

# Mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và chênh lệch tỷ giá hối đoái do đánh giá lại các giao dịch bằng ngoại tệ

LÊ VŨ NGỌC THANH

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - ngocthanh01vn@yahoo.com

DINH NGỌC TÚ

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - dinhtu@ueh.edu.vn

ĐOÀN NGỌC TUẤN

doanngoctuan007@gmail.com

Ngày nhận:

28/12/2014

Ngày nhận lại:

20/08/2015

Ngày duyệt đăng:

24/08/2015

Mã số:

1214-G-13

## Tóm tắt

Từ năm 2009 đến năm 2011 tại VN có hai cách xử lý chênh lệch tỷ giá (CLTG) hối đoái do đánh giá lại của các giao dịch bằng ngoại tệ: (1) Ghi nhận vào lãi/lỗ theo chuẩn mực kế toán VN số 10 (VAS 10); và (2) Ghi nhận vào vốn chủ sở hữu (VCSH) theo thông tư 201/2009-BTC (TT 201). Các cách ghi nhận khác nhau sẽ ảnh hưởng đến báo cáo tài chính. Vậy nhà đầu tư có phản ứng khác nhau cho các báo cáo tài chính được lập theo các cơ sở khác nhau? Để trả lời câu hỏi này, nghiên cứu thực hiện kiểm tra mối quan hệ giữa giá cổ phiếu (CP) đại diện qua giá trị thị trường của VCSH và CLTG do đánh giá lại của các giao dịch bằng ngoại tệ tại VN với mẫu là 349 công ty trong giai đoạn 2009–2011. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng nhà đầu tư có phản ứng cùng chiều với CLTG được ghi vào lãi/lỗ, không có phản ứng với CLTG ghi nhận vào VCSH.

## Abstract

In Vietnam from 2009 to 2011 there were two existed accounting treatments for exchange rate differences from revaluation of foreign currency transactions, which charged to gains and losses in accordance with Vietnamese accounting standards No. 10 (VAS 10) or are recorded in equity under Circular 201/2009-BTC. These different ways of recording will affect the financial statements (FS); therefore, will investors have different reactions to the financial statements that are prepared on different bases? To answer this, our empirical research aims to inspect the relationship between stock prices, represented by the adjusted market value of owner equity, and exchange rate differences from revaluation of foreign currency transactions in Vietnam for a three-year period (2009–2011) with a sample of 349 companies. The results indicate that investors reacted positively to exchange rate differences recognized in gains/losses whereas no reaction is found to those in equity.

Từ khoá:

Chênh lệch tỷ giá hối đoái, các giao dịch bằng ngoại tệ.

Keywords:

Exchange rate differences, foreign currency transactions.

## 1. Giới thiệu

Tại VN, cách xử lý CLTG do đánh giá lại có nhiều cách ghi nhận khác nhau trong các giai đoạn khác nhau. Có giai đoạn cùng tồn tại song song hai cách xử lý gây khó khăn cho người thực hiện, người kiểm tra và cả người sử dụng thông tin. Cụ thể, CLTG do đánh giá lại sau 6 năm ghi nhận vào VCSH (1997-2001 theo TT 44TC/TCDN) thì đến năm 2002 ghi nhận vào lãi/lỗ theo tinh thần của chuẩn mực quốc tế (VAS 10) và được áp dụng trong 8 năm. Đến năm 2009 Bộ Tài chính lại cho phép ghi nhận vào VCSH (TT 201) và áp dụng song song hai cách ghi nhận theo VAS 10 và theo TT 201 trong hơn 3 năm, và đến năm 2012 quay trở lại ghi nhận vào báo cáo lãi/lỗ theo TT 179. Thông qua kết quả thực nghiệm mối quan hệ giữa giá CP (đại diện qua giá trị thị trường VCSH hay còn gọi là giá trị doanh nghiệp) và CLTG do đánh giá lại, nghiên cứu sẽ khẳng định cách ghi nhận nào là phù hợp hơn.

Cấu trúc nghiên cứu gồm 4 phần. Phần 2 của bài viết, tác giả khái quát các vấn đề nghiên cứu, tổng quan các nghiên cứu trên thế giới và tại VN cũng như đưa ra mô hình thực nghiệm cho trường hợp VN. Phần 3 trình bày kết quả nghiên cứu và phần 4 đưa ra các kết luận, hàm ý chính sách liên quan.

## 2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

### 2.1. Khái quát vấn đề nghiên cứu

Các chuẩn mực kế toán về CLTG trên thế giới được áp dụng lần đầu tiên tại Mỹ vào năm 1931, cũng từ đó xuất hiện các nghiên cứu về CLTG. Các chuẩn mực kế toán về CLTG chủ yếu bàn đến: (1) Cách lựa chọn tỉ giá để quy đổi (tỉ giá gốc hoặc tỉ giá hiện hành); và (2) Cách xử lý CLTG của giao dịch bằng ngoại tệ và chuyển đổi báo cáo tài chính ở nước ngoài để hợp nhất. Cách lựa chọn tỉ giá để quy đổi thống nhất trong các giai đoạn, cách xử lý CLTG do đánh giá lại thì khác nhau đối với chênh lệch do đánh giá lại khi chuyển đổi báo cáo tài chính ở nước ngoài để hợp nhất. Sự khác nhau này có thể khái quát thành ba giai đoạn như sau: Giai đoạn trước SFAS số 8<sup>1</sup> (trước năm 1975): Khoản lỗ được ghi nhận vào báo cáo lãi/lỗ, khoản lãi được ghi nhận vào VCSH trừ khi các khoản này được dùng để bù đắp các khoản lỗ trước đây. Giai đoạn SFAS số 8<sup>2</sup> (1975–1981) được ghi nhận vào lãi/lỗ. Giai đoạn SFAS số 52<sup>3</sup> (1981 đến nay) được ghi nhận vào VCSH.

Tại VN, trước VAS 10: CLTG do đánh giá lại của các khoản mục tiền và nợ ngắn hạn được ghi nhận vào VCSH; CLTG đánh giá lại của các khoản mục nợ dài hạn nếu lãi ghi nhận vào VCSH và lỗ ghi nhận vào báo cáo kết quả kinh doanh (TT 44TC/TCDN năm 1997). Đến năm 2002 theo VAS 10, CLTG đánh giá lại được tính vào lãi/lỗ trên báo cáo kết quả kinh doanh. Đến năm 2009, theo TT 201 (2009) CLTG đánh giá lại của các khoản mục ngắn hạn được ghi nhận vào VCSH của các khoản mục dài hạn nếu lãi ghi nhận vào báo cáo kết quả kinh doanh và lỗ ghi nhận vào VCSH. Tuy nhiên, TT 201 lại không hủy bỏ những quy định trong VAS 10. Đến năm 2012 quay trở lại cách ghi nhận theo VAS 10 theo TT 179. Như vậy có thể thấy rằng giai đoạn 2009–2012 có sự lựa chọn cách ghi nhận CLTG do đánh giá lại: Ghi nhận vào báo cáo kết quả kinh doanh (VAS 10); ghi nhận vào VCSH (TT 201). Ngoài ra, cũng dễ dàng nhận ra tính chất lặp đi lặp lại của kế toán CLTG tại VN: Xoay vòng giữa ghi nhận vào VCSH và báo cáo kết quả kinh doanh. Câu hỏi đặt ra là cách ghi nhận nào phù hợp hơn? Tác giả đo lường sự phù hợp trên góc độ nhà đầu tư thông qua phản ứng của nhà đầu tư với giá cổ phiếu tại những thời điểm cung cấp thông tin liên quan đến CLTG. Một cách ghi nhận được cho là phù hợp khi giúp cho nhà đầu tư nhận thấy những thay đổi trong tình hình tài chính của doanh nghiệp và đưa ra các phản ứng thuận chiều. Nếu nhà đầu tư phát hiện một khoản sụt giảm trong tình hình tài chính của doanh nghiệp (gây ra bởi CLTG do đánh giá lại), nhà đầu tư sẽ mua cổ phiếu với giá giảm so với trước đây, có nghĩa là phản ứng thuận chiều. Tác giả lựa chọn kiểm tra mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp (giá thị trường cổ phiếu x số lượng cổ phiếu) và CLTG do đánh giá lại trong giai đoạn từ năm 2009 đến 2011. Trong giai đoạn này tồn tại song song hai cách ghi nhận nên kết quả nghiên cứu không bị chi phối bởi các yếu tố môi trường như luật pháp, chính trị và các chính sách kinh tế vĩ mô.

