

# **ẢNH HƯỞNG CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN ĐẾN GIÁ CỔ PHIẾU CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**Nguyễn Hoàng<sup>1</sup>, Đỗ Sông Hương<sup>1</sup>, Hà Ngọc Long<sup>1</sup>**

*Ngày nhận bài: 26/09/2022*

*Ngày nhận bản sửa: 22/10/2022*

*Ngày duyệt đăng: 26/12/2022*

**Tóm tắt:** Nghiên cứu này đánh giá sự ảnh hưởng của thông tin kế toán đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu là số liệu dạng bảng được thu thập từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của 618 công ty phi tài chính trong giai đoạn 2015 - 2020 thông qua nền tảng Fiinpro. Kết quả nghiên cứu cho thấy thông tin kế toán bao gồm thu nhập trên mỗi cổ phiếu, giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đều có ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu. Điều này chứng tỏ các thước đo tài chính truyền thống vẫn hữu ích đối với thị trường. Ngoài ra, nghiên cứu này còn chỉ ra rằng các nhà đầu tư xem tài sản vô hình là một thông tin quan trọng trong việc định giá doanh nghiệp.

**Từ khóa:** Giá cổ phiếu; Số liệu kế toán; Sự liên quan giá trị của thông tin kế toán; Tài sản vô hình; Thị trường chứng khoán Việt Nam; Thông tư 200/2014/TT-BTC.

## **1. Đặt vấn đề**

Mục đích của báo cáo tài chính là nhằm cung cấp những thông tin hữu ích cho việc ra quyết định. Thông tin kế toán được xem là có ích khi nó được báo cáo trung thực và có liên quan đến thị trường. Sự liên quan này được hiểu là khả năng nắm bắt và tổng hợp thông tin của dữ liệu kế toán, cái được phản ánh trong giá cổ phiếu. Từ quan điểm định giá, sự liên quan này càng nhiều, quyết định đầu tư càng dựa trên các thông tin kế toán, và vì thế mối liên hệ giữa thông tin kế toán và giá trị doanh nghiệp càng sâu sắc và chất lượng của thông tin kế toán càng cao.

Kể từ những năm 1960, mối liên hệ giữa thông tin kế toán và giá trị doanh nghiệp đã là một chủ đề nghiên cứu quan trọng. Các nghiên cứu trước đây chỉ ra rằng thông tin kế toán có một ảnh hưởng đáng kể đến giá trị doanh nghiệp (Ball & Brown, 1968; Barton & cộng sự, 2010). Tuy nhiên, ảnh hưởng này được cho là đã giảm đi trong những gần đây (Barth & cộng sự, 2022; Lev & Zarowin, 1999). Francis & Schipper (1999) cho rằng hiện tượng này có thể là do các hoạt động kế toán chậm thay đổi hoặc thay đổi theo hướng cung cấp các thông tin chưa phù hợp với thị trường trong bối cảnh hoạt động kinh doanh đã thay đổi rất nhanh chóng và liên tục trong thời gian qua. Lev &

<sup>1</sup> Trường Đại học Kinh tế, Đại học Huế, email: [nhoang@hce.edu.vn](mailto:nhoang@hce.edu.vn)

Zarowin (1999) cũng đồng tình cho rằng sự giảm sút trong sự liên quan của thông tin kế toán chủ yếu là do hệ thống kế toán không phản ánh đầy đủ sự thay đổi của hoạt động kinh doanh.

Ngoài ra, trong thời đại công nghệ thông tin, các doanh nghiệp đang chủ động chuyển đổi số và bắt đầu chú ý đến giá trị của các tài sản vô hình. Do đó, giá trị của các thông tin kế toán được sử dụng trên báo cáo tài chính như thu nhập và giá trị sổ sách của cổ phiếu dường như bị giảm sút. Sự liên quan hay sự hữu ích của các thông tin trên báo cáo tài chính này đối với thị trường vốn hiện nay dường như bị hạn chế. Trong bối cảnh đó, tài sản vô hình đã thay đổi quy trình sản xuất và xu hướng kinh doanh. Nền kinh tế cũng đã có sự chuyển đổi từ kinh tế sản xuất công nghiệp sang kinh tế dịch vụ và kinh tế thông tin ở nhiều quốc gia. Vai trò của tài sản vô hình vì thế cũng quan trọng hơn và ảnh hưởng mạnh mẽ hơn đến hiệu quả của cả nền kinh tế.

Trong bối cảnh của một quốc gia đang phát triển tại Việt Nam, các thông tin kế toán ngày càng phải minh bạch và bám sát thực tế diễn ra tại doanh nghiệp. Hơn nữa, các sai phạm về việc trình bày thông tin kế toán ở Việt Nam và trên thế giới càng khẳng định yêu cầu trên là càng có cơ sở. Vì thế, việc đánh giá chất lượng thông tin kế toán tại Việt Nam là có ý nghĩa quan trọng. Trong nghiên cứu này, chúng tôi tiến hành đánh giá chất lượng thông tin kế toán tại 618 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên sàn chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội giai đoạn từ 2015 – 2020 thông qua việc đánh giá sự liên quan giá trị của thông tin kế toán đến giá cổ phiếu. Các thông tin kế toán như thu nhập, giá trị sổ sách kế toán, và dòng tiền hoạt động nếu có ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu chứng tỏ chúng vẫn được thị trường xem là nguồn dữ liệu dùng để định giá giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam. Ngoài ra, trong nghiên cứu này, chúng tôi đánh giá sự liên quan giá trị của tài sản vô hình đến giá cổ phiếu. Sự đánh giá này được cho là cần thiết vì tài sản vô hình có vai trò ngày càng quan trọng đối với các doanh nghiệp trong thời đại công nghệ thông tin như hiện nay.

