



Working Paper 2021.2.3.01
- Vol 2, No 3

ẢNH HƯỞNG DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA NHÀ QUẢN LÝ TỚI DỰ BÁO CỦA CÁC NHÀ PHÂN TÍCH: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Bùi Thị Ngọc Diễm¹

Sinh viên K56 Khoa Kế toán kiểm toán
Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Nguyễn Thị Thanh Loan

Giảng viên Khoa Kế toán kiểm toán
Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Tóm tắt

Sử dụng dữ liệu gồm 204 mẫu nghiên cứu về các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, đề tài chứng minh rằng dự báo kết quả kinh doanh của nhà quản lý có ảnh hưởng tới dự báo của các nhà phân tích. Kết quả phân tích cho thấy việc doanh nghiệp đưa ra dự báo kết quả kinh doanh tích cực sẽ khiến các nhà phân tích điều chỉnh dự báo của mình theo chiều hướng tốt hơn (và ngược lại). Ngoài ra, các yếu tố về quy mô và hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp cũng ảnh hưởng tích cực tới sự điều chỉnh dự báo của các nhà phân tích.

Từ khóa: dự báo kết quả kinh doanh, dự báo kết quả kinh doanh của nhà quản lý, dự báo của các nhà phân tích.

THE EFFECTS OF MANAGEMENT EARNING FORECASTS TO ANALYST FORECAST: EXPERIMENTAL EVIDENCE IN VIETNAM STOCK MARKET

Abstract

With statistics of 204 research samples on companies listed on Vietnam's stock market, the study proves that management earning forecast has an influence on analysts forecast. The analysis results show the fact that firms estimated positive performance results will make analysts adjust their forecast in a better direction (and vice versa). In addition, the factors as size and efficiency of capital of enterprises also positively affect the forecast adjustment of analysts.

Keywords: management earning forecast, analyst forecast.

1. Giới thiệu

Trải qua hơn 20 năm hình thành và không ngừng phát triển, thị trường chứng khoán Việt Nam ngày càng thu hút được dòng tiền lớn và trở thành kênh đầu tư, huy động vốn hiệu quả. Trong bối

¹ Tác giả liên hệ, Email: buingocdiem1408@gmail.com

cảnh đó, việc minh bạch hóa thông tin càng trở nên quan trọng và mang tính cấp thiết đối với từng doanh nghiệp.

Dự báo kết quả kinh doanh của nhà quản lý là một trong những nguồn thông tin quan trọng, được công bố một cách tự nguyện về hoạt động trong quá khứ, tình hình tài chính hiện tại và hướng đi dự kiến của công ty trong tương lai. Theo các nghiên cứu trước đây trên thế giới, dự báo kết quả kinh doanh có những ảnh hưởng quan trọng tới nhiều đối tượng. Tuy nhiên, dự báo kết quả kinh doanh mà các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam có độ chính xác không cao. Trong đó, hơn 75% dự báo đưa ra kết quả chênh lệch trọng yếu và các doanh nghiệp có xu hướng đưa ra dự báo KQKD tốt hơn so với KQKD thực tế trong suốt giai đoạn 2017-2019 (Nguyễn và cộng sự, 2020).

Các nhà phân tích tài chính thông qua quá trình tìm kiếm, tổng hợp, nghiên cứu và đánh giá thông tin doanh nghiệp sẽ đưa ra dự báo về mức thu nhập dự kiến cũng như các khuyến nghị về việc mua bán, nắm giữ cổ phiếu doanh nghiệp. Dự báo của các nhà phân tích tài chính đưa ra những cái nhìn chuyên sâu về doanh nghiệp dưới góc độ phân tích, đánh giá và đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp thông tin kinh tế - tài chính, được coi là một trong những nguồn thông tin quan trọng hữu ích đối với các nhà đầu tư.

Với mong muốn thông qua việc thu thập và phân tích các dữ liệu từ nguồn thông tin đáng tin cậy, đưa ra bằng chứng nhằm khẳng định dự báo KQKD của nhà quản lý có ảnh hưởng tới dự báo của các nhà phân tích để nâng cao vai trò của dự báo KQKD và từ đó đưa ra các kiến nghị cải thiện chất lượng dự báo KQKD của nhà quản trị doanh nghiệp, nhóm tác giả quyết định thực hiện nghiên cứu về ảnh hưởng của dự báo kết quả kinh doanh của nhà quản lý tới dự báo của các nhà phân tích.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Lý thuyết chung về dự báo kết quả kinh doanh của nhà quản lý

Dự báo kết quả kinh doanh của nhà quản lý (Management Earning Forecasts) là những công bố cung cấp thông tin về kết quả kinh doanh dự kiến trong tương lai của một doanh nghiệp cụ thể, được thông qua bởi Ban Giám đốc và công bố trước ngày kết thúc kỳ kinh doanh dự báo. Chúng đại diện cho một trong những cơ chế công bố thông tin quan trọng một cách tự nguyện mà qua đó, các nhà quản lý xây dựng lên hoặc thay đổi kỳ vọng về kết quả kinh doanh, từ đó ngăn chặn được nguy cơ kiện tụng và đảm bảo danh tiếng của nhà quản lý về việc báo cáo minh bạch và chính xác (Marlene Plumlee, 2013).

