

Đại học Kentucky

Vương quốc AnhKiến thức

Luận văn và luận án - Kế toán

Kế toán

2020

DỰ BÁO EPS CỦA CÁC NHÀ ĐẦU TƯ CHỈNH SỬA LẠI TER MUA LẠI  
THÔNG BÁO

Mạnh Hoàng

Đại học Tiểu bang Kentucky, huangmeng0910@gmail.com  
Mã định danh đối tượng kỹ thuật số: <https://doi.org/10.13023/etd.2020.189>

Nhấp chuột phải để mở biểu mẫu phản hồi trong một tab mới để cho chúng tôi biết tài liệu này có lợi ích gì cho bạn.

Trích dẫn được đề xuất

Huang, Meng, "ĐIỀU CHỈNH DỰ BÁO EPS CỦA CÁC NHÀ PHÂN TÍCH SAU KHI CÔNG BỐ MUA LẠI" (2020).  
Luận văn và Luận văn - Kế toán . 13.  
[https://uknow.uky.edu/accountancy\\_etds/13](https://uknow.uky.edu/accountancy_etds/13)

Luận án Tiến sĩ này được cung cấp miễn phí và mở cho bạn truy cập bởi Kế toán tại UKnowledge. Luận án đã được chấp nhận đưa vào Luận văn và Luận án - Kế toán bởi một quản trị viên được ủy quyền của UKnowledge. Để biết thêm thông tin, vui lòng liên hệ [UKnowledge@lsv.uky.edu](mailto:UKnowledge@lsv.uky.edu).

THỎA THUẬN CỦA SINH VIÊN:

Tôi cam kết rằng luận văn hoặc luận án và bản tóm tắt của tôi là tác phẩm gốc của tôi. Đã ghi rõ nguồn gốc cho tất cả các nguồn bên ngoài. Tôi hiểu rằng tôi hoàn toàn chịu trách nhiệm xin bất kỳ giấy phép bản quyền cần thiết nào. Tôi đã xin được các tuyên bố cho phép bằng văn bản cần thiết từ chủ sở hữu của mỗi tài liệu có bản quyền của bên thứ ba để đưa vào tác phẩm của tôi, cho phép phân phối điện tử (nếu việc sử dụng đó không được phép theo học thuyết sử dụng hợp lý) sẽ được gửi đến UKnowledge dưới dạng Tệp bổ sung.

Tôi cấp cho Đại học Kentucky và các đại lý của trường giấy phép không thể hủy ngang, không độc quyền và miễn phí bản quyền để lưu trữ và cho phép truy cập toàn bộ hoặc một phần tác phẩm của tôi dưới mọi hình thức phương tiện truyền thông, hiện tại hoặc sau này. Tôi đồng ý rằng tài liệu được đề cập ở trên có thể được cung cấp ngay lập tức để truy cập trên toàn thế giới trừ khi có lệnh cấm vận.

Tôi giữ lại mọi quyền sở hữu khác đối với bản quyền tác phẩm của mình. Tôi cũng giữ lại quyền sử dụng trong các tác phẩm trong tương lai (như bài viết hoặc sách) toàn bộ hoặc một phần tác phẩm của mình. Tôi hiểu rằng tôi được tự do đăng ký bản quyền tác phẩm của mình.

ĐÁNH GIÁ, APPROVE DUYỆT VÀ DỤ CHẤP NHẬN

Tài liệu nêu trên đã được cố vấn của sinh viên, thay mặt cho ủy ban cố vấn, và Giám đốc Nghiên cứu Sau đại học (DGS), thay mặt cho chương trình, xem xét và chấp thuận; chúng tôi xác minh rằng đây là phiên bản cuối cùng, đã được chấp thuận của luận án của sinh viên bao gồm tất cả các thay đổi theo yêu cầu của ủy ban cố vấn. Những người ký tên dưới đây đồng ý tuân thủ các tuyên bố trên.

