướng làm cho lợi nhuận bất thường cộng dồn của một cổ phiếu biến động theo hướng của đột biến về thu nhập trong khoảng thời gian tiếp theo (vài tuần hoặc vài tháng) sau công bố thu nhập.

Sự tồn tại của hiện tượng biến động thu nhập bất thường khi công bố BCTC đã được xác nhận trong hơn bốn thập kỷ sau nghiên cứu đầu tiên của Ball (1968). Hiện tượng biến động thu nhập bất thường này cũng tồn tại trong kết quả nghiên cứu của Hew (1996) ở Anh, ở TTCK Phần Lan trong nghiên cứu của Booth (1996), Schadewitz (2005).

Tuy nhiên, nghiên cứu của Francis, Philbrick, Schipper (1994) phát hiện rằng giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng từ tác động của thị trường có thể lớn hơn nhiều so với ảnh hưởng của việc chậm trễ công bố, đó là lý do họ cho rằng giám đốc không cần thiết phải chậm trễ công bố thông tin lợi nhuận xấu nhằm giảm nhẹ tác động từ phản ứng tiêu cực của thị trường. Vì vậy, đến nay đã có khá nhiều nghiên cứu

thực nghiệm về biến động thu nhập bất thường khi công bố BCTC.

Tại TTCK VN việc công bố BCTC có kiểm toán đối với các công ty cổ phần có quy mô lớn theo Thông tư 52/2012/TT-BTC là 20 ngày kể từ ngày kết thúc quý, không quá 90 ngày kể từ ngày kết thúc niên độ. Tính kịp thời là một trong những thước đo cho tính chất lượng của thông tin kế toán. Nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa lợi nhuận bất thường và thời gian công bố BCTC của các công ty niêm yết tại TTCK Việt Nam. Kết cấu của nghiên cứu này gồm: Phần 2 nêu tóm lược cơ sở lý thuyết, phần 3 trình bày phương pháp nghiên cứu và dữ liệu nghiên cứu, phần 4 trình bày kết quả nghiên cứu, phần 5 trình bày kết luận và khuyến nghị.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

Haw và cộng sự (2000) nghiên cứu các thông tin về lợi nhuận của các công ty tại Trung Quốc cho thấy rằng các công ty có xu hướng phát hành BCTC hàng năm với các tin tức tốt thì sớm hơn so với các công ty có báo cáo tin tức xấu, và các công ty có báo cáo lỗ phát hành BCTC năm của họ muộn nhất. Haw và cộng sự (2003) dựa trên nghiên cứu của họ năm 2000 cho thấy rằng ý kiến của kiểm toán có trình độ có xu hướng trì hoãn việc phát hành các BCTC sơ bộ và báo cáo kiểm toán (Whittred, 1980; Keller, 1986; Bamber et al, 1993).

Nghiên cứu của Bagnoli và cộng sự (2002) đã đo lường phản ứng của thị trường với tính chính xác về thời gian của thông tin tài chính được công bố. Bagnoli sử dụng CAR để đo lường lợi nhuận bất thường. Dữ liệu được sử dụng là những ngày báo cáo lợi nhuận hàng quý được cung cấp bởi First Call/ Thomson Financial. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng phản ứng thị trường tại thời điểm công bố thu nhập (công bố BCTC) còn phụ thuộc vào việc thông tin tài chính được công bố sớm, đúng thời gian hay trễ. Bên cạnh đó, các nhà đầu tư trên thị trường phản ứng bằng việc làm giảm giá chứng khoán với thông tin tài chính công bố trễ. Khi các nhà quản trị có công bố trễ thông tin thu nhập so với dự kiến thì các thông tin tài chính đó thường là thông tin xấu. Tác giả không tìm thấy bằng chứng nào về mối quan hệ giữa lợi nhuận bất thường và thời gian công bố thông tin sớm.

Pastena, V. và R. Ronen (1979) nghiên cứu tại Mỹ chỉ ra rằng các nhà quản lý công ty có xu hướng công bố tin tức tốt từ BCTC sớm hơn là tin xấu. Nghiên cứu cho rằng các nhà quản lý có ý định trì hoãn việc phát hành các thông tin tiêu cực. Givoly và Palmon (1982), Kross và Schroeder (1984) tìm thấy có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa nội dung thông báo lợi nhuận và tính chính xác về thời gian công bố thông tin. Theo Bhattacharya và cộng sự (2000) cho rằng một thị trường mới nổi hay chưa phát triển thì thông tin tài chính được phía công ty chủ quan công bố là một thông tin quan trọng hàng đầu đối với nhà đầu tư. Việt Nam mang đặc điểm này rất rõ nét, nơi mà nhà đầu tư có ít hay rất ít kênh thông tin để có thể nắm bắt được tình hình tài chính công ty.