Như vậy, các nghiên cứu ở nước ngoài tập trung vào cách xử lý CLTG do đánh giá lại khi chuyển đổi báo cáo tài chính để hợp nhất và các nghiên cứu chủ yếu tập trung vào phản ứng của nhà đầu tư trước các thông tin kế toán về CLTG để trả lời câu hỏi: Nhà đầu tư phản ứng như thế nào đối với CLTG được báo cáo theo các cách khác nhau? Các nghiên cứu tại VN tập trung vào cách xử lý CLTG do đánh giá lại của các giao dịch bằng ngoại tệ. Mặc dù mục tiêu nghiên cứu là khác nhau, nhưng cùng bản chất, cùng câu hỏi nghiên cứu, nên tác giả cho rằng các nghiên cứu ở VN có thể học tập nước ngoài.

## 2.2. Các lí thuyết nền tảng liên quan đến CLTG

Chế độ kế toán, chuẩn mực kế toán về CLTG trong giai đoạn 2009–2011 cho phép sự lựa chọn giữa hai phương pháp ghi nhận khác nhau. Lí thuyết ủy nhiệm của Jensen & Meckling (1976) cho thấy rằng nhà quản lí có động cơ để lựa chọn các chính sách kế toán có lợi cho doanh nghiệp và bất lợi cho nhà đầu tư. Và lí thuyết tín hiệu của Spence (1973) giải thích nhà đầu tư sẽ có phản ứng phù hợp với thông tin nhận được từ doanh nghiệp. Vì vậy doanh nghiệp cần cung cấp nhiều thông tin để giảm bất cân xứng thông tin. Những lí thuyết này là nền tảng để giải thích những ứng xử của doanh nghiệp và nhà đầu tư liên quan đến CLTG.

### Lí thuyết ủy nhiệm (Agency Theory)

Lí thuyết ủy nhiệm (Agency Theory) được phát triển bởi Jensen & Meckling (1976) với giả định một doanh nghiệp được xem như là mối quan hệ bằng hợp đồng giữa các chủ thể cung cấp nguồn lực cho doanh nghiệp. Mối quan hệ ủy nhiệm–đại diện xuất hiện khi một hoặc nhiều cá nhân (gọi là bên ủy nhiệm – Principals) thuê một hoặc nhiều cá nhân khác (bên đại diện – Agents) để thực hiện một số công việc và chuyển quyền ra quyết định kinh tế cho bên đại diện. Ví dụ điển hình là mối quan hệ giữa cổ đông và nhà quản lí.

Lí thuyết ủy nhiệm giả định rằng cả hai bên đều tối đa hoá lợi ích của mình. Theo đó, nhà quản lí có thể đưa ra các quyết định nhằm mục đích tối đa hoá lợi ích cá nhân để hưởng các khoản thưởng theo hợp đồng hoặc tránh các nguy cơ rủi ro thay vì tối đa hoá giá trị doanh nghiệp. Nhà quản lí có thể đạt được điều này vì họ có nhiều thông tin hơn và có khả năng chi phối thông qua việc lựa chọn các chính sách kế toán. Ngược lại, đối với bên ủy nhiệm họ sẽ tốn các chi phí ủy nhiệm để giảm thiểu các hành động vì mục đích cá nhân của nhà quản lí như chi phí giám sát, chi phí kiểm toán v.v..

Như vậy, lí thuyết ủy nhiệm là cơ sở để giải thích cho hành động của nhà quản lí trong công ty cổ phần. Nhà quản lí sẽ thực hiện tối đa hoá quy mô của doanh nghiệp (ví dụ tăng lợi nhuận) để tạo danh tiếng của bản thân, để được hưởng các khoản lương, thưởng. Nhà quản lí sẽ bỏ qua những cơ hội mạo hiểm vì ảnh hưởng đến giá trị hiện tại. Khi bên ủy nhiệm có những động thái để bảo vệ, ví dụ như tăng cường giám sát, thưởng cho kết quả trong dài hạn..., thì nhà quản lí có thể hành xử để tối đa hoá lợi ích của bên ủy nhiệm.

### **Lí thuyết tín hiệu (Signalling Theory)**

Spence (1973) đã đưa ra lí thuyết tín hiệu với giả định tồn tại bất cân xứng thông tin và một trạng thái cân bằng trong đó đối tượng có lợi thế về thông tin tốt hơn nên cung cấp một số tín hiệu cho các đối tượng khác.

Thị trường được đề cập trong nghiên cứu của Spence (1973) là thị trường lao động với sự tham gia của người đi tìm việc và nhà tuyển dụng. Trong thị trường này, nếu như những người tìm việc hiểu rõ năng lực của mình thì nhà tuyển dụng lại có rất ít thông tin để đánh giá ứng viên tìm việc. Đây chính là bất cân xứng thông tin giữa nhà tuyển dụng và người tìm việc. Khi đó, người tìm việc nên cung cấp những thông tin về bản thân mình như bằng cấp, trình độ chuyên môn, kinh nghiệm... để giảm bất cân xứng thông tin, qua đó giúp nhà tuyển dụng đánh giá đúng hơn về năng lực của ứng viên.

Trong thị trường tài chính, lí thuyết này được áp dụng để giải thích cho bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lí và các đối tượng khác như cổ đông, chủ nợ, nhân viên... Trong đó, nhà quản lí là người có lợi về thông tin và cần cung cấp các thông tin (tín hiệu) cho thị trường để các đối tượng khác đánh giá đúng về thực trạng kinh tế của doanh nghiệp. Nếu không cung cấp thông tin thì doanh nghiệp có thể mất nguồn vốn đầu tư từ các chủ sở hữu. Lí thuyết tín hiệu là cơ sở của các nghiên cứu kế toán trong thị trường vốn khi cho rằng nhà đầu tư sẽ phản ứng với các thông tin thích hợp mà doanh nghiệp cung cấp.

### *2.3. Tổng quan các nghiên cứu CLTG trên thế giới và tại VN*

Trong nghiên cứu khoa học về kế toán, để đánh giá tác động giữa chính sách kế toán đến thị trường vốn, các nhà nghiên cứu thường xem xét mối quan hệ giữa biến phụ thuộc là giá CP (hoặc giá thị trường VCSH) và biến độc lập là các chỉ tiêu kế toán (hoặc lợi nhuận kế toán) như nghiên cứu của Ball & Brown (1968), là người tiên phong khởi xướng cách nghiên cứu tác động của biến kế toán đến thị trường vốn. Dựa trên phương pháp nghiên cứu này, kể từ năm 1970, các nhà nghiên cứu đã tập trung vào xem xét ảnh hưởng của CLTG đến thị trường vốn xoay quanh các chuẩn mực SFAS số 8 và SFAS số 52 như một cách tiếp cận xem xét phản ứng của nhà đầu tư đến thông tin báo cáo tài chính thông qua giá CP. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng CLTG ghi nhận theo SFAS số 52 tốt hơn ghi nhận theo SFAS số 8 trong việc đo lường phản ứng của thị trường. Đó là kết luận của:

- Soo & Soo (1994) xem xét tính hữu ích của lãi và lỗ CLTG trong việc xác định giá CP của các công ty đa quốc gia. Mẫu nghiên cứu gồm 235 công ty tại Mỹ trong giai đoạn 1976–1987 với giai đoạn xác định ảnh hưởng của SFAS số 8 là 1976–1982 và SFAS số 52 là 1981–1987. Mô hình hồi quy tuyến tính với biến phụ thuộc là lợi nhuận bất thường tích lũy của CP (CAR) và 5 biến độc lập là: Thu nhập kế toán bất thường, EPS trước CLTG, CLTG được phản ánh trong báo cáo kết quả kinh doanh, thay đổi CLTG trong báo cáo kết quả kinh doanh năm nay trừ năm trước, CLTG phản ánh trong VCSH, và thay đổi trong CLTG phát sinh của năm nay trừ năm trước. Kết quả cho thấy rằng thị trường sử dụng thông tin về CLTG báo cáo trong VCSH.