Mạnh Hoàng, Sinh viên

Tiến sĩ Nicole Thorne Jenkins, Giáo sư chính

Tiến sĩ Brian Bratten, Giám đốc Nghiên cứu Sau đại học

DỰ BÁO EPS CỦA CÁC NHÀ PHÂN TÍCH SAU KHI MUA LẠI  
THÔNG BÁO

---

LUẬN ÁN

---

Một luận án được nộp để đáp ứng một phần các yêu cầu cấp  
bằng Tiến sĩ Triết học trong  
Khoa Kinh doanh và Kinh tế tại Đại học  
Kentucky

Qua

Mạnh Hoàng

Lexington, Kentucky

Đồng giám đốc: Tiến sĩ Nicole Thorne Jenkins, Giáo sư Kế toán

và Tiến sĩ Hong Xie, Giáo sư Kế toán

Lexington, Kentucky

2020

Bản quyền © Meng Huang 2020

## TÓM TẮT LUẬN ÁN

### DỰ BÁO EPS CỦA CÁC NHÀ PHÂN TÍCH SAU KHI MUA LẠI THÔNG BÁO

Dự báo thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) của các nhà phân tích là một trong những chỉ số được sử dụng rộng rãi nhất về hiệu suất của công ty bởi những người tham gia thị trường và giám đốc điều hành công ty. Có hai thành phần trong dự báo EPS, nhưng các tài liệu trước đây hầu như luôn tập trung vào thành phần thu nhập ròng (tử số) và bỏ qua thành phần cổ phiếu đang lưu hành (mẫu số). Những thay đổi trong số lượng cổ phiếu đang lưu hành làm thay đổi cơ học dự báo EPS do mẫu số thay đổi. Tuy nhiên, những thay đổi cơ học này trong dự báo EPS không phản ánh hiệu suất thực sự của công ty. Do đó, điều quan trọng là phải hiểu hành vi điều chỉnh cổ phiếu của các nhà phân tích để diễn giải tốt hơn các lần điều chỉnh EPS của các nhà phân tích sau các sự kiện thay đổi cổ phiếu. Bài báo này sử dụng bối cảnh thông báo mua lại thị trường mở (OMR) để khám phá hành vi điều chỉnh cổ phiếu của các nhà phân tích. Những phát hiện chính bao gồm, trước tiên, khi các nhà phân tích điều chỉnh dự báo EPS sau các thông báo mua lại, họ điều chỉnh mẫu số xuống dựa trên ước tính của họ về số lượng cổ phiếu sẽ được các công ty mua lại; và số ngày mà các nhà phân tích theo dõi các công ty mua lại và sự không chắc chắn của các thông báo mua lại ảnh hưởng đến hành vi điều chỉnh cổ phiếu của các nhà phân tích. Thứ hai, các điều chỉnh dự báo EPS theo tử số, loại bỏ các điều chỉnh theo mẫu số cơ học, có khả năng dự đoán hiệu suất hoạt động trong tương lai của công ty tốt hơn so với các điều chỉnh dự báo EPS thực tế như các nhà phân tích báo cáo. Cuối cùng, những người tham gia thị trường không xử lý được các hàm ý của các điều chỉnh dự báo EPS theo mẫu số.

**TỪ KHÓA:** Mua lại trên thị trường mở, thông báo mua lại, dự báo của nhà phân tích, điều chỉnh dự báo EPS theo mẫu số, hiệu suất hoạt động và phản ứng của thị trường.