Nghiên cứu này có một số đóng góp sau đây. Thứ nhất, nghiên cứu này cung cấp một bằng chứng toàn diện về sự liên quan giá trị của thông tin kế toán đến giá cổ phiếu ở thị trường mới nổi như Việt Nam. Dù đã có một số nghiên cứu trước đây (Tran Thi Thanh Hai & cộng sự, 2015; Truong Dong Loc & Nguyen Minh Nhat, 2016; Hoang Thi Viet Ha & cộng sự, 2018) về vấn đề này tại Việt Nam, các kết quả là không thống nhất. Nghiên cứu này khẳng định sự liên quan giá trị của thông tin kế toán kể từ khi Thông tư 200/2014/TT-BTC – Hướng dẫn chế độ kế toán doanh nghiệp được áp dụng, điều mà chưa có nghiên cứu nào thực hiện trước đó. Thứ hai, nghiên cứu này khẳng định tài sản vô hình có vai trò quan trọng trong việc định giá doanh nghiệp, nhất là trong thời đại công nghệ thông tin. Thứ ba, nghiên cứu này là hữu ích đối với các nhà hoạch định chính sách như Bộ tài chính trong việc quyết định các quy chế trong tương lai đối với việc tính toán và trình bày các thông tin kế toán cũng như việc áp dụng Chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế (IFRS) tại Việt Nam.

Phần còn lại của bài báo được tổ chức như sau. Trong phần 2, chúng tôi thảo luận chi tiết về các nghiên cứu trước đây và phát triển các giả thiết có liên quan. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu nghiên cứu được giới thiệu trong phần 3. Các kết quả chính và thảo luận được chúng tôi trình bày trong phần 4. Cuối cùng, chúng tôi đưa ra các kết luận về vấn đề nghiên cứu.

## **2. Tổng quan nghiên cứu và phát triển giả thiết**

Vấn đề về sự liên quan của thông tin kế toán đối với giá trị thị trường của doanh nghiệp chủ yếu liên quan đến chức năng định giá của thông tin kế toán. Kể từ những năm 1960, mối liên hệ này đã nhận được nhiều sự quan tâm của giới nghiên cứu (Ball & Brown, 1968; Barth và cộng sự, 2001, 2017). Bằng cách điều tra liệu rằng các thông tin kế toán có mối liên hệ mật thiết với giá trị thị trường doanh nghiệp, các nghiên cứu trước đây tập trung làm rõ sự hữu ích của thông tin kế toán trong việc định giá doanh nghiệp. Các nghiên cứu này đánh giá liệu rằng thông tin kế toán có phải là một thước đo tổng hợp hiệu quả cho các sự kiện gắn liền với giá cổ phiếu hay không. Nói cách khác, nghiên cứu về sự liên quan giá trị của thông tin kế toán tập trung giải quyết câu hỏi liệu rằng các thông tin kế toán có phù hợp với giá thị trường của doanh nghiệp hay không. Theo Dumontier & Raffournier (2002), sự phù hợp này thể hiện ở việc sử dụng các thông tin kế toán này có thể cung cấp một con số rất sát với giá trị thị trường của doanh nghiệp. Các nghiên cứu dạng này được xếp chung vào nhóm nghiên cứu sự liên quan (sự phù hợp) của thông tin kế toán (value relevance).

Thu nhập là một thước đo quan trọng có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp (Barton và cộng sự, 2010). Ball & Brown (1968) là những người đầu tiên tìm thấy một mối liên hệ thực nghiệm giữa thu nhập và lợi nhuận cổ phiếu. Nhiều nghiên cứu sau đó đã đo lường cường độ mối liên hệ giữa sự biến động thu nhập và lợi nhuận cổ phiếu nhằm làm rõ cách thức sự biến động thu nhập đã tổng hợp thông tin gắn liền với giá cổ phiếu như thế nào. Một số nghiên cứu cho rằng sự liên quan giá trị của thông tin kế toán tăng lên qua thời gian (Collins và cộng sự, 1997; Francis & Schipper, 1999). Tuy nhiên, sự ảnh hưởng của thu nhập lên giá cổ phiếu được cho là đã giảm đi một cách đáng kể sau nhiều năm (Barth và cộng sự, 2017). Nguyên nhân một phần là do tàn suất và độ lớn của các thành phần doanh thu/ chi phí tạm thời trong chỉ tiêu lợi nhuận ngày một gia tăng (Donelson và cộng sự, 2011).

