

# PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CỦA VỐN LƯU ĐỘNG RÒNG TỚI ĐIỀU CHỈNH LỢI NHUẬN THỰC CỦA DOANH NGHIỆP

TS. Lê Quỳnh Liên\*

Nghiên cứu này xem xét tác động của vốn lưu động ròng (RNWC) đến điều chỉnh lợi nhuận thực (REM) của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ 498 doanh nghiệp với 3.545 quan sát trong giai đoạn 2006-2020 được cung cấp bởi công ty Vietstock. Tác giả thực hiện phương pháp hồi quy bình phương tối thiểu nhò nhất (Pooled OLS) và bình phương tối thiểu tổng quát (FGLS), đồng thời kiểm soát tác động cố định theo năm để đảm bảo tính vững của kết quả. Kết quả cho thấy vốn lưu động ròng có tác động ngược chiều đến điều chỉnh lợi nhuận thực, phản ánh rằng quản lý vốn lưu động hiệu quả giúp hạn chế hành vi điều chỉnh lợi nhuận. Các biến kiểm soát như quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, tỷ lệ tài sản cố định và dòng tiền từ hoạt động cũng có ảnh hưởng đáng kể đến điều chỉnh lợi nhuận thực của doanh nghiệp. Những phát hiện này không chỉ củng cố lý thuyết đại diện và tín hiệu mà còn cung cấp cơ sở thực tiễn để đưa ra khuyến nghị cho doanh nghiệp, nhà đầu tư và cơ quan quản lý nhằm nâng cao tính minh bạch tài chính.

• Từ khóa: vốn lưu động ròng; điều chỉnh lợi nhuận thực; thị trường chứng khoán Việt Nam.

This study examines the impact of net working capital (RNWC) on real earnings management (REM) in non-financial firms listed on the Vietnamese stock market. The research utilizes data from 498 firms with 3,545 observations during the 2006-2020 period, provided by Vietstock. The author employs pooled ordinary least squares (Pooled OLS) and feasible generalized least squares (FGLS) regression methods while controlling for year-fixed effects to ensure the robustness of the results. Findings reveal that net working capital has a negative impact on real earnings management, indicating that effective working capital management helps to mitigate earnings manipulation behaviors. Control variables such as firm size, financial leverage, fixed asset ratio, and operating cash flow also significantly influence real earnings management. These findings not only reinforce the agency and signaling theories but also provide practical implications for firms, investors, and regulators to enhance financial transparency.

• Key words: net working capital; Real earnings management; Vietnamese stock market.

JEL codes: G32, M41, C33

Ngày gửi bài: 25/10/2024

Ngày gửi phản biện: 21/11/2024

Ngày nhận và sửa sau phản biện: 30/11/2024

Ngày chấp nhận đăng: 16/12/2024

DOI: <https://doi.org/10.71374/jfar.v25.i282.16>

## 1. Giới thiệu

Điều chỉnh lợi nhuận được định nghĩa là hành vi cố ý thao túng lợi nhuận với mục đích gây hiểu nhầm cho các bên liên quan, đặc biệt là những người sử dụng thông tin tài chính để đưa ra quyết định đầu tư. (Madan, 2015). Vốn lưu động ròng, là sự chênh lệch giữa tài sản lưu động và nợ ngắn hạn, phản ánh khả năng thanh

khoản và sự linh hoạt tài chính của doanh nghiệp. Các công ty có vốn lưu động ròng dồi dào có thể dễ dàng điều chỉnh các khoản mục tài chính như khoản phải thu, tồn kho và khoản phải trả để tối ưu hóa lợi nhuận ngắn hạn mà không làm thay đổi quá nhiều tình hình tài chính cơ bản (Burgstahler và Dichev, 1997).