---

Mạnh Hoàng

Tác giả

---

05/04/2020

Ngày

DỰ BÁO EPS CỦA CÁC NHÀ PHÂN TÍCH SAU KHI MUA LẠI  
THÔNG BÁO

Qua  
Mạnh Hoàng

---

Tiến sĩ Nicole Thorne Jenkins

Đồng giám đốc luận án

---

Tiến sĩ Hong

Xie Đồng giám đốc luận án

---

Tiến sĩ Brian Bratten

Giám đốc nghiên cứu sau đại học

---

05/04/2020

Ngày

## LỜI CẢM ƠN

Tôi muốn cảm ơn hai đồng chủ tịch luận án của tôi là Tiến sĩ Nicole Thorne Jenkins và Tiến sĩ Hong Xie, vì sự hướng dẫn và hỗ trợ của họ. Tôi cũng muốn cảm ơn ủy ban của tôi các thành viên Tiến sĩ Brian Bratten, Tiến sĩ JS Butler và giám định viên bên ngoài của tôi Tiến sĩ Charles Courtemanche vì những phản hồi sâu sắc của họ, và những người tham gia brownbag và hội thảo tại Đại học Kentucky vì những bình luận của họ. Tôi ghi nhận sự hỗ trợ tài chính từ Trường Kế toán Von Allmen và Trường Kinh doanh Gatton và Kính tế. Mọi lỗi đều do tôi.

## MỤC LỤC

LỜI CẢM ƠN.....	iii
DANH SÁCH BẢNG.....	vi
DANH SÁCH HÌNH ẢNH.....	vii
CHƯƠNG 1. Giới thiệu .....	1
CHƯƠNG 2. Tổng quan tài liệu và phát triển giả thuyết.....	8
2.1 Dự báo của nhà phân tích.....	8
2.2 Thông báo mua lại và sửa đổi EPS của các nhà phân tích.....	9
2.3 Giả thuyết Phát triển .....	13
CHƯƠNG 3. Định nghĩa mẫu và biến.....	18
3.1 Lựa chọn mẫu .....	18
3.2 Đo lường biến đổi.....	19
CHƯƠNG 4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ KẾT QUẢ THỰC NGHIỆM .....	25
4.1 Thống kê mô tả.....	25
4.2 Các sửa đổi dự báo EPS của nhà phân tích sau thông báo của OMR.....	26
4.3 Phân tích theo chiều ngang về việc nhà phân tích điều chỉnh cổ phiếu đang lưu hành .....	29
4.4 Các sửa đổi dự báo EPS thực tế so với EPS dựa trên tử số trong việc dự đoán hiệu suất hoạt động trong tương lai .....	32
4.5 Định giá sai thị trường dẫn đến biến dạng dự báo EPS.....	33
CHƯƠNG 5. Phân tích bổ sung.....	45
5.1 Phân tích EPS sửa đổi sau thông báo mua lại - Mô hình thay thế....	45
5.2 Việc các nhà phân tích sử dụng các bản sửa đổi dự báo EPS trong dự báo giá và khuyến nghị.....	46
5.3 Dự báo EPS thực tế so với dự báo EPS dựa trên tử số trong dự báo giá cổ phiếu và đưa ra khuyến nghị về cổ phiếu .....	47
5.4 Các sửa đổi dự báo EPS của nhà phân tích dựa trên việc mua lại thực tế .....	48
5.5 Xác định các quyết định điều chỉnh cổ phiếu của từng nhà phân tích .....	51
CHƯƠNG 6. Kết luận.....	59

PHỤ LỤC A ĐỊNH NGHĨA BIẾN ĐỔI ..... 63

TÀI LIỆU THAM KHẢO..... 66

VITA..... 69



## DANH SÁCH CÁC BẢNG

Bảng 1 Mẫu .....	
23 Bảng 2 Thống kê tóm tắt.....	
35 Bảng 3 Sửa đổi của nhà phân tích sau thông báo mua lại .....	36
Bảng 4 Kiểm tra cắt ngang mối quan hệ nhà phân tích-quản lý và sự không chắc chắn .....	39
Bảng 5 Các lần điều chỉnh dự báo EPS thực tế so với các lần điều chỉnh dự báo EPS theo tử số - Dự đoán hiệu suất trong tương lai.....	41
Bảng 6 Định giá sai thị trường đến Biến dạng EPS.....	43
Bảng 7 Các lần điều chỉnh dự báo EPS thực tế so với các lần điều chỉnh dự báo EPS theo tử số - Sử dụng trong dự báo của nhà phân tích.....	
54 Bảng 8 Các lần điều chỉnh dự báo EPS thực tế so với các lần điều chỉnh dự báo EPS theo tử số - Dự đoán EPS.....	
56 Bảng 9 Các lần điều chỉnh của nhà phân tích sau khi công bố Cổ phiếu thực tế được mua lại..	57