Dự báo kết quả kinh doanh của nhà quản lý là nhân tố thông tin tác động tới nhiều đối tượng như: doanh nghiệp, các nhà phân tích, các nhà đầu tư,... Thứ nhất, đối với bản thân doanh nghiệp, dự báo kết quả kinh doanh đóng vai trò then chốt trong việc quản trị doanh nghiệp, góp phần làm giảm tình trạng thông tin bất cân xứng (Diamond và cộng sự, 1991) và góp phần làm giảm chi phí vốn cho doanh nghiệp (Sengupta, 1998). Thứ hai, một bản dự báo kết quả kinh doanh đáng tin cậy là nguồn thông tin quan trọng và hữu ích với nhà phân tích. Hassell và cộng sự (1988) chỉ ra rằng các nhà phân tích thường điều chỉnh lại dự báo của mình để phản ánh thông tin mới trong dự báo của nhà quản lý. Thứ ba, dự báo kết quả kinh doanh ảnh hưởng tới việc đưa ra quyết định của các nhà đầu tư. Bằng chứng cho lập luận này chính là việc phản ứng của thị trường (biểu hiện trực tiếp vào giá cổ phiếu) khi dự báo kết quả kinh doanh được công bố (Pownall và cộng sự, 1993). Waymire (1984) chỉ ra rằng thị trường phản ứng tích cực với thông tin tốt và tiêu cực với thông tin xấu.

2.2. Lý thuyết chung về dự báo của các nhà phân tích

Nhà phân tích tài chính là người đưa ra các khuyến nghị kinh doanh cho một tổ chức, dựa trên phân tích về các yếu tố như xu hướng thị trường, tình trạng tài chính doanh nghiệp và kết quả dự đoán cho một loại giao dịch nhất định. Người ta phân loại các nhà phân tích thành nhà phân tích bên mua và nhà phân tích bên bán. Trong nghiên cứu này, các nhà phân tích mà tác giả nhắc tới sẽ là những nhà phân tích bên bán. Lý do vì họ được cho là đưa ra ý kiến không thiên vị, dựa trên nghiên cứu độc quyền về chứng khoán của một công ty và cung cấp các báo cáo nghiên cứu thường xuyên cho khách hàng của mình.

Theo Hickox và cộng sự (2016), dự báo của các nhà phân tích là những công bố về mức thu nhập (lợi nhuận) trên một cổ phiếu (EPS) dự kiến trong tương lai được đưa ra bởi các nhà phân tích sau quá trình tìm kiếm, tổng hợp, nghiên cứu và đánh giá thông tin doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Tại Việt Nam, chưa có hành lang pháp lý về việc đưa ra dự báo của các nhà phân tích. Tuy nhiên đa phần các dự báo phân tích hiện nay đều sẽ được trình bày với những nội dung nhất định: EPS dự kiến, giá mục tiêu của cổ phiếu, định hướng kinh doanh, dự án của doanh nghiệp, tầm nhìn của ban lãnh đạo, những rủi ro liên quan,... Do dự báo phân tích phản ánh quan điểm và trình độ cá nhân, gắn liền với danh tiếng cũng như uy tín của mình, các nhà phân tích đều hết sức thận trọng trong việc đưa ra dự báo.

Về vai trò của dự báo của các nhà phân tích, theo Womack (1996), các nhà phân tích bày tỏ ý kiến của họ về giá hiện tại của cổ phiếu thông qua dự báo phân tích và việc này thúc đẩy quyết định đầu tư của các nhà đầu tư. Bên cạnh đó, dự báo của nhà phân tích sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Việc nhà phân tích đưa ra dự báo tích cực hoặc tiêu cực về doanh nghiệp trong tương lai cũng sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới việc tiếp cận và huy động nguồn vốn dễ dàng hay khó khăn từ thị trường chứng khoán của doanh nghiệp. Thêm nữa, theo Laksanabunsong (2015), chất lượng dự báo gần đây của các nhà phân tích ảnh hưởng đến uy tín của họ.

2.3. Các nghiên cứu về ảnh hưởng của dự báo kết quả kinh doanh của nhà quản lý tới dự báo của các nhà phân tích

Theo hiểu biết của tác giả, tại Việt Nam hiện chưa có bài nghiên cứu nào ảnh hưởng của dự báo KQKD của nhà quản lý tới dự báo của các nhà phân tích. Tuy nhiên, trên thế giới đã có rất nhiều bài nghiên cứu về mối quan hệ giữa hai loại dự báo này.

