

Ảnh hưởng quản trị lợi nhuận đến giá cổ phiếu - Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam

PGS.TS. Hà Xuân Thạch*

Th.S.NCS. Trần Thị Thanh Quý**

*Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

**Trường Đại học Đà Lạt

Tóm tắt

Quản trị lợi nhuận (QTLN) là một trong những chủ đề nhận được nhiều quan tâm từ các nhà nghiên cứu, nhà đầu tư và cơ quan quản lý, vì hành vi này có khả năng gây ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Mục tiêu của nghiên cứu, nhằm cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về tác động của QTLN trực tiếp và gián tiếp đến giá cổ phiếu, từ dữ liệu 243 doanh nghiệp (DN) sản xuất kinh doanh niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, trong giai đoạn 2016 - 2021. Kết quả nghiên cứu cho thấy, QTLN tác động trực tiếp ngược chiều đến giá cổ phiếu, tác động cùng chiều đến công bố thông tin (CBTT) báo cáo tài chính (BCTC) và CBTT BCTC tác động cùng chiều đến giá cổ phiếu, ảnh hưởng của biến trung gian CBTT BCTC đến giá cổ phiếu.

Từ khóa: quản trị lợi nhuận, công bố thông tin báo cáo tài chính, vi phạm công bố báo cáo tài chính, giá cổ phiếu, thị trường chứng khoán.

Abstract

Earning management is one of the topics that has garnered significant attention from researchers, investors, and regulatory authorities, as this behavior has the potential to influence stock prices in the securities market. The objective of this research is to provide empirical evidence on the direct and indirect effects of on stock prices, using data from 243 listed manufacturing and business enterprises in the Vietnamese stock market during the period 2016 - 2021. The research results indicate that has a direct inverse impact on stock prices, a concurrent impact on financial statement disclosures, and disclosures have a concurrent impact on stock prices. The influence of intermediate variables in financial report disclosure on stock prices is also observed.

Keywords: earning management, financial statement disclosure, financial report disclosure violations, stock prices, stock market.

JEL Classifications: M40, M48, M49.

DOI: <https://doi.org/10.59006/vnfa-jaa.11202301>

1. Giới thiệu

Kể từ Thế kỷ 17, thị trường chứng khoán (TTCK) trở thành một trong những kênh huy động vốn quan trọng trong hệ thống tài chính, giúp mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, góp phần ổn định nền kinh tế quốc gia. Theo VSD (Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam), đến hết năm 2022, vốn hóa thị trường đạt 5,227 nghìn tỷ USD (chiếm 55% GDP và giảm 32,7% so với cuối năm 2021). Việt Nam được xem là một nền kinh tế đang phát triển và có thị trường chứng khoán phát triển nhanh trong khu vực châu Á (Đào Lê Trang Anh và Christopher Gan, 2021).

Hiện nay, Việt Nam đã có một số các quy định liên quan đến CBTT gồm Luật Chứng khoán năm 2019, Thông tư số 96/2020/TT-BTC, Nghị định 156/2020/NĐ-CĐ-CP. Tuy nhiên, CBTT vẫn được xem là một trong những vấn đề nan giải của Chính phủ khi các hành vi QTLN, vi phạm CBTT không đầy đủ, trung thực vẫn tồn tại, tác động đến giá cổ phiếu và gây tổn thất cho các nhà đầu tư trên thị trường. Việc nâng cao các chính sách giám sát chặt chẽ CBTT BCTC, sẽ góp phần giảm thiểu bất cân xứng thông tin, giảm rủi ro đầu tư cổ phiếu cho nhà đầu tư và rủi ro thông tin cho người sử dụng BCTC. Một số nghiên cứu tại Việt Nam liên quan đến việc tác động của QTLN đến CBTT BCTC và giá cổ phiếu nhưng chưa nhiều, chủ yếu đo lường qua các chỉ số tài chính trong giai đoạn trước Covid-19.

Hiện nay, tại Việt Nam có rất ít các nghiên cứu sử dụng Phương pháp Mô hình phương trình cấu trúc tổng quát (GSEM - Generalized structural equation modeling) để phân tích kết quả nghiên cứu. Mặc dù, đây là một trong những phương pháp linh hoạt và phổ biến, thường dùng để giải thích các mô hình có mối quan hệ phức tạp (có biến nhị phân), xử lý dữ liệu bị thiếu tốt hơn và cải thiện mức độ phù hợp của mô hình.