## DANH SÁCH CÁC HÌNH ẢNH

Biểu đồ 1 Dòng thời gian sửa đổi EPS - Xung quanh thông báo mua lại .....	24
Biểu đồ 2 Dòng thời gian sửa đổi EPS - Xung quanh thông báo thu nhập.....	58

CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU

Những người tham gia thị trường và giám đốc điều hành công ty coi các nhà phân tích tài chính bán ra là những người có trình độ cao

các chuyên gia lão luyện và dựa vào dự báo của họ để đưa ra quyết định. Thu nhập trên mỗi cổ phiếu

Dự báo (EPS) là một trong những dự báo được sử dụng rộng rãi nhất. Có hai thành phần

trong EPS: thu nhập ròng dành cho cổ đông (tử số) và số trung bình có trọng số

của các cổ phiếu đang lưu hành (mẫu số).<sup>1</sup> Do đó, các điều chỉnh dự báo EPS của các nhà phân tích là

được thúc đẩy bởi cả tử số và mẫu số dự báo thay đổi. Tuy nhiên, các nhà phân tích trước đó

tài liệu dự báo hầu như chỉ tập trung vào các yếu tố ảnh hưởng đến thu nhập ròng

(thành phần tử số) của dự báo EPS, chẳng hạn như dòng tiền, các khoản phải trả, doanh thu và

chi phí, nhưng hầu như bỏ qua thành phần cổ phiếu đang lưu hành (mẫu số) của EPS

dự báo.<sup>2</sup> Bài báo này thực hiện bước đầu tiên để kiểm tra hành vi dự báo EPS của các nhà phân tích, với

tập trung vào dự báo của họ về những thay đổi trong số lượng cổ phiếu đang lưu hành sau sự kiện thay đổi cổ phiếu,

do đó làm sáng tỏ cách thức và lý do tại sao người sử dụng dự báo phân tích nên diễn giải đúng

dự báo EPS của các nhà phân tích được điều chỉnh sau các sự kiện thay đổi cổ phiếu.

Trong bài báo này, tôi xem xét các sửa đổi dự báo EPS của các nhà phân tích trên thị trường mở

thiết lập thông báo mua lại (OMR) vì những lý do sau. Đầu tiên, có một

sự gia tăng đáng kể trong việc mua lại cổ phiếu gần đây. Số tiền mà các công ty gần đây đã chi cho

mua lại đạt mức cao kỷ lục - các công ty Hoa Kỳ đã chi 1 nghìn tỷ đô la vào năm 2018 để mua

---

<sup>1</sup> Trong suốt bài viết này, tôi dán nhãn tử số của EPS là thu nhập ròng. Như trong hầu hết các bài báo học thuật và phương tiện truyền thông bài viết, thu nhập được sử dụng thay thế cho EPS.

<sup>2</sup> Theo hiểu biết của tôi, có hai bài báo đề cập đến thành phần cổ phiếu nổi bật trong dự báo EPS của các nhà phân tích. Hertznel và Jain (1991) kiểm tra các bản sửa đổi EPS của các nhà phân tích sau 127 thông báo về đấu thầu mua lại cổ phiếu cung cấp trong giai đoạn mẫu 1970-1984. Họ sử dụng sự thay đổi trong cổ phiếu làm biến kiểm soát và thấy rằng Value Line không điều chỉnh cơ học các thay đổi trong cổ phiếu trong dự báo EPS một năm tới. Green et al. (2016) kiểm tra 120 bảng tính dòng tiền chiết khấu thực (DCF) và ghi lại tỷ lệ lỗi 15% trong các đầu vào cổ phiếu đang lưu hành của các nhà phân tích trong bảng tính. 1

ủng hộ cổ phiếu của chính họ (Ivanova 2018; Cox 2019). Thứ hai, OMR thường được coi là các sự kiện tích cực khi các công ty thực hiện OMR vì định giá thấp hoặc để tránh đầu tư quá mức. Tuy nhiên, OMR gần đây đã thu hút sự giám sát chặt chẽ từ công chúng vì chịu trách nhiệm về việc giảm việc làm và đầu tư và bị những người trong cuộc lợi dụng vì lợi ích cá nhân (Almeida et al. 2016; Cox 2019). Do đó, mục đích của việc công bố OMR khó để các nhà đầu tư xác định. Thứ ba, số lượng cổ phiếu thực tế được mua lại và giá mua lại không có sẵn cho đến ngày phát hành hoặc thu nhập của 10Q/10K ngày công bố. Các công ty thường không tiết lộ kế hoạch mua lại chi tiết trong Các thông báo của OMR và họ không có nghĩa vụ pháp lý phải tuân theo OMR đã công bố của họ kế hoạch, điều này gây khó khăn cho những người tham gia thị trường trong việc ước tính số lượng cổ phiếu thực tế sẽ được được mua lại. Nhìn chung, xét đến hậu quả kinh tế đáng kể và sự bất ổn cao liên quan đến OMR, các nhà phân tích diễn giải các thông báo của OMR đặc biệt cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư.

Nghiên cứu này đầu tiên kiểm tra theo kinh nghiệm xem các nhà phân tích có điều chỉnh ước tính của họ hay không cổ phiếu đang lưu hành khi họ sửa đổi dự báo EPS sau thông báo của OMR và khám phá một số điều kiện ảnh hưởng đến dự báo chia sẻ của các nhà phân tích. Mặc dù các nhà phân tích khó có thể dự báo cổ phiếu sẽ được mua lại sau thông báo của OMR, họ có động cơ để thực hiện ước tính để tạo ra dự báo EPS chính xác. Dự báo EPS nhạy cảm với những thay đổi trong số cổ phiếu đang lưu hành - sự thay đổi 1% trong số lượng cổ phiếu đang lưu hành có thể dẫn đến khoảng thay đổi 1% trong dự báo EPS giả định không có thay đổi nào trong tử số. Nói cách khác, thậm chí với dự đoán thu nhập ròng hoàn hảo, các nhà phân tích có thể tạo ra các lỗi dự báo đáng kể nếu họ bỏ qua những thay đổi chia sẻ trong dự báo EPS của họ. Để tạo điều kiện thuận lợi cho vai trò của thông tin

các trung gian và để giảm thiểu lỗi dự báo, các nhà phân tích có động cơ để kết hợp

chia sẻ những thay đổi trong dự báo EPS của họ sau một sự kiện gây ra những thay đổi trong cổ phiếu.

Để kiểm tra hành vi điều chỉnh cổ phiếu của các nhà phân tích, tôi sử dụng I/B/E/S chi tiết

tập dự báo và cơ sở dữ liệu SDC để tính toán các bản sửa đổi dự báo EPS của từng nhà phân tích

sau khi công bố mua lại trong giai đoạn 2005-2018. Dự báo EPS được điều chỉnh sau khi mua lại

thông báo được đo lường như sự khác biệt giữa EPS cuối cùng của từng nhà phân tích

dự báo trước ngày công bố OMR và dự báo EPS đầu tiên của họ sau OMR

ngày công bố. Tôi tập trung vào dự báo EPS một quý tới vì dự báo này

đường chân trời có liên quan đến giai đoạn dự báo gần đây nhất và được thị trường sử dụng rộng rãi

người tham gia. Bài báo này nhận thấy rằng sau thông báo của OMR, các nhà phân tích thực sự điều chỉnh

dự báo của họ về số lượng cổ phiếu đang lưu hành giảm dựa trên số lượng cổ phiếu ước tính của họ

được mua lại khi sửa đổi dự báo EPS. Ngoài ra, nghiên cứu này cho thấy rằng

số ngày các nhà phân tích theo dõi một công ty và mức độ không chắc chắn của OMR

thông báo đều ảnh hưởng đến hành vi dự báo của các nhà phân tích.

Tiếp theo, nghiên cứu này kiểm tra xem các nhà đầu tư có nên loại bỏ yếu tố mẫu số hay không

tác động từ việc điều chỉnh dự báo EPS và chỉ sử dụng dự báo EPS theo tử số

sửa đổi trong việc đánh giá hiệu suất của các công ty. Một báo cáo của CNBC từ Pisani (2017) thảo luận

việc mua lại của một số công ty “quái vật mua lại”, và nó cảnh báo các nhà đầu tư rằng những công ty đó

các công ty “đã tăng đáng kể thu nhập của họ, không phải bằng cách bán nhiều hàng hơn, mà bằng cách

mua lại cổ phiếu. Bài học: việc mua lại cổ phiếu có thể thúc đẩy thu nhập, nhưng không có cơ sở

cơ bản, không đáng để theo đuổi chúng.” “Thu nhập” được đề cập trong CNBC này

báo cáo là thu nhập trên mỗi cổ phiếu. Các sửa đổi dự báo EPS được tạo ra bởi cả tử số và

sửa đổi mẫu số. Tuy nhiên, sửa đổi EPS do mẫu số thúc đẩy được tạo ra bởi

một số lượng cổ phiếu đang lưu hành khác nhau do mua lại và sự thay đổi này là cơ học

và không phản ánh những thay đổi cơ bản của một công ty. Như mong đợi, tôi thấy rằng so sánh với

các sửa đổi dự báo EPS thực tế như được các nhà phân tích báo cáo, EPS được điều khiển bởi tử số

sửa đổi dự báo, loại bỏ các sửa đổi EPS theo mẫu số hoặc cơ học

từ các bản sửa đổi dự báo EPS thực tế, dự đoán tốt hơn hoạt động trong tương lai của một công ty

hiệu suất.<sup>3</sup>

Hơn nữa, bài báo này khám phá liệu các nhà đầu tư có nhận ra và xử lý

ý nghĩa của việc điều chỉnh dự báo EPS theo mẫu số. Mặc dù EPS của nhà phân tích

các sửa đổi dự báo bao gồm các điều chỉnh cơ học được tạo ra bởi những thay đổi mẫu số

và chỉ có các sửa đổi do tử số điều khiển mới phản ánh hiệu suất tương lai của công ty, các nhà đầu tư có thể

sử dụng dự báo EPS thực tế do các nhà phân tích báo cáo để đưa ra quyết định đầu tư.

Các tài liệu trước đây cung cấp bằng chứng về sự thất bại của những người tham gia thị trường trong việc tư duy theo quy mô.

Cedergren và Marshall (2019) ghi lại một thất bại của thị trường trong việc xử lý mẫu số

những thay đổi được thúc đẩy bởi EPS do các công ty công bố vào ngày công bố thu nhập, có khả năng dẫn đến

trong một sự định giá sai lệch đáng kể về mặt kinh tế. Không phân biệt mẫu số được thúc đẩy

các phần cơ bản do tử số và cơ học điều khiển từ EPS được các nhà phân tích báo cáo

dự báo, người dùng có thể đưa ra kết luận không đáng tin cậy. Như dự đoán, bài báo này nhận thấy rằng

các nhà đầu tư không xử lý được các sửa đổi dự báo EPS theo mẫu số khi họ thực hiện

quyết định đầu tư. Nếu các nhà đầu tư nắm giữ vị thế bán khống hay mua khống dựa trên danh mục đầu tư đã hình thành

bằng cách điều chỉnh dự báo EPS theo mẫu số, họ có thể nhận được từ ba đến mười phần trăm

---

3 Các lần điều chỉnh EPS theo mẫu số hoặc cơ học = các lần điều chỉnh dự báo EPS thực tế - các lần điều chỉnh dự báo EPS theo tử số.

lợi nhuận bất thường trong khoảng thời gian từ ba đến mười hai tháng sau khi các nhà phân tích báo cáo EPS của họ dự báo.

Nghiên cứu này cung cấp một số phát hiện bổ sung. Đầu tiên, mặc dù tử số được điều khiển

Việc điều chỉnh EPS dự đoán tốt hơn hiệu suất tương lai của một công ty, các nhà phân tích dựa nhiều hơn vào thực tế của họ

Dự báo EPS được điều chỉnh hơn là các điều chỉnh EPS dựa trên tử số trong mục tiêu giá của họ

dự báo, có liên quan đến việc ước tính quá mức giá cổ phiếu. Thứ hai, so sánh

với các bản sửa đổi dự báo EPS được điều khiển bởi tử số, tôi thấy rằng các bản sửa đổi dự báo thực tế

như các nhà phân tích báo cáo tương đối nhiều thông tin hơn trong việc dự đoán EPS thực tế. Thứ ba, tôi

xem xét liệu các nhà phân tích có ước tính những thay đổi về cổ phiếu dựa trên việc mua lại khi thực tế

số lượng cổ phiếu được mua lại được công bố trong thông báo thu nhập. Tôi tìm thấy bằng chứng rằng

các nhà phân tích thường xuyên cập nhật ước tính cổ phiếu đang lưu hành của họ và tịch thu

kỳ vọng mua lại vào dự báo của họ sau khi họ nhận được thông tin mới về

các cổ phiếu thực tế được mua lại. Bài báo này là bài đầu tiên cung cấp bằng chứng ban đầu cho thấy các nhà phân tích

trung bình hãy xem xét tác động của cổ phiếu được mua lại đối với dự báo EPS. Cuối cùng, tôi sử dụng

một mẫu các nhà phân tích cá nhân cung cấp nhiều dự báo cho phép tôi rút lui

số lượng cổ phiếu họ sử dụng trong dự báo của họ để xác nhận phương pháp được sử dụng trong bài báo này để

ước tính của các nhà phân tích ủy nhiệm về những thay đổi của cổ phiếu đang lưu hành.

Nhìn chung, những phát hiện này phù hợp với phỏng đoán chính của tôi rằng, trung bình,

các nhà phân tích điều chỉnh mẫu số của dự báo EPS của họ theo hướng giảm dựa trên ước tính

số lượng cổ phiếu được mua lại sau thông báo của OMR. Để dự đoán tốt hơn

hiệu suất hoạt động trong tương lai, người sử dụng dự báo EPS của nhà phân tích nên loại trừ mẫu số

dự báo được thúc đẩy. Ngoài ra, các nhà đầu tư không kết hợp các sửa đổi được thúc đẩy bởi mẫu số vào

quá trình ra quyết định đầu tư của họ.

Bài báo này đưa ra cả những đóng góp về mặt học thuật và thực tiễn. Nó mở rộng hiểu biết về việc các nhà phân tích có sửa đổi số lượng cổ phiếu ước tính của họ hay không và sửa đổi như thế nào nổi bật sau một sự kiện quan trọng của công ty - thông báo của OMR. Sử dụng OMR thiết lập thông báo, tôi ghi lại rằng các nhà phân tích sử dụng mua lại dự báo để điều chỉnh cả thu nhập ròng và các thành phần cổ phiếu đang lưu hành trong dự báo EPS của họ. Bài báo này nhấn mạnh sự cần thiết phải sử dụng số dự báo EPS theo tử số, thay vì con số dự báo EPS thực tế được các nhà phân tích báo cáo, trong việc đánh giá và dự đoán một công ty hiệu suất hoạt động sau sự kiện thay đổi cổ phiếu. Hơn nữa, vì bài báo này nghiên cứu dự báo của nhà phân tích trước một quý, trong đó thời gian để các công ty mua lại cổ phiếu và do đó số lượng cổ phiếu ước tính được mua lại là tương đối nhỏ. So với các dự báo trong thời gian dài hơn, kết quả trong nghiên cứu này có sức mạnh nhỏ hơn. Do đó, các hành vi điều chỉnh cổ phiếu của các nhà phân tích được xác định trong bài báo này có thể khá quát hóa đến các giai đoạn dự báo khác.

Ngoài ra, không giống như các tiết lộ thông thường dẫn đến tăng tính minh bạch, mua lại thông báo dẫn đến sự gia tăng bất đối xứng thông tin như được chứng minh bằng sự xung đột ý kiến về tính hợp pháp của chúng. Các kết quả được ghi lại trong bài báo này làm sáng tỏ cách thị trường, theo định nghĩa rộng rãi, có thể sử dụng hành vi sửa đổi của các nhà phân tích để diễn giải tốt hơn Thông báo của OMR. Ví dụ, những người tham gia thị trường nên sử dụng EPS thực tế của các nhà phân tích dự báo để dự đoán EPS thực tế của các công ty, nhưng họ nên sử dụng EPS do tử số điều khiển dự báo để đánh giá hiệu suất thực tế của các công ty nhằm đưa ra quyết định đầu tư dài hạn. Đó là cũng cung cấp thông tin cho những người tham gia thị trường để cung cấp thêm bằng chứng về hậu quả của không xử lý được các sửa đổi dự báo EPS theo mẫu số.



Cuối cùng, khi phương tiện truyền thông công cộng cung cấp dự báo của các nhà phân tích và khi các công ty so sánh thu nhập với dự báo của các nhà phân tích, hầu hết trong số họ chỉ cung cấp số EPS, thay vì các thành phần tử số và mẫu số của dự báo EPS.<sup>4</sup> Đáp lại lời kêu gọi học viện để cung cấp những hàm ý mạnh mẽ trong nghiên cứu của chúng tôi, bài báo này cho rằng khi các nhà phân tích, công ty và phương tiện truyền thông công cộng nói chung báo cáo hoặc sử dụng số liệu dự báo EPS, họ nên xem xét cả số EPS và thu nhập ròng cũng như các thành phần cổ phiếu được sử dụng để lấy số, đặc biệt là đối với các sự kiện có thông tin thay đổi cả thu nhập ròng và cổ phiếu, chẳng hạn như sự kiện thông báo mua lại. Sẽ có nhiều thông tin hơn nếu họ có thể tiết lộ tác động của EPS do mẫu số thay đổi.

Phần còn lại của luận án được tổ chức như sau: Chương 2 cung cấp đánh giá tài liệu và phát triển các giả thuyết. Chương 3 minh họa xây dựng mẫu và các định nghĩa biến. Chương 4 trình bày các phương pháp nghiên cứu, thống kê tóm tắt và kết quả thực nghiệm. Chương 5 cung cấp một số kết quả phân tích bổ sung. Cuối cùng, Chương 6 kết thúc nghiên cứu này và đưa ra những hàm ý cho thực tiễn và nghiên cứu trong tương lai.

---

4 Ví dụ, Yahoo Finance cung cấp thông tin dự báo thu nhập của nhà phân tích phong phú, bao gồm dự báo cao, thấp và trung bình và số lượng nhà phân tích có điều chỉnh EPS tăng hoặc giảm. Tuy nhiên, người dùng trang web không thể tìm ra được bao nhiêu dự báo EPS và hướng điều chỉnh được thúc đẩy bởi tử số so với mẫu số thay đổi dự báo.

## CHƯƠNG 2. TỔNG QUAN TÀI LIỆU VÀ PHÁT TRIỂN GIẢ THUYẾT

### 2.1 Dự báo của nhