

# QUẢN TRỊ LỢI NHUẬN TẠI CÁC CÔNG TY PHÁT HÀNH THÊM CỔ PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

## EARNINGS MANAGEMENT AROUND SEASONED EQUITY OFFERINGS: THE CASE OF VIETNAM

*Phạm Nguyễn Đình Tuấn, Trần Thị Bích Duyên<sup>1</sup>*

Ngày nhận bài: 26/10/2019    Ngày chấp nhận đăng: 10/12/2019    Ngày đăng: 05/04/2020

### **Tóm tắt**

Mục tiêu chính của nghiên cứu nhằm xem xét hành vi quản trị lợi nhuận dựa trên cơ sở dồn tích và thông qua các quyết định kinh tế tại các công ty có hoạt động phát hành thêm cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ 824 trường hợp phát hành thêm cổ phiếu trong giai đoạn từ 2008 đến 2018. Các biến đại diện cho hành vi quản trị lợi nhuận được đo lường từ mô hình Dechow và cộng sự (1995); Roychowdhury (2006); Gunny (2010). Phù hợp với kết quả nghiên cứu trước đây, các công ty có xu hướng điều chỉnh tăng lợi nhuận từ trước một năm tính từ thời điểm ra thông báo về hoạt động phát hành thêm cổ phiếu. Người quản trị tại các công ty này lựa chọn việc điều chỉnh lợi nhuận dựa trên cơ sở dồn tích và thông qua việc đưa ra các chính sách kinh tế nhằm tăng doanh thu như nới lỏng đánh giá về nợ cho khách hàng hoặc giảm giá bán hàng hóa trong kỳ.

**Từ khóa:** Quản trị lợi nhuận dựa vào cơ sở dồn tích; quản trị lợi nhuận thông qua quyết định kinh tế; phát hành thêm cổ phiếu.

### **Abstract**

The primary of this study is to examine the accrual-based earnings management and real activities manipulation in the company that has seasoned equity offerings on the Vietnam exchange. We use four models from Dechow et al. (1995); Roychowdhury (2006); Gunny (2010) to measure earnings management in 824 cases from 2008 to 2018. Consistent with the previous research, seasoned equity issuers can raise reported earnings prior to the offering by altering discretionary accounting accruals and engage in real activities manipulation, such as acceleration of the timing of sales through increased price discounts or more lenient credit terms.

**Keywords:** Accrual-based earnings management; real activities manipulation; seasoned equity offering (SEO).

---

<sup>1</sup> Trường Đại học Quy Nhơn

## 1. Lời mở đầu

Quản trị lợi nhuận có thể được hiểu là việc người quản trị thay đổi chỉ tiêu lợi nhuận kế toán (tăng hoặc giảm) so với mức lợi nhuận đạt được ở mức hoạt động thông thường của doanh nghiệp. Điều này có thể được thực hiện thông qua việc vận dụng linh hoạt chính sách kế toán, phương pháp hoặc ước tính kế toán để điều chỉnh lợi nhuận. Bên cạnh đó, việc đưa ra các chính sách như nới lỏng nợ, giảm giá mạnh để gia tăng khách hàng, sản xuất thái quá sản phẩm nhằm giảm giá vốn hàng bán hoặc cắt giảm quá mức các chi phí tùy ý của doanh nghiệp cũng có tác động làm tăng lợi nhuận trong kỳ. Mặc dù, hành vi quản trị lợi nhuận vẫn được xem là nằm trong khuôn khổ chính sách, quy định kế toán và chưa đạt đến mức độ “gian lận kế toán” (Dechow và Skinner, 2000). Tuy nhiên, quản trị lợi nhuận dễ dẫn đến việc hiểu sai về tình hình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Và dù ban đầu, người quản trị lựa chọn quản trị lợi nhuận vì lợi ích cá nhân hay vì doanh nghiệp, xấu hay tốt (Jiraporn và cộng sự, 2008) thì kết quả vẫn có thể dẫn đến những thiệt hại cho bên sử dụng thông tin Báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Chính vì lý do đó, hành vi quản trị lợi nhuận luôn là mục tiêu theo đuổi bởi nhiều nhà nghiên cứu cả trên thế giới và tại Việt Nam.

Hoạt động phát hành cổ phiếu là một sự kiện quan trọng của các công ty trên thị trường chứng khoán. Thứ nhất, nó giúp các công ty phát triển nhanh về vốn nhằm đáp ứng các yêu cầu về mở rộng sản xuất hoặc đầu tư,... Thứ hai, nó giúp công ty tránh các chi phí vốn phát sinh như chi phí lãi vay. Đứng về phía cá nhân người quản trị, lợi ích mang đến cho họ có thể xuất phát từ việc đạt được các mục tiêu quản lý do đó đem đến các khoản thưởng, uy tín hoặc kéo dài hợp đồng,... Lợi ích này đồng thời có thể gắn với các giao dịch nội gián, khi người quản trị tìm cách bán cổ phiếu với giá tăng cao do sự kỳ vọng từ thị trường. Từ các nghiên cứu trước đây trên thế giới như Teoh và cộng sự (1998b); Cohen và Zarowin (2010)@

cho thấy người quản trị có động cơ lớn về lợi ích và do đó quản trị lợi nhuận được coi là một biện pháp để họ đạt được các lợi ích này. Điều này xuất phát bởi vì sự bất cân xứng thông tin giữa các công ty phát hành thêm cổ phiếu và thị trường dẫn đến chỉ tiêu lợi nhuận trên Báo cáo tài chính được xem là thước đo quan trọng để đánh giá hoạt động của doanh nghiệp. Và như vậy, người quản trị với việc thực hiện quản trị lợi nhuận có thể điều chỉnh chỉ tiêu lợi nhuận tăng hoặc giảm theo ý muốn.

Trong bối cảnh phát hành thêm cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu trước đây của Phạm Thị Bích Vân (2017) đã cho thấy người quản trị lựa chọn hành vi quản trị lợi nhuận dựa trên cơ sở dồn tích để điều chỉnh tăng lợi nhuận. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu còn nhiều hạn chế khi chỉ xét đối tượng nghiên cứu tại năm 2010 và tác giả chỉ đo lường quản trị lợi nhuận dựa trên cơ sở dồn tích. Điều này để lại khoảng trống lớn trong nghiên cứu và cần thiết phải có nghiên cứu bổ sung một cách toàn diện và có xét đến quản trị lợi nhuận thông qua các quyết định kinh tế. Các nội dung sau của nghiên cứu được trình bày gồm: tổng quan nghiên cứu; cơ sở lý thuyết và xây dựng giả thuyết nghiên cứu; phương pháp nghiên cứu; kết quả nghiên cứu và bàn luận.