Thứ nhất, về vấn đề liên quan tới sự điều chỉnh dự báo của nhà phân tích theo dự báo KQKD, các nghiên cứu trước đó đã đồng thuận rằng các nhà phân tích có sửa đổi dự báo khi dự báo KQKD của các doanh nghiệp được đưa ra.

Hassell và cộng sự (1988) khi phân tích phản ứng của các nhà phân tích đối với dự báo KQKD của các công ty sản xuất niêm yết trên sàn chứng khoán NYSE đã chỉ ra rằng các nhà phân tích tài chính thường điều chỉnh lại dự báo của mình để phản ánh thông tin mới trong dự báo của nhà quản lý. Cotter và các cộng sự (2006) còn đưa ra bằng chứng rằng khoảng 60% nhà phân tích sẽ điều chỉnh lại dự báo của mình trong vòng 5 ngày từ khi doanh nghiệp công bố dự báo KQKD.

Thứ hai, các nghiên cứu trước đây chỉ ra rằng những đặc điểm của dự báo kết quả kinh doanh của nhà quản lý (thông tin tốt, xấu; hình thức dự báo; tính chính xác của dự báo;...) sẽ có những ảnh hưởng nhất định tới dự báo của nhà phân tích. Cụ thể như sau:

Về việc ảnh hưởng giữa thông tin tốt, xấu trong dự báo KQKD của nhà quản lý tới dự báo của các nhà phân tích, Banginski và Hassell (1990), Wang và các cộng sự (2014) đồng thuận rằng các thông tin tốt trong dự báo KQKD của nhà quản lý sẽ ảnh hưởng tích cực đến dự báo của các nhà phân tích và ngược lại. Ở trường phái đối lập, nghiên cứu của Loh và Stulz (2011) lại chỉ ra rằng, gần đây, các nhà phân tích ít phản ánh những tin tức mới từ dự báo KQKD của nhà quản lý vào trong báo cáo của họ hơn.

Về ảnh hưởng của hình thức dự báo KQKD tới dự báo của các nhà phân tích, Baginski, Hassell và Wieland (2011) đã chỉ ra rằng hình thức của dự báo kết quả kinh doanh của nhà quản lý (khoảng, điểm, điểm tối đa, điểm tối thiểu) ảnh hưởng tới việc thay đổi dự báo EPS của các nhà phân tích. Trong đó, nghiên cứu đưa ra dẫn chứng rằng đa phần các dự KQKD dưới dạng điểm tối đa được coi là tin xấu đối với các nhà phân tích khiến họ sửa đổi lại dự báo của mình theo chiều hướng tiêu cực hơn.

Về ảnh hưởng của tính chính xác của dự báo KQKD của nhà quản lý tới sự điều chỉnh dự báo của các nhà phân tích, Benjamin (1974) chỉ ra rằng nếu dự báo KQKD kỳ trước mà nhà quản lý đưa ra chính xác so với thực tế, thì các nhà phân tích sẽ đặt niềm tin vào dự báo KQKD kỳ này nhiều hơn. Hassell (1988) chỉ ra trong trường hợp ban lãnh đạo thiếu uy tín, dự báo KQKD sai sót quá nhiều so với kết quả kinh doanh thực tế, sẽ không có sự sửa đổi dự báo của các nhà phân tích sau khi dự báo KQKD của ban lãnh đạo được đưa ra.

Thứ ba, các nghiên cứu trước đây cũng đưa ra mối quan hệ giữa ảnh hưởng của một số đặc điểm doanh nghiệp tới dự báo của các nhà phân tích. Cụ thể như sau:

Về quy mô doanh nghiệp, Wang (2014) đưa ra bằng chứng rằng quy mô doanh nghiệp càng lớn thì các nhà phân tích càng quan tâm tới doanh nghiệp, số lượng dự báo phân tích về doanh nghiệp cũng tăng theo khi doanh nghiệp đưa ra dự báo KQKD. Kim (2014) chỉ ra rằng quy mô doanh nghiệp càng lớn, độ chính xác của dự báo của các nhà phân tích dành cho doanh nghiệp càng thấp.

Về đơn vị kiểm toán, Wang (2014) đưa ra khẳng định rằng đơn vị kiểm toán nằm trong Big 10 thì doanh nghiệp sẽ nhận được nhiều dự báo từ các nhà phân tích hơn, ngược lại, Kim (2014) đưa ra bằng chứng cho việc đơn vị kiểm toán không ảnh hưởng đáng kể tới sự thay đổi dự báo của các nhà phân tích.

Về tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, Wang (2014) đưa ra dẫn chứng cho việc các doanh nghiệp có ROE cao hơn sẽ được các nhà phân tích quan tâm hơn, đồng thời độ chính xác của dự báo phân tích cũng cao hơn.