Trên thực tế, các công ty có tỷ lệ tài sản ngắn hạn cao thường có nhiều cơ hội để thực hiện các hoạt động điều chỉnh lợi nhuận thực, bởi lẽ, các tài sản ngắn hạn như tiền mặt, hàng tồn kho và các khoản phải thu mang lại nhiều tính linh hoạt hơn trong việc điều chỉnh kết quả kinh doanh. Nghiên cứu của Burgstahler và Dichev (1997) cũng đã chỉ ra rằng các ngành có đặc trưng bởi tỷ lệ tài sản ngắn hạn lớn thường dễ xảy ra các hoạt động quản lý lợi nhuận. Điều này cho thấy mối liên hệ chặt chẽ giữa cấu trúc tài sản và khả năng điều chỉnh lợi nhuận của doanh nghiệp.

Nghiên cứu tác động của vốn lưu động ròng đến điều chỉnh lợi nhuận thực mang lại nhiều giá trị thiết thực. Trong khi mối quan hệ giữa vốn lưu động ròng và điều chỉnh lợi nhuận đã được nghiên cứu thông qua nhiều khuôn khổ lý thuyết khác nhau (Li và cộng sự, 2016; Roychowdhury, 2006; Chung và cộng sự, 2005), thì các nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của vốn lưu động ròng đến điều chỉnh lợi nhuận thực, đặc biệt là tại các thị trường mới nổi như Việt Nam vẫn còn hạn chế. Nghiên cứu này nhằm mục đích lấp đầy khoảng trống này bằng cách xem xét mối quan hệ giữa vốn lưu động ròng và điều chỉnh lợi nhuận thực tại 498 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

## 2. Tổng quan các công trình nghiên cứu và xây dựng giả thuyết khoa học

Lý thuyết đại diện, được đề xuất bởi Jensen và Meckling (1976), cung cấp một khung lý thuyết để nghiên cứu mối quan hệ giữa quản lý vốn lưu động và điều chỉnh

\* Trường Đại học Kinh tế Quốc dân; email: [lienlq@neu.edu.vn](mailto:lienlq@neu.edu.vn)

lợi nhuận. Theo lý thuyết này, các nhà quản lý, được thúc đẩy bởi lợi ích cá nhân, có thể ưu tiên lợi ích ngắn hạn hơn lợi ích dài hạn. Bằng cách thao túng chiến lược quản lý vốn lưu động và lợi nhuận báo cáo, họ có thể đạt được các mục tiêu hiệu suất ngắn hạn mà không nhất thiết phải nâng cao giá trị tổng thể của công ty. Mặt khác, các nhà đầu tư thường tìm kiếm các khoản đầu tư dài hạn với lợi nhuận bền vững và dựa vào báo cáo tài chính để đánh giá hiệu suất và tiềm năng của một công ty. Do đó, sự bất đối xứng thông tin giữa nhà quản lý và nhà đầu tư tạo cơ hội cho các hoạt động quản lý lợi nhuận, từ đó làm trầm trọng thêm các vấn đề về tính đại diện.

Nghiên cứu của Masa'deh và cộng sự (2023) chứng minh mối liên hệ tích cực đáng kể giữa vốn lưu động và điều chỉnh lợi nhuận trong các công ty công nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Amman. Bởi lẽ, khi doanh nghiệp sở hữu lượng vốn lưu động rủng rỉnh, họ có nhiều dư địa để điều chỉnh các khoản mục như khoản phải thu, hàng tồn kho hoặc các khoản phải trả, nhằm tác động trực tiếp đến dòng tiền và lợi nhuận báo cáo trong ngắn hạn. Cụ thể, bằng cách gia hạn thời gian thu hồi công nợ, giảm tốc độ tiêu thụ hàng tồn kho hoặc trì hoãn thanh toán các khoản phải trả, doanh nghiệp có thể làm tăng lợi nhuận. Do đó, khi vốn lưu động rủng rỉnh tăng lên, khả năng điều chỉnh lợi nhuận thực của công ty cũng trở nên dễ dàng hơn, tạo ra tác động cùng chiều giữa vốn lưu động rủng rỉnh và điều chỉnh lợi nhuận thực. Tương tự, Wanjohi (2021) khám phá tác động tích cực của quản lý vốn lưu động đối với điều chỉnh lợi nhuận trong các công ty sản xuất tại Kenya. Tuy nhiên, nghiên cứu của Wanjohi cho thấy mức ảnh hưởng của quản lý vốn lưu động đến điều chỉnh lợi nhuận là không đáng kể.