Sự liên quan giá trị của thông tin kế toán được cho là bị ảnh hưởng bởi các yếu tố mang tính quốc gia (Ali & Hwang, 2000; Soderstrom & Sun, 2007). Barth và cộng sự (2008), trong một nghiên cứu ở phạm vi 21 quốc gia, tìm thấy rằng thu nhập kế toán của các công ty áp dụng Chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế (IFRS) thì có tác động nhiều hơn đến giá cổ phiếu nếu so sánh với các doanh nghiệp áp dụng Chuẩn mực kế toán nội địa. Nói cách khác, việc áp dụng IFRS tại các quốc gia có ảnh hưởng nhiều hơn đến sự liên quan của thông tin kế toán.

Các kết quả trên đây chủ yếu được chỉ ra tại các thị trường phát triển, nơi có sự vượt trội về sự sẵn có thông tin, về khả năng thực thi các yêu cầu cung cấp báo cáo từ nhà quản lý, về các nhà đầu tư thông thái và có sự cạnh tranh đầy đủ giữa các công ty niêm yết (Alali & Foote, 2012). Trái lại, các thị trường đang phát triển (hoặc mới nổi) có số lượng công ty niêm yết ít hơn, nhà đầu tư ít am hiểu hơn, cơ quan quản lý cũng ít đòi hỏi báo cáo hơn. Sự khác biệt này làm nảy sinh câu hỏi về mối liên hệ của thông tin kế toán đối với giá thị trường của doanh nghiệp tại các quốc gia này. Thực tế đã có bằng chứng cho rằng các thị trường mới nổi thiếu hụt cơ sở hạ tầng để áp dụng Chuẩn mực kế toán quốc tế và vì thế thông tin kế toán ít ảnh hưởng đến giá cổ phiếu hơn, hay ít liên quan giá trị hơn (Eccher & Healy, 2000). Tuy nhiên, tại một số quốc gia đang phát triển như Trung Quốc và UAE, dù cho thị trường tài chính còn non trẻ và chưa thực sự có nhận thức đầy đủ về báo cáo tài chính, thông tin kế toán được cho là phù hợp với thị trường (Alali & Foote, 2012; Chen & cộng sự, 2001). Thậm chí, thông tin kế toán báo cáo theo IFRS tại Trung Quốc được tìm thấy là có tác động nhiều hơn đến giá cổ phiếu (Liu & Liu, 2007). Như vậy, kết quả về sự liên quan giá trị của thông tin kế toán đối với giá thị trường doanh nghiệp tại các quốc gia mới nổi là chưa thống nhất. Yếu tố mang tính quốc gia có thể là một phần nguyên nhân của vấn đề này.

Tại Việt Nam, một thị trường mới nổi khác, giới nghiên cứu gần đây đã bắt đầu quan tâm đến sự phù hợp của các thông tin kế toán đối với thị trường. Tuy nhiên, các nghiên cứu này cho thấy kết quả không thống nhất. Viet Ha và cộng sự (2018) và Lộc & Nhật (2016) cho rằng thu nhập trên mỗi cổ phiếu và giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu có mối tương quan thuận với giá thị trường của doanh nghiệp. Hai và cộng sự (2015) chỉ ra rằng mối liên hệ giữa dữ liệu kế toán trên báo cáo tài chính và lợi nhuận là rất yếu. Điểm chung của các nghiên cứu này là sử dụng dữ liệu trải dài cả trước và sau khi Việt Nam áp dụng thông tư 200/2014-BTC về hướng dẫn chế độ kế toán doanh nghiệp. Chính vì vậy, trong nghiên cứu này, chúng tôi hướng đến làm rõ liệu rằng thông tin kế toán (bao gồm thu nhập cơ bản trên mỗi cổ phiếu và giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu) sau khi áp dụng Thông tư 200/2014-BTC có thực sự liên quan đến giá trị thị trường của doanh nghiệp hay không. Chúng tôi đưa ra giả thuyết rằng:

*Giả thiết 1. Thu nhập cơ bản trên mỗi cổ phiếu có ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu.*

*Giả thiết 2. Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu có ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu.*

Đồng thời, trong thời đại công nghệ thông tin, các công ty ngày càng đánh giá cao giá trị của các tài sản vô hình. Trong khi đó, nhà đầu tư hiện nay cũng ngày càng chú ý vào giá trị các tài sản này. Họ không những không còn dựa hoàn toàn trên các thông tin tài chính truyền thống như thu nhập và giá trị sổ sách của vốn doanh nghiệp mà bắt đầu sử dụng thông tin của tài sản vô hình để cân nhắc ra quyết định đầu tư. Tài sản này đã đóng một vai trò quan trọng đối với các doanh nghiệp trên thị trường vốn và có thể đóng

góp tích cực đến chất lượng thông tin kế toán. Vì vậy, chúng tôi đưa ra giả thuyết thứ ba như sau:

*Giả thiết 3. Tài sản vô hình trên bảng cân đối kế toán là thông tin hữu ích để định giá doanh nghiệp.*

### **3. Phương pháp nghiên cứu và thu thập dữ liệu**

#### **3.1 Phương pháp nghiên cứu**

Để đánh giá chất lượng của thông tin kế toán, chúng tôi phân tích mối liên hệ giữa thông tin kế toán với giá cổ phiếu trong một khoảng thời gian dài. Thống nhất với các nghiên cứu trước (ví dụ, Collins và cộng sự, 1997; Venter và cộng sự, 2014), chúng tôi sử dụng mô hình Ohlson (1995) để đánh giá sự phù hợp của thông tin kế toán với thị trường. Mô hình này dựa trên phương trình hồi quy sau:

$$PRICE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BVPS_{it} + \alpha_2 EPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó,  $PRICE_{it}$  là giá cổ phiếu của công ty  $i$  tại thời điểm  $t$ ,  $BVPS_{it}$  là giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu  $i$  và  $EPS_{it}$  là thu nhập trên mỗi cổ phiếu của công ty  $i$  tại thời điểm  $t$ .  $\varepsilon_{it}$  là sai số của mô hình.