3. Xây dựng các giả thuyết nghiên cứu

Từ việc tìm hiểu các nghiên cứu trước, trong nghiên cứu của mình, nhóm tác giả sẽ xem xét ảnh hưởng của tính thông tin mới trong dự báo KQKD của nhà quản lý cùng một số yếu tố thuộc về đặc điểm doanh nghiệp (bao gồm quy mô doanh nghiệp, đơn vị kiểm toán, hiệu quả sử dụng vốn) tới dự báo của các nhà phân tích. Cụ thể các giả thuyết nghiên cứu như sau:

Thông tin mới trong dự báo KQKD : Nghiên cứu của Banginski và Hasell (1998) đã chỉ ra rằng các tin tức hàm chứa trong dự báo kết quả kinh doanh của nhà quản lý có mối tương quan đồng thuận tới việc thay đổi dự báo của các nhà phân tích. Nghiên cứu cho thấy khi doanh nghiệp đưa ra dự báo kết quả kinh doanh hàm chứa thông tin (cụ thể là lợi nhuận trước thuế ước tính)

mang tính tích cực, các nhà phân tích tài chính sẽ đồng thuận thay đổi dự báo của họ theo chiều hướng tốt hơn và ngược lại. Kết quả đó cũng đồng thuận với các nghiên cứu của Wang (2014) và Kross (1990) khi nghiên cứu về ảnh hưởng của dự báo KQKD tới sự điều chỉnh dự báo của các nhà phân tích. Do đó, giả thuyết đưa ra là:

H1: Tồn tại mối quan hệ thuận chiều giữa thông tin tốt/xấu về lợi nhuận trước thuế ước tính trong dự báo KQKD của nhà quản lý và sự thay đổi dự báo của các nhà phân tích.

Quy mô doanh nghiệp: Wang (2014) lập luận rằng quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ thuận chiều đối với việc sửa đổi dự báo của các nhà phân tích khi nhà quản lý đưa ra dự báo KQKD. Ngược lại, nghiên cứu của William Kross năm 1990 chỉ ra bằng chứng rằng: quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng trái chiều với việc sửa đổi dự báo của các nhà phân tích. Các kết quả nghiên cứu trước đó không có sự nhất quán về mối quan hệ thuận chiều hay trái chiều, nên giả thuyết đặt ra là:

H2: Quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng đáng kể với việc sửa đổi dự báo của các nhà phân tích khi nhà quản lý đưa ra dự báo KQKD.

Đơn vị kiểm toán: Trong mô hình nghiên cứu của Wang (2014), tác giả đã chỉ ra rằng việc đơn vị kiểm toán độc lập của doanh nghiệp nằm trong top 10 sẽ khiến các nhà phân tích chú ý hơn đến dự báo KQKD của nhà quản lý đưa ra. Ngược lại với Wang, Kim (2014) đưa ra bằng chứng rằng đơn vị kiểm toán độc lập của doanh nghiệp không có ảnh hưởng đáng kể tới việc điều chỉnh dự báo của các nhà phân tích. Mặc dù không có sự đồng nhất giữa các nghiên cứu, giả thuyết có thể đưa ra ở đây là:

H3: Đơn vị kiểm toán có ảnh hưởng đáng kể tới việc sửa đổi dự báo của các nhà phân tích khi nhà quản lý đưa ra dự báo KQKD.

Hiệu quả sử dụng vốn: Wang và cộng sự (2014) đã đưa ra giả thuyết về việc hiệu quả sử dụng vốn ảnh hưởng tích cực tới sự quan tâm và niềm tin của các nhà phân tích dành cho doanh nghiệp. Các nhà phân tích tin tưởng hơn vào những thông tin mà các doanh nghiệp có chỉ số ROE cao hơn đưa ra. Nghĩa là, doanh nghiệp càng sử dụng vốn hiệu quả, các nhà phân tích càng quan tâm tới doanh nghiệp và dễ dàng đưa ra dự báo chính xác về doanh nghiệp hơn.

Đồng thuận với kết quả nghiên cứu của Wang, Kim (2014) cũng đưa ra bằng chứng chứng minh rằng doanh nghiệp có chỉ số ROE cao sẽ giúp doanh nghiệp thu hút sự chú ý từ các nhà phân tích hơn. Do đó, giả thuyết được đặt ra là:

H4: Doanh nghiệp càng sử dụng vốn hiệu quả, các nhà phân tích càng dễ điều chỉnh dự báo phân tích khi dự báo KQKD của doanh nghiệp được đưa ra.

4. Phương pháp nghiên cứu

4.1. Mô hình và thông tin các biến

Để kiểm định 4 giả thuyết nêu trên, nhóm tác giả sử dụng mô hình nghiên cứu như sau:

$$REV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times NEW_{i,t} + \alpha_2 \times SIZE_{i,t} + \alpha_3 \times BIG4_{i,t} + \alpha_4 \times ROE_{i,t} + \epsilon_i$$

Trong đó:

- *Biến phụ thuộc:*

Biến phụ thuộc REV phản ánh sự thay đổi tương đối về dự báo mức độ thu nhập trên cổ phiếu của các nhà phân tích ngay sau khi dự báo KQKD được công bố.