Từ những nghiên cứu trên cho thấy các nhà quản trị thường có xu hướng chiến lược hóa thông tin công bố, cụ thể thông tin tốt công bố sớm, thông tin xấu công bố trễ. Do đó, nhóm tác giả giả thuyết “Có mối quan hệ giữa lợi nhuận bất thường và thời gian công bố báo cáo tài chính, và nhà quản trị chiến lược hóa thông tin công bố, tức là thông tin xấu công bố trễ, thông tin tốt công bố sớm”. Giả thuyết này sẽ được kiểm định trong các mục tiếp theo.

Nguyên nhân tiếp theo có thể kể đến đó là từ chính trình độ, khả năng của các nhân viên tài chính và ban quản trị công ty, họ không có nhiều kinh nghiệm trong việc biên soạn BCTC, do đó dẫn đến sự chậm trễ này. Theo như Whittred (1980) và Keller (1986) các nhân viên kế toán của công ty luôn gặp khó khăn về biên tập BCTC, và thường bị cơ quan kiểm toán bắt làm lại, do đó dẫn đến tình trạng trễ. Trong nghiên cứu này nhóm tác giả cho rằng nhà đầu tư ở sàn HOSE sẽ là những người “hiểu chuyện” hơn, vì thị trường HOSE được chuyên gia đánh giá phát triển hơn HNX do đó nhà thông tin tài chính từ phía ban quản trị không phải là nguồn thông tin duy nhất, cũng như trình độ biên soạn BCTC tốt hơn nên sẽ không chậm trễ trong việc công bố thông tin tài chính. Và vì nhà đầu tư ở HOSE là người “hiểu chuyện” hơn nên nhà quản trị cũng không có lý do gì chiến lược hóa thời gian công bố thông tin.

Theo Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, năm 2015 là năm thứ 15 hoạt động của HOSE, và năm thứ 11 của sàn HNX. Vốn hóa TTCK VN kết thúc năm 2015 đạt hơn 1.298,53 nghìn tỷ đồng, trong đó vốn hóa sàn HOSE đạt mức hơn 1.146,9 nghìn tỷ đồng, vốn hóa trên HNX cũng đạt hơn 151,6 nghìn tỷ đồng. Trên sàn HOSE, tổng khối lượng giao dịch đạt hơn 28 tỷ cổ phiếu tương ứng giá trị giao dịch đạt trên 482 nghìn tỷ đồng. Trên sàn HNX, tổng khối lượng giao dịch trong năm 2015 đạt trên 11,55 tỷ cổ phiếu tổng giá trị giao dịch ước tính 135 nghìn tỷ đồng. Qua trên cho

thấy nhận định của nhóm tác giả là sàn HOSE có thời gian hoạt động lâu hơn, vốn hóa thị trường và giá trị giao dịch lớn hơn nên các nhà đầu tư trên sàn HOSE là hiểu chuyện hơn, và các nhà quản trị ở sàn HOSE sẽ không chiến lược hóa thời gian công bố thông tin tài chính.

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Nghiên cứu này sẽ gồm hai phần: (i) thống kê ngày công bố thu nhập để xác định ngày công bố thu nhập là sớm, muộn hay đúng hạn, (ii) Sau đó, từ số liệu thu nhập tiến hành chạy mô hình hồi quy dữ liệu bằng theo phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) của Baglioni (2002), với phần mềm sử lý số liệu SAS để nghiên cứu mối quan hệ giữa lợi nhuận bất thường và tính chính xác về thời gian khi công bố BCTC.

3.1 Xác định thời gian công bố thông tin

Việc xác định công ty công bố thông tin đúng giờ, trễ hay sớm được căn cứ vào từng BCTC để thống kê thông tin ngày công bố thu nhập, dựa vào quy định về thời gian công bố BCTC theo thông tư số 09/2010/TT-BTC và 52/2012/TT-BTC. Nhóm tác giả phân thành 35 ngày công bố, trong đó day = 0 nghĩa là công bố đúng giờ đúng thời hạn, day > 0 tức công bố trễ, day < 0 là công bố sớm.

3.2 Xác định lợi nhuận bất thường (UE) – lũy kế lợi nhuận bất thường

Trong nghiên cứu này, UE được tính theo 2 cách sau:

Cách 1: Lợi nhuận bất thường theo Joy Begley, Paul Fischer (1998) được tính như sau:

$$UE_{t,k} = EPS_{t,k} - EPS_{t-4,k}$$

Trong đó: t = kỳ nghiên cứu; k = loại cổ phiếu;

UE_{t,k}: lợi nhuận bất thường

UE₁: UE_{t,k} - EPS_{t-4,k}

UE₂: EPS_{t,k} - E(EPS_{t,k})

UE_{t,k} = EPS_{t,k} - E(EPS_{t,k})

Thông tin tài chính công bố được xem là thông tin tốt khi UE > 0 và là thông tin xấu khi UE < 0.