- Bartov (1997) thực hiện nghiên cứu mối quan hệ về phản ứng của thị trường với kế toán CLTG của các công ty đa quốc gia. Nghiên cứu này nhằm trả lời câu hỏi kết quả được báo cáo theo SFAS số 52 có đánh giá thích hợp hơn so với những báo cáo theo SFAS số 8. Mô hình hồi quy tuyến tính có biến phụ thuộc là lợi nhuận bất thường tích lũy (CAR) và các biến độc lập là EPS, CLTG được ghi nhận trên báo cáo kết quả kinh doanh, CLTG phát sinh trong năm được ghi nhận vào VCSH. Mẫu nghiên cứu sử dụng là 1.665 công ty đối với SFAS số 8 trong giai đoạn 1976–1981 và 4.059 công ty đối với SFAS số 52 trong giai đoạn 1984–1990. Kết quả thực nghiệm của nghiên cứu của Bartov (1997) cho thấy: Các quy định về kế toán CLTG của SFAS số 8 cung cấp một sự tương quan thấp đối với giá trị các công ty đa quốc gia. Còn đối với SFAS số 52 thì tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa giao dịch điều chỉnh ngoại tệ và sự thay đổi trong giá CP.

- Bazaz & Senteney (2001) tìm hiểu phản ứng của thị trường vốn với lãi/lỗ báo cáo theo SFAS số 52. Mẫu nghiên cứu gồm 2.081 công ty tại Mỹ trong giai đoạn 1991–1995. Mô hình hồi quy với biến phụ thuộc là giá CP, biến độc lập là giá trị sổ sách, EPS, lãi CLTG, lỗ CLTG. Kết quả cho thấy lãi/lỗ được ghi nhận theo SFAS số 52 chưa có tác động đến thị trường vốn.

- Redman & cộng sự (2013) đã tiến hành xem xét mối quan hệ giữa biến động giá CP và lãi/lỗ CLTG được báo cáo của 1.851 công ty tại Mỹ trong hai năm 2010, 2011. Biến phụ thuộc là biến động giá CP, biến độc lập là ảnh hưởng của CLTG, EPS, biến kiểm soát là đòn bẩy tài chính và quy mô của doanh nghiệp. Nghiên cứu không sử dụng biến lợi nhuận bất thường tích lũy mà sử dụng biến động giá CP và thực hiện 3

lần hồi quy để xem xét giả thuyết thị trường hiệu quả (tác giả hồi quy 3 lần với các biến độc lập được cố định và biến phụ thuộc quan sát trong 2 khoảng thời gian khác nhau: Biến động giá CP trong thời gian 13 tuần, biến động giá CP hàng tháng (% thay đổi giá CP hàng tháng). Kết quả cho thấy mô hình lấy biến động giá CP trong 13 tuần cho sức giải thích cao nhất, mô hình lấy biến động giá CP hàng tháng cho thấy có ý nghĩa thống kê trong giai đoạn tháng 2-3, tháng 3-4 và tháng 4-5 năm 2011.

Tại VN, các nghiên cứu về lĩnh vực này còn ít và sử dụng các phương pháp đơn giản. Có thể kể ra một số nghiên cứu như: Trương Thị Thu Hiền (2011) chủ yếu đưa ra những điểm khác nhau trong các cách xử lý, hệ thống hoá lại các quy định hiện hành của VN về kế toán CLTG, so sánh điểm khác biệt giữa chuẩn mực kế toán VN so với chuẩn mực kế toán quốc tế. Nguyễn Thị Hồng Hạnh & Nguyễn Thu Thủy (2014) nghiên cứu mức độ tác động của các nhân tố trên báo cáo tài chính đến lỗ CLTG để xem xét CLTG bị tác động bởi khoản mục nào trên báo cáo tài chính.

Vì vậy, khác với các nghiên cứu trên thế giới – nghiên cứu về cách ghi nhận nào là phù hợp hơn đối với CLTG do chuyển đổi báo cáo tài chính để hợp nhất – tác giả nghiên cứu cách ghi nhận đối với CLTG do đánh giá lại của các giao dịch bằng ngoại tệ. Nghiên cứu này chưa từng được thực hiện ở VN trước đây.

#### *2.4. Mô hình nghiên cứu thực nghiệm tại VN*

##### **Xây dựng mô hình kiểm định**

Holthausen & Watts (2001) trong một bài tổng quan phân tích “giá trị nào là thích hợp hơn” trong các nghiên cứu quan điểm của nhà đầu tư bằng cách tiếp cận thị trường vốn đã đề cập đến ba cách viết mô hình nghiên cứu: (1) Mô hình bảng cân đối (Balance Sheet Model) – biến phụ thuộc là giá thị trường của VCSH hoặc giá cổ phiếu, các biến độc lập là các thành phần của bảng cân đối. Không có nghiên cứu nào về CLTG sử dụng dạng mô hình này; (2) Mô hình thu nhập (Earnings Model) – biến phụ thuộc là lợi nhuận cổ phiếu, các biến độc lập là các thành phần của báo cáo lãi/lỗ, ví dụ nghiên cứu của Soo & Soo (1994), Bartov (1997), Redman & cộng sự (2013) sử dụng mô hình dạng này; và (3) Mô hình Ohlson (Ohlson Model) – biến phụ thuộc là giá cổ phiếu, hoặc giá thị trường của VCSH, biến độc lập là các thành phần của bảng cân đối kế toán và báo cáo lãi/lỗ, ví dụ nghiên cứu của Bazaz & Senteney (2001). Các tác giả cho rằng kết quả nghiên cứu của mô hình Ohlson có khả năng giải thích cao nhất và kết quả được sử dụng để khuyến nghị cho việc ban hành chính sách. Vì vậy, tác giả cũng chọn các biến theo mô hình Ohlson.

Mô hình Ohlson (1995) giải thích: Giá thị trường của vốn CP bằng giá sổ sách của vốn CP cộng với hiện giá của thu nhập bất thường mong đợi trong tương lai. Để đơn giản, Ohlson cho rằng có thể viết phương trình hồi quy thu nhập bất thường tại thời điểm hiện tại thay cho thu nhập bất thường mong đợi trong tương lai. Tuy nhiên, trong các bài nghiên cứu khi vận dụng mô hình Ohlson, các tác giả có thể dựa vào thu nhập bình thường, hoặc tổng thu nhập trong kỳ hơn là thu nhập bất thường (Holthausen, 2001). Khi đó phương trình được viết lại:

$$\text{Giá thị trường của vốn CP} = \text{Giá sổ sách của vốn CP} + \text{Thu nhập hiện tại.}$$

$$\text{Tách thu nhập hiện tại} = \text{Thu nhập trước CLTG} + \text{CLTG}$$

Như vậy, phương trình được viết lại như sau:

$$\text{Giá thị trường của vốn CP (Giá trị doanh nghiệp)} = \text{Giá sổ sách của CP} + \text{Thu nhập trước CLTG} + \text{CLTG}$$

Như vậy, biến phụ thuộc trong mô hình nghiên cứu thực nghiệm của nghiên cứu là giá thị trường của VCSH (giá trị doanh nghiệp), biến độc lập là giá sổ sách (BV), tổng thu nhập trước CLTG (TEPS) và biến CLTG như mô hình của Bazaz & cộng sự (2001). Ngoài ra, tác giả cũng đưa thêm 1 biến kiểm soát<sup>4</sup> là quy mô công ty (SIZE) theo nghiên cứu của Redman & cộng sự (2013).