Theo giả thuyết thị trường hiệu quả, nếu thị trường là hiệu quả thì thông tin khi được công bố nó sẽ lập tức được phản ánh ngay vào trong giá của cổ phiếu. Nói cách khác, nếu thị trường không hiệu quả thì thông tin khi phản ánh vào giá cổ phiếu cần có một độ trễ về thời gian nhất định. Do thị trường chứng khoán Việt Nam được cho là kém hiệu quả (Truong Dong Loc, 2008), trong nghiên cứu này, chúng tôi lấy giá cổ phiếu là giá tại thời điểm 3 tháng sau khi kết thúc niên độ kế toán. Việc áp dụng giá này còn nhằm đảm bảo tất cả các doanh nghiệp niêm yết đã hoàn tất công bố báo cáo tài chính cuối niên độ.

Chúng tôi cũng đánh giá sự liên quan của thông tin kế toán với giá thị trường của doanh nghiệp trong trường hợp đã kiểm soát một số yếu tố. Trước hết, chúng tôi kiểm soát yếu tố Quy mô doanh nghiệp (SIZE). Quy mô doanh nghiệp được xem là một yếu tố quan trọng để đánh giá tình hình tài chính của doanh nghiệp. Một thực thể kinh doanh có quy mô lớn hơn có nhiều khả năng thu hút nhiều vốn đầu tư hơn và do đó, giá trị doanh nghiệp (giá cổ phiếu) có khả năng tăng lên. Chúng tôi kỳ vọng Quy mô doanh nghiệp có sự biến động cùng chiều với giá cổ phiếu. Thứ hai, một doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính nhiều hơn thường kéo theo rủi ro tài chính lớn hơn. Doanh nghiệp đó nhiều khả năng được định giá thấp hơn. Vì vậy, chúng tôi kiểm soát đòn bẩy tài chính (LEV) trong mô hình và kỳ vọng LEV biến động ngược chiều với giá cổ phiếu. Thứ ba, chúng tôi cũng kỳ vọng các doanh nghiệp có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh càng lớn thì càng có nhiều ảnh hưởng đến sự biến động giá cổ phiếu. Vì thế, chúng tôi cũng kiểm soát biến này (CFPS) và kỳ vọng CFPS ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh

ngành. Từ đó, để đánh giá sự ảnh hưởng của thông tin kế toán đến giá cổ phiếu, chúng tôi kiểm định mô hình sau đây:

$$PRICE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BVPS_{it} + \alpha_2 EPS_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 CFPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Với mô hình 2, chúng tôi kỳ vọng có một mối liên hệ tích cực giữa BVPS và EPS với PRICE. Kết quả này cho thấy thông tin kế toán có ảnh hưởng tích cực đến giá trị thị trường của doanh nghiệp.

Sau đó, để đánh giá sự liên quan giá trị của tài sản vô hình với giá trị doanh nghiệp, chúng tôi bổ sung biến tài sản vô hình (INTAN) vào mô hình 2 để có mô hình 3. Mục đích của mô hình 3 là nhằm đánh giá sự ảnh hưởng của tài sản vô hình (INTAN) đối với giá cổ phiếu trong khi có sự kiểm soát bởi EPS và BPPS cùng các biến kiểm soát khác. Thêm nữa, để khẳng định sự ảnh hưởng của INTAN đối với PRICE, chúng tôi chỉ bao gồm INTAN trong mô hình 4 (có kiểm soát bởi SIZE, LEV, và CFPS). Chúng tôi kỳ vọng INTAN có ảnh hưởng thuận chiều đến PRICE, tức là tài sản vô hình có ảnh hưởng tích cực đến giá trị thị trường doanh nghiệp.

$$PRICE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BVPS_{it} + \alpha_2 EPS_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 CFPS_{it} + \alpha_6 INTAN_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$PRICE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INTAN_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 CFPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

**Bảng 1. Đo lường các biến sử dụng trong các mô hình**

| Tên biến                                        | Loại biến | Viết tắt tên biến | Cách tính                                                                        | Xu hướng dự kiến |
|-------------------------------------------------|-----------|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| Giá cổ phiếu                                    | Phụ thuộc | PRICE             | Giá đóng cửa của cổ phiếu tại thời điểm sau 3 tháng tính từ khi kết thúc niên độ |                  |
| Giá trị sổ sách một cổ phiếu                    | Độc lập   | BVPS              | Giá ghi sổ một cổ phiếu vào ngày cuối năm tài chính                              | +                |
| Thu nhập trên mỗi cổ phiếu                      | Độc lập   | EPS               | Thu nhập mỗi cổ phiếu vào ngày cuối năm tài chính                                | +                |
| Quy mô doanh nghiệp                             | Độc lập   | SIZE              | Logarit của tổng tài sản doanh nghiệp vào ngày cuối năm tài chính                | +                |
| Đòn bẩy tài chính                               | Độc lập   | LEV               | Tổng nợ/ Tổng tài sản                                                            | -                |
| Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tính trên mỗi | Độc lập   | CFPS              | Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh/ Số lượng cổ                                   | +                |