Cách 2: Lợi nhuận bất thường tính theo Foster, G., C. Olsen, and T. Shevlin (1984) như sau:

$$E(EPS_{t,k}) = EPS_{t-4,k} + \hat{\rho}_{0,k} + \hat{\rho}_{1,k}(EPS_{t-1,k} - EPS_{t-5,k})$$

Trong đó $\hat{\rho}_{0,k}, \hat{\rho}_{1,k}$ được tính từ mô hình hồi quy sau:

$$(EPS_{t,k} - EPS_{t-4,k}) = \rho_{0,k} + \rho_{1,k}(EPS_{t-1,k} - EPS_{t-5,k}) + \varepsilon_t$$

Lũy kế lợi nhuận bất thường (Cumulated Abnormal Return) tính theo cách sau:

$$AR_{u,k} = R_{u,k} - R_{u,m}$$

Trong đó:

R_{u,m}: là lợi tức của thị trường

R_{u,k}: là lợi tức ngày thứ u của cổ phiếu k

3.3 Mô hình nghiên cứu về lợi nhuận bất thường, lũy kế lợi nhuận bất thường và tính chính xác về thời gian công bố BCTC

Nghiên cứu tiếp cận theo phương pháp của Bagnoli (2002), phương pháp này gọi là phương pháp điều chỉnh bằng cách lấy số tuyệt đối của UE. Để tính UE nhóm tác giả 2 cách tính khác nhau để tìm ra cách tính tốt nhất cho nghiên cứu. Cách thứ nhất gọi là UE1. Cách tính UE1 như sau: UE1 = EPS_{t,k} - EPS_{t-4,k}. Nghĩa là lấy lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu năm nay trừ cho lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu của 4 quý trước.

Cách thứ 2 tính UE gọi là UE2. UE2 được tính theo cách

lấy lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu năm nay trừ đi lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu được kỳ vọng.

+ Mô hình hồi quy lợi nhuận bất thường và tính chính xác về thời gian công bố thông tin tài chính.

$$UE_{i,k} = \beta_0 + \beta_1 Delay_{i,k} + \beta_2 Size_{i,k} + \varepsilon_{i,k}$$

Trong đó: $Delay_{i,k}$ là công ty k trên sàn HOSE và HNX có thông tin công bố trễ tại năm t. Căn cứ tính Delay đó là dựa vào số ngày trễ công bố thông tin so với ngày cuối cùng của năm tài chính. SIZE là quy mô công ty (Lấy Ln của vốn chủ sở hữu)

+ Mô hình hồi quy lũy kế lợi nhuận bất thường và tính chính xác về thời gian công bố thông tin tài chính.

Nghiên cứu của Baglioni (2002), Begley (1998), Foster (1984) ..v.v..đều thu được kết quả là nhà quản trị thường chiến lược hóa trong việc công bố thông tin tài chính, cụ thể là thông tin tốt công bố sớm, thông tin xấu công bố trễ. Các nghiên cứu này đã đo lường phản ứng của thị trường với tính chính xác về thời gian của thông tin tài chính được công bố, các tác giả đều sử dụng chỉ số CAR để đo lường lũy kế lợi nhuận bất thường. Nghiên cứu sử dụng mô hình của Baglioni (2002) để đo lường phản ứng của thị trường trên 2 sàn HOSE và HNX đối với tính chính xác về thời gian của thông tin công bố.

$$CAR_{k,t} = \gamma_0 + \gamma_1 UE_{k,t} + \gamma_2 D_{k,t}^{late} + \gamma_3 D_{k,t}^{early} + \gamma_4 D_{k,t}^{negUE} + \gamma_5 (D_{k,t}^{late} * UE_{k,t}) + \gamma_6 (D_{k,t}^{early} * UE_{k,t}) + \gamma_7 (D_{k,t}^{negUE} * UE_{k,t}) + \gamma_8 (D_{k,t}^{late} * D_{k,t}^{negUE}) + \gamma_9 (D_{k,t}^{early} * D_{k,t}^{negUE}) + \gamma_{10} (D_{k,t}^{late} * D_{k,t}^{negUE} * UE_{k,t}) + \gamma_{11} (D_{k,t}^{early} * D_{k,t}^{negUE} * UE_{k,t})$$

Trong đó:

- Biến D^* là các biến giả; $NegUE$ chỉ các loại cổ phiếu của các Cty có UE nhỏ hơn 0.

- $CAR_{k,t}$ là lợi nhuận điều chỉnh thị trường tích lũy của công ty k tại thời điểm năm t trong ngày thông báo thông tin thu nhập (day -1), ngày công bố thông tin thu nhập trên website của Sở giao dịch chứng khoán (day 0) và công bố trễ (day +1).

- $UE_{k,t}$ là khác biệt giữa lợi nhuận bất thường thực tế trên mỗi cổ phần và thu nhập trên mỗi cổ phần dự báo.