## 2. Tổng quan nghiên cứu

### 2.1. *Quản trị lợi nhuận dựa vào cơ sở dồn tích và thông qua các quyết định kinh tế*

Hiện nay, quản trị lợi nhuận được xem là một trong những cách thức điều chỉnh lợi nhuận được người quản trị lựa chọn thường xuyên vì nhiều mục đích. Mặc dù, hành vi quản trị lợi nhuận thường được xem xét trong giới hạn và vẫn chịu ảnh hưởng bởi quy định về kế toán hiện hành, tác động của nó vẫn là điều cần thiết phải có những đánh giá phù hợp. Theo Xu và cộng sự (2007), quản trị lợi nhuận dựa trên cơ sở dồn tích thực chất chỉ là sự chuyển dịch lợi nhuận kế toán giữa các kỳ. Người quản trị mong muốn điều chỉnh tăng lợi nhuận trong kỳ hiện tại, thì đòi hỏi phải có biện pháp dự trữ lợi

nhuận trước đó hoặc dịch chuyển lợi nhuận ở các kỳ tương lai. Nghiên cứu của Jones (1991) cho rằng phương pháp được lựa chọn chủ yếu để thực hiện quản trị lợi nhuận theo cách thức này chủ yếu là sự lựa chọn việc ghi nhận sớm hay muộn doanh thu và chi phí trong kỳ. Và do đó trong dài hạn sự chuyển dịch này không làm thay đổi tổng lợi nhuận kế toán (Healy, 1985).

Trong giai đoạn đầu, các nhà nghiên cứu chủ yếu đánh giá hành vi quản trị lợi nhuận dựa vào cơ sở dồn tích. Tuy nhiên, một loạt các nghiên cứu như của Baber và cộng sự (1991); Bushee (1998) tại Mỹ cho thấy xuất hiện việc cắt giảm chi phí nghiên cứu và phát triển (R&D) một cách thái quá nhằm điều chỉnh tăng lợi nhuận trong kỳ. Cùng với đó là kết quả khảo sát ấn tượng của Graham và cộng sự (2005) cho thấy xu hướng người quản trị ưu thích đưa ra các quyết định kinh tế có ảnh hưởng đến lợi nhuận hơn là thông qua cơ sở dồn tích để quản trị lợi nhuận. Dù vậy, sự phát triển nghiên cứu về quản trị lợi nhuận dựa vào các quyết định kinh tế chỉ thực sự bùng nổ từ khi Roychowdhury (2006) trình bày ba mô hình để đo lường được hành vi này. Hiện nay, hướng nghiên cứu mới này thật sự phát triển và ngày càng nhiều bằng chứng thực nghiệm đã cho thấy xu hướng lựa chọn song hành trên cơ sở dồn tích và dựa vào các quyết định kinh tế (Zang, 2012). Các quyết định kinh tế mà người quản trị có thể đưa ra để tác động đến lợi nhuận bao gồm: giảm giá và nới lỏng quy định về nợ nhằm tăng doanh số hàng bán trong kỳ (Roychowdhury, 2006); lựa chọn bán tài sản dài hạn và các khoản đầu tư trong giai đoạn khó khăn (Gunny, 2010); tăng số lượng hàng sản xuất trong kỳ, do tổng chi phí sản xuất cố định không đổi vì vậy sẽ giảm giá thành cho mỗi đơn vị sản phẩm hoàn thành, điều này gián tiếp tác động đến giá vốn hàng bán (Chi và cộng sự, 2011); cắt giảm các khoản chi phí tùy ý như chi phí dành cho nghiên cứu và phát triển, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (Cheng, 2004). Các quyết định này sẽ có ảnh hưởng thay đổi cả chỉ tiêu lợi nhuận và dòng tiền của doanh nghiệp.

Sự cân bằng giữa quản trị lợi nhuận trên cơ sở dồn tích và dựa vào các quyết định kinh tế như một mối quan hệ tuần tự. Trong đó, người quản trị có thể áp dụng quản trị lợi nhuận dựa vào các quyết định kinh tế vào bất cứ thời điểm nào trong kỳ vì sự linh hoạt trong việc đưa ra các quyết định kinh tế. Tuy nhiên, họ có xu hướng lựa chọn quản trị lợi nhuận trên cơ sở dồn tích sau khi kết thúc niên độ kế toán nhưng trước khi Báo cáo tài chính được phát hành nhằm đạt được mục tiêu lợi nhuận nếu quản trị lợi nhuận dựa vào các quyết định kinh tế chưa giúp họ đạt được (Cohen và Zarowin, 2010).

## **2.2. Quản trị lợi nhuận khi phát hành cổ phiếu**

Thị trường vốn chứa đựng yếu tố bất đối xứng thông tin giữa người quản trị nắm rõ về hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, trái ngược lại với nhà đầu tư thường nắm rất ít thông tin. Do đó, thông tin từ Báo cáo tài chính, đặc biệt là chỉ tiêu lợi nhuận được xem là thước đo quan trọng trong việc đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (Xu và cộng sự, 2007) và làm căn cứ cho các quyết định của nhà đầu tư. Dù vậy, chỉ tiêu lợi nhuận lại có thể bị tác động bởi người quản trị thông qua việc thực hiện quản trị lợi nhuận. Trên cơ sở mối quan hệ giữa lợi nhuận và giá cổ phiếu, nghiên cứu của Guay, Kothari, and Watts (1996); Subramanyam (1996) chứng minh tại các thị trường thiếu cơ chế quản lý thích hợp, giá cổ phiếu chịu sự tác động bởi quản trị lợi nhuận và do đó người quản trị có động cơ mạnh mẽ để tăng giá cổ phiếu cũng như giá trị của doanh nghiệp. Cùng kết quả như trên, Beyer (2009) đã chỉ ra quản trị lợi nhuận tạo ra sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu và giá trị thực sự của doanh nghiệp. Nhìn chung, người quản trị có xu hướng điều chỉnh tăng lợi nhuận nhằm làm cho nhà đầu tư kỳ vọng vào kết quả tương lai của doanh nghiệp. Kết quả là quản trị lợi nhuận không những có thể giúp tăng giá cổ phiếu, cũng như giá trị doanh nghiệp nó còn tạo sự thuận lợi khi phát hành cổ phiếu.

Hoạt động tăng vốn thông qua phát hành cổ phiếu được xem là sự kiện quan trọng của doanh nghiệp, trong đó người quản trị có động cơ lớn để thực hiện quản trị lợi nhuận gắn với các sự kiện này. Đặc biệt đối với các công ty lần đầu phát hành cổ phiếu ra công chúng, động cơ này được thúc đẩy mạnh mẽ bởi sự bất đối xứng thông tin khi nhà đầu tư có rất ít cơ hội tiếp cận đầy đủ thông tin về doanh nghiệp (Cheung và Krinsky, 1994). Mặt khác, có lý do để tin rằng các nhà đầu tư trước có thể dựa vào sự kiện này để chuyển đổi khoản đầu tư đang sở hữu thành tiền. Và do đó, người quản trị có thể sẵn sàng thực hiện quản trị lợi nhuận để tác động đến việc định giá doanh nghiệp trên thị trường khi phát hành cổ phiếu (Fan, 2007). Các giả thuyết được ủng hộ bởi nhiều nhà nghiên cứu sau này, điển hình là kết quả từ nghiên cứu của Teoh và cộng sự (1998a) khi nhóm tác giả tìm thấy bằng chứng về lợi nhuận được điều chỉnh tăng mạnh mẽ trong năm phát hành cổ phiếu lần đầu. Tuy nhiên, khi kiểm chứng lại giả thuyết này trong bối cảnh phát hành lần đầu ở nước Anh, nghiên cứu của Ball và Shivakumar (2008) lại cho thấy xu hướng thận trọng khi cung cấp Báo cáo tài chính ra bên ngoài. Kết quả cho thấy vai trò quản lý, giám sát của thị trường có lẽ đã hạn chế được động cơ quản trị lợi nhuận của người quản trị.