Khác với quốc tế, chỉ tồn tại một cách ghi nhận trong mỗi giai đoạn, Việt Nam tồn tại hai cách ghi nhận CLTG theo VAS 10 và TT 201 vì vậy tác giả tách thành 2 mô hình riêng lẻ để kiểm tra tác động của CLTG<sup>5</sup>. Phương trình hồi quy dữ liệu chéo được đưa ra như sau:

$$GTDN_i = \alpha_0 + \alpha_1 BV_i + \alpha_2 TEPS_i + \alpha_3 CLTG_{TT201_i} + \alpha_4 SIZE_i \quad (MH 1)$$

$$GTDN_i = \alpha_0 + \alpha_1 BV_i + \alpha_2 TEPS_i + \alpha_3 CLTG_{VAS10_i} + \alpha_4 SIZE_i \quad (MH 2)$$

Trong đó:

$GTDN_i$ : Giá thị trường của VCSH của công ty  $i$  (tích của giá CP hiệu chỉnh và số bình quân CP phát hành). Biến phụ thuộc này sẽ được hồi quy lần lượt với giá trị doanh nghiệp tại thời điểm  $t$ ,  $t+3$ ,  $t+6$ ,  $t+9$  để xem xét giả thuyết thị trường hiệu quả, riêng số lượng cổ phần bình quân được cố định cho cả 4 cách tính.

$BV_i$ ,  $TEPS_i$  lần lượt là giá trị sổ sách công ty  $i$  và tổng thu nhập kế toán trước CLTG của công ty  $i$ .



$CLTG\_TT201_i$ : CLTG theo TT 201 (Hiệu của số phát sinh trong năm trên tài khoản Chênh lệch tỷ giá và tài khoản 413 và thuyết minh báo cáo tài chính của công ty i).

$CLTG\_VAS 10_i$ : CLTG theo VAS 10 – CLTG do đánh giá lại được ghi nhận vào lãi/lỗ CLTG phát sinh trong năm nghiên cứu, được ghi nhận trên tài khoản doanh thu tài chính và chi phí tài chính của công ty i.

$SIZE_i$  là quy mô của công ty i.

Đề nghiên cứu xem nhà đầu tư phản ứng với thông tin liên quan đến CLTG tại thời điểm nào thì mỗi mô hình nghiên cứu được hỏi quy lần lượt cho từng biến giá trị doanh nghiệp tại thời điểm  $t$ ,  $t+3$ ,  $t+6$ ,  $t+9$  và cho từng năm trong giai đoạn nghiên cứu 2009–2011.

### Mẫu nghiên cứu

Phạm vi mẫu nghiên cứu gồm các công ty được niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán tại VN là Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội cùng với các công ty tại sàn UpCOM. Các công ty được lựa chọn loại trừ: Các doanh nghiệp chuyên kinh doanh trong lĩnh vực ngân hàng, bảo hiểm, bất động sản và các quỹ đầu tư, công ty chứng khoán; các doanh nghiệp không có đủ số liệu báo cáo tài chính, không phát sinh CLTG do đánh giá lại hoặc bị khuyết số liệu về giá CP trong 3 năm 2009–2011.

Theo các tiêu chuẩn đó, sau quá trình thu thập và xử lý số liệu, mẫu nghiên cứu cuối cùng của chúng tôi gồm 349 công ty từ năm 2009 đến năm 2011.

### Mô tả dữ liệu

Do thị trường chứng khoán VN là không hoàn hảo<sup>6</sup> nên tác giả chiết khấu giá CP theo chỉ số VN-Index (hoặc HNX-Index) theo nghiên cứu của Aboody & cộng sự (2002)<sup>7</sup>. Sau khi có giá CP đã hiệu chỉnh, nhân giá CP với số lượng cổ phần phát hành cố định cho giai đoạn 2009–2011 và thực hiện hồi quy biến giá trị thị trường của VCSH tại 4 thời điểm khác nhau (thời điểm kết thúc năm tài chính, thời điểm công bố báo cáo tài chính, thời điểm 6 tháng, 9 tháng sau ngày kết thúc năm tài chính) theo cách của Redman & cộng sự (2013).

$$P_{t\tau} = \frac{P_{t+\tau}}{1 + R_M^t}$$

Trong đó:

$P_{t\tau}$  là giá CP được điều chỉnh cho thời điểm  $t$  (thời điểm kết thúc niên độ kế toán) theo sai số được rút ra từ biến động giá CP  $\tau$  tháng trong tương lai;

$P_{t+\tau}$  là giá CP vào thời điểm  $t + \tau$ ;

$R_M^t$  là lợi suất thị trường (xác định dựa trên chỉ số chứng khoán VN-Index và HNX-Index) cho khoảng thời gian từ  $t$  đến  $t + \tau$  ( $\tau = 3, 6, 9$  tháng). Chỉ tiêu này được tính theo phương pháp bình quân giản đơn.

Giá CP và chỉ số chứng khoán VN-Index và HNX - Index (sàn UpCOM sẽ được chiết khấu theo HNX-Index) được tác giả lấy từ cơ sở dữ liệu của chuyên trang [www.cophieu68.com](http://www.cophieu68.com) - để lấy giá đã điều chỉnh cho các giao dịch về vốn. Thông tin số lượng CP phát hành được lấy từ thuyết minh báo cáo tài chính của các doanh nghiệp liên quan từ cơ sở dữ liệu của chuyên trang [www.cophieu68.com](http://www.cophieu68.com).

Bảng 1 thể hiện tổng quát các biến độc lập và biến kiểm soát trong bài nghiên cứu, bao gồm biến giá trị sổ sách, tổng thu nhập trước CLTG do đánh giá lại - TEPS, CLTG do đánh giá lại theo VAS 10 và theo TT 201, SIZE. Trong đó, CLTG do đánh giá theo TT 201 chủ yếu được ghi nhận vào VCSH; vì vậy tác giả lấy thông tin này từ thuyết minh báo cáo tài chính, bảng biến động VCSH và chỉ lấy CLTG do đánh giá lại tại dòng số phát sinh trong năm (loại trừ các trường hợp CLTG chuyển đổi báo cáo tài chính và do tăng/giảm khác không liên quan đến CLTG đánh giá lại). CLTG do đánh giá lại theo VAS 10 được ghi nhận vào báo cáo kết quả kinh doanh. Tác giả lấy chỉ tiêu này trong phần thuyết minh doanh thu tài chính và chi phí tài chính, chi tiết khoản mục lãi CLTG chưa thực hiện và lỗ CLTG chưa thực hiện. Sau đó tiến hành bù trừ giữa doanh thu tài chính và chi phí tài chính. Công thức xác định biến CLTG\_VAS 10 chi tiết như sau: CLTG theo VAS 10 = Lãi CLTG chưa thực hiện – Lỗ CLTG chưa thực hiện.