2. Cơ sở lý thuyết và các giả thuyết trong mô hình

2.1. Các khái niệm nghiên cứu

2.1.1. Quản trị lợi nhuận

QTLN là hành vi mà các nhà quản lý tác động đến thông tin BCTC của DN, để đạt được một số mục tiêu nhất định. Một số khía cạnh QTLN, như là: Quản trị BCTC (Dựa trên cơ sở dồn tích – AEM, hoạt động thực - REM) các hình thức thể hiện như ổn định lợi nhuận (income smoothing), làm giảm lợi nhuận trong hiện tại cho các lợi ích lợi nhuận trong tương lai, thao túng lợi nhuận (earning manipulation), sáng tạo kế toán (creative accounting), làm đẹp BCTC (window-dressing),... (Connelly và cộng sự, 2011; Consoni và Colauto, 2016; Brennan, 2021; Kliestik và cộng sự, 2020).

QTLN là một khái niệm đa chiều và có thể đo lường qua nhiều phương diện khác nhau. Tuy nhiên, nghiên cứu này sẽ đo lường QTLN qua các khoản dồn tích điều chỉnh, dựa trên Mô hình Jones điều chỉnh của Dechow và cộng sự (1995). Các khoản dồn tích điều chỉnh - DA (Discretionary accruals) này thường được tính, thông qua tổng các khoản dồn tích – TA (Total accruals) và các khoản dồn tích không điều chỉnh - NDA (Nondiscretionary accruals), bằng công thức:

$$DA_{it} = TA_{it} - NDA_{it}$$

Từ đây suy ra:

$$DA_{it}/A_{t-1} = TA_{it}/A_{t-1} - NDA_{it}/A_{t-1} \quad (1)$$

Theo Lai (2011) thì $|DA_{it}/A_{t-1}|$ chính là QTLN, thông qua các khoảng dồn tích điều chỉnh (có thể mang giá trị âm hoặc dương).

2.1.2. CBTT BCTC

Qua quá trình lược khảo tài liệu, tác giả nhận thấy rằng, CBTT được nhắc đến trong các nghiên cứu trước đều mang ý nghĩa tương tự nhau. Nhìn chung, CBTT được cho là việc mà DN công khai các thông tin tài chính hoặc phi tài chính, liên quan đến tình hình hoạt động của DN trên các bản báo cáo (BCTC đã kiểm toán, báo cáo thường niên, báo cáo quản trị,...).

Theo Shakhathreh và cộng sự (2020), việc đo lường CBTT thông qua vi phạm hoặc không vi phạm thực tế về CBTT sẽ khách quan và có độ tin cậy cao. Do vậy, nghiên cứu này sẽ đo lường CBTT BCTC thông qua đánh giá vi phạm CBTT. Dữ liệu được thu thập trên trang web của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước theo từng năm. Sử dụng biến giả, 1 là trường hợp có vi phạm và 0 là trường hợp không có vi phạm để phân tích.

2.1.3. Giá cổ phiếu

Theo quy định tại Việt Nam, các DN niêm yết trên thị trường chứng khoán phải công bố BCTC đã được kiểm toán trước ngày 31/03 hàng năm, kể từ ngày kết thúc năm tài chính, có những công ty công bố trước ngày 31/12 thì ảnh hưởng ngay đến giá cổ phiếu của công ty đó. Tuy nhiên, số lượng BCTC của các DN đăng vào ngày 31/03 hàng năm vẫn nhiều hơn. Vì vậy, dữ liệu nghiên cứu này sẽ lấy giá cổ phiếu là giá đóng cửa của công ty tại ngày 31/03 hàng năm. Đây cũng là thời điểm rõ hơn về phản ứng của nhà đầu tư đối với thông tin BCTC được công bố trên thị trường các DN có năm tài chính kết thúc khác ngày 31/12, sẽ không được xem xét trong mẫu nghiên cứu này.

2.2. Lý thuyết nền

2.2.1. Lý thuyết đại diện

Lý thuyết đại diện là một trong những lý thuyết được đề cập rộng rãi trong các nghiên cứu trước đó (Đặng Ngọc Hùng, 2022; Shakhathreh và cộng sự, 2020), về mối quan hệ giữa người ủy thác và người đại diện, thường là các quản lý DN và các vấn đề liên quan đến việc phân chia quyền sở hữu và quyền kiểm soát trong công ty. Tuy nhiên, các nhà đại diện có thể có những hành động nhằm tối đa hóa lợi ích cá nhân, bằng cách kiểm soát và giới hạn truy cập thông tin bảo mật của công ty.