3.4 Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp được thu thập từ BCTC năm đã được kiểm toán của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010 – 2015, gồm 300 công ty phân bố đều tại hai sàn HOSE và HNX. Thông tin của các công ty này được thu thập từ website của Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM, Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội và cổ phiếu 68.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1 Kết quả nghiên cứu về thời gian công bố BCTC

Kết quả nghiên cứu cho thấy giai đoạn 2010-2015 có 1.800 mẫu BCTC được thu thập theo năm, kết quả thu được tại Bảng 1. Theo đó, ở Việt Nam các công ty công bố thông tin tài chính rất phân tán. Nguyên nhân là ở Việt Nam quy định có 90 ngày để công bố BCTC đó là lý do công ty không bị áp lực phải chuẩn bị nhanh thông tin để công bố. Kết quả nghiên cứu tương đồng với nghiên cứu của Haw (2006) tại TTCK Trung Quốc, nhà quản trị các công ty công bố thông tin tài chính trong khoảng trước thời gian yêu cầu là 90 ngày và sau thời gian công bố là 09 ngày. Trong khi đó Champers and Penman (1984) nghiên cứu thị trường Mỹ thì con số này thấp hơn rất nhiều chỉ khoảng 14

ngày. Begley and Fischer (1998) trong nghiên cứu của mình phát hiện là ở Mỹ con số này nếu so sánh năm nay và năm trước thì chỉ là 0.02 ngày khác biệt, đáng lưu ý là số trung vị là 0.

Bảng 1. Thống kê phân bố ngày công bố thông tin BCTC của các công ty so với Quy định

Công bố trễ (+) Công bố sớm (-)	2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
-29 đến -35	46	15.3	55	18.4	52	17.3	48	16.1	56	18.5	54	17.9
-22 đến -28	13	4.5	13	4.2	10	3.4	9	3.1	10	3.3	8	2.7
-15 đến -21	35	11.6	28	9.3	26	8.8	28	9.2	17	5.7	16	5.2
-14	5	1.7	2	0.8	6	2.0	2	0.8	3	1.1	6	2.1
-13	5	1.7	6	2.1	7	2.2	5	1.5	5	1.7	4	1.4
-12	9	3.1	12	4.1	6	1.9	8	2.6	8	2.5	3	1.0
-11	11	3.6	9	3.2	5	1.5	4	1.4	5	1.6	8	2.6
-10	10	3.2	13	4.3	8	2.8	4	1.2	9	2.9	9	3.0
-9	10	3.2	15	4.9	8	2.5	12	4.1	8	2.5	6	1.9
-8	17	5.7	8	2.8	9	3.0	15	4.9	10	3.3	11	3.6
-6	8	2.7	7	2.4	14	4.6	11	3.7	14	4.6	17	5.8
-7	9	3.0	15	5.0	17	5.5	13	4.2	17	5.7	10	3.2
-5	18	6.1	17	5.6	15	4.9	23	7.8	12	3.9	9	2.9
-4	22	7.5	19	6.4	21	7.0	10	3.5	11	3.5	26	8.5
-3	17	5.7	23	7.8	30	10.2	11	3.8	24	7.9	24	8.1
-2	24	8.0	31	10.4	15	5.1	29	9.6	29	9.6	25	8.2
-1	27	9.1	3	1.1	13	4.3	35	11.6	25	8.2	34	11.4
0	3	1.0	12	4.1	27	9.2	23	7.8	30	10.1	31	10.5
1	10	3.4	9	3.2	12	3.9	10	3.3	10	3.3	0	0.0
Tổng	300	100	300	100	300	100	300	100	300	100	300	100

4.2 Hồi quy giữa lợi nhuận bất thường và tính chính xác về thời gian công bố báo cáo tài chính

Kết quả hồi quy giữa UE và tính chính xác về thời gian công bố BCTC tại Bảng 2 cho thấy bất kể dùng $UE1$ hay $UE2$ thì quy mô của công ty đều không có ý nghĩa thống kê, nghĩa là quy mô công ty không ảnh hưởng đến UE . Sử dụng $UE1$ thì cổ phiếu sàn HOSE có hệ số beta dương, còn sàn HNX có hệ số beta âm. Trong khi đó, với $UE2$ thì hệ số này lại thay đổi ngược lại, cổ phiếu sàn HOSE âm còn HNX dương, tuy nhiên đều không có ý nghĩa thống kê.

Bảng 2. Kết quả hồi quy giữa UE và tính chính xác về thời gian công bố BCTC

Variable	UE1			UE2		
	Tổng	HOSE	HNX	Tổng	HOSE	HNX
Intercept	-0.0136	-0.0031	0.04081	-0.0081	0.0425	-0.0174
t-statistic	-0.73	-0.09	1.23	-0.50	1.42	-0.58
Delay	-0.0012	-0.0014	-0.0008	-0.0009	-0.00104	-0.00053
	***	***	***	***	***	***
t-statistic	-9.52	-8.28	-3.22	-8.11	-7.36	-2.26
SIZE	0.0015	0.0007	-0.0022	0.0007	-0.0026	0.0012
t-statistic	1.25	0.33	-0.97	0.65	-1.35	0.60
N	5654	3389	1649	5654	3389	1649
R-Square	0.0161	0.02	0.0069	0.0116	0.0165	0.0033
Adj -R-Sq	0.0158	0.0194	0.0057	0.0113	0.0159	0.0021