### Bảng 1

Bảng tóm tắt các biến độc lập và kiểm soát

Ký hiệu	Định nghĩa biến	Đơn vị tính	Nguồn dữ liệu
BV	Giá trị VCSH trên báo cáo tài chính, bằng giá sổ sách của một CP nhân với số lượng CP bình quân cố định cho 3 năm nghiên cứu.	Triệu đồng	Công ty chứng khoán Bảo Việt <a href="http://www.bvsc.com.vn">www.bvsc.com.vn</a> (Mục BCĐKT)
TEPS	Là EPS (đã loại trừ CLTG do đánh	Triệu đồng	Chuyên trang Vietstock

Ký hiệu	Định nghĩa biến	Đơn vị tính	Nguồn dữ liệu
	giá lại) và nhân cho số lượng CP phổ thông lưu hành bình quân được cố định cho 3 năm nghiên cứu.		www.finance.vietstock.vn (Mục báo cáo kết quả kinh doanh và thuyết minh báo cáo tài chính)
CLTG_ TT201	CLTG do đánh giá lại theo TT 201.	Triệu đồng	Công ty chứng khoán Bảo Việt www.bvsc.com.vn (Mục Thuyết minh báo cáo tài chính)
CLTG_ VAS10	CLTG do đánh giá lại theo VAS 10.	Triệu đồng	Công ty chứng khoán Bảo Việt www.bvsc.com.vn (Mục Thuyết minh báo cáo tài chính)
SIZE	Tổng tài sản của công ty	Triệu đồng	Công ty chứng khoán Bảo Việt www.bvsc.com.vn (Mục báo cáo kết quả kinh doanh)

### Giả thuyết nghiên cứu

Từ những vấn đề nêu trên, tác giả đặt ra những câu hỏi cụ thể như sau:

(1)CLTG theo TT 201 và theo VAS 10 có tác động khác nhau đến giá thị trường của VCSH?

(2)Các tác động này có khác nhau tại các thời điểm khác nhau?

Các nghiên cứu trên thế giới phần lớn đều chứng minh được rằng CLTG có tác động đến giá thị trường của VCSH. Tại VN, xuất phát từ diễn biến đồng VND có biến động mạnh và giảm giá so với ngoại tệ trong giai đoạn nghiên cứu, tác giả tin rằng CLTG tại VN cũng tác động đến giá trị thị trường VCSH của doanh nghiệp thông qua giá cổ phiếu. Ví dụ, khi tỉ giá hối đoái tăng, các doanh nghiệp vay nợ bằng ngoại tệ sẽ dẫn đến khoản lỗ CLTG do đánh giá lại số dư tài khoản nợ. Nếu nhà đầu tư nhận ra khoản lỗ này họ sẽ phản ứng tiêu cực với giá cổ phiếu (giá cổ phiếu giảm). CLTG ghi nhận vào báo cáo kết quả kinh doanh (VAS 10) sẽ giúp cho nhà đầu tư nhận ra khoản lãi/lỗ và phản ứng cùng chiều với giá cổ phiếu. Còn nếu CLTG ghi nhận vào VCSH sẽ không giúp cho nhà đầu tư nhận thấy khoản lãi/lỗ và vì vậy họ sẽ không có phản ứng tương xứng đến giá cổ phiếu.

Vì vậy, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra là:

$H_0$ : Việc lựa chọn chính sách kế toán trong xử lý CLTG không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.

Dựa trên giả thuyết này, tác giả tiến hành xây dựng hai mô hình nghiên cứu thực nghiệm cho từng cách ghi nhận CLTG do đánh giá lại và so sánh kết quả của hai mô hình để đưa ra nhận xét (Xem MH1 và MH2).

## Bảng 2

Bảng tóm tắt kỳ vọng dấu và ý nghĩa thống kê của các hệ số trong mô hình

Hệ số	Ý nghĩa	Kỳ vọng dấu	Kỳ vọng về ý nghĩa thống kê
$\alpha_0$	Hệ số chặn		
$\alpha_3$ (MH1)	Mức độ tác động của biến CLTG lên biến GTDN tại các doanh nghiệp áp dụng TT 201.	(+)	Không có ý nghĩa
$\alpha_3$ (MH2)	Mức độ tác động của biến CLTG lên biến GTDN tại các doanh nghiệp áp dụng VAS 10.	(+)	Có ý nghĩa
$\alpha_1$	Mức độ tác động của giá sổ sách lên biến GTDN	(+)	Có ý nghĩa
$\alpha_2$	Mức độ tác động của TEPS lên biến GTDN	(+)	Có ý nghĩa
$\alpha_4$	Mức độ tác động của quy mô công ty lên giá trị doanh nghiệp	(+)	Có ý nghĩa

## 3. Kết quả nghiên cứu

### 3.1. Kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến

## Bảng 3

Ma trận hệ số tương quan giữa các biến độc lập

$GTDN_i = \alpha_0 + \alpha_1 BV_i + \alpha_2 TEPS_i + \alpha_3 CLTG_i + \alpha_4 SIZE_i$							
		BV	TEPS	CLTG_TT201	BV	TEPS	CLTG_VAS10
		MH1: TT201			MH2: VAS10		
TEPS	2009	0,932***	1		0,895***	1	
	2010	0,941***	1		0,883***	1	
	2011	0,865***	1		0,737***	1	

CLTG_TT201	2009	-0,032	0,067	1			
	2010	0,080	-0,019	1			
	2011	-0,197	0,121	1			
CLTG_VAS10	2009				-0,378**	-0,256	1
	2010				-0,228*	-0,155	1
	2011				0,029	0,023	1
SIZE	2009	0,887***	0,799***	-0,172	0,854***	0,888***	-0,536***
	2010	0,835***	0,709***	0,085	0,927***	0,858***	-0,453***
	2011	0,785***	0,494***	-0,319***	0,947***	0,714***	0,040

Với \*\*\*, \*\* và \* lần lượt đại diện cho các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

Hiện tượng đa cộng tuyến được nhận thấy khi  $P_{value} < \alpha$  và hệ số tương quan lớn hơn 0,8. Như vậy trong Bảng 3 trên có hai cặp là giá sổ sách - tổng thu nhập và giữa biến giá sổ sách - quy mô công ty có mối quan hệ chặt chẽ. Điều này là hoàn toàn phù hợp trong lý thuyết. Quy mô công ty được tính toán dựa trên tổng tài sản, còn giá sổ sách được tính toán dựa trên VCSH, thu nhập thì làm thay đổi giá trị sổ sách của công ty. Theo lý thuyết thống kê, nếu đưa các biến bị đa cộng tuyến vào mô hình thì mô hình không được dùng để dự báo, chỉ được dùng để kiểm tra mối quan hệ. Vì vậy, tác giả vẫn đề nguyên các biến để thực hiện hồi quy mà không bỏ bớt biến để kiểm tra mối quan hệ giữa các biến.

### 3.2. Thống kê mô tả dữ liệu nghiên cứu

Số lượng doanh nghiệp áp dụng TT 201 nhiều hơn VAS 10. Doanh nghiệp có xu hướng chuyển từ áp dụng VAS 10 sang áp dụng TT 201 trong năm khởi điểm TT 201 là năm 2009. Tuy vậy, xét về xu hướng, số lượng doanh nghiệp áp dụng VAS 10 năm 2010, 2011 có tăng so với thời điểm năm đầu tiên công bố TT 201 là 2009 (58 và 52 doanh nghiệp so với 33 doanh nghiệp ban đầu). Tuy nhiên, xét về tổng thể, số lượng doanh nghiệp áp dụng TT 201 là nhiều hơn hẳn so với doanh nghiệp áp dụng VAS 10.

Trung bình giá trị thị trường của VCSH, giá sổ sách và thu nhập trước CLTG của doanh nghiệp áp dụng VAS 10 lớn hơn doanh nghiệp áp dụng TT 201. Có thể hiểu rằng quy mô của doanh nghiệp áp dụng VAS 10 lớn hơn doanh nghiệp áp dụng TT 201.

CLTG trong các năm nghiên cứu có xu hướng lỗ, trong đó doanh nghiệp áp dụng TT 201 lỗ nhiều hơn doanh nghiệp áp dụng VAS 10. Xét riêng về khoản lỗ CLTG, năm 2011 trung bình lỗ CLTG của các doanh nghiệp áp dụng VAS 10 là -1,960 triệu VND trong khi đó trung bình đại diện lỗ CLTG của các doanh nghiệp áp dụng TT 201 là -15,837 triệu VND).