Thực chất biến phụ thuộc được xác định bởi công thức:

$$REV = (EPS_{m+1} - EPS_{m-1})/EPS_{m-1}$$

Trong đó:

EPS_{m+1} : EPS kỳ vọng trung bình của nhà phân tích tại tháng ngay sau ngày công bố dự báo KQKD của nhà quản lý.

EPS_{m-1} : EPS kỳ vọng trung bình của nhà phân tích tại tháng ngay trước ngày công bố dự báo KQKD của nhà quản lý

Ví dụ: Công ty công bố dự báo kết quả kinh doanh vào tháng 4 thì dự báo nhà phân tích được lấy vào tháng 3 và tháng 5.

- *Biến độc lập:*

Biến độc lập NEW đại diện cho thông tin mới trong dự báo KQKD, phản ánh về kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận trước thuế trong tương lai được đề cập trong dự báo KQKD của nhà quản lý, được xác định bởi công thức:

$$NEW = (FP_y - AP_{y-1})/AP_{y-1} . \text{ Trong đó:}$$

FP_y : lợi nhuận trước thuế dự kiến doanh nghiệp công bố của kỳ kinh doanh hiện tại

AP_{y-1} : lợi nhuận trước thuế thực tế của kỳ kinh doanh trước doanh nghiệp công bố.

Ví dụ: Kỳ kinh doanh hiện tại là năm 2021, lợi nhuận trước thuế dự kiến sẽ được lấy vào năm 2021 và lợi nhuận trước thuế thực tế của kỳ kinh doanh trước sẽ được lấy vào 2020.

- *Biến kiểm soát:*

Biến kiểm soát đầu tiên là quy mô doanh nghiệp SIZE. Giống như trong các nghiên cứu trước đó, biến quy mô doanh nghiệp được biểu hiện bởi giá trị logarit tự nhiên của tổng tài sản đầu kỳ kinh doanh của doanh nghiệp.

Biến kiểm soát thứ hai là đơn vị kiểm toán BIG4. Đơn vị kiểm toán là biến định tính, được gán dưới dạng biến giả. Giá trị được quy đổi là 1 nếu đơn vị kiểm toán báo cáo tài chính của doanh nghiệp là một trong bốn công ty kiểm toán độc lập lớn nhất toàn cầu: KMPG, PWC, EY và Deloitte. Các trường hợp khác sẽ được gán giá trị 0.

Biến kiểm soát thứ ba là hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp, được biểu hiện dưới dạng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE. Giá trị của biến này được tính bằng thương của lợi nhuận sau thuế kỳ kinh doanh trước chia cho giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Những thông tin lợi nhuận sau thuế và vốn chủ sở hữu được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của doanh nghiệp.

Nhóm tác giả tóm tắt việc đo lường các biến trong bảng sau:

Bảng 1. Đo lường biến độc lập và biến kiểm soát

STT	Kí hiệu biến	Tên biến	Đo lường biến	Mối quan hệ với biến phụ thuộc
1	NEW	Tính thông tin mới	(LNTT ước tính kỳ này – LNTT thực tế kỳ trước) / LNTT thực tế kỳ trước	+
2	SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Giá trị logarit tự nhiên của tổng tài sản doanh nghiệp	+/-
3	BIG4	Đơn vị kiểm toán	Biến giả: Big4 kiểm toán: 1 Đơn vị kiểm toán khác: 0	+/-
4	ROE	Hiệu quả sử dụng vốn	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu	+

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp

4.2. Mẫu nghiên cứu và xử lý dữ liệu

Từ danh sách các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam, nhóm tác giả lựa chọn 68 doanh nghiệp công bố dự báo lợi nhuận trước thuế và được các nhà phân tích công bố dự báo phân tích đầy đủ trong vòng 3 năm (tức giai đoạn 2017- 2019) vào mẫu nghiên cứu.

Nhóm tác giả thu thập thông tin và số liệu cần thiết từ website của doanh nghiệp, Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội, TP. Hồ Chí Minh và các trang thông tin chứng khoán. Các tài liệu bao gồm: dự báo KQKD được các doanh nghiệp công bố trên Báo cáo thường niên, biên bản và nghị quyết họp Đại hội đồng cổ đông, dự báo của các nhà phân tích. Sau đó, dữ liệu sẽ được xử lý bằng phần mềm STATA.

5. Kết quả nghiên cứu

5.1. Thống kê mô tả

Mô tả việc điều chỉnh chỉ số EPS (Earning per share) của các nhà phân tích khi dự báo về lợi nhuận trước thuế của ban giám đốc được đưa ra với 68 doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán HSX và HNX, trong giai đoạn từ 2017-2019.