Do đó, giả thuyết sau đây được xây dựng:

H1: *Vốn lưu động rủng rỉnh ảnh hưởng tích cực đến điều chỉnh lợi nhuận thực.*

**3. Phương pháp nghiên cứu**

**3.1. Mô hình nghiên cứu và các biến**

**3.1.1. Thiết kế mô hình hồi quy**

Dựa trên các giả thuyết nhóm tác giả đề xuất ở trên và để kiểm định sự tác động của vốn lưu động rủng rỉnh tới các cách thức ĐCLN thực và kiểm soát tác động của các biến số khác được ước lượng, nhóm nghiên cứu sử dụng phương trình hồi quy như sau:

$$REM1_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 + \beta_2RNWC + \beta_3Firmsize_{i,t} + \beta_4Firmlev_{i,t} + \beta_5PPE_{i,t} + \beta_6CFO_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$REM2_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 + \beta_2RNWC + \beta_3Firmsize_{i,t} + \beta_4Firmlev_{i,t} + \beta_5PPE_{i,t} + \beta_6CFO_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$REM3_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 + \beta_2RNWC + \beta_3Firmsize_{i,t} + \beta_4Firmlev_{i,t} + \beta_5PPE_{i,t} + \beta_6CFO_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Đối với biến độc lập, để đo lường hành vi ĐCLN thực nhóm tác giả áp dụng mô hình của Roychowdhury (2006). Theo Roychowdhury (2006), hành vi ĐCLN thực được nhận biết dưới ba cách thức phổ biến sau đây:

dòng tiền bất thường từ hoạt động kinh doanh, chi phí tùy ý bất thường và chi phí sản xuất bất thường. Để đo lường giá trị của ba cách thức đề cập ở trên, nhóm nghiên cứu sử dụng ba phương trình hồi quy riêng biệt như sau:

**(1) Dòng tiền bất thường từ hoạt động kinh doanh**

$$REM1 = \frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = a_0 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + a_1 \times \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + a_2 \times \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t}$$

Trong đó:

$CFO_{i,t}$ : Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của DN i trong năm t

$A_{i,t-1}$ : Tổng tài sản của DN i trong năm t-1

$S_{i,t}$ : Doanh thu của DN i trong năm t

$\Delta S_{i,t}$ : Biến động doanh thu của DN i trong năm t, được tính bằng cách lấy doanh thu của DN i trong năm t trừ đi doanh thu của DN i trong năm t-1.

$\epsilon_{i,t}$ : Giá trị phần dư, thể hiện mức độ dòng tiền bất thường của DN i trong năm t.

**(2) Chi phí tùy ý bất thường**

$$REM2 = \frac{DISEXP_{i,t}}{A_{i,t-1}} = a_0 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + a_1 \times \frac{S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t}$$

Trong đó:

$DISEXP_{i,t}$ : Chi phí tùy ý của DN i trong năm t

$S_{i,t-1}$ : Doanh thu của DN i trong năm t-1

**(3) Chi phí sản xuất bất thường**

$$REM3 = \frac{PROD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = a_0 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + a_1 \times \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + a_2 \times \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + a_3 \times \frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t}$$

Trong đó:

$PROD_{i,t}$ : Tổng giá vốn hàng bán và sự thay đổi hàng tồn kho của DN i trong năm t

$\Delta S_{i,t-1}$ : Biến động doanh thu của DN i trong năm t-1, được tính bằng cách lấy doanh thu của DN i trong năm t-1 trừ đi doanh thu của DN i trong năm t-2.