Phương sai thay đổi nhìn qua độ lệch chuẩn và khoảng biến thiên (chênh lệch giá trị lớn nhất và bé nhất) đo lường mức độ biến động của các biến nghiên cứu của doanh nghiệp áp dụng VAS 10 biến thiên lớn hơn doanh nghiệp áp dụng TT 201, trừ biến CLTG thì của các doanh nghiệp áp dụng VAS 10 biến thiên thấp hơn doanh nghiệp áp dụng TT 201.

Ngoài ra, khi xem xét bộ dữ liệu, mẫu nghiên cứu năm 2009 trong trường hợp doanh nghiệp áp dụng VAS 10 khá nhỏ ( $n=33$ ) có thể ảnh hưởng đến kết quả của mô hình, vì vậy dữ liệu VAS 10 năm 2009 cần thận trọng khi đánh giá kết quả.

### 3.3. Kết quả hồi quy

Mỗi mô hình chạy hồi quy 12 lần (cho 3 năm và bốn thời điểm giá CP) bằng phần mềm Eview 8. Ở bài viết này tác giả chỉ tóm tắt kết quả hồi quy và cho các nhận xét.

Kết quả hồi quy (Bảng 4a, 4b) cho thấy:

(1) Các biến phụ trong mô hình: Giá sổ sách, thu nhập trước CLTG do đánh giá lại là tác động như kỳ vọng, có tác động dương và có ý nghĩa qua các năm nghiên cứu. Kết quả này cũng phù hợp với các nghiên cứu ở nước ngoài. Cần lưu ý rằng biến giá sổ sách trong năm 2009 trái dấu với kỳ vọng và không có ý nghĩa thống kê. Điều này do mẫu quan sát quá nhỏ ( $n=33$ ).

(2) Biến kiểm soát quy mô công ty có tác động thuận chiều và có ý nghĩa thống kê trong các doanh nghiệp áp dụng VAS 10 và tác động nghịch chiều đối với doanh nghiệp áp dụng TT 201. Có nghĩa là doanh nghiệp lớn thì giá CP đại diện qua giá thị trường VCSH mới bị tác động bởi quy mô công ty theo đúng kỳ vọng dấu. Điều này phù hợp với thống kê mô tả mẫu: Doanh nghiệp áp dụng VAS 10 có quy mô công ty lớn hơn doanh nghiệp áp dụng TT 201.

(3) CLTG do đánh giá lại được ghi nhận theo TT 201 không tác động đến nhà đầu tư, cụ thể, trong năm 2009 và năm 2010 có dấu âm (tác động nghịch), trái dấu kỳ vọng và không có ý nghĩa thống kê. Điều này phù hợp với kỳ vọng ban đầu.

Trong năm 2011 có ý nghĩa thống kê tuy nhiên dấu âm, trái ngược với kỳ vọng. Theo thống kê mô tả thì trung bình lỗ CLTG trong năm 2011 lớn hơn gấp 8 lần so với giá trị năm 2010 (-15,837 triệu so với -1,939 triệu). Vì vậy nếu nhà đầu tư nhận thấy VCSH trên sổ sách giảm đáng kể thì họ sẽ có phản ứng tiêu cực với giá thị trường (tức là tác động thuận: VCSH giảm, giá cổ phiếu giảm). Kết quả nghiên cứu lại cho thấy tác động nghịch: VCSH giảm, giá cổ phiếu tăng. Hơn nữa khi tách riêng lãi, lỗ thành các mẫu phụ để chạy mô hình thì kết quả CLTG lãi, CLTG lỗ có tương quan thuận với giá trị thị trường VCSH. Vì vậy dấu của hệ số hồi quy của biến  $CLTG\_TT\ 201$  trái với kỳ vọng cho phép kết luận rằng chênh lệch do đánh giá lại khi áp dụng TT 201 là không có tác động đến biến GTDN. Chấp nhận giả thuyết  $H_0$ .

(4) CLTG do đánh giá lại được ghi nhận theo VAS 10 có tác động thuận và có ý nghĩa thống kê qua tất cả các năm nghiên cứu. Đặc biệt, mức độ tác động của CLTG đến giá thị trường VCSH khá cao ở năm 2010 so với năm 2009 và năm 2011. Chấp nhận giả thuyết  $H_1$ .

(5) Độ tin cậy của mô hình hồi quy: Mô hình hồi quy có khả năng giải thích rất cao, trên 90%. Điều này là hoàn toàn phù hợp, vì theo lập luận rằng giá trị vốn hoá doanh nghiệp sẽ bằng với giá trị vốn theo sổ sách cộng với lợi thế thương mại (Holthousen, 2001) và các biến đưa vào mô hình đã giải thích đầy đủ giá trị vốn theo sổ sách (Giá trị vốn theo sổ sách cuối kỳ = giá trị sổ sách đầu kỳ + thu nhập trong kỳ (đại diện là thu nhập trước CLTG do đánh giá lại và CLTG do đánh giá lại)).

(6) Độ trễ của mô hình cho thấy thời điểm mà nhà đầu tư nhận ra và phản ứng với các thông tin kế toán. Kết quả cho thấy nhà đầu tư phản ứng thấp nhất tại thời điểm  $t$  (thời điểm kết thúc niên độ), phản ứng cao nhất tại thời điểm  $t + 3$  (thời điểm công bố báo cáo tài chính), thời điểm  $t + 6$  (3 tháng sau ngày công bố báo cáo tài chính), và sau đó lại phản ứng chậm tại thời điểm  $(t + 9)$ . Sự thay đổi này có thể quan sát thông qua sự thay đổi của  $R^2$ , độ lớn và mức ý nghĩa của hệ số hồi quy. Độ trễ của mô hình thì có nhưng không quá khác biệt, điều này dễ dàng giải thích, tại VN, các doanh nghiệp thường công bố báo cáo tài chính quý, nên gần như nhà đầu tư có thông tin kế toán trong mỗi thời điểm quan sát.

**Bảng 4a**

Kết quả hồi quy MH1 năm 2009, 2010, 2011

$$MH1: GTDN_i = \alpha_0 + \alpha_1 BV_i + \alpha_2 TEPS_i + \alpha_3 CLTG\_TT201_i + \alpha_4 SIZE_i$$

Năm	Biến	C	BV	TEPS	CLTG\_TT201	SIZE	R <sup>2</sup> hiệu chỉnh	Số quan sát
2009	GTDN <sub>t</sub>	-240.196***	1,095*	1,879	-3,579	0,077	85,7%	72
	GTDN <sub>t+3</sub>	-201.793***	1,229**	1,513	-2,679	-0,001	87,4%	72
	GTDN <sub>t+6</sub>	-154.518**	1,211**	1,297	-6,751	0,017	89,4%	72
	GTDN <sub>t+9</sub>	-149.033**	1,443***	1,450	-8,117	-0,113	90,6%	72
2010	GTDN <sub>t</sub>	-252	0,713	5,806***	-1,666	-0,164	92,9%	64
	GTDN <sub>t+3</sub>	-40.104	1,046*	4,667**	-1,301	-0,220**	94,0%	64
	GTDN <sub>t+6</sub>	-27.515	1,071**	4,432***	-1,214	-0,288***	93,6%	64
	GTDN <sub>t+9</sub>	-23.067	0,928*	4,438***	-1,802	-0,264***	93,1%	64
2011	GTDN <sub>t</sub>	38.049	0,797***	1,025*	-2,861**	-0,112***	92,7%	70
	GTDN <sub>t+3</sub>	26.728	0,906***	0,637	-2,405	-0,120***	90,9%	70
	GTDN <sub>t+6</sub>	23.526	1,185**	1,461	-3,650*	-0,177***	90,8%	70
	GTDN <sub>t+9</sub>	18.259	0,960***	2,509***	-3,720**	-0,191***	93,2%	70