|                 |         |       |                                                                                                                  |   |
|-----------------|---------|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|
| cổ phiếu        |         |       | phiếu đang lưu hành tại ngày cuối năm tài chính                                                                  |   |
| Tài sản vô hình | Độc lập | INTAN | Giá trị tài sản vô hình tại ngày cuối năm tài chính/ Số lượng cổ phiếu đang lưu hành tại ngày cuối năm tài chính | + |

*Nguồn: Tác giả tổng hợp các biến được sử dụng trong các mô hình*

### 3.2 Dữ liệu

Chúng tôi thu thập các dữ liệu tài chính từ nền tảng Fiinpro. Mẫu nghiên cứu bao gồm 618 công ty phi tài chính niêm yết trên sàn chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và sàn chứng khoán Hà Nội (HNX) giai đoạn từ năm 2015 - 2020. Các công ty tài chính, bảo hiểm bị loại bỏ do chúng có các chính sách và quy chế khác biệt. Ngoài ra, do ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19 tại Việt Nam, chúng tôi chỉ thu thập dữ liệu tài chính đến trước năm 2021. Với số công ty nói trên, chúng tôi thu được 3.708 quan sát. Tuy nhiên, do một số dữ liệu không tồn tại, mẫu nghiên cứu cuối cùng được dùng để phân tích bao gồm 3.388 quan sát.

## 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

### 4.1 Thống kê mô tả và sự tương quan giữa các biến

Chúng tôi trình bày các kết quả thống kê mô tả đối với các biến được sử dụng trong nghiên cứu tại Bảng 2. Số liệu này được tính toán sau khi đã loại bỏ các dữ liệu bị khuyết. Bảng 2 cho thấy thu nhập trung bình trên cổ phiếu (EPS) trên toàn thị trường giai đoạn 2015 – 2020 là 2.065 VND, giá đóng cửa cổ phiếu bình quân (PRICE) là 23.020 VND, và giá trị ghi sổ vốn chủ sở hữu bình quân trên một cổ phiếu (BVPS) là 17.106 VND. Ngoài ra, nhìn tổng thể, cứ 100 đồng tài sản của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam thì được tài trợ bởi 47 đồng vốn vay nợ (giá trị trung bình của LEV là 0.47).

**Bảng 2. Thống kê mô tả**

|              | Số quan sát | Đơn vị tính | Giá trị trung bình | Độ lệch chuẩn | Giá trị nhỏ nhất | Trung vị | Giá trị lớn nhất |
|--------------|-------------|-------------|--------------------|---------------|------------------|----------|------------------|
| <b>PRICE</b> | 3,388       | Đồng        | 23,020.30          | 24,442.60     | 1,700            | 14,900   | 143,413          |
| <b>EPS</b>   | 3,388       | Đồng        | 2,065.23           | 2,504.61      | -2,896           | 1,372    | 13,190           |
| <b>BVPS</b>  | 3,388       | Đồng        | 17,105.77          | 8,294.97      | 5,510            | 14,814   | 55,006           |

|              |       |      |          |          |         |         |           |
|--------------|-------|------|----------|----------|---------|---------|-----------|
| <b>LEV</b>   | 3,388 |      | 0.47     | 0.22     | 0.03    | 0.48    | 0.90      |
| <b>CFPS</b>  | 3,388 | Đồng | 2,298.54 | 5,462.70 | -14,453 | 1,714.5 | 23,125    |
| <b>INTAN</b> | 3,388 | Đồng | 895.59   | 1,755.71 | 0.00    | 180.17  | 10,845.08 |
| <b>SIZE</b>  | 3,388 |      | 27.29    | 1.53     | 23.77   | 27.20   | 31.59     |

*Nguồn: Kết quả được tính toán bằng ngôn ngữ R*

Bảng 3 cung cấp hệ số tương quan Pearson (bên phải) và Spearman (bên trái) giữa các biến. Chúng ta thấy có một sự tương quan dương có ý nghĩa thống kê giữa PRICE với EPS, BVPS, và INTAN ở mức 1%. Trái lại, đòn bẩy tài chính (LEV) có tương quan âm có ý nghĩa thống kê với PRICE, BVPS và EPS.