**3.1.2. Các biến trong mô hình**

Bảng 1 cung cấp các định nghĩa của tất cả các biến trong mô hình như sau:

**Bảng 1. Mô tả biến trong mô hình**

Biến	Ký hiệu	Mô tả	Tham chiếu	Nguồn dữ liệu
<b>I. Biến phụ thuộc</b>				
Điều chỉnh lợi nhuận thực	REM1	Điều chỉnh lợi nhuận thực qua dòng tiền bất thường từ hoạt động kinh doanh	Roychowdhury (2006)	Vietstock
Điều chỉnh lợi nhuận thực	REM2	Điều chỉnh lợi nhuận thực qua chi phí tùy ý bất thường	Roychowdhury (2006)	Vietstock
Điều chỉnh lợi nhuận thực	REM3	Điều chỉnh lợi nhuận thực qua chi phí sản xuất bất thường	Roychowdhury (2006)	Vietstock
<b>II. Biến độc lập</b>				
Tỷ lệ vốn lưu động	RNWC	Vốn lưu động rủng rỉnh/Tổng Tài sản	Lazaridis và Tryfonidis (2006)	Vietstock
<b>III. Biến kiểm soát</b>				
Quy mô doanh nghiệp	Firmsize	Logarit của tổng tài sản	Yang (2022)	Vietstock
Đòn bẩy tài chính	Firmlev	Tổng nợ/Tổng Tài sản	Gharbi và cộng sự (2014)	Vietstock

Biến	Ký hiệu	Mô tả	Tham chiếu	Nguồn dữ liệu
Tỷ lệ TSCĐ hữu hình	PPE	Tổng giá trị TSCĐ HH/Tổng Tài sản	Khan và cộng sự (2023)	Vietstock
Dòng tiền	CFO	Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh/Tổng Tài sản năm trước	Roychowdhury (2006)	Vietstock

### 3.2. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ 498 doanh nghiệp trong giai đoạn 2006-2020 được cung cấp bởi công ty Vietstock. Để đảm bảo tính đồng nhất, các tổ chức tài chính đã bị loại trừ do sự khác biệt trong hoạt động kinh doanh, đầu tư và tài chính so với các công ty khác. Các quan sát bị thiếu đã được loại bỏ khỏi bộ dữ liệu, và kỹ thuật thống kê đã được áp dụng để xử lý các giá trị ngoại lai nhằm giảm thiểu ảnh hưởng tiêu cực của các điểm ngoại lai. Cuối cùng, bảng dữ liệu gồm 3.545 quan sát của các công ty theo năm.

Trong nghiên cứu này, tác giả thực hiện phương pháp hồi quy bình phương tối thiểu nhỏ nhất (Pooled OLS) và bình phương tối thiểu tổng quát (FGLS), đồng thời kiểm soát tác động cố định theo năm để đảm bảo tính vững của kết quả.

## 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

### 4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2. Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
REM1	3,553	-0.09777	0.187493	-0.61879	0.38538
REM2	3,244	-0.12718	0.245517	-0.92953	0.40769
REM3	3,244	-0.16915	0.29986	-1.13463	0.404054
RNWC	5,789	0.209133	0.222816	-0.28689	0.80718
Firmsize	5,303	27.01317	1.511337	23.68652	30.88485
Firmlev	5,303	0.100135	0.138951	0	0.604825
PPE	5,303	0.197738	0.193157	0.000255	0.826052
CFO	3,553	0.059538	0.146785	-0.42762	0.496553

Bảng 2 cho thấy Biến RNWC, đại diện cho tỷ lệ vốn lưu động ròng trên tổng tài sản, có giá trị trung bình là 0.2091 với độ lệch chuẩn 0.2228. Tuy nhiên, biên độ dao động lớn phản ánh sự khác biệt đáng kể về quản lý vốn lưu động giữa các doanh nghiệp.

Ba biến số REM1, REM2, và REM3, lần lượt đại diện cho điều chỉnh lợi nhuận thực qua ba cách tính khác nhau, đều có giá trị trung bình âm lần lượt là -0.0978, -0.1272, và -0.1692. Điều này cho thấy xu hướng các doanh nghiệp giảm lợi nhuận được báo cáo thông qua các biện pháp điều chỉnh khác nhau, với biên độ điều chỉnh tăng dần từ cách tính thứ nhất đến cách tính thứ ba. Độ lệch chuẩn tương đối cao ở cả ba biến REM thể hiện mức độ đa dạng trong chiến lược điều chỉnh lợi nhuận giữa các doanh nghiệp.