(* , ** , *** lần lượt là mức ý nghĩa thống kê ở mức 0.1; 0.05 và 0.01)

Điều đáng lưu ý nhất đó là bất kể cổ phiếu sàn HNX hay HOSE thì biến Delay đều âm và có ý nghĩa thống kê. Có căn cứ để kết luận thông tin công bố sớm sẽ tốt, và thông tin công bố chậm sẽ xấu, hơn nữa thông tin công bố càng trễ thì càng có xu hướng xấu. Hơn nữa, cổ phiếu sàn HOSE có hệ số beta âm lớn hơn, tức là ngược lại so với giả thuyết H3 nghĩa là sàn HOSE bị ảnh hưởng về thời gian công bố thông tin hơn sàn HNX.

4.3 Hồi quy giữa lợi nhuận bất thường và tính chính xác về thời gian công bố báo cáo tài chính

Kết quả tại bảng 3 cho thấy sự tác động của các biến tới CAR là không rõ ràng.

Bảng 3. Mối quan hệ giữa UE của cổ phiếu sàn HNX và HOSE với CAR

Biến số	UE1			UE2		
	N	HOSE	HNX	N	HOSE	HNX
Intercept	-0.0042	0.0106**	0.0010	-0.0048	-0.0097**	0.22
t-statistic	-1.34	-2.46	0.19	-1.48	-2.18	0.22
UE	0.0337	0.0925**	-0.0189	0.0469	0.1009**	-0.46
t-statistic	1.18	2.17	-0.44	1.35	2.02	-0.46
D^{late}	0.00414	0.0090*	0.0034	0.0032	0.007	0.08
t-statistic	1.19	1.92	0.56	0.90	1.45	0.08
D^{early}	0.0047	0.0084*	0.0065	0.0038	0.0083*	0.25
t-statistic	1.37	1.80	1.09	1.08	1.72	0.25
D^{negUE}	0.0117**	0.0185***	0.0051	0.0090*	0.0116*	0.69
t-statistic	2.29	2.79	0.52	1.71	1.69	0.69
D^{lateUE}	-0.0586*	0.1124**	-0.0376	-0.0591	-0.1095**	-0.25
t-statistic	-1.89	-2.48	-0.76	-1.56	-2.05	-0.25
D^{earlyUE}	-0.0510*	0.0988**	-0.0167	0.05611	-0.1082**	0.29
t-statistic	-1.67	-2.20	-0.34	-1.50	-2.04	0.29
D^{negUEUE}	-0.0558	0.0864	-0.0817	-0.1180**	-0.1638**	-0.36
t-statistic	-1.31	-1.53	-0.90	-2.03	-2.17	-0.36
D^{lateD^{negUE}}	-0.004	0.0132*	0.0056	-0.0006	-0.0053	0.34
t-statistic	-0.71	-1.82	0.52	-0.12	-0.72	0.34
D^{earlyD^{negUE}}	-0.0043	0.0088	0.00177	0.0006	-0.0044	0.58
t-statistic	-0.75	-1.19	-0.16	0.10	-0.58	0.58
D^{lateD^{negUEUE}}	0.0692	0.0842	0.1457	0.10753*	0.1430*	0.52
t-statistic	1.50	1.39	1.49	1.74	1.79	0.52
D^{earlyD^{negUEUE}}	0.0645	0.089	0.1011	0.1314**	0.1735**	0.57
t-statistic	1.38	1.44	1.03	2.12	2.15	0.57

(* , ** , *** lần lượt là mức ý nghĩa thống kê ở mức 0.1; 0.05 và 0.01)

Mức ý nghĩa của các biến trong bảng 3 không theo một hướng nào cụ thể. Có thể thấy một xu hướng nổi bật đó là UE có ý nghĩa thống kê và quan hệ cùng chiều với CAR. Cụ thể biến D^{late}, D^{early}, D^{negUE}, ứng với 2 cách tính UE1 và UE2 cho kết quả không như dự đoán là các biến này có quan hệ nghịch biến với CAR, tuy nhiên 3 biến này lại có ý nghĩa thống kê ở các mức độ khác nhau. Nghĩa là bất kể với cách tính UE như thế nào thì nếu lợi nhuận bất thường dương thì lũy kế lợi nhuận bất thường CAR dương. Ngoài ra một xu hướng nổi bật nhất đó là nếu thông tin tốt và được công bố sớm thì có tác động rất tốt đến CAR. Nghĩa là thị trường cả 2 sàn HNX và HOSE đều phản ứng tích cực với thông tin tốt được công bố sớm. Nếu như không dùng UE2, chỉ dùng UE1 thì thông tin xấu và được công bố trễ có ý nghĩa thống kê và quan hệ ngược chiều với CAR, đặc biệt là thị trường HOSE. Đây cũng là một phát hiện khác về phản ứng của nhà đầu tư ở thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ Bảng 3 có thể thấy sự khác biệt giữa 2 sàn HNX và HOSE là đáng để lưu ý trong những nghiên cứu sau. Cụ thể ở sàn HOSE nhà đầu tư phản ứng rất mạnh với thông tin xấu công bố trễ (cách tính UE1), trong khi đó

sàn HNX lại phản ứng mạnh với thông tin xấu và có vẻ không quan tâm lắm đến tính trễ của thông tin được công bố. Tuy nhiên đến đây có thể kết luận rằng nhà đầu tư ở sàn HOSE hoàn toàn không thể hiện sự “trưởng thành” hơn sàn HNX. Cụ thể, nhà đầu tư ở sàn HNX ít chịu ảnh hưởng của chiến lược hóa thông tin công bố của nhà quản trị chứ không phải là nhà đầu tư ở sàn HOSE.

5. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

5.1 Kết luận

Nghiên cứu thực hiện trên tại 300 công ty niêm yết hai sàn HNX và HOSE tại thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ 2010 – 2015, kết quả cho thấy rằng:

- (1) Có tồn tại mối quan hệ giữa lợi nhuận bất thường và tính chính xác về thời gian công bố báo cáo tài chính.
- (2) Phản ứng của thị trường đối với mức độ chính xác về thời gian công bố của thông tin lợi nhuận được công bố từ hai sàn HNX và HOSE như sau:

Các công ty lên sàn HOSE có một đặc điểm chung là bất kể thông tin xấu hay tốt nếu công bố chính xác thời gian sẽ được thị trường phản ứng tích cực. Nếu như công bố sớm thì thông tin tốt hay xấu thị trường đều không bị tác động. Thông tin xấu công bố sớm có CAR còn xấu hơn thông tin xấu được công bố trễ, thậm chí CAR của thông tin tốt được công bố sớm cũng không được thị trường “hoan nghênh” bằng công bố chính xác thời gian. Ngoài ra tại sàn HOSE, bất kể thông tin tốt xấu chỉ cần công bố trễ sẽ bị thị trường “trừng phạt” đặc biệt đối với thông tin xấu. Thông tin xấu tại sàn HOSE nếu được công bố sớm lại thị trường phản ứng lại càng tiêu cực, kết quả này là đồng nhất với nghiên cứu của Baglioni (2002).

Tại sàn HNX bất kể nhà quản trị có công bố sớm, chính xác hay trễ thì cũng không tác động đến cách thức phản ứng của nhà đầu tư. Tuy nhiên kết quả trên cũng không thể kết luận rằng nhà đầu tư sàn HNX hoàn toàn không bị chi phối bởi chiến lược công bố thông tin của nhà quản trị, bởi vì lý do “hiệu ứng tổng hợp”. McWilliams and Siegel (1997) chỉ ra rằng muốn xác định rõ kết quả có bị ảnh hưởng nhiều yếu tố tác động như: thông tin về chiến lược đầu tư mới, thay đổi cổ tức, thay đổi giám đốc hay CEO, các yếu tố vĩ mô.

Như vậy, kết quả nghiên cứu ủng hộ giả thuyết nghiên cứu; nghĩa là, có tồn tại mối quan hệ giữa UE và tính chính xác về thời gian công bố BCTC; bên cạnh đó, các công ty ở Việt Nam đều có xu hướng công bố trễ thông tin xấu, tuy nhiên không có đủ bằng chứng để kết luận rằng sàn HOSE “trưởng thành” hơn sàn HNX (tức các công ty ở sàn HOSE không có dấu hiệu ít thao túng thông tin công bố hơn sàn HNX)

5.2 Khuyến nghị

Từ kết quả nghiên cứu thực nghiệm thu được, nghiên cứu đề xuất một số gợi ý cho nhà đầu tư và các doanh nghiệp và các cơ quan quản lý nhà nước, cụ thể như sau:

Các nhà đầu tư nên quan tâm đến mối quan hệ giữa UE, tính chính xác về thời gian công bố lợi nhuận, lũy kế UE để lựa chọn thời điểm đầu tư hợp lý, tinh táo nhìn nhận và phản ứng với các chiến lược hóa công bố thông tin của các nhà quản trị. Bên cạnh đó cũng cần thu thập thêm thông tin về tình hình tài chính của các công ty trên thị trường vì các yếu tố này đều có tác động đến lợi nhuận để có cái nhìn toàn diện và phản ứng với các chiến lược hóa công bố thông tin của các nhà quản trị. Nhà đầu tư nên quan tâm hơn đến các BCTC dự kiến và xây dựng chiến lược đầu tư

hợp lý như đầu tư vào các công ty có lợi nhuận tốt, luôn công bố lợi nhuận trước hạn ...