Bảng 2. Thống kê mô tả về thực trạng điều chỉnh dự báo EPS của các nhà phân tích

Năm	Số quan sát	Giữ nguyên		Thay đổi	
		Số lượng	Phần trăm	Số lượng	Phần trăm
2017	68	18	26,47%	50	73,52%
2018	68	16	23,52%	52	76,48%
2019	68	15	22,06%	53	77,94%
Tổng	204	49	24,02%	155	75,98%

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp

Tỷ lệ dự báo EPS được nhà phân tích điều chỉnh khi dự báo KQKD được đưa ra tăng lên sau từng năm. Từ 73,52% (năm 2017) lên 76,48% (năm 2018) và 79,94% (năm 2019). Trung bình 3 năm, tỷ lệ điều chỉnh nằm ở mức 75,98%. Tỷ lệ điều chỉnh khá lớn phần nào cho thấy sự quan tâm và cập nhật tin tức liên tục, kịp thời của các nhà phân tích tới doanh nghiệp.

Bảng 3. Thống kê mô tả về mức độ điều chỉnh dự báo EPS của các nhà phân tích

Năm	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
2017	68	0,02946950	0,24853609	-0,64941785	1,39288207
2018	68	-0,00439850	0,12876614	-0,27327307	0,53266423
2019	68	-0,00046925	0,13151067	-0,43653273	0,74725217
Tổng	204	0,00820058	0,17831927	-0,64941785	1,39288207

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp

Mức độ thay đổi chỉ số EPS dự báo trung bình của các nhà phân tích giảm dần qua từng năm. Sự điều chỉnh trung bình lần lượt là 2,9%; -0,44%; -0,005% từ 2017- 2019. Trung bình 3 năm, phần trăm thay đổi chỉ số EPS dự báo của các nhà phân tích chỉ là 0,82%, với độ lệch chuẩn 17,83% cho thấy sự quan tâm không đồng đều của nhà phân tích tới dự báo KQKD của các doanh nghiệp.

Bảng 4. Thống kê mô tả các biến độc lập và biến kiểm soát

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
NEW	204	0,19128	0,50005	-0,67371	3,01887
SIZE	204	29,7636	4,026637	21,28129	34,93752
BIG4	204	0,432805	0,4312035	0	1
ROE	204	0,166254	0,1012058	-0,0181	0,6213

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp từ phần mềm STATA

Chỉ số dự báo tăng trưởng lợi nhuận trước thuế của các doanh nghiệp có giá trị trung bình là 0,191 (19,1%), giá trị nhỏ nhất là -0,673 (-67,3%) và giá trị lớn nhất là 3,01 tương ứng 301%. Biến quy mô doanh nghiệp với giá trị trung bình đạt 29,7, giá trị nhỏ nhất là 21,3 và lớn nhất là 34,9. Giá trị trung bình của biến đơn vị kiểm toán đạt 0,432 cho thấy 43,2% (gần 50%) các báo cáo tài chính trong giai đoạn 2017-2019 của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu được kiểm toán bởi BIG4. Biến ROE về tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu thể hiện mức độ hiệu quả trong vấn đề sử dụng vốn doanh nghiệp. Giá trị trung bình thu được là 16,6 %, giá trị nhỏ nhất là - 1,8 % và lớn nhất là 62,1%. Độ lệch chuẩn 10,1% cho thấy sự chênh lệch đáng kể giữa hiệu quả sử dụng vốn của các doanh nghiệp.

5.2. Phân tích tương quan giữa các biến

Bảng 5. Kết quả phân tích tương quan

	REV	NEW	SIZE	BIG4	ROE
REV	1,0000				
NEW	0,4860 (0,0000)	1,0000			
SIZE	-0,1034 (0,1410)	-0,0448 (0,5242)	1,0000		
BIG4	0,0308 (0,6623)	-0,0824 (0,2411)	-0,0522 (0,4585)	1,0000	
ROE	0,7740 (0,0000)	0,0290 (0,6803)	-0,1030 (0,1425)	0,0428 (0,5435)	1,000

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ phần mềm STATA

Kết quả phân tích tương quan giữa các biến cho thấy hệ số tương quan giữa biến độc lập NEW và biến phụ thuộc REV là $0,486 > 0$. Hệ số tương quan dương thể hiện mối quan hệ thuận chiều giữa biến độc lập và biến phụ thuộc. Như vậy, sự tương quan của hai biến này đồng nhất với giả thuyết H1 đặt ra là tồn tại mối quan hệ thuận chiều giữa tính mới trong dự báo KQKD của nhà quản lý và sự điều chỉnh của dự báo các nhà phân tích.

Thứ hai, các hệ số tương quan giữa các biến độc lập và biến kiểm soát đều nhỏ hơn 0,8 nên hiện tượng đa cộng tuyến khó xảy ra. Từ đó, nhận thấy các biến đều phù hợp để sử dụng chạy mô hình hồi quy.