Trong nghiên cứu, các biến kiểm soát được sử dụng để đảm bảo tính chính xác trong việc phân tích tác động của vốn lưu động ròng tới điều chỉnh lợi nhuận thực. Firmsize có giá trị trung bình 27.01 cho thấy phần lớn là các doanh nghiệp quy mô lớn. Firmlev trung bình ở mức 0.100, phản ánh các doanh nghiệp sử dụng nợ ở mức thấp, dù có sự khác biệt lớn. PPE trung bình 0.198 cho

thấy mức đầu tư vào tài sản cố định vừa phải. Cuối cùng, CFO trung bình 5.95%, cho thấy hiệu quả dòng tiền ổn định ở phần lớn các doanh nghiệp.

### 4.2. Phân tích hồi quy

Bảng 2 thể hiện kết quả hồi quy bình phương tối thiểu bình phương (OLS) với các biến giả cho từng công ty để phân tích tác động của vốn lưu động đến điều chỉnh lợi nhuận thực của các doanh nghiệp trong mô hình (1).

Bảng 3. Hồi quy bình phương tối thiểu tổng quát Pooled OLS

Biến	(1)	(2)	Bootstrap (1000 vòng lặp)	VIF
	REM1			
RNWC	-0.027** (0.012)	-0.025** (0.012)	-0.025** (0.012)	1.01
Firmsize	0.015*** (0.001)	0.015*** (0.001)	0.015*** (0.001)	1.21
Firmlev	0.127*** (0.013)	0.129*** (0.013)	0.129*** (0.013)	1.35
PPE	-0.057*** (0.009)	-0.057*** (0.009)	-0.057*** (0.009)	1.23
CFO	-1.068*** (0.012)	-1.071*** (0.012)	-1.071*** (0.012)	1.08
Constant	-0.442*** (0.036)	-0.430*** (0.037)	-0.430*** (0.038)	
Hệ số VIF trung bình				1.18
Cố định năm	Không	Có	Có	
Số doanh nghiệp	498	498	498	
Số quan sát	3,545	3,545	3,545	
Hệ số R2 điều chỉnh	0.770	0.771	0.771	

Ghi chú: Các thống kê t được báo cáo trong ngoặc đơn. \*, \*\* và \*\*\* lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Bảng 3 cho thấy vốn lưu động ròng (RNWC) có tác động ngược chiều đến điều chỉnh lợi nhuận thực (REM1) với hệ số âm có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Chen và cộng sự (2018), khi cho rằng việc duy trì vốn lưu động ròng cao có thể hạn chế khả năng quản lý lợi nhuận thực, đặc biệt trong các hoạt động điều chỉnh dòng tiền hoặc chi phí hoạt động. Kết quả này cũng được lý thuyết đại diện ủng hộ, vì doanh nghiệp với khả năng thanh khoản tốt hơn thường giảm nhu cầu sử dụng các biện pháp điều chỉnh lợi nhuận để che giấu hiệu suất thực tế.

Quy mô doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính có tác động thuận chiều đến REM1, cho thấy các doanh nghiệp lớn và doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ hơn có xu hướng gia tăng quản lý lợi nhuận thực. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Dechow và cộng sự (1995) và được giải thích bởi lý thuyết tín hiệu khi các doanh nghiệp lớn hoặc có đòn bẩy cao muốn truyền tải thông điệp tích cực đến thị trường, dẫn đến áp lực điều chỉnh lợi nhuận.

Ngược lại, tỷ lệ tài sản cố định và dòng tiền từ hoạt động có tác động ngược chiều đến REM1, trong đó dòng tiền từ hoạt động có tác động mạnh nhất. Điều này phù hợp với lý thuyết đại diện, khi các doanh nghiệp có dòng tiền từ hoạt động cao thường ít phải dựa vào các biện pháp điều chỉnh lợi nhuận để duy trì hình ảnh tài chính, nhờ sự ổn định dòng tiền mang lại.

Với hệ số VIF trung bình là 1.18, mô hình không gặp vấn đề đa cộng tuyến, và hệ số R2 điều chỉnh đạt khoảng 77%, cho thấy mô hình có khả năng giải thích tốt sự biến động của REM1.