**Bảng 4b**

Kết quả hồi quy MH2 năm 2009, 2010, 2011

$$MH2: GTDN_i = \alpha_0 + \alpha_1 BV_i + \alpha_2 TEPS_i + \alpha_3 CLTG\_VAS10_i + \alpha_4 SIZE_i$$

Năm	Biến	C	BV	TEPS	CLTG_ VAS10	SIZE	R <sup>2</sup> hiệu chỉnh	Số quan sát
2009	GTDN <sub>t</sub>	-113.554*	-0,231	2,343**	3,041*	0,495***	95,9%	33
	GTDN <sub>t+3</sub>	-138.159**	-0,192	2,362***	4,222***	0,499***	96,1%	33
	GTDN <sub>t+6</sub>	-158.112**	-0,065	0,385	7,678***	0,749***	94,5%	33
	GTDN <sub>t+9</sub>	-157.270**	-0,048	0,999	8,875***	0,713***	94,5%	33



$$\text{MH2: } GTDN_i = \alpha_0 + \alpha_1 BV_i + \alpha_2 TEPS_i + \alpha_3 CLTG\_VAS10_i + \alpha_4 SIZE_i$$

Năm	Biến	C	BV	TEPS	CLTG_ VAS10	SIZE	R <sup>2</sup> hiệu chính	Số quan sát
2010	GTDN <sub>t</sub>	-362.369**	1,234*	2,019*	28,549**	0,291	89,2%	58
	GTDN <sub>t+3</sub>	-142.822**	0,639	0,904	22,422**	0,348*	90,8%	58
	GTDN <sub>t+6</sub>	-110.001*	0,528	1,819	17,226**	0,186	87,9%	58
	GTDN <sub>t+9</sub>	-47.140	0,346	1,267	17,511**	0,246	83,8%	58
2011	GTDN <sub>t</sub>	-56.805	0,520**	3,727***	5,738***	0,002	91,1%	52
	GTDN <sub>t+3</sub>	-75.075	0,381*	3,365***	4,877***	0,061	93,9%	52
	GTDN <sub>t+6</sub>	-67.517	0,263*	3,296***	5,212***	0,159***	94,2%	52
	GTDN <sub>t+9</sub>	-13.954	0,227*	3,201***	1,936	0,087**	92,1%	52

Ghi chú: Các ký hiệu \*, \*\*, \*\*\* lần lượt biểu thị các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

#### 4. Kết luận và gợi ý chính sách

##### 4.1. Kết luận

Trong ba năm 2009–2011, tại VN, CLTG đánh giá lại số dư của các giao dịch bằng ngoại tệ cùng tồn tại đồng thời hai cách ghi nhận vào lãi/lỗ và VCSH theo VAS 10 và TT 201. Hai cách ghi nhận này không thống nhất với nhau, có thể ảnh hưởng khác nhau tới lãi/lỗ và VCSH từ đó có thể ảnh hưởng tới thị trường vốn, giá cổ phiếu. Do đó gây khó khăn cho nhà đầu tư khi ra quyết định. Vậy cách ghi nhận nào cung cấp thông tin thích hợp hơn cho nhà đầu tư?

Thông kê mô tả cho thấy trong giai đoạn nghiên cứu, doanh nghiệp có xu hướng chuyển từ áp dụng VAS 10 sang TT 201 để che dấu kết quả lỗ mà trong năm 2011 mức lỗ trung bình CLTG rất lớn, gấp 8 lần so với giá trị năm 2010.

Kết quả nghiên cứu từ mô hình hồi quy tuyến tính dữ liệu chéo cho thấy CLTG do đánh giá lại được ghi nhận theo VAS 10 có tác động thuận và có ý nghĩa thống kê đến thị trường vốn trong cả 3 năm nghiên cứu. Còn ghi nhận theo TT 201 nhìn chung không tác động đến thị trường vốn. Có nghĩa là, giả sử cùng kết quả là lỗ CLTG, nếu doanh nghiệp ghi nhận vào báo cáo kết quả kinh doanh thì nhà đầu tư

sẽ nhận ra và phản ứng lại với kết quả lỗ biểu hiện là giá CP giảm, còn nếu được ghi nhận vào VCSH thì nhà đầu tư không nhận ra không có phản ứng, thậm chí còn có phản ứng nghịch (tăng giá cổ phiếu). Do vậy, chúng tôi cho rằng CLTG do đánh giá lại số dư cuối kỳ của các giao dịch ngoại tệ nên được ghi nhận vào báo cáo kết quả kinh doanh, đặc biệt là trong các trường hợp lỗ tỷ giá. Hơn nữa CLTG bản chất là thu nhập vì vậy cần được báo cáo trong báo cáo lãi/lỗ.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu còn cho thấy nhà đầu tư phản ứng với thông tin kế toán tại thời điểm công bố báo cáo tài chính. Họ phản ứng cao nhất vào thời điểm công bố báo cáo tài chính và thời điểm 3 tháng sau ngày công bố, còn các thời điểm khác thì họ phản ứng thấp hơn. Tuy nhiên, độ trễ này thì không quá khác biệt tại các thời điểm.

#### *4.2. Kiến nghị và gợi ý chính sách*

Kết quả nghiên cứu cho thấy: (1) Cách ghi nhận phù hợp với CLTG do đánh giá lại của các giao dịch bằng ngoại tệ là ghi nhận vào báo cáo kết quả kinh doanh; và (2) Nhà đầu tư phản ứng khác nhau với các lựa chọn chính sách khác nhau của doanh nghiệp. Vì vậy tác giả đưa ra ba kiến nghị cho kế toán VN liên quan đến CLTG do đánh giá lại của các giao dịch bằng ngoại tệ như sau:

Thứ nhất, CLTG do đánh giá lại các giao dịch bằng ngoại tệ cần được ghi nhận vào báo cáo kết quả kinh doanh. Các quy định hiện tại đang được áp dụng là VAS 10, TT 179, và TT 200/TT-BTC ban hành ngày 22/12/2014 khoản CLTG đã được xử lý một cách phù hợp và tương đồng với chuẩn mực quốc tế. Vì vậy, các quy định này nên được áp dụng ổn định, tránh trường hợp xoay vòng từ phương pháp này sang phương pháp kia như trong thời gian vừa qua.

Thứ hai, nên hạn chế việc ban hành chồng chéo nhiều quy định hướng dẫn về cùng một vấn đề như CLTG để tránh gây khó khăn cho doanh nghiệp và các nhà đầu tư. Việc có nhiều quy định hướng dẫn không thống nhất nhau như vậy có thể dẫn tới sự lựa chọn chính sách kế toán để phù hợp với mục tiêu của doanh nghiệp như tăng lãi/giảm lỗ hoặc tiếp cận thị trường vốn tốt hơn, v.v..