**Bảng 3. Ma trận tương quan giữa các biến**

|              | PRICE    | EPS      | BVPS     | LEV      | CFPS    | INTAN   | SIZE    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|
| <b>PRICE</b> |          | 0.74***  | 0.57***  | -0.13*** | 0.32*** | 0.16*** | 0.22*** |
| <b>EPS</b>   | 0.74***  |          | 0.69***  | -0.10*** | 0.38*** | 0.15*** | 0.16*** |
| <b>BVPS</b>  | 0.62***  | 0.68***  |          | -0.09*** | 0.32*** | 0.22*** | 0.19*** |
| <b>LEV</b>   | -0.13*** | -0.10*** | -0.06*** |          | -0.05** | 0.01    | 0.33*** |
| <b>CFPS</b>  | 0.32***  | 0.38***  | 0.32***  | -0.08*** |         | 0.06*** | 0.07*** |
| <b>INTAN</b> | 0.27***  | 0.23***  | 0.27***  | 0.02     | 0.10*** |         | 0.09*** |
| <b>SIZE</b>  | 0.17***  | 0.16***  | 0.18***  | 0.34***  | 0.08*** | 0.21*** |         |

*Chú thích: \*  $p < 0.1$ ; \*\*  $p < 0.05$ ; \*\*\*  $p < 0.01$*

*Nguồn: Kết quả được tính toán bằng ngôn ngữ R*

#### 4.2 Kết quả phân tích hồi quy đa biến

Bảng 4 trình bày các kết quả hồi quy đa biến OLS thô (pooled OLS) dựa trên dữ liệu bảng. Chúng tôi sử dụng Kiểm định Breusch-pagan Lagrange multiplier để lựa chọn mô hình phù hợp hơn giữa mô hình OLS thô (pooled OLS) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) (Onali et al., 2017). Kết quả kiểm định cho thấy giá trị p-value  $> 0.05$  ở 3 trong 4 phương trình hồi quy, chứng tỏ mô hình OLS thô (pooled OLS) là ước lượng hiệu quả hơn. Vì thế, chúng tôi chọn mô hình này để trình bày kết quả hồi quy.

Chúng tôi trình bày kết quả hồi quy đa biến của 4 mô hình tương ứng với 4 cột, bao gồm Mô hình 1: chỉ có thông tin kế toán (EPS và BVPS), Mô hình 2: thông tin kế toán (EPS và BVPS) có kiểm soát bởi SIZE, LEV và CFPS, Mô hình 3: thông tin kế toán (EPS và BVPS) gồm cả INTAN và có kiểm soát bởi SIZE, LEV và CFPS, và Mô hình 4: chỉ gồm biến INTAN có kiểm soát bởi SIZE, LEV và CFPS. Tất cả các mô hình đều được kiểm soát đối với các biến năm, ngành, và sản giao dịch. Đồng thời, chúng tôi tính toán và sử dụng các hệ số chuẩn hóa (consistent standard errors) khi trình bày kết



quả hồi quy dựa trên phương pháp của Arellano (1987) để kiểm soát vấn đề tương quan thay đổi (heteroscedasticity) và tương quan chuỗi (serial correlation).

Nhìn chung, chúng tôi thu được thống kê F có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ở tất cả các mô hình, cho thấy có một mối liên hệ có ý nghĩa giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc (PRICE). Cột 1, 2, và 3 chỉ ra rằng hệ số của EPS và BVPS đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này cho thấy cả EPS và BVPS đều liên quan thuận chiều với PRICE, chứng tỏ các thông tin kế toán này ảnh hưởng tích cực đến giá trị thị trường của doanh nghiệp, phù hợp với giả thiết số 1 và số 2 của chúng tôi. Trong bối cảnh sau khi áp dụng Thông tư 200/2014/TT-BTC về hướng dẫn chế độ kế toán doanh nghiệp, kết quả này là thống nhất với các phát hiện của các nghiên cứu trước tại thị trường Việt Nam trong một giai đoạn khác (Truong Dong Loc & Nguyen Minh Nhat, 2016; Hoang Thi Viet Ha & cộng sự, 2018). Tuy nhiên, độ lớn của hệ số EPS là lớn hơn gấp nhiều lần so với của BVPS. Cụ thể, tại các mô hình 1, 2, và 3, hệ số của EPS lần lượt là 6.193, 5.976, và 5.977 so với 0.315, 0.259, và 0.246 của BVPS. Phát hiện này cho thấy các nhà đầu tư dường như đánh giá thu nhập trên cổ phiếu (EPS) là thông tin quan trọng hơn nhiều khi định giá một doanh nghiệp. Ngoài ra, như kỳ vọng, mô hình 2, 3, và 4 cho thấy giá cổ phiếu (PRICE) biến động cùng chiều với kích cỡ doanh nghiệp (SIZE) và dòng tiền hoạt động (CFPS), trong khi đó, nó biến động ngược chiều với đòn bẩy tài chính (LEV). Các kết quả này hoàn toàn phù hợp với kỳ vọng ban đầu, đồng thời khẳng định kết quả phân tích hồi quy đa biến ủng hộ hai giả thiết đầu tiên.