4.3. Kiểm tra tính vững

Tiếp theo, tác giả áp dụng phương pháp đo lường điều chỉnh lợi nhuận khác REM2, REM3 và phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát (FGLS), đồng thời kiểm soát tác động cố định theo năm để kiểm tra tính chắc chắn của kết quả.

Bảng 4. Kiểm tra tính vững của kết quả hồi quy

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Phương pháp đo lường thay thế				Phương pháp hồi quy thay thế (FGLS)	
	REM2		REM3		REM1	
RNWC	-0.049** (0.019)	-0.048** (0.019)	-0.049** (0.019)	-0.048** (0.019)	-0.0181*** (-3.34)	-0.0171*** (-3.16)
Firmsize	-0.004*** (0.000)	-0.006*** (0.001)	-0.003*** (0.000)	-0.006*** (0.001)	-0.000657*** (-8.43)	-0.000380*** (-2.40)
Firmlev	0.351*** (0.033)	0.373*** (0.033)	0.378*** (0.034)	0.403*** (0.033)	0.156*** (18.22)	0.156*** (18.26)
PPE	-0.172*** (0.024)	-0.175*** (0.024)	-0.179*** (0.024)	-0.183*** (0.024)	-0.0607*** (-9.45)	-0.0608*** (-9.47)
CFO	-0.195*** (0.032)	-0.204*** (0.031)	-1.176*** (0.032)	-1.186*** (0.032)	-1.069*** (-135.09)	-1.073*** (-135.23)
Cố định năm	Không	Có	Không	Có	Không	Có
Số doanh nghiệp	498	498	498	498	498	498
Số quan sát	3,237	3,237	3,237	3,237	3,545	3,545
Hệ số R2 điều chỉnh	0.252	0.262	0.509	0.517		

Ghi chú: Các thống kê t được báo cáo trong ngoặc đơn. \*, \*\* và \*\*\* lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Bảng 4 khẳng định sự ổn định của mối quan hệ giữa vốn lưu động ròng (RNWC) và điều chỉnh lợi nhuận thực (REM). Khi thay đổi phương pháp đo lường (REM2, REM3) và sử dụng phương pháp hồi quy thay thế (FGLS), RNWC vẫn duy trì tác động ngược chiều có ý nghĩa thống kê đến các chỉ số điều chỉnh lợi nhuận, với hệ số âm và mức ý nghĩa cao.

Các biến kiểm soát (Firmsize, Firmlev, PPE, và CFO) cũng cho kết quả nhất quán về chiều tác động và ý nghĩa thống kê trong tất cả các phương pháp. Đặc biệt, dòng tiền từ hoạt động (CFO) tiếp tục có tác động ngược chiều mạnh nhất, khẳng định vai trò quan trọng của yếu tố này trong việc hạn chế điều chỉnh lợi nhuận thực.

Việc kiểm soát cố định năm và sự tương đồng về số lượng quan sát cũng hỗ trợ tính ổn định của kết quả. Hệ số R2R<sup>2</sup> điều chỉnh trong các mô hình thay thế dao động từ 0.252 đến 0.517, cho thấy mô hình hồi quy có khả năng giải thích tốt. Những kết quả này đảm bảo tính vững của mô hình.

5. Kết luận và khuyến nghị

Bài báo nghiên cứu tác động của vốn lưu động ròng (RNWC) đến điều chỉnh lợi nhuận thực (REM) của doanh nghiệp. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ 498 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2006 đến năm 2020. Tác giả áp dụng các phương pháp hồi quy khác nhau như bình phương tối thiểu nhỏ nhất (Pooled OLS)

và bình phương tối thiểu tổng quát (FGLS), đồng thời kiểm soát tác động cố định theo năm để kiểm tra tính chắc chắn của kết quả.

Kết quả cho thấy vốn lưu động ròng có tác động ngược chiều đến điều chỉnh lợi nhuận thực, cho thấy việc quản lý vốn lưu động hiệu quả giúp doanh nghiệp giảm thiểu hành vi điều chỉnh lợi nhuận. Ngoài ra, các yếu tố như quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, tỷ lệ tài sản cố định và dòng tiền hoạt động cũng có ảnh hưởng đáng kể đến hành vi này. Những kết quả này được củng cố thông qua kiểm tra tính vững với các phương pháp đo lường và hồi quy thay thế.