Lý thuyết đại diện giải thích về sự xuất hiện của các hành vi này ảnh hưởng đến kết quả tài chính của công ty và giá cổ phiếu, do sự xung đột về lợi ích giữa bên đại diện là những nhà quản trị DN và các nhà đầu tư trên thị trường.

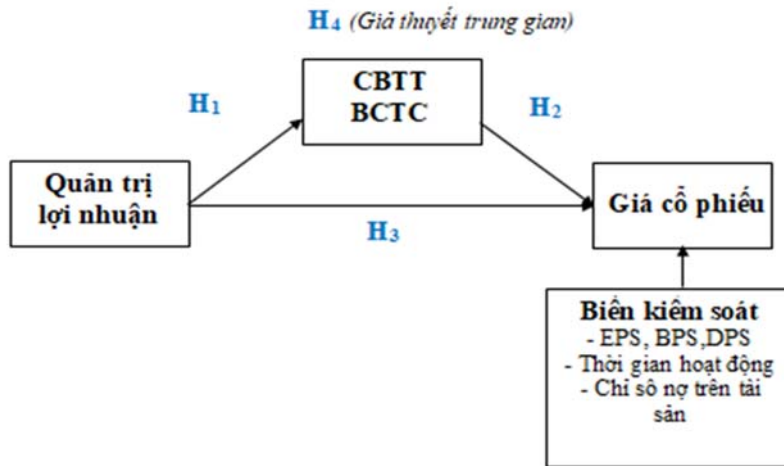
2.2.2. Lý thuyết thị trường hiệu quả

Lý thuyết thị trường hiệu quả nghiên cứu về tính hiệu quả của thị trường và khả năng sinh lời của nhà đầu tư, thông qua việc tham gia giao dịch trên thị trường (Fama, 1970). Theo lý thuyết này, giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán sẽ phản ánh các thông tin công bố hiện có trên thị trường, bao gồm cả thông tin tài chính của DN, đồng thời cũng phản ánh sự kỳ vọng của nhà đầu tư đối với DN đó. Tuy nhiên, nếu DN thực hiện QTLN và CBTT không chính xác ra ngoài, giá cổ phiếu trên thị trường sẽ không trung thực và không phản ánh đúng tình hình hoạt động của DN.

2.3. Các giả thuyết nghiên cứu

Từ lý thuyết nền và kế thừa các nghiên cứu trước, tác giả đề xuất mô hình và giả thuyết, như sau:

Hình 1: Mô hình nghiên cứu đề xuất



(Nguồn: tác giả đề xuất)

Giả thuyết đề xuất:

H1: QTLN có tác động đến CBTT BCTC.

H2: CBTT BCTC có tác động đến giá cổ phiếu.

H3: QTLN có tác động đến giá cổ phiếu.

H4: QTLN có tác động gián tiếp đến giá cổ phiếu thông qua CBTT BCTC.

3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng nhằm đo lường tác động của QTLN đến CBTT BCTC và giá cổ phiếu của các DN niêm yết trên Sàn Chứng khoán Việt Nam (Sàn HSX và Sàn HNX). Dữ liệu được thu thập từ các BCTC, Báo cáo Thường niên của 243 DN sản xuất kinh doanh từ năm 2016 đến năm 2021. Sau đó, sử dụng phương pháp phân tích mô hình hồi quy cấu trúc tuyến tính tổng quát GSEM (phù hợp với mẫu nhỏ) bằng phần mềm STATA 17, để đo lường và phân tích các mối quan hệ trong mô hình.

Quy trình tính toán và phân tích dữ liệu được thực hiện, như sau:

Bước 1: Xác định mối quan hệ giữa QTLN, CBTT BCTC và giá cổ phiếu.

Bước 2: Đo lường QTLN dựa trên AEM.

Bước 3: Thống kê mô tả, kiểm định tự tương quan, đa cộng tuyến.

Bước 4: Dùng phương pháp GSEM để kiểm định và phân tích các giả thuyết của mô hình hồi quy.