Bên cạnh đó, các đợt phát hành thêm cổ phiếu cũng có tác động đến động cơ quản trị lợi nhuận. Nghiên cứu của Teoh và cộng sự (1998b) nhằm chứng minh giả thuyết này khi xem xét mức độ lợi nhuận được điều chỉnh trong phạm vi ba năm trước và sau năm có sự kiện phát hành thêm. Kết quả đã cung cấp bằng chứng mạnh mẽ cho thấy người quản trị có xu hướng quản trị lợi nhuận trước khi công bố về phát hành thêm cổ phiếu. Bổ sung vào kết quả trước đó, nghiên cứu của Cohen và Zarowin (2010) còn cho thấy hành vi quản trị lợi nhuận dựa vào các quyết định kinh tế được người quản trị lựa chọn do sự linh hoạt trong phương thức điều chỉnh lợi nhuận và dễ dàng vượt qua các cơ chế quản lý, giám sát của thị trường.

Tại Việt Nam, luận án Tiến sĩ của Phạm Thị Bích Vân (2017) đã cho thấy các công ty phát hành thêm cổ phiếu có hành vi quản trị lợi nhuận dựa vào cơ sở dồn tích. Tuy nhiên, nghiên cứu chỉ tiến hành đo lường hành vi quản trị lợi nhuận tại năm 2010 với 106 quan sát. Do đó, kết quả nghiên cứu chưa thể phản ánh toàn diện hành vi quản trị lợi nhuận tại các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

### 3. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

Lý thuyết đại diện của Jensen (1986) được xem là lý thuyết cổ điển trình bày mối quan hệ nảy sinh giữa chủ sở hữu vốn và người đang kiểm soát hoạt động hàng ngày của doanh nghiệp vì mỗi bên đều có những lợi ích riêng muốn đạt được và những lợi ích đó có thể trái ngược nhau. Trong mối quan hệ này, các bên đều có xu hướng đưa ra các quyết định nhằm tối đa hóa lợi ích bản thân. Do đó, lý thuyết đại diện đánh giá hành vi quản trị lợi nhuận đồng thời trên hai khía cạnh: vì lợi ích cá nhân người quản trị và vì lợi ích chung của cổ đông. Quan điểm này thể hiện trong nghiên cứu của Jiraporn và cộng sự (2008), khi cho thấy mối quan hệ giữa quản trị lợi nhuận và chi phí đại diện nảy sinh trong mối quan hệ giữa chủ sở hữu và nhà quản lý có thể xem xét dưới hai góc độ. Trong khi người quản trị có thể hành động vì lợi ích cá nhân và do đó xu hướng quản trị lợi nhuận càng mạnh mẽ khi xung đột càng cao. Ngược lại, ngay cả khi chi phí đại diện thấp, quản trị lợi nhuận cao có thể nhằm truyền đạt thông tin về kỳ vọng lợi nhuận trong tương lai của người quản trị. Do đó, nó góp phần xây dựng mối quan hệ tích cực giữa người quản trị và cổ đông.

Trong mối quan hệ giữa công ty phát hành cổ phiếu và nhà đầu tư nảy sinh vấn đề bất cân đối thông tin. Người quản trị công ty nắm rõ mọi yếu tố liên quan đến hiệu quả hoạt động kinh doanh trong cả ngắn hạn và dài hạn đối nghịch với các bên liên quan chủ yếu sử dụng thông tin trên Báo cáo tài chính. Điều này, tạo ra cơ hội lớn cho người quản trị thực hiện quản trị lợi nhuận vì các mục tiêu riêng. Bên cạnh đó trong bối cảnh phát hành thêm cổ phiếu, người quản trị còn phải chịu áp lực đảm bảo sự kiện

thành công và do đó họ có động cơ lớn để thực hiện quản trị lợi nhuận. Đặc biệt khi hành vi quản trị lợi nhuận không còn được đánh giá như một hành vi “gian lận” trong Báo cáo tài chính (Dechow và Skinner, 2000). Dựa trên các lý thuyết giải thích cho hành vi quản trị lợi nhuận và từ kết quả của các nghiên cứu trước đây, nhóm tác giả cho rằng các công ty phát hành thêm cổ phiếu có động cơ lớn để thực hiện hành vi quản trị lợi nhuận. Liên quan đến hành vi quản trị lợi nhuận dựa vào cơ sở dồn tích, giả thuyết được xây dựng gắn với bối cảnh nghiên cứu như sau:

**Giả thuyết H1: Công ty phát hành thêm cổ phiếu có hành vi quản trị lợi nhuận dựa trên cơ sở dồn tích.**

Nhằm bù đắp khoảng trống trong kết quả nghiên cứu đã công bố ở Việt Nam, nhóm tác giả xây dựng các giả thuyết nghiên cứu về mối quan hệ giữa hành vi quản trị lợi nhuận thông qua các quyết định kinh tế của người quản trị như sau:

**Giả thuyết H2: Công ty phát hành thêm cổ phiếu có hành vi quản trị lợi nhuận thông qua các quyết định kinh tế.**

Với việc sử dụng mô hình của Roychowdhury (2006), nghiên cứu thực hiện đo lường hành vi quản trị lợi nhuận thông qua các quyết định kinh tế bao gồm: quyết định về chính sách bán

hàng, chính sách sản xuất và chính sách cắt giảm chi phí tùy ý. Do đó, ba giả thuyết tương ứng được xây dựng như sau:

**Giả thuyết H2A: Công ty phát hành thêm cổ phiếu có hành vi quản trị lợi nhuận thông qua quyết định về chính sách bán hàng.**

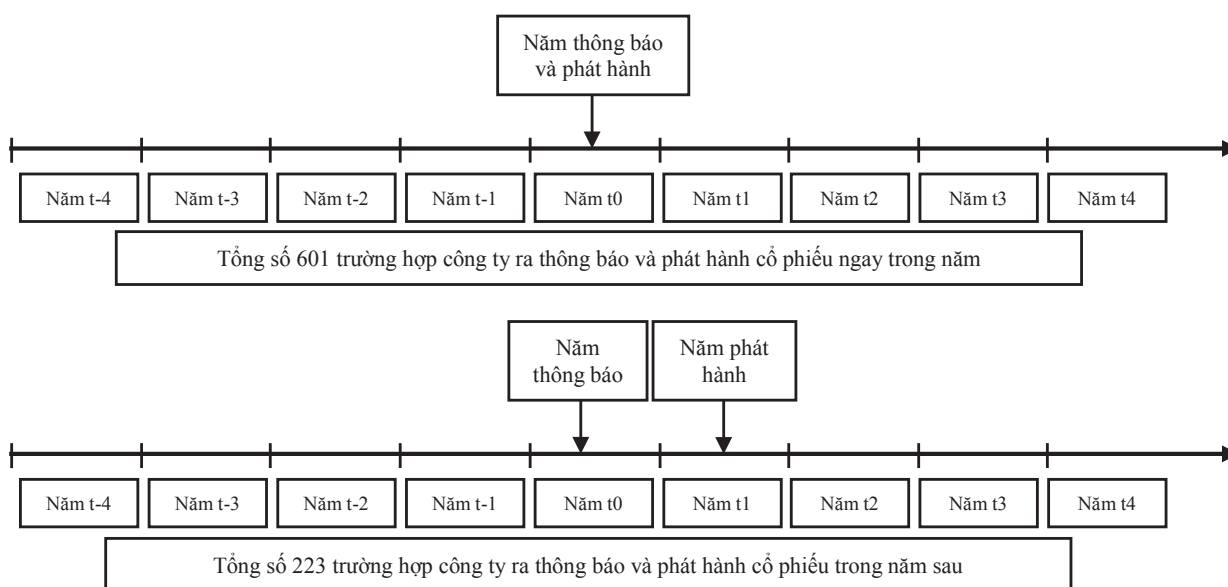
**Giả thuyết H2B: Công ty phát hành thêm cổ phiếu có hành vi quản trị lợi nhuận thông qua quyết định về chính sách sản xuất.**