Chúng tôi tiếp tục kiểm định sự liên quan giá trị của tài sản vô hình đối với giá trị thị trường của doanh nghiệp trong mô hình 3 và 4 (mô hình bao gồm tài sản vô hình - INTAN). Cả hai mô hình này đều chỉ ra INTAN có mối liên hệ cùng chiều với giá cổ phiếu. Cụ thể, trong mô hình 3 – mô hình bao gồm cả EPS và BVPS, hệ số của INTAN là 0.324, và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Kết quả này cho thấy khi kiểm soát cả EPS, BVPS, SIZE, LEV, và CFPS, tài sản vô hình có ảnh hưởng đáng kể đến giá cổ phiếu. Để đánh giá ảnh hưởng của INTAN riêng rẽ đối với PRICE, chúng tôi tiếp tục chạy mô hình 4 – mô hình INTAN không bao gồm EPS và BVPS. Một lần nữa INTAN biến động thuận chiều với PRICE một cách có ý nghĩa thống kê ở mức 1% với hệ số 1.385. Kết quả mô hình 3 và 4 khẳng định nhà đầu tư đã dựa vào giá trị tài sản vô hình để định giá doanh nghiệp. Nói cách khác, tài sản vô hình có ảnh hưởng đến quyết định định giá của thị trường, thống nhất với giả thiết số 3. Kết quả này được hỗ trợ bởi các nghiên cứu trước đây của Oliveira & cộng sự (2010) tại thị trường Bồ Đào Nha. Khi đánh giá sự liên quan giá trị của tài sản vô hình, bao gồm cả lợi thế thương mại, nghiên cứu này cho rằng tài sản vô hình và lợi thế thương mại có mối liên hệ chặt chẽ với giá cổ phiếu. Trong một bối cảnh khác, tại thị trường Úc, bằng việc áp dụng mô hình của Feltham and Ohlson (1995), Dahmash & cộng sự (2009) kết luận rằng thông tin kế toán về tài sản vô hình và lợi thế thương mại của các công ty Úc là liên quan giá trị, phù hợp với kết quả của chúng tôi.

Như vậy, với kết quả này, bên cạnh các thước đo kế toán truyền thống như EPS và BVPS, tài sản vô hình đóng vai trò quan trọng trong sự biến động của giá trị thị trường của doanh nghiệp, đồng thời cho thấy nhà đầu tư đã cân nhắc sử dụng thông tin tài sản vô hình được báo cáo trên bảng cân đối kế toán khi định giá cổ phiếu.

**Bảng 4. Kết quả phân tích hồi quy đa biến**

| <i>Dependent variable: PRICE</i> |                           |                                |                                |                                |
|----------------------------------|---------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
|                                  | (1)                       | (2)                            | (3)                            | (4)                            |
| <b>BVPS</b>                      | 0.315***<br>(0.111)       | 0.259**<br>(0.113)             | 0.246**<br>(0.114)             |                                |
| <b>EPS</b>                       | 6.193***<br>(0.436)       | 5.976***<br>(0.403)            | 5.977***<br>(0.403)            |                                |
| <b>INTAN</b>                     |                           |                                | 0.324*<br>(0.252)              | 1.385***<br>(0.390)            |
| <b>SIZE</b>                      |                           | 2,032.191***<br>(590.309)      | 2,029.329***<br>(588.971)      | 3,890.801***<br>(826.213)      |
| <b>LEV</b>                       |                           | -9,021.016***<br>(2,566.354)   | -9,142.922***<br>(2,565.525)   | -19,477.330***<br>(3,832.872)  |
| <b>CFPS</b>                      |                           | 0.179***<br>(0.063)            | 0.180***<br>(0.063)            | 1.251***<br>(0.155)            |
| <b>Constant</b>                  | -1,563.925<br>(2,081.828) | -49,172.880***<br>(14,572.120) | -49,093.360***<br>(14,535.070) | -83,612.700***<br>(20,794.760) |
| <b>Năm, ngành, sà</b>            | Có                        | Có                             | Có                             | Có                             |
| <b>Số quan sát</b>               | 3,388                     | 3,388                          | 3,388                          | 3,388                          |
| <b>R<sup>2</sup></b>             | 0.591                     | 0.602                          | 0.603                          | 0.261                          |
| <b>R<sup>2</sup> hiệu chỉnh</b>  | 0.589                     | 0.600                          | 0.601                          | 0.257                          |
| <b>Thống kê F</b>                | 304.245***                | 268.549***                     | 255.586***                     | 66.078***                      |

Note: \*p<0.1; \*\*p<0.05; \*\*\*p<0.01

*Nguồn: Kết quả được tính toán bằng ngôn ngữ R*

## 5. Kết luận

Nghiên cứu này xem xét liệu rằng thông tin kế toán như thu nhập và giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu doanh nghiệp, bao gồm cả tài sản vô hình có phù hợp với giá trị thị trường doanh nghiệp tại thị trường Việt Nam hay không. Các phân tích dựa trên dữ liệu bảng cho thấy cả tài sản vô hình và các khoản mục kế toán truyền thống như thu nhập trên cổ phiếu (EPS) và giá trị sổ sách trên cổ phiếu (BVPS) đều tác động thuận chiều đến giá cổ phiếu. Khi đánh giá riêng rẽ tài sản vô hình, kết quả hồi quy cũng chỉ ra tài

sản này có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Trong thời đại công nghệ thông tin, kết quả này khẳng định thêm vai trò ngày càng quan trọng của tài sản vô hình trong việc định giá doanh nghiệp.

Về mặt thực tiễn, các phát hiện trong nghiên cứu này được kỳ vọng có thể cung cấp một cái nhìn tổng thể cho các doanh nghiệp liên quan đến hành vi của nhà đầu tư ở thị trường Việt Nam. Hơn nữa, tại một thị trường mới nổi, các kết quả trong nghiên cứu được kỳ vọng là nguồn tham khảo về lý thuyết và thực tiễn về sự ảnh hưởng của thông tin kế toán đến thị trường.