Bảng 1: Bảng tổng hợp các biến trong mô hình nghiên cứu và cách đo lường

Tên biến	Loại biến	Mã hóa	Cách thu thập	Đo lường	Kế thừa
QTLN	Độc lập	DACC	Tính toán	Các khoản dồn tích điều chỉnh	Ma và Yoo (2022); Khurong và cộng sự (2022); Nguyễn và cộng sự (2020);
CBTT BCTC	Trung gian	CL BCTC	Có/Không	Vi phạm CBTT, biến giả (1 là các trường hợp có vi phạm, 0 là các trường hợp không có vi phạm)	Shakhatreh và cộng sự (2020); Song và Han (2017); Wolo-Williams (2011)
Giá cổ phiếu	Phụ thuộc	Lead_P3 13	Tổng hợp	ln (Giá cổ phiếu đóng cửa tại ngày 31 tháng 3 năm kế tiếp sau năm tài chính)	Jaffar và cộng sự (2023); Salawu (2022); Al-Shattarat (2021);
Số năm hoạt động	Kiểm soát	Yearhd	Đếm	ln (Năm đo lường – năm niêm yết)	Ullah và cộng sự (2021); Aca và cộng sự (2020)
Lợi nhuận trên cổ phiếu	Kiểm soát	EPS	Tính toán	ln (Lợi nhuận trên cổ phiếu)	Jaffar và cộng sự (2023); Ohlson (1995)
Giá trị sổ sách trên cổ phiếu	Kiểm soát	BPS	Tính toán	ln (Giá trị sổ sách trên cổ phiếu)	Jaffar và cộng sự (2023); Ohlson (1995)
Cổ tức trên mỗi cổ phiếu	Kiểm soát	DPS	Tính toán	Cổ tức trên mỗi cổ phiếu	Jaffar và cộng sự (2023); Sharif và cộng sự (2015)
Chỉ số đòn bẩy	Kiểm soát	DebtTota lAsset	Tính toán	Tổng nợ/Tổng tài sản	Jaffar và cộng sự (2023); Salawu (2022)

(Nguồn: tác giả tổng hợp)

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Mẫu nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp được thu thập từ các BCTC, Báo cáo thường niên của 243 DN sản xuất kinh doanh trên Sàn Chứng khoán TP.HCM và Hà Nội, chọn mẫu ngẫu nhiên. Các DN được chọn, thỏa mãn tiêu chí sau: có năm tài chính kết thúc vào ngày 31/12 hàng năm có BCTC liên tục trong 6 năm 2016 - 2021 và sau năm 2021 có hoạt động liên tục. Giá cổ phiếu và vi phạm công bố lấy trên trang web Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

4.2. Kết quả nghiên cứu

Các hệ số hồi quy β thể hiện mối quan hệ giữa các biến tại các mức ý nghĩa thống kê 5% hoặc 10%. Độ lớn và ý nghĩa của các đường trong mô hình cấu trúc được đánh giá bằng hệ số đường dẫn (hệ số β), giá trị t, mức ý nghĩa p, thể hiện kết quả kiểm tra các giả thuyết và ảnh hưởng của biến kiểm soát. GSEM là một loại mô hình hồi quy, cho phép ước tính mối quan hệ giữa biến dự đoán QTLN “DACC” và phản hồi (giá cổ phiếu "lead_P313" và CBTT BCTC "CLBCTC").

Qua kết quả chạy GSEM cho thấy, tác động trực tiếp của các yếu tố trong mô hình lên biến giá cổ phiếu. Kết quả chi tiết tại Bảng 2.

Bảng 2: Kết quả chạy hồi quy GSEM

	Coefficient (β)	Robust std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
lead_P313						
1.CLBCTC	0,20	0,06	3,65	0,00	0,94	0,31
DACC	-2,79	1,36	-2,05	0,04	-5,45	-0,12
EPS	0,19	0,01	13,72	0,00	0,16	0,21
BPS	0,06	0,04	1,46	0,15	-0,02	0,15
DPS	0,02	0,01	1,58	0,11	-0,00	0,04
DebtTotalAsset	-0,005	0,00	-8,86	0,00	-0,01	-0,00
Yearhd	0,04	0,01	4,29	0,00	0,02	0,07
_cons	7,41	0,38	19,56	0,00	6,67	8,16

CLBCTC						
DACC	3,49	1,37	2,55	0,01	0,80	6,18
_cons	-3,88	0,21	-18,44	0,00	-4,30	-3,47