**Giả thuyết H2C: Công ty phát hành thêm cổ phiếu có hành vi quản trị lợi nhuận thông qua quyết định về chính sách cắt giảm chi phí tùy ý.**

#### 4. Phương pháp nghiên cứu

##### 4.1. Thời điểm đo lường quản trị lợi nhuận

Trong bối cảnh nghiên cứu tại Việt Nam, năm  $t_0$  được xác định là thời điểm các công ty trên thị trường chứng khoán công bố thông tin về hoạt động phát hành thêm cổ phiếu. Quãng thời gian nghiên cứu được xác định là bốn năm trước và sau năm  $t_0$  (từ năm  $t_{-4}$  đến năm  $t_4$ ). Trong đó, nghiên cứu kỳ vọng người quản trị sẽ có hành vi quản trị lợi nhuận mạnh mẽ tại thời điểm trước và trong năm công ty thông báo về sự kiện phát hành thêm cổ phiếu. Đồng thời, nghiên cứu cho rằng sau năm  $t_1$ , người quản trị không còn động cơ thực hiện quản trị lợi nhuận.



Nguồn: Tác giả tổng hợp

Hình 1. Thời điểm đo lường quản trị lợi nhuận trong nghiên cứu

**4.2. Dữ liệu nghiên cứu**

Tổng thể dữ liệu được thu thập từ danh sách các công ty trên sàn chứng khoán Việt Nam từ năm 2007 đến năm 2018. Nghiên cứu loại trừ các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng và các công ty không đủ dữ liệu để tính toán giá trị các biến đại diện cho hành vi quản trị lợi nhuận. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập dựa trên danh sách các công ty

có hoạt động phát hành thêm cổ phiếu trong thời gian nghiên cứu. Cuối cùng, 824 trường hợp phát hành thêm cổ phiếu được lựa chọn từ năm 2008 đến năm 2018 với phân bố theo ngành lần lượt là: Công nghiệp - 48,06%, Công nghệ Thông tin - 2,91%, Dược phẩm và Y tế - 4,85%, Dịch vụ Tiêu dùng - 7,16%, Hàng Tiêu dùng - 18,08%, Nguyên vật liệu - 13,47%, Tiện ích Cộng đồng - 5,46%.

**Bảng 1. Thống kê mẫu nghiên cứu theo sàn và ngành nghề**

Ngành	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tổng
Công nghiệp	20	40	69	28	16	22	41	33	39	47	41	<b>396</b>
Công nghệ Thông tin	1	2	4	3	0	2	2	2	4	3	1	<b>24</b>
Dược phẩm và Y tế	1	1	2	4	2	2	7	4	7	5	5	<b>40</b>
Dịch vụ Tiêu dùng	2	9	9	4	3	3	2	5	8	9	5	<b>59</b>
Hàng Tiêu dùng	4	16	8	12	10	14	18	16	21	19	11	<b>149</b>
Nguyên vật liệu	3	8	15	5	6	10	15	20	7	17	5	<b>111</b>
Tiện ích Cộng đồng	2	4	5	5	1	1	2	2	6	8	9	<b>45</b>
<b>Tổng</b>	<b>33</b>	<b>80</b>	<b>112</b>	<b>61</b>	<b>38</b>	<b>54</b>	<b>87</b>	<b>82</b>	<b>92</b>	<b>108</b>	<b>77</b>	<b>824</b>

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

**4.3. Đo lường quản trị lợi nhuận**

**4.3.1. Mô hình đo lường quản trị lợi nhuận dựa trên cơ sở dồn tích**

Như đã bàn luận ở trên, chúng tôi cho rằng người quản trị các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán sẽ cân nhắc và thực hiện hành vi quản trị lợi nhuận dựa trên việc lựa chọn chính sách và phương pháp kế toán phù hợp cũng như sẵn sàng đưa ra các quyết định kinh tế có ảnh hưởng chỉ tiêu lợi nhuận. Do đó, chúng tôi sử dụng đồng thời hai nhóm mô hình nhận diện quản trị lợi nhuận.

Đối với hành vi quản trị lợi nhuận dựa trên cơ sở dồn tích, chúng tôi xem giá trị biến dồn tích có thể điều chỉnh được (DA) đại diện cho kết quả điều chỉnh lợi nhuận (tăng nếu mang dấu

dương và giảm nếu mang dấu âm), và thường được các nghiên cứu xác định dựa trên mô hình của Jones (1991). Tuy nhiên, nghiên cứu sau này của Dechow và cộng sự (1995) đề xuất tính toán lại biến trong đó loại trừ giá chênh lệch về khoản phải thu khách hàng và đề xuất mô hình cải tiến của Jones (1991). Điều này phù hợp hơn với giả định các công ty không thực hiện quản trị lợi nhuận trong kỳ ước tính nhưng có hành vi điều chỉnh doanh thu bán hàng thông qua việc cung cấp tín dụng cho khách hàng trong kỳ nghiên cứu (test period) hay kỳ sự kiện. Trong bối cảnh nghiên cứu này, để đo lường quản trị lợi nhuận dựa trên cơ sở dồn tích nhóm tác giả sử dụng mô hình cải tiến của Dechow và cộng sự (1995), như sau:

$$\frac{TA_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_1 \frac{\Delta S_{it}}{A_{it-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \epsilon(DA)_{it} \tag{1}$$

Giá trị các biến trong mô hình được chúng tôi thu thập từ Báo cáo tài chính của các công ty trong mẫu với công ty *i* và năm *t*, bao gồm:  $TA_{it}$ : chênh lệch giữa lợi nhuận kế toán và lưu chuyển tiền thuần từ kết quả hoạt động kinh doanh;  $TA_{it-1}$  là tổng tài sản;  $S_{it}$ : doanh thu thuần;  $\Delta S_{it}$  là chênh lệch doanh thu thuần (được điều chỉnh bởi chênh lệch phải thu khách hàng theo Dechow và cộng sự (1995)) so với năm trước;  $PPE_{it}$ : nguyên giá tài sản cố định hữu hình.