Thứ ba, kế toán VN nên nhất quán một cách ghi nhận, không cho phép sự lựa chọn chính sách kế toán về CLTG như giai đoạn vừa qua, bởi vì lựa chọn chính sách kế toán sẽ tạo ra những thông tin kế toán khác nhau gây khó khăn cho nhà đầu tư trong việc nhận ra ảnh hưởng của sự kiện và nhà quản lý có cơ hội lựa chọn chính sách kế toán để

có lợi cho doanh nghiệp. Nghiên cứu đã chứng minh các doanh nghiệp có sự chuyển đổi từ chính sách kế toán này sang chính sách kế toán kia theo hướng có lợi cho doanh nghiệp, và nhà đầu tư cũng đã có những phản ứng không phù hợp do không nhận ra sự thay đổi này ■

## Chú thích

- <sup>1</sup> Cách xử lý CLTG căn cứ vào các thông báo kế toán như: ARB No.4 – Hoạt động ở nước ngoài và tỉ giá hối đoái (Accounting Research Bulletin No. 4 - Foreign Operations and Foreign Exchange); ARB 43 – Trình bày lại và sửa đổi các thông báo kế toán (Restatement and Revision of Accounting Research Bulletins). Ý kiến số 6 của APB (Opinion No. 6 của Accounting Principles Board), chuẩn mực kế toán số 1 - "Công bố thông tin giao dịch ngoại tệ" (SFAS No.1 – Disclosure of Foreign Currency Translation Information).
- <sup>2</sup> Chuẩn mực kế toán số 8 của Mỹ - SFAS số 8: "Kế toán cho các giao dịch bằng ngoại tệ và báo cáo tài chính nước ngoài" (SFAS No.8 Accounting for the Translation of Foreign Currency Transactions and Foreign Currency Financial Statements).
- <sup>3</sup> Chuẩn mực kế toán số 52 của Mỹ - SFAS số 52: "Giao dịch ngoại tệ" (SFAS 52 – Foreign Currency Translation).
- <sup>4</sup> Hai biến kiểm soát thường được các tác giả quan sát là quy mô công ty (SIZE) và biến đòn bẩy tài chính (LEV). Trong quá trình nghiên cứu, tác giả đã thực hiện việc nghiên cứu với 2 biến kiểm soát SIZE và LEV. Kết quả biến LEV không có tác động đến biến phụ thuộc. Và việc đưa biến LEV vào không làm tăng khả năng giải thích của mô hình mà lại làm chệch kết quả do hiện tượng phương sai thay đổi. Vì vậy, trong bài báo này, tác giả chỉ đưa một biến kiểm soát là biến SIZE.
- <sup>5</sup> Trong quá trình nghiên cứu, tác giả đã kiểm tra mối quan hệ giữa các biến thông qua 3 phương trình. Cách thứ 1 xem xét hai mô hình riêng biệt và thực hiện hồi quy dữ liệu chéo. Cách thứ 2 và 3 xem xét một mô hình chung, trong đó CLTG được giải thích thông qua biến giả chính sách hoặc CLTG được giải thích thông qua chênh lệch giữa hai cách ghi nhận theo TT 201 và VAS 10. Cách thứ 2 và 3 sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng, ảnh hưởng cố định (FEM) cho mẫu nghiên cứu 349 quan sát công ty giai đoạn 2009–2011. Tuy nhiên, không tiến hành lựa chọn phương pháp nghiên cứu theo cách thứ 2 và 3 vì: (1) Sức giải thích của mô hình không cao, dấu của mô hình bất thường; và (2) Việc xem xét thông qua một biến trung gian khác là biến chính sách kế toán sẽ làm giảm tính tin cậy của kết quả nghiên cứu.

$$\text{Cách 2: } \text{GTDN}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{BV}_{it} + \alpha_2 \text{TEPS}_{it} + \alpha_3 \text{CLTG}_{it} + \alpha_4 \text{CLTG}_{it} \cdot \text{Dum}_{it} + \alpha_5 \text{SIZE}_{it} + e_{it}$$

$$\text{Cách 3: } \text{GTDN}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{BV}_{it} + \alpha_2 \text{TEPS}_{it} + \alpha_3 \text{CLTG\_TT201}_{it} + \alpha_4 \Delta \text{CLTG}_{it} + \alpha_5 \text{SIZE}_{it} + e_{it}$$

- <sup>6</sup> Theo nghiên cứu của Nguyễn Văn Công (2013) trong luận văn thạc sĩ "Kiểm định tính ngẫu nhiên của giá chứng khoán".

<sup>7</sup> Công thức của Aboody & cộng sự (2002) là:  $\frac{P_{it+1} + D_{it+1}}{1 + R_{it+1}^V}$ . Trong dữ liệu của chúng tôi, giá cổ phiếu đã được điều chỉnh cổ tức, nên công thức chiết khấu giá cổ phiếu không điều chỉnh cho cổ tức như công thức của tác giả Aboody & cộng sự (2002). Ngoài ra, phương pháp xem xét giá CP tại các thời điểm khác nhau trong khi cố định các biến độc lập khác trong mô hình nghiên cứu là phù hợp với các nghiên cứu của Aboody & cộng sự (2002), Nguyễn Việt Dũng (2009), Redman & cộng sự (2013) khi xem xét tác động của các thông tin báo cáo tài chính tại thời điểm kết thúc năm tài chính (cố định) đến giá CP với các độ trễ khác nhau.

### Tài liệu tham khảo

- Aboody, D., Hughes, J., & Liu J. (2002). Measuring value relevance in a (possibly) inefficient market. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 965-986.
- Bazaz, M., & Senteney, D. (2001). Value relevance of unrealized foreign currency translation gains and losses. *American Journal of Business*, 16(2), 55-62.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6, 159-178.
- Bartov, E., & Bodnar, G. M. (1996). Alternative accounting methods, information asymmetry and liquidity: Theory and evidence. *The Accounting Review*, 71(3), 397-418.
- Bộ Tài chính (1997). *Thông tư 44/1997/TC-TCDN*. Hướng dẫn xử lý các khoản chênh lệch tỷ giá trong doanh nghiệp nhà nước, ban hành ngày 8/7/1997, Hà Nội.
- Bộ Tài chính (2009). *Thông tư 201/2009/TT-BTC*. Hướng dẫn xử lý các khoản chênh lệch tỷ giá trong doanh nghiệp, ban hành ngày 15/10/2009, Hà Nội.
- Garlicki, T. D., Fabozzi, F. J., & Fonfeder R. (1987). The impact of earnings under FASB 52 on equity returns. *Financial Management*, 16(3), 36-44.
- Holthausen, R. W. & Watts, R. L. (2001). The relevance of value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 3-75.
- Jensen, M. C. & Meckling W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Nguyễn Thị Hồng Hạnh & Nguyễn Thu Thủy. (2014). Mức độ tác động từ các nhân tố hiện hữu trên báo cáo tài chính đến thiệt hại chênh lệch tỷ giá hối đoái tại Việt Nam. *Tạp chí Kế toán & Kiểm toán*, tháng 1-2-3/2014, p. 30-32/ p. 25-28/ p. 31-33.
- Nguyễn Văn Công. (2013). *Kiểm định giá thuyết thị trường hiệu quả đối với thị trường chứng khoán VN*. TP. HCM: ĐH Kinh tế TP. HCM.
- Nguyễn Việt Dũng. (2009). Mối liên hệ giữa thông tin báo cáo tài chính và giá cổ phiếu: Vận dụng linh hoạt lý thuyết hiện đại vào trường hợp VN. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, 375, 18-32.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687.

- Redman, A. L., Gullett, N. S., & Stover, R. (2013). Foreign exchange effects and share prices. *International Journal of the Academic Business World (Spring)*, 7(1), 51-58.
- Rezaee, Z., Malone, R. P., & Briner, R. F. (1993). Capital market response to SFAS Nos. 8 and 52. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 8(3), 313-332.
- Soo, B. S., & Soo, L. G. (1994). Accounting for the multinational firm: Is the translation process valued by the stock market? *The Accounting Review*, 69(4), 617-637.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Trương Thị Thu Hiền. (2011). *Chuẩn mực kế toán: Ảnh hưởng của việc thay đổi tỷ giá hối đoái tại VN. Thực trạng và giải pháp hoàn thiện*. TP.HCM: ĐH Kinh tế TP.HCM.
- Ziebart, D. A., & Kim, D. H. (1987). An examination of the market reaction associated with SFAS No. 8 and SFAS No. 52. *The Accounting Review*, 62(2), 343-357.
- Ziebart, D. A., & Kim, D. H. (1991). An investigation of the price and trading reactions to the issuance of SFAS No. 52. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 6, 35-47.