(Nguồn: kết quả chạy Stata từ 243 DN niêm yết trên Sàn HSX và HNX, 2016 - 2021)

Kết quả cho thấy, tác động của biến độc lập “DACC” lên biến trung gian “CLBCTC” có hệ số β là 3,49, với mức ý nghĩa thống kê là 0,01. Điều này có nghĩa rằng, khi hoạt động QTLN từ ban quản trị càng nhiều thì khả năng bị vi phạm về CBTT (thể hiện cho biến CBTT BCTC) càng cao và phù hợp với nghiên cứu của Wolo-Williams (2011). Như vậy, giả thuyết H1 được chấp nhận.

Đôi tác động của biến trung gian "CLBCTC" lên biến phụ thuộc “lead_P313 có hệ số β là 0,20, với mức ý nghĩa thống kê là 0,00. Điều này cho thấy rằng, có tồn tại tác động cùng chiều của CBTT BCTC lên giá cổ phiếu. Hay nói cách khác, các vi phạm về CBTT BCTC của DN sẽ gây tác động đến giá cổ phiếu trên TTCK. Như vậy, giả thuyết H2 được chấp nhận.

Đối với tác động của biến độc lập "DACC" lên biến phụ thuộc “lead_313” có hệ số β là -2,79, với mức ý nghĩa thống kê là 0,04. Điều này cho thấy rằng, có tồn tại tác động ngược chiều của QTLN lên giá cổ phiếu. Điều này phù hợp với NC của Habib và cộng sự (2013), khi cho rằng hành vi QTLN có thể tác động ngược chiều hoặc cùng chiều đến giá cổ phiếu của DN, tùy thuộc vào động cơ thực hiện của ban giám đốc và bối cảnh nghiên cứu cụ thể. Như vậy, giả thuyết H3 được chấp nhận.

Bên cạnh đó, ngoại trừ tác động của biến kiểm soát BPS và DPS đến biến phụ thuộc không có ý nghĩa thống kê, thì các biến kiểm soát còn lại như: EPS, thời gian hoạt động và chỉ số đòn bẩy tài chính có tác động đến giá cổ phiếu tại mức ý nghĩa thống kê 5% và 10%.

4.3. Kiểm định về vai trò trung gian của CBTT BCTC

Để có thể hiểu rõ hơn về tác động trực tiếp, gián tiếp và tổng tác động của QTLN đến giá cổ phiếu thông qua CBTT BCTC, tác giả tiến hành kiểm định thêm các mối quan hệ này thông qua công thức tính của Baron và Kenny (1986).

Kết quả cho thấy, ảnh hưởng ngược chiều trực tiếp đến giá cổ phiếu và ảnh hưởng cùng chiều gián tiếp thông qua CBTT BCTC tại mức ý nghĩa thống kê 5%. Theo cách tiếp cận của Baron và Kenny (1986), nhà nghiên cứu không đề cập đến trường hợp về trung gian khi tác động trực tiếp và gián tiếp của biến độc lập “QTLN” đến biến phụ thuộc “giá cổ phiếu” có hướng ngược nhau. Tuy nhiên, theo Zhao và cộng sự (2010), trường hợp tác động trực tiếp và gián tiếp của biến độc lập đến biến phụ thuộc vẫn thỏa mãn điều kiện trung gian theo hướng tiếp cận mới và được gọi là trung gian cạnh tranh. Như vậy, giả thuyết H4 được chấp nhận.

5. Hàm ý

5.1. Hàm ý về khoa học

Thứ nhất, nghiên cứu cho thấy rằng, bối cảnh nghiên cứu, cách đo lường, phương pháp nghiên cứu khác nhau có thể cho thấy mức độ ảnh hưởng và chiều ảnh hưởng trong mối quan hệ giữa QTLN, CBTT BCTC và giá cổ phiếu sẽ khác nhau.

Thứ hai, nghiên cứu này bổ sung cho các nghiên cứu trước khi đo lường tác động trực tiếp và gián tiếp của QTLN đến CBTT BCTC, giá cổ phiếu trong giai đoạn thị trường chứng khoán có khoảng thời gian bị ảnh hưởng đại dịch Covid-19. Nghiên cứu đã cho thấy, QTLN của DN trong giai đoạn này có nhiều thay đổi so với các giai đoạn khác như việc thực hiện QTLN âm nhiều hơn dương (nhằm mục đích thao túng giá thị trường chứng khoán, trốn thuế hoặc các mục đích khác).