Đối với các nhà quản trị công ty, cần cẩn thận trong việc công bố thông tin, nắm bắt tốt và chặt chẽ thông tin nội bộ để đề ra chiến lược công bố thông tin sao cho hợp lý và tuân theo qui định của Nhà nước. Bên cạnh đó, các thông tin do công ty công bố với công chúng thông qua các BCTC có “ảnh hưởng thật sự” đến quá trình ra quyết định của người sử dụng thông tin, đặc biệt là các nhà đầu tư (Gao, 2007; Kanodia, 2007; Beyer & Guttman, 2010). Do đó, để bắt kịp với tốc độ phát triển nhanh và sự cạnh tranh khốc liệt, các công ty hay các nhà quản trị nên cố gắng thỏa mãn ở mức tối đa những gì mà những đối tượng sử dụng thông tin bên ngoài doanh nghiệp cần như là đưa ra các thông tin có tính minh bạch và dễ hiểu hơn (Laohapolwatana và cộng sự, 2005; Adina & Ion, 2008). Các nhà quản trị nên có định hướng hoàn tất BCTC, kiểm toán BCTC đúng hạn nhằm tạo ra được uy tín, niềm tin cho các nhà đầu tư cũng như các ban ngành chức năng liên quan. Muốn làm được như vậy, các nhà quản trị nên đặt ra “lộ trình” hạch toán sổ sách chặt chẽ và nhanh chóng cho từng quý, từng năm.

Đối với các cơ quan quản lý nhà nước: Bộ Tài Chính và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước nên kết hợp để ban hành những quy định rõ ràng và chặt chẽ công bố thông tin tài chính riêng cho các doanh nghiệp tham gia niêm yết trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam. Các cơ quan chứng năng mà chủ yếu là Ủy ban Chứng khoán Nhà nước nên ban hành các chế tài xử phạt nghiêm khắc và mạnh tay đối với những công ty chậm trễ trong việc công bố thông tin, như buộc dừng giao dịch trên thị trường đối với các công ty công bố trễ cho đến khi nào công ty đó công bố thông tin, xây dựng mức phạt hành chính hợp lý và nghiêm khắc. Thực tế ngày 15/6/2011, tại Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh thì hiện có tới 42% doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE không nộp báo cáo tài chính đúng hạn và tỷ lệ vi phạm khác về công bố thông tin chiếm từ 8% - 31%.

Việc nghiên cứu mối quan hệ giữa lợi nhuận bất thường, tính chính xác về thời gian công bố lợi nhuận, lũy kế lợi nhuận bất thường đã được thực hiện rộng rãi trên thế giới với dữ liệu tại nhiều quốc gia khác nhau, tuy nhiên nghiên cứu về đề tài này ở Việt Nam còn khá hạn chế. Trên thực tế, hành vi mua bán chứng khoán có thể bị chi phối bởi rất nhiều yếu tố khác như tâm lý nhà đầu tư, nguồn lực của nhà đầu tư, những thông tin quan trọng khác ngoài thông tin tài chính. Tuy nhiên, bài nghiên cứu chỉ sử dụng mẫu là 300 công ty niêm yết, thông tin được sử dụng được cung cấp trên BCTC chưa thể đánh giá một cách toàn diện và chính xác nhất trên bình diện TTCK Việt Nam. Hướng nghiên cứu tiếp theo có thể nghiên cứu thêm thái độ của nhà đầu tư đối với chiến lược kinh doanh của công ty, sự nắm thông tin nội bộ, những thông tin quan trọng khác ngoài thông tin trên báo cáo tài chính, các yếu tố vĩ mô trong từng thời kỳ, nghiên cứu các giai đoạn của công ty như M&A, thông tin về chiến lược đầu tư mới, thay đổi cổ tức, thay đổi giám đốc hay CEO ... để có cái nhìn toàn diện hơn về tác động của thông tin tài chính về lợi nhuận bất thường đối với các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam.

6. TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Ball, R., “The earnings-price anomaly”, *Journal of Accounting & Economics*, 15, pp. 319-345, 1992.
- [2] Bernard, V. L. T., J.K., “Post-earnings-announcements drift: Delayed price response or risk premium?”, *Journal of Accounting Research* 27: 1-36, 1989.
- [3] Chordia, T. and Shivakumar, L., “Inflation illusion and post-earnings-announcement drift”, *Journal of accounting research*, 43, pp. 521–556, 2006.
- [4] Ball, R. B., P., An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of accounting research*, 6, pp. 159-178, 1968.
- [5] Haw, K. Park, D. Qi and W. Wu, “Audit qualification and timing of earnings announcements: Evidence from china, auditing”: *A Journal of practice and theory*, 22, pp. 121-146, 2003.
- [6] Booth, G., Kallunki, J.P. & Martikainen, T., “Post-announcement drift and income smoothing: Finnish Evidence”, *Journal of business finance and accounting*, 23(8), pp. 1207-1221, 1996.
- [7] Haw, I. M., Qi, D., & Wu, W., “Timeliness of annual report releases and market reaction to earnings announcements in an emerging capital market: The case of China”, *Journal of international financial management and accounting*, 11(2), pp. 108~131, 2000.
- [8] Haw, I. M., K. J. Park, D. Qi, W. Wu, “Securities regulation, the timing of annual report release, and market implications evidence from China, *Journal of international financial management and accounting*, 17, pp. 111-139, 2006.
- [9] Bagnoli, Mark, K. William., and Susan G. Watts, “The information in management expected earnings report date A day late, a penny short”, *Journal of accounting research*, 40, pp. 1275-1296, 2002.
- [10] Francis, J.; d. Philbrick; and K. Schipper, “Shareholder litigation and corporate disclosures, *Journal of accounting research*, 32 (1994): pp. 137-64, 2002.
- [11] Bamber, E.M, L.S. Bamber, and M.P. Schoderbek, “*Audit structure and other determinants of audit report lag*”, An empirical analysis, *Auditing: A journal of practice & theory*, Vol 12, No.1, (Spring), pp. 01-23, 1993.
- [12] Gao. P., “Keynesian beauty contest, accounting disclosure, and market efficiency”, *The journal of accounting research*, Forthcoming, 2007.
- [13] Kanodia, “Accounting disclosure and real effects, *Foundations and trends in accounting*, vol. 1, no. 3, pp. 167-258, 2007, <http://dx.doi.org/10.1561/14000000003>.
- [14] Beyer A. and Guttman I., *Voluntary disclosure, disclosure bias and real effects*, Stanford University Press, 2010.
- [15] Givoly, D. and D. Palmon, *Timeliness of Annual Earnings Announcements: Some empirical evidence*, no. 4, pp. 35-50, 1982.
- [16] Laohapolwatana W. T., Smith M. and Howieson B., *The impact of voluntary disclosures on sell-side analyst stock recommendations: Australian evidence*, Working paper 0511, School of Accounting, Finance and Economics & FIMARC, Working Paper Series, Edith Cowan University, November 2005.
- [17] Whittred, “Audit qualification and the timeliness of corporate annual reports”, *The accounting review*, Vol. 55, No. 4, pp. 563-577, 1980.
- [18] Keller, S.B., “Reporting timeliness in the presence of subject to audit qualifications, *Journal of business finance & accounting*, 13(1), pp.117-124, 1986.
- [19] Joy Begley, Paul Fischer, “Is there information in an earnings announcement delay?”, *Review of accounting studies*, pp. 347-363, 1998.
- [20] Foster, G., C. Olsen, and T. Shevlin, “Earnings releases, anomalies, and the behavior of security returns”, *The Accounting Review*, 59, pp. 574-603, 1984.
- [21] Begley, J. and P. E. Fischer, “Is there information in an earnings announcement delay?”, *Review of accounting studies*, 3, pp. 347-363, 1998.
- [22] Chambers, A.E. and S.H. Penman, “Timeliness of reporting and stock price reaction to earnings announcements”, *Journal of accounting research*, 22, pp. 21–47, 1984.
- [23] McWilliams, A. and D. Siegel, “Event studies in management research: Theoretical and empirical issues”,

- Academy of management journal, Vol. 40, No. 3, pp. 626-57, 1997.
- [24] Adina and Ion, "Aspects regarding corporate mandatory and voluntary disclosure", Annals Of Faculty Of Economics, university of oradea, Faculty of Economics, vol. 3(1), pages 1407-1411, May, 2008.
- [25] Pastena, V. and J. Ronen, "Some hypotheses on the pattern of management's informal disclosures," Journal of accounting research, pp. 550-564, 1979.
- [26] Bhattacharya, C. B. and Sankar Sen, "Consumer--company identification: A framework for understanding consumers, relationships with companies," Journal of marketing, 67 (2), 76-88, 2003.
- [27] Nguyễn Thúy Hằng, "Thực trạng và giải pháp cho vấn đề công bố thông tin kế toán của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam", Tạp chí Nghiên cứu Khoa học Kiểm toán, 2011.

TIỂU SỬ TÁC GIẢ



Huỳnh Anh Thư

Năm sinh 1988, sinh viên Đại học Lạc Hồng. Lĩnh vực nghiên cứu: các lĩnh vực thống kê, tài chính, ngân hàng, chứng khoán,
Email: huynhanhthu0210@gmail.com.

Nguyễn Thị Ngọc Diệp



Năm sinh 1980, Hà Nam, tốt nghiệp Đại học tại Trường Đại học Lạc Hồng năm 2002, Thạc sĩ tại Trường Đại học Mở thành phố Hồ Chí Minh năm 2012. Hiện đang là nghiên cứu sinh tại Trường Đại học Ngân hàng K19-2014, là trưởng bộ môn Ngân hàng tại trường Đại học Lạc Hồng. Đã có các công trình nghiên cứu về các lĩnh vực tài chính, ngân hàng, chứng khoán,... được đăng tải tại các tạp chí như Tạp chí khoa học của Đại học Mở, Phát triển kinh tế của Đại học kinh tế (Số 3 -2015), Asian Journal of Management Sciences, 03(07), 2015, 10-13....
Email: ngocdiiep1980.dhllh@gmail.com.