5.3. Kết quả phân tích hồi quy đa biến

Bảng 6. Kết quả phân tích hồi quy tác động ngẫu nhiên REM

Random-effects GLS regression		Number of obs = 204				
Group variable: MCT1		Number of groups = 68				
R – sq:		Obs per group:				
Within = 0,2880		Min = 3				
Between = 0,2669		Average = 3,0				
Overall = 0,2773		Max = 3				
Corr (u_i, X) = 0 (assumed)		Wald chi2(4) = 12970,06				
		Prob > chi2 = 0.0000				
REV	Coef.	Std. Err.	z	P> z 	[95% Conf. Interval]	
NEW	0,0049256***	0,0001031	47,78	0,000	0,0047235	0,0051276
SIZE	0,0000304**	0,0000441	2,41	0,016	-0,000056	0,0001168
BIG4	0,0014768	0,0006133	0,69	0,490	0,0002749	0,0026788

ROE	0,0014984*	0,0000147	102,00	0,079	0,0014696	0,0015271
-cons	-0,003707	0,0014146	-0,27	0,790	-0,003149	0,0023955
sigma_u	0,00216051					
sigma_e	0,00168411					
rho	0,62204004 (fraction of variance due to u_i)					
*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1						

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp bằng phần mềm STATA

Kết quả phân tích hồi quy cho thấy:

Thứ nhất, Prob > chi2 = 0,0000 tương ứng với p-value <0,01 điều này thể hiện mô hình có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này đồng nghĩa với việc có thể khẳng định ở mức 99% rằng ít nhất một hệ số hồi quy của các biến trong mô hình là khác không. Từ đó, mô hình hồi quy được chấp nhận.

Thứ hai, hệ số R bình phương tổng quát (R-squared overall) có giá trị 0,2773, đồng nghĩa với việc mô hình giải thích được 27,73% sự biến động của biến phụ thuộc, còn lại 72,27% sự biến động là do các yếu tố ngoài mô hình tác động

Thứ ba, chỉ có ba biến NEW, SIZE, ROE có $P > |z|$ có giá trị nhỏ hơn 0.1 nên có ý nghĩa thống kê. Riêng biến BIG4 không có ý nghĩa thống kê. Nói cách khác, ba biến NEW, SIZE, ROE ảnh hưởng tới sự thay đổi về dự báo chỉ số EPS của các nhà phân tích trong giai đoạn 2017-2019. Cụ thể như sau:

Biến NEW có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (p-value <0,01). Điều này khẳng định rằng khi các doanh nghiệp đưa ra dự báo lợi nhuận trước thuế của năm sau có chênh lệch đáng kể với lợi nhuận trước thuế thực tế năm trước thì sẽ ảnh hưởng tới sự thay đổi dự báo của nhà phân tích. Hệ số hồi quy của biến NEW ở mức 0,004925 tức là khi dự báo lợi nhuận trước thuế được doanh nghiệp đưa ra chênh lệch 1% thì EPS dự báo của các nhà phân tích sẽ thay đổi 0,004925% (xấp xỉ 0,05%). Kết quả này đồng thuận với nghiên cứu trước đó của Banginski và Hasell (1998). Giả thuyết H₁ được chấp thuận

Biến quy mô doanh nghiệp (SIZE) có ý nghĩa thống kê ở mức 5% (với p-value = 0,016 < 0,05). Hệ số hồi quy 0,000304 cho thấy quy mô doanh nghiệp càng lớn thì các nhà phân tích càng điều chỉnh dự báo phân tích của mình nhiều hơn. Kết quả này dẫn đến giả thuyết H₂ được chấp nhận và bổ sung, cung cấp thêm bằng chứng cho kết quả nghiên cứu của Wang (2014).

Biến tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) có ý nghĩa thống kê ở mức 10% (p-value= 0,079 <0,1). Hệ số hồi quy 0,0014984 cho thấy sự ảnh hưởng thuận chiều giữa ROE và sự thay đổi dự báo EPS của nhà phân tích. Nghĩa là, doanh nghiệp sử dụng vốn càng hiệu quả, nhà phân tích càng tin tưởng những thông tin mà doanh nghiệp công bố trong dự báo kết quả kinh doanh. Điều này cũng hợp lý với nghiên cứu của Wang (2014), Kim (2014). Bên cạnh đó, giả thuyết H₄ được chấp thuận.

Về biến đơn vị kiểm toán BIG4, kết quả nghiên cứu với p-value > 0,1 thể hiện mối quan hệ giữa kiểm toán và dự báo nhà phân tích là chưa đủ mạnh để khẳng định. Tức là, không thể khẳng định rằng danh tiếng của đơn vị kiểm toán độc lập kiểm toán báo cáo tài chính của doanh nghiệp

gây ảnh hưởng tới sự điều chỉnh dự báo phân tích của nhà phân tích khi dự báo KQKD được ban quản lý đưa ra. Kết quả này đồng thuận với Kim (2014) và đi ngược với nghiên cứu của Wang (2014). Nói cách khác, giả thuyết H₃ bị bác bỏ.