Thứ ba, nghiên cứu góp phần làm rõ vai trò của CBTT BCTC (thông qua vi phạm CBTT), làm rõ hơn vai trò và tầm quan trọng của cơ quan Chính phủ trong việc nâng cao CBTT BCTC trên thị trường vốn và hạn chế hành vi QTLN.

Thứ tư, nghiên cứu góp phần làm rõ hơn về tính ứng dụng phương pháp GSEM khi phân tích về mô hình có biến trung gian là biến giả.

5.2. Hàm ý về thực tiễn

Đối với DN

Các DN có thể tăng cường tỷ lệ thành viên độc lập trong hội đồng quản trị, ban kiểm soát và tăng cường sự tham gia của kiểm toán viên độc lập, nhằm đảm bảo tính khách quan trong hoạt động quản lý giám sát DN. Cập nhật và tăng cường các quy định, chính sách giám sát, quản lý và nâng cao chuẩn mực đạo đức, ý thức trách nhiệm của ban quản trị.

Đối với cơ quan quản lý Nhà nước

Các cơ quan giám sát, đặc biệt Ủy ban Chứng khoán cần hoàn thiện thêm về khung xử phạt đối với các công ty niêm yết vi phạm về CBTT BCTC và tăng cường bảo mật CBTT BCTC. Tạo công bằng tiếp cận thông tin trên thị trường khi kết quả nghiên cứu cho thấy, kết quả bất thường về tác động cùng chiều của vi phạm CBTT BCTC đến giá cổ phiếu.

Đối với các nhà đầu tư

Giúp nâng cao nhận thức cho các nhà đầu tư, về sự hiện diện và khả năng ảnh hưởng của QTLN đến giá cổ phiếu trực tiếp và gián tiếp qua CBTT BCTC. Để từ đó, có thể nhận định được một số rủi ro trên thị trường và đưa ra các quyết định đầu tư phù hợp.

5.3. Hướng nghiên cứu trong tương lai

Mặc dù, nghiên cứu đã phần nào làm rõ thêm về tác động trực tiếp của QTLN đến CBTT BCTC và giá cổ phiếu. Tuy nhiên, chỉ mới tiến hành trên 243 DN niêm yết trên Sàn Chứng khoán Việt Nam, giai đoạn 2016 - 2021. Do vậy, những nghiên cứu trong tương lai có thể mở rộng nhiều hơn về cỡ mẫu. □

Tài liệu tham khảo

Bùi Phương Chi và cộng sự. (2021). Dự báo rủi ro gian lận BCTC của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam (Predicting Listed Firms' Financial Statement Fraud Risk in the Vietnamese Securities Market) *VNU Journal of Science: Economics and Business*.

Đào Lê Trang Anh và Christopher Gan. (2021). The impact of the COVID-19 lockdown on stock market performance: evidence from Vietnam. *Journal of Economic studies*, 48(4), 836-851. <https://doi.org/10.1108/JES-06-2020-0312>

Đặng Ngọc Hùng. (2022). Nghiên cứu gian lận BCTC tiếp cận theo thuật toán rừng ngẫu nhiên. *Tạp chí Khoa học và Công nghệ*.

Đặng Ngọc Hùng và Vũ Thị Thùy Vân. (2020). Studying the impacts of earnings quality on stock return: Experiments in Vietnam. *International Journal of Advanced and Applied Sciences*, 7(4), 45-53.

Khuong, N. V. và cộng sự. (2022). Earnings management, board composition and earnings persistence in emerging market. *Sustainability*, 14(3), 1061.

Nguyễn, T. H. T. và cộng sự. (2020). The impact of cash flow management to information disclosure in financial statements of listed fdi enterprises in vietnam. *CIFBA 2020*.

Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam. (2022). Báo cáo thường niên. <https://www.vsd.vn/vi/bao-cao-thuong-nien>

Abed, I. A. và cộng sự. (2022). Creative accounting determination and financial reporting quality: the integration of transparency and disclosure. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 8(1), 38.

Aca, A. I. và cộng sự. (2020). Audit quality and firm value of listed insurance companies in Nigeria. *Gsj*, 8(7), 2083-2099.

Ahmad, S. R. và cộng sự. (2021). Impact of Accounting Fraud on Stock Price Formation before Its Discovery-The period from the Start of Fraud to Its Discovery. *Academy of Entrepreneurship Journal*, 27, 1-18.

Al-Shattarat, B. (2021). The consequence of earnings management through discretionary accruals on the value relevance in Saudi Arabia. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1886473.

Bangun, N. (2019). The Effect Of Earning Management, Profitability, And Firm Sizeon Audited Financial Statement Timeliness. *International Journal of Innovative Science and Research Technology*, 4(7), 49-59.

Baron, R. M. và Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of personality and social psychology*, 51(6), 1173.

- Bazrafshan, E. và cộng sự. (2016). *The impact of earnings management on the extent of disclosure and true financial performance: Evidence from listed firms in Hong Kong*. *The British Accounting Review*, 48(2), 206-219.
- Connelly, B. L. và cộng sự. (2011). *Signaling theory: A review and assessment*. *Journal of management*, 37(1), 39-67. <https://doi.org/https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Consoni, S. và Colauto, R. D. (2016). *Voluntary disclosure in the context of convergence with International Accounting Standards in Brazil*. *Revista brasileira de gestão de negócios*, 18, 658-677.
- Dechow, P. M. và cộng sự. (1995). *Detecting earnings management*. *Accounting Review*, 193-225.
- Esther, O. (2021). *Earnings Management Smoothing and Shareholders' Wealth in Listed Manufacturing Firms In Nigeria*. *International Scholar Journal of Arts and Social Science Research*, 4(4), 405-419.
- Fama, E. F. (1970). *Efficient market hypothesis: A review of theory and empirical work*. *Journal of Finance*, 25(2), 28-30.
- Habib, A. và cộng sự. (2013). *Financial distress, earnings management and market pricing of accruals during the global financial crisis*. *Managerial Finance*, 39(2), 155-180. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/03074351311294007>
- Hoàng, T. C. và cộng sự. (2020). *The effects of information disclosure regulation on stock markets: Evidence from Vietnam*. *Research in International Business and Finance*, 51, 101082.
- Jaffar, R. và cộng sự. (2023). *Value Relevance of Board Attributes: The Mediating Role of Key Audit Matter*. *International Journal of Financial Studies*, 11(1), 41.
- Kaszniak, R. (1999). *On the association between voluntary disclosure and earnings management*. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 57-81.
- Ma, H. Y. và Yoo, J. Y. (2022). *A study on the impact of sustainable management on earnings persistence and market pricing: evidence from Korea*. *Journal of Business Economics and Management*, 23(4), 818–836-818–836.
- Mohamamdi, E. (2020). *Investigating the Relationship between Earnings Management Patterns and Stock Crash Risk with Emphasis on the Role of Audit Quality*.
- Ohlson, J. A. (1995). *Earnings, book values, and dividends in equity valuation*. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Salawu, R. O. (2022). *Earnings smoothing and market share price: evidence from nigeria*. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 26(1), 1-14.
- Shakhatreh, M. Z. và cộng sự. (2020). *The effect of audit fees on disclosure quality in Jordan*. *Cogent Business & Management*, 7(1), 1771076.
- Sharif, T. và cộng sự. (2015). *Analysis of factors affecting share prices: The case of Bahrain stock exchange*. *International Journal of Economics and Finance*, 7(3), 207-216.
- Song, C. và Han, S. H. (2017). *Stock market reaction to corporate crime: Evidence from South Korea*. *Journal of Business Ethics*, 143, 323-351.

Ullah, F. và cộng sự. (2021). *Board of directors' foreign experience and stock price informativeness*. *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), 5160-5182.

Wolo-Williams, T. (2011). *The implications of white-collar crime on earnings management and its impact on profit* [Walden University].

Xie, B. và cộng sự. (2003). *Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee*. *Journal of corporate finance*, 9(3), 295-316.

Zhao, X. và cộng sự. (2010). *Reconsidering Baron and Kenny: Myths and truths about mediation analysis*. *Journal of consumer research*, 37(2), 197-206.

Brennan, N. M. (2021). *Connecting earnings management to the real world: what happens in the black box of the boardroom?* *The British Accounting Review*, 53(6), 101036.

Kliestik, T. và cộng sự. (2020). *Advanced methods of earnings management: Monotonic trends and change-points under spotlight in the Visegrad countries*. *Oeconomia Copernicana*, 11(2), 371-400.