Dựa trên kết quả nghiên cứu, các doanh nghiệp nên tập trung vào việc quản lý vốn lưu động hiệu quả để giảm áp lực điều chỉnh lợi nhuận thực, đồng thời nâng cao tính minh bạch và uy tín tài chính. Việc tối ưu hóa dòng tiền từ hoạt động thông qua kiểm soát chi phí và cải thiện hiệu suất kinh doanh là cần thiết, giúp giảm sự phụ thuộc vào các biện pháp điều chỉnh lợi nhuận. Ngoài ra, doanh nghiệp cần tránh lạm dụng đòn bẩy tài chính quá mức để giảm rủi ro tài chính dài hạn và áp lực từ thị trường. Đối với nhà đầu tư, việc chú ý đến các chỉ số như vốn lưu động ròng và dòng tiền từ hoạt động sẽ hỗ trợ đánh giá mức độ minh bạch và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, từ đó đưa ra quyết định đầu tư hợp lý. Về phía cơ quan quản lý, cần ban hành các chính sách khuyến khích doanh nghiệp áp dụng quản lý tài chính hiệu quả, đồng thời nâng cao tiêu chuẩn giám sát và minh bạch hóa báo cáo tài chính. Đặc biệt, nên tăng cường kiểm tra hành vi điều chỉnh lợi nhuận ở các doanh nghiệp lớn hoặc sử dụng nhiều đòn bẩy tài chính, góp phần xây dựng một môi trường kinh doanh minh bạch và bền vững cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tài liệu tham khảo:

Burgstahler, D. and Dichev, I. (1997), "Earnings management to avoid earnings decreases and losses", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24 No. 1, pp. 99-126.

Chung, R., Firth, M. and Kim, J.-B. (2005), "FCF agency costs, earnings management, and investor monitoring", *Corporate Ownership and Control*, Vol. 2 No. 4, pp. 51-61.

Gharbi, S., Sahut, J.-M., & Teulon, F. (2014). R&D investments and high-tech firms' stock return volatility. *Technological Forecasting and Social Change*, 88, 306-312. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2013.10.006>

Gunny, K.A. (2010), "The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks\*", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 27 No. 3, pp. 855-888.

Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.

Khan, M.A., Bin, M., Wang, C., Bilal, H., Khan, A.A., Ullah, I., Iqbal, A., et al. (2023), "Impact of R&D on Firm Performance: Do Ownership Structure and Product Market Competition Matter?", *SAGE Open*, Vol. 13 No. 4.

Lazaridis, I. and Tryfonidis, D. (2006) Relationship between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, 19, 26-38.

Li, C.H., Yang, Y.J. and Cheng, K.C. (2016), "Working capital management and estimations of discretionary accruals", *NTU Management Review*, Vol. 26 No. 3, pp. 63-92.

Madan, L.B. (2015). "Creative Accounting Practices in the Indian Corporate Sector: An Empirical Study". *International Journal of Management Sciences and Business Research*, Vol. 4 No. 1.

Masa'leh, M.A.-H.A., Ali, M.De.M.Y., Ibrahim, M.A. and Anwar, N.A.M. (2023), "The effect of working capital efficiency on earnings management in Jordanian industrial companies listed on the Amman Stock Exchange", *I-I-ECONs E-Proceedings*, Vol. 10 No. 1, pp. 84-95.

Nguyễn Thị Phương Loan & Nguyễn Minh Thao (2016), "Nhân diện việc quản trị lợi nhuận thực tế của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam", *Tạp chí phát triển Khoa học và công nghệ*, Tập 19, Số 04 - 2016.

Roychowdhury, S. (2006), "Earnings management through real activities manipulation", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42 No. 3, pp. 335-370.

Wanjohi, J. (2021), *Effect of Working Capital Management on Earnings Management among Manufacturing Firms in Kenya*, M.Sc. in Finance, University of Nairobi.

Yang, Y. (2022). *Capital Structure and R&D: Empirical Evidence from China and USA*. *Modern Economy*, 13(04), 532-544. <https://doi.org/10.4236/me.2022.134028>