4.3.2. Mô hình đo lường quản trị lợi nhuận thông qua quyết định kinh tế

Mặc dù người quản trị có thể lựa chọn nhiều chính sách kinh tế để tác động đến chỉ tiêu lợi nhuận trong Báo cáo tài chính, việc đo lường các quyết định này vẫn hạn chế thông qua mô hình của Roychowdhury (2006) và các đề xuất bổ sung biến của Gunny (2010). Tại nghiên cứu này, nhóm tác giả thực hiện đo lường quản

trị lợi nhuận thông qua ba biến đại diện cho ba quyết định kinh tế sau:

- Biến  $Ab\_CFO$  đại diện cho dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bất thường phát sinh từ quyết định về chính sách bán hàng như: nới lỏng các quy định về nợ cho khách hàng và giảm giá hàng hóa trong kỳ của người quản trị và được xác định là phần dư từ mô hình trong nghiên cứu của Roychowdhury (2006) như sau:

$$\frac{CFO_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_1 \frac{S_{it}}{A_{it-1}} + \beta_2 \frac{\Delta S_{it}}{A_{it-1}} + \epsilon(Ab\_CFO)_{it} \quad (2)$$

- Biến  $Ab\_PROD$  đại diện cho chi phí sản xuất bất thường phát sinh khi người quản trị quyết định tăng sản xuất nhằm giảm chi phí sản xuất đơn vị sản phẩm và giảm giá vốn hàng bán. Nghiên cứu của Gunny (2010) đã bổ sung thêm

cho mô hình của Roychowdhury (2006) và cho thấy hiệu quả hơn trong việc đo lường quản trị lợi nhuận. Do đó, nhóm tác giả đo lường biến  $Ab\_PROD$  dựa trên nghiên cứu Gunny (2010) như sau:

$$\frac{PROD_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_1 MV_{it} + \beta_2 Q_{it} + \beta_3 \frac{S_{it}}{A_{it-1}} + \beta_4 \frac{\Delta S_{it}}{A_{it-1}} + \beta_5 \frac{\Delta S_{it-1}}{A_{it-1}} + \epsilon(Ab\_PROD)_{it} \quad (3)$$

- Biến  $Ab\_SGA$  đại diện cho chi phí tùy ý bất thường phát sinh khi người quản trị quyết định cắt giảm chi phí bán hàng hoặc chi phí quản lý doanh nghiệp. Nghiên cứu của Gunny (2010) đã bổ sung thêm cho mô hình của Roychowdhury

(2006) và cho thấy hiệu quả hơn trong việc đo lường quản trị lợi nhuận. Do đó, biến này được xác định là phần dư từ mô hình theo đề xuất của Gunny (2010) như sau:

$$\frac{SGA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_1 MV_{it} + \beta_2 Q_{it} + \beta_3 \frac{INT_{it}}{A_{it-1}} + \beta_4 \frac{\Delta S_{it}}{A_{it-1}} + \epsilon(Ab\_SGA)_{it} \quad (4)$$

Giá trị các biến trong mô hình được chúng tôi thu thập từ Báo cáo tài chính của các công ty trong mẫu với công ty  $i$  và năm  $t$ , bao gồm:  $CFO_{it}$ : lưu chuyển tiền thuần từ kết quả hoạt động kinh doanh;  $PROD_{it}$ : giá vốn hàng bán cộng với chênh lệch giá trị hàng tồn kho so với năm trước;  $SGA_{it}$ : tổng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp;  $A_{it-1}$  là tổng tài sản;  $S_{it}$ : doanh thu thuần;  $\Delta S_{it}$  là chênh lệch doanh thu thuần so với năm trước;  $MV_{it}$ : giá trị thị trường của cổ phiếu công ty;  $Q_{it}$ : hệ số Tobin's Q;  $INT_{it}$ : lợi nhuận sau thuế trước chi phí khấu hao.

Tương tự các nghiên cứu trước đây của Jones (1991); Dechow và cộng sự (1995); Kothari và cộng sự (2005); Roychowdhury (2006); Gunny (2010) mô hình đo lường hành vi quản trị lợi

nhuận sẽ được ước lượng theo từng ngành và từng năm. Tổng cộng các kết quả ước lượng cho mỗi mô hình với giá trị trung bình của hệ số được trình bày ở Bảng 2.

**Bảng 2. Hệ số từ các mô hình đo lường quản trị lợi nhuận**

Mô hình	Dechow (1995)	Roychowdhury (2006)	Gunny (2010)	
	TA	CFO	PROD	SGA
$\frac{1}{A_{it-1}}$	0,000852*** (0,000301)	-0,000277 (0,000304)	-0,000227 (0,000745)	0,00212*** (0,000294)
$\frac{S_{it}}{A_{it-1}}$		0,00704*** (0,00236)	0,956*** (0,00482)	0,0428*** (0,00269)
$\frac{\Delta S_{it}}{A_{it-1}}$	0,0379*** (0,00635)	-0,00294 (0,00715)	0,00445 (0,0106)	
$\frac{\Delta S_{it-1}}{A_{it-1}}$			-0,00145 (0,00542)	
$\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}$	-0,0927*** (0,00736)			
$MV_{it}$			0,00655** (0,00333)	-0,00245* (0,00149)
$Q_{it}$			-0,121*** (0,0122)	0,0377*** (0,00607)
$\frac{INT_{it}}{A_{it-1}}$				0,0681*** (0,0245)
Constant	0,0203*** (0,00350)	0,0499*** (0,00407)	-0,0830*** (0,0161)	0,0346*** (0,00706)
Quan sát	11.409	11.521	11.203	10.768

Hệ số của các biến được trình bày theo giá trị trung bình từ các ước lượng mô hình (1), (2), (3) và (4) phân theo ngành và năm; sai số chuẩn mạnh được trình bày trong dấu (); dấu \*, \*\*, \*\*\* tương ứng lần lượt cho  $p < 0,1$ ,  $p < 0,05$  và  $p < 0,01$

Nguồn: Tác giả tổng hợp

## 5. Kết quả nghiên cứu

### 5.1. Kết quả đo lường quản trị lợi nhuận theo các thời điểm

Giá trị các biến đại diện cho hành vi quản trị lợi nhuận được tính toán theo các thời điểm nghiên cứu được trình bày tại Bảng 3. Theo đó, nhóm tác giả thực hiện kiểm định t (t test) với giả thuyết cho rằng các công ty phát hành thêm

cổ phiếu có mức độ quản trị lợi nhuận cao hơn so với giá trị trung bình từ các công ty khác trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bên cạnh đó, nhóm tác giả đồng thời thực hiện kiểm định dấu hạng (sign test) với giả thuyết cho thấy giá trị trung vị từ các biến đại diện cho hành vi quản trị lợi nhuận tại các công ty phát hành thêm cổ phiếu cao hơn so với các công ty khác trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

**Bảng 3. Kết quả đo lường quản trị lợi nhuận**

Thời điểm	Quan sát	Trung bình	t test	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Phân vị 25 <sup>th</sup>	Trung vị	Sign test	Phân vị 75 <sup>th</sup>	Lớn nhất
<b>Jones (1991) - DA</b>										
Năm t-4	421	0,0217	0,0029	0,1609	-0,8311	-0,0570	0,0151	0,0009	0,0888	0,7284
Năm t-3	482	0,0217	0,0019	0,1640	-0,6190	-0,0483	0,0143	0,0027	0,0912	0,8279



Thời điểm	Quan sát	Trung bình	t test	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Phân vị 25 <sup>th</sup>	Trung vị	Sign test	Phân vị 75 <sup>th</sup>	Lớn nhất
Năm t-2	614	0,0127	0,0227	0,1568	-0,9520	-0,0572	0,0122	0,0055	0,0888	0,7284
Năm t-1	735	0,0224	0,0004	0,1815	-0,9520	-0,0519	0,0167	0,0001	0,1001	0,6649
Năm t0	817	0,0449	0,0000	0,2010	-0,8759	-0,0505	0,0271	0,0000	0,1281	0,8279
Năm t1	773	0,0411	0,0000	0,1703	-0,5239	-0,0385	0,0304	0,0000	0,1071	0,8279
Năm t2	683	0,0140	0,0051	0,1423	-0,5296	-0,0514	0,0054	0,0540	0,0758	0,6481
Năm t3	594	0,0132	0,0079	0,1326	-0,5000	-0,0455	0,0134	0,0048	0,0723	0,5838
Năm t4	514	-0,0022	0,6575	0,1242	-0,5232	-0,0608	-0,0023	0,7733	0,0550	0,5500
<b>Roychowdhury (2006) - Ab_CFO</b>										
Năm t-4	409	-0,0131	0,0674	0,1764	-0,7481	-0,0924	-0,0130	0,3834	0,0731	0,7431
Năm t-3	473	-0,0091	0,1259	0,1731	-0,7481	-0,0836	-0,0110	0,5000	0,0738	0,6847
Năm t-2	599	-0,0079	0,1205	0,1647	-0,6868	-0,0922	-0,0111	0,4351	0,0783	0,7026
Năm t-1	734	-0,0127	0,0351	0,1896	-0,6901	-0,0960	-0,0135	0,2416	0,0706	1,1907
Năm t0	824	-0,0272	0,0001	0,2081	-0,7481	-0,1158	-0,0186	0,0439	0,0721	0,8387
Năm t1	779	-0,0347	0,0000	0,1797	-0,7481	-0,1124	-0,0290	0,0013	0,0536	0,6378
Năm t2	689	-0,0118	0,0165	0,1452	-0,6380	-0,0803	-0,0091	0,6484	0,0551	0,6378
Năm t3	598	-0,0193	0,0002	0,1321	-0,5314	-0,0785	-0,0203	0,0151	0,0452	0,4696
Năm t4	518	-0,0099	0,0378	0,1266	-0,5698	-0,0691	-0,0142	0,3145	0,0564	0,4635
<b>Gunny (2010) - Ab_PROD</b>										
Năm t-4	389	0,0098	0,3645	0,1620	-0,6902	-0,0685	0,0129	0,2893	0,0932	0,8577
Năm t-3	439	-0,0033	0,5866	0,1555	-0,6369	-0,0793	-0,0025	0,7318	0,0889	0,5276
Năm t-2	517	0,0047	0,3897	0,2112	-0,6563	-0,0825	0,0001	0,9319	0,0873	3,3051
Năm t-1	660	0,0128	0,0117	0,1909	-0,5728	-0,0759	0,0024	0,3931	0,0972	1,4779
Năm t0	779	0,0113	0,0154	0,2350	-1,2480	-0,0836	0,0027	0,5707	0,0934	3,3051
Năm t1	770	0,0164	0,0012	0,1569	-0,6902	-0,0578	0,0166	0,0287	0,0934	0,8430
Năm t2	682	0,0109	0,0273	0,1660	-1,4700	-0,0576	0,0114	0,0053	0,0837	1,2198
Năm t3	592	0,0137	0,0007	0,1459	-0,7755	-0,0498	0,0098	0,1178	0,0740	1,0164
Năm t4	513	0,0144	0,0006	0,1270	-0,4408	-0,0492	0,0159	0,0520	0,0770	0,7670
<b>Gunny (2010) - Ab_SGA</b>										
Năm t-4	416	-0,0069	0,6171	0,0755	-0,2392	-0,0444	-0,0117	0,9828	0,0184	0,3441
Năm t-3	477	-0,0039	0,7061	0,0787	-0,2659	-0,0434	-0,0125	0,9965	0,0235	0,3243
Năm t-2	608	-0,0022	0,8368	0,0821	-0,3393	-0,0438	-0,0147	0,9597	0,0258	0,5039
Năm t-1	732	-0,0040	0,7342	0,0822	-0,3393	-0,0462	-0,0149	0,9705	0,0234	0,4240
Năm t0	818	-0,0079	0,6880	0,0822	-0,3204	-0,0493	-0,0153	0,9862	0,0193	0,4240
Năm t1	773	-0,0106	0,0215	0,0741	-0,3540	-0,0486	-0,0160	0,8245	0,0152	0,4067
Năm t2	684	-0,0122	0,0001	0,0662	-0,2817	-0,0477	-0,0167	0,2969	0,0129	0,3095
Năm t3	594	-0,0090	0,0023	0,0636	-0,1993	-0,0407	-0,0154	0,4513	0,0132	0,2949
Năm t4	515	-0,0036	0,0650	0,0682	-0,1993	-0,0401	-0,0110	0,8731	0,0167	0,4844

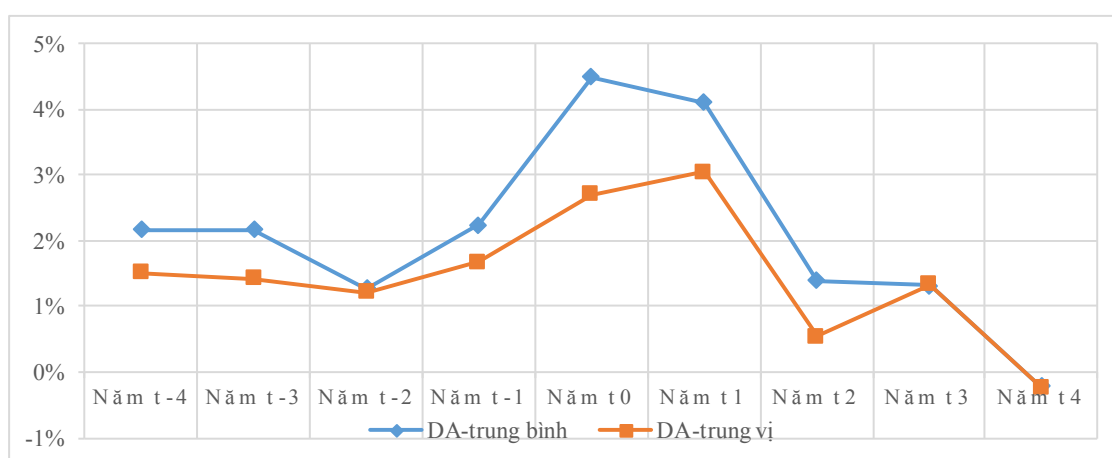
Giá trị p được trình bày cho kiểm định t (t test) một phía và kiểm định dấu hạng (sign test) một phía.

Nguồn: Tác giả tổng hợp

### Bàn luận kết quả nghiên cứu

Dựa trên kết quả tại Bảng 3, giá trị DA tại các công ty phát hành thêm cổ phiếu có sự biến động lớn từ năm  $t_0$  đến hết  $t_1$ . Với mức ý nghĩa 1%, giá trị trung bình và trung vị của DA trong khoảng này cao bất thường so với các công ty khác trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đặc biệt, giá trị DA trung bình cao nhất tại  $t_0$  cho thấy lợi nhuận được điều chỉnh tăng trung bình gần 4,5% tổng tài sản và kéo dài hết năm  $t_1$  với mức tăng trung bình đạt 4,1% tổng tài sản. Bên cạnh đó, giá trị DA đo lường tại các năm

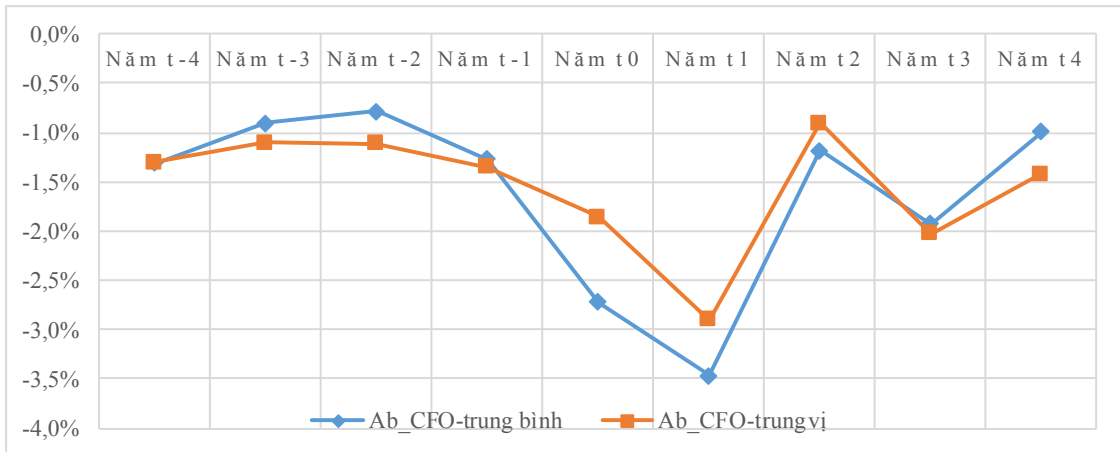
$t_{-4}$  đến  $t_{-1}$  và từ năm  $t_2$  trở đi hầu như chỉ duy trì ở mức 0% - 2% tổng tài sản, cho thấy đây là giai đoạn công ty không thực hiện quản trị lợi nhuận gắn với bối cảnh nghiên cứu. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu trước đây trên thế giới như Teoh và cộng sự (1998b); Cohen và Zarowin (2010)@ và trong bối cảnh Việt Nam của Phạm Thị Bích Vân (2017). Do đó, nghiên cứu chấp nhận giả thuyết H1 đã đặt ra cho thấy người quản trị các công ty phát hành thêm cổ phiếu đã thực hiện quản trị lợi nhuận dựa vào cơ sở dồn tích.



**Hình 2. Phân tích biến động DA tại các công ty phát hành thêm cổ phiếu**

Các chính sách bán hàng được người quản trị thực hiện có tác động đến lợi nhuận kế toán bao gồm việc nói lỏng đánh giá tín dụng (nợ) của khách hàng và đưa ra giá bán giảm mạnh so với kỳ trước. Kết quả này dẫn đến doanh thu tăng mạnh trong kỳ song về dòng tiền lại ít có sự tăng trưởng tương ứng. Do đó, biến  $Ab\_CFO$  đại diện cho việc người quản trị áp dụng chính sách này có dấu âm (-) thể hiện sự ngược chiều cho hành vi quản trị lợi nhuận. Dựa trên kết quả đã trình bày ở Bảng 3, giá trị  $Ab\_CFO$  suy giảm mạnh mẽ tại năm  $t_0$  và năm  $t_1$  cho thấy đây là thời điểm người quản trị đã thực hiện quản trị lợi nhuận với dòng tiền bất thường suy giảm

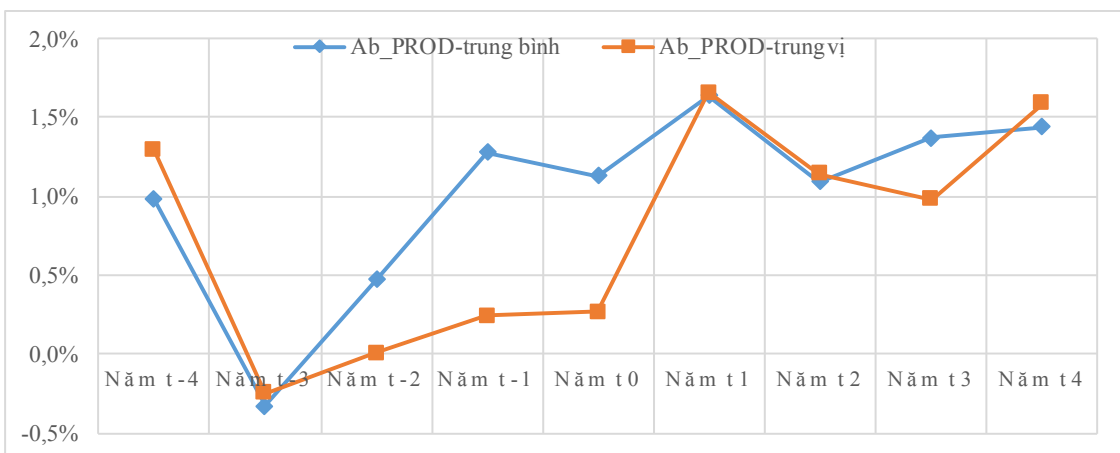
trung bình gần 2,7% và 3,5% tổng tài sản lần lượt tại  $t_0$  và  $t_1$ . Bên cạnh đó, giá trị  $Ab\_CFO$  nhìn chung không có sự khác biệt trong các thời điểm xung quanh hai năm này cho thấy người quản trị chỉ thực hiện quản trị lợi nhuận gắn với bối cảnh phát hành thêm cổ phiếu. Và do đó, nghiên cứu chấp nhận giả thuyết H2A đã đặt ra cho thấy có người quản trị đã thực hiện các chính sách bán hàng nhằm điều chỉnh tăng lợi nhuận trong thời điểm phát hành thêm cổ phiếu. Kết quả này tương tự Cohen và Zarowin (2010) khi nghiên cứu tại Mỹ và có sự đóng góp lớn về bằng chứng thực chứng trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam.



**Hình 3. Phân tích biến động Ab\_CFO tại các công ty phát hành thêm cổ phiếu**

Nhằm đạt mục tiêu tăng lợi nhuận, bên cạnh việc tăng doanh thu người quản trị có thể lựa chọn cách thức nhằm giảm giá vốn hàng bán được ghi nhận trong kỳ. Theo đó, biến Ab\_PROD đại diện cho chi phí sản xuất tăng cao bất thường gắn với việc người quản trị ra quyết định tăng sản xuất một cách thái quá vượt quá nhu cầu tiêu thụ thực tế của doanh nghiệp. Theo đó, biến phí đơn vị sản xuất không đổi nhưng định phí đơn vị sản xuất sẽ giảm dẫn đến giá thành đơn vị sản phẩm giảm. Bởi vì số lượng hàng đã bán trong kỳ tương ứng với doanh thu được ghi nhận không thay đổi, việc giá thành sản xuất giảm sẽ giúp giá vốn hàng bán được ghi nhận giảm đi và từ đó lợi nhuận tăng lên. Dựa vào kết quả đo lường ở Bảng 3, giá trị trung bình của Ab\_PROD có xu hướng

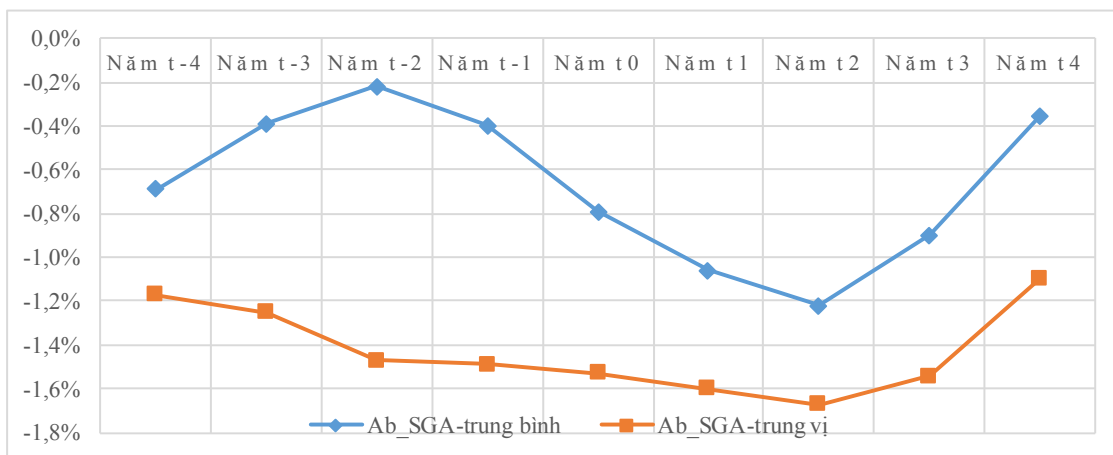
tăng cao bất thường từ năm  $t_1$  đến hết thời gian nghiên cứu tại năm  $t_4$  với mức ý nghĩa 1%. Trái ngược lại, giá trị trung vị bắt đầu tăng cao bất thường từ năm  $t_1$  và cũng kéo dài hết năm  $t_4$ . Các kết quả này dường như cho thấy việc người quản trị đưa ra quyết định tăng sản xuất bất thường diễn ra sau thời điểm phát hành cổ phiếu (bắt đầu từ năm  $t_1$ ). Do đó, nghiên cứu bác bỏ giả thuyết H2B, cho thấy không có bằng chứng về mối liên hệ giữa quản trị lợi nhuận thông qua việc đưa ra chính sách sản xuất bất thường với sự kiện phát hành thêm cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Dù vậy, kết quả này trái ngược với nghiên cứu của Cohen và Zarowin (2010) tại Mỹ khi chỉ ra người quản trị điều chỉnh tăng cao Ab\_PROD trong năm  $t_0$ .



**Hình 4. Phân tích biến động Ab\_PROD tại các công ty phát hành thêm cổ phiếu**

Việc cắt giảm chi phí trong doanh nghiệp mà ở đây là chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp có thể giúp tăng lợi nhuận trong kỳ. Theo đó, khi người quản trị áp dụng chính sách cắt giảm chi phí để quản trị lợi nhuận thì giá trị biến  $Ab\_SGA$  - chi phí tùy ý bất thường sẽ ghi nhận giá trị âm. Dựa trên kết quả đo lường đã trình bày ở Bảng 3, dường như giá trị trung bình của biến  $Ab\_SGA$  chỉ thật sự suy giảm mạnh kể từ sau năm  $t_1$  với mức ý nghĩa 1% và kết quả kiểm định kiểm hạng không cho

thấy sự khác biệt về chênh lệch giá trị trung vị. Điều này cho thấy hầu như các công ty phát hành thêm cổ phiếu không áp dụng chính sách cắt giảm chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp nhằm tăng lợi nhuận. Vì không đủ bằng chứng thực chứng cho rằng có hành vi quản trị lợi nhuận thông qua việc cắt giảm chi phí, nhóm tác giả bác bỏ giả thuyết H2C đã đặt ra. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng không được ủng hộ so với kết quả từ thị trường chứng khoán Mỹ của Cohen và Zarowin (2010).



**Hình 5. Phân tích biến động  $Ab\_SGA$  tại các công ty phát hành thêm cổ phiếu**

## 6. Kết luận

Vấn đề quản trị lợi nhuận trong bối cảnh các công ty phát hành thêm cổ phiếu dù đã được đề cập đến trong nghiên cứu trước đây tại Việt Nam. Tuy nhiên, hạn chế về số lượng quan sát cùng quãng thời gian và mô hình nghiên cứu khiến cho các kết luận chưa thể bao quát hết cách thức người quản trị thực hiện quản trị lợi nhuận. Bằng cách mở rộng thời gian nghiên cứu từ 2008 đến 2018 với 824 trường hợp phát hành thêm cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt

Nam kết hợp với việc đo lường đồng thời hành vi quản trị lợi nhuận dựa trên cơ sở dồn tích và thông qua các quyết định kinh tế. Kết quả nghiên cứu đã cung cấp các bằng chứng thực chứng quan trọng cho thấy người quản trị có xu hướng điều chỉnh tăng lợi nhuận từ trước một năm tính từ thời điểm công bố thông tin về hoạt động phát hành. Theo đó, lợi nhuận được điều chỉnh thông qua việc lựa chọn các chính sách kế toán, ước tính kế toán hoặc tăng doanh thu do các quyết định về đánh giá nợ cho khách hàng hay giảm giá bán trong kỳ.

## Tài liệu tham khảo

- Baber, W. R., Fairfield, P. M., & Haggard, J. A. (1991). The effect of concern about reported income on discretionary spending decisions: The case of research and development. *The Accounting Review*, 818-829.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2008). Earnings quality at initial public offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2), 324-349.

- Beyer, A. (2009). Capital market prices, management forecasts, and earnings management. *The Accounting Review*, 84(6), 1713-1747.
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*, 305-333.
- Cheng, S. (2004). R&D expenditures and CEO compensation. *The Accounting Review*, 79(2), 305-328.
- Cheung, C. S., & Krinsky, I. (1994). Information asymmetry and the underpricing of initial public offerings: Further empirical evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(5), 739-747.
- Chi, W., Lisic, L. L., & Pevzner, M. (2011). Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management? *Accounting horizons*, 25(2), 315-335.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2-19.
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting horizons*, 14(2), 235-250.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 193-225.
- Fan, Q. (2007). Earnings management and ownership retention for initial public offering firms: Theory and evidence. *The Accounting Review*, 82(1), 27-64.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1), 3-73.
- Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855-888.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-107.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jiraporn, P., Miller, G. A., Yoon, S. S., & Kim, Y. S. (2008). Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 17(3), 622-634.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29, 193-228.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.
- Phạm Thị Bích Vân. (2017). *Quản trị lợi nhuận khi phát hành thêm cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*. (Luận án Tiến sĩ), Trường Đại học Đà Nẵng,
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998a). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998b). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of financial economics*, 50(1), 63-99.
- Xu, R. Z., Taylor, G. K., & Dugan, M. T. (2007). Review of real earnings management literature. *Journal of Accounting Literature*, 26, 195-228.
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703.