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Alali, F. A., & Foote, P. S. (2012). The Value Relevance of International Financial Reporting Standards: Empirical Evidence in an Emerging Market. *The International Journal of Accounting*, 47(1), 85–108. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2011.12.005>
- Ali, A., & Hwang, L.-S. (2000). Country-specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 1–21.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–178. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 77–104. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467–498. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x>
- Barth, M. E., Li, K., & McClure, C. (2022). Evolution in Value Relevance of Accounting Information. *The Accounting Review*. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0521>
- Barth, M. E., Li, K., & McClure, C. G. (2017). Evolution in Value Relevance of Accounting Information. *Stanford University Graduate School of Business Research*, No. 17-24.
- Barton, J., Hansen, T. B., & Pownall, G. (2010). Which Performance Measures Do Investors Around the World Value the Most—And Why? *The Accounting Review*, 85(3), 753–789. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.3.753>
- Chen, C. J. P., Chen, S., & Su, X. (2001). Is accounting information value-relevant in the emerging Chinese stock market? *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(1), 1–22. [https://doi.org/10.1016/S1061-9518\(01\)00033-7](https://doi.org/10.1016/S1061-9518(01)00033-7)

- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39–67. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)
- Dahmash, F. N., Durand, R. B., & Watson, J. (2009). The value relevance and reliability of reported goodwill and identifiable intangible assets. *The British Accounting Review*, 41(2), 120–137. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2009.03.002>
- Donelson, D. C., Jennings, R., & McInnis, J. (2011). Changes over Time in the Revenue-Expense Relation: Accounting or Economics? *Accounting Review*, 86(3), 945–974. <https://doi.org/10.2308/accr.000000046>
- Dumontier, P., & Raffournier, B. (2002). Accounting and capital markets: A survey of the European evidence. *European Accounting Review*, 11(1), 119–151. <https://doi.org/10.1080/09638180220124761>
- Eccher, E. A., & Healy, P. M. (2000). The Role of International Accounting Standards in Transitional Economies: A Study of the People's Republic of China. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.233598>
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319. <https://doi.org/10.2307/2491412>
- Hai, T. T. T., Diem, N. N., & Binh, H. Q. (2015). The Relationship between Accounting Information Reported In Financial Statements And Stock Returns—Empirical Evidence From Vietnam. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 1(1), 229. <https://doi.org/10.5296/ijaf.v5i1.7473>
- Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 353. <https://doi.org/10.2307/2491413>
- Liu, J., & Liu, C. (2007). Value Relevance of Accounting Information in Different Stock Market Segments: The Case of Chinese A-, B-, and H-Shares. *Journal of International Accounting Research*, 6(2), 55–81. <https://doi.org/10.2308/jiar.2007.6.2.55>
- Lộc T. Đ., & Nhật N. M. (2016). Ảnh hưởng của thông tin kế toán đến giá của các cổ phiếu: Bằng chứng thực nghiệm từ sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí khoa học Đại học Mở TP Hồ Chí Minh - Kinh tế và Quản trị kinh doanh*, 11(2), 117–126.
- Ohlson. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Oliveira, L., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2010). Intangible assets and value relevance: Evidence from the Portuguese stock exchange. *The British Accounting Review*, 42(4), 241–252. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2010.08.001>

- Onali, E., Ginesti, G., & Vasilakis, C. (2017). How should we estimate value-relevance models? Insights from European data. *The British Accounting Review*, 49(5), 460–473. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.05.006>
- Soderstrom, N. S., & Sun, K. J. (2007). IFRS Adoption and Accounting Quality: A Review. *European Accounting Review*, 16(4), 675–702. <https://doi.org/10.1080/09638180701706732>
- Trương Đông Lộc. (2008). Kiểm định giả thuyết thị trường hiệu quả mức độ yếu cho TTCK Việt Nam: Trường hợp Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội. *Tạp Chí Phát Triển Kinh Tế*, 201, 34–39.
- Venter, E. R., Emanuel, D., & Cahan, S. F. (2014). The Value Relevance of Mandatory Non-GAAP Earnings: The Value Relevance of Mandatory Non-GAAP Earnings. *Abacus*, 50(1), 1–24. <https://doi.org/10.1111/abac.12020>
- Viet Ha, H. T., Hung, D. N., & Dung, T. M. (2018). Impact of Accounting Data on Stock Prices: The Case of Vietnam. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 8(1), 140. <https://doi.org/10.5296/ijafr.v8i1.12671>

## THE INFLUENCE OF ACCOUNTING INFORMATION ON STOCK PRICE IN THE VIETNAMESE STOCK MARKET

Nguyen Hoang, Do Song Huong, Ha Ngoc Long

**Abstract.** The study assesses the influence of accounting information on stock prices in the Vietnamese stock market. Data used in the study are panel data collected from audited financial statements of 618 non-finance companies from 2015 to 2020 via the Fiinpro database. Empirical analyses find that earnings per share, book value per share, and operating cash flows are positively related to stock prices, suggesting that the traditional measures are still useful to the capital market. In addition, the study reveals that investors consider intangible assets as important information in valuing companies.

**Keywords:** Accounting information; Circular 200/2014/TT-BTC; Stock price; Value relevance; Vietnam stock market.