6. Kết luận

Kết quả nghiên cứu đề tài ảnh hưởng của dự báo kết quả kinh doanh tới dự báo của các nhà phân tích cho thấy sự thay đổi, điều chỉnh dự báo của các nhà phân tích được ảnh hưởng bởi ba yếu tố: Tính thông tin mới trong dự báo lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp (NEW), quy mô doanh nghiệp (SIZE) và hiệu quả sử dụng vốn (ROE) của doanh nghiệp. Cụ thể như sau:

Thứ nhất, thông tin mới phản ánh trong dự báo lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp tỷ lệ thuận với sự điều chỉnh dự báo của nhà phân tích. Kết quả này có mức ý nghĩa 1%, đồng thuận với nghiên cứu của Banginski và Hasell (1990). Khi doanh nghiệp đưa ra dự báo KQKD tích cực, nhà phân tích sẽ sửa đổi dự báo phân tích theo chiều hướng tích cực và ngược lại. Từ đó, khẳng định các nhà phân tích có sử dụng dự báo KQKD để đưa ra định giá và các khuyến nghị đầu tư đối với doanh nghiệp.

Thứ hai, quy mô doanh nghiệp càng lớn thì sự điều chỉnh dự báo của nhà phân tích khi doanh nghiệp đưa ra dự báo KQKD càng cao. Với mức ý nghĩa 5%, kết quả nghiên cứu đồng thuận với Wang (2014), Brown (1987), trái chiều với nghiên cứu của Kim (2014).

Thứ ba, doanh nghiệp sử dụng vốn càng hiệu quả, nhà phân tích càng điều chỉnh nhiều khi dự báo KQKD của doanh nghiệp được đưa ra. Kết quả này ở mức ý nghĩa 10%, đồng thuận với nghiên cứu của Wang 2014 và Kim 2014. Từ đó, ta hiểu rằng một doanh nghiệp kinh doanh tốt hay xấu vào năm trước đều có thể ảnh hưởng tới dự báo của các nhà phân tích khi mà KQKD ước tính của doanh nghiệp được công bố.

Nghiên cứu này vẫn còn tồn tại một số hạn chế nhất định. Thứ nhất, nghiên cứu giới hạn về số lượng mẫu nghiên cứu (68 công ty trong thời gian 3 năm 2017 - 2019). Thứ hai, dữ liệu của các biến nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp, tác giả thu thập được từ báo cáo thường niên của doanh nghiệp và dự báo của nhà phân tích công bố trên hai trang thông tin kinh tế là Vietstock và Cafef. Mặc dù đây đều là những website nổi tiếng và uy tín, tuy nhiên không thể khẳng định được thông tin đều chính xác hoàn toàn. Thứ ba, nghiên cứu mới chỉ tập trung vào sự thay đổi trong dự báo KQKD của nhà quản lý ảnh hưởng tới sự điều chỉnh dự báo của các nhà phân tích, mà chưa xem xét được sự ảnh hưởng đến các khía cạnh khác như độ chính xác, số lượng dự báo phân tích được đưa ra,... Chính vì vậy, từ những kết quả và hạn chế nêu trên, nhóm tác giả hy vọng đây là cơ sở mở ra hướng nghiên cứu mới sâu hơn, rộng hơn và toàn diện hơn, khắc phục những hạn chế trên để hoàn thiện các nghiên cứu về đề tài này trong tương lai.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Altinkılıç, O. & Hansen, R.S. (2009), “On the information role of stock recommendation revisions”, *J. Accounting Economic*, Vol. 48 No. 1, pp. 17 – 36.

Baginski. & Hassell. (1990), “The market interpretation of management earnings forecasts as a predictor of subsequent financial analyst forecast revision”, *The Accounting review*, Vol. 65 No. 1, pp. 175 - 190.

Baginski., Hassell. & Wieland. (2011), “An examination of the effects of management earnings forecast form and explanations on financial analyst forecast revisions”, *Advances in accounting*, Vol. 27 No. 1, pp. 17 – 25.

Kross, R.S. (1990), “Earnings Expectations: The Analysts' Information Advantage”, *The Accounting Review*, Vol. 65 No. 2, pp. 461 – 476.

Loh, R.K. & Stulz, R.M. (2011), “When are analyst recommendation changes influential?”, *Rev. Financial Stud.*, Vol. 24 No. 2, pp. 593 – 627.

Wang, C. (2014), “Management earnings forecasts and analyst forecasts: Evidence from mandatory disclosure system”, *China Journal of Accounting Research*, Vol. 14 No. 4, pp. 124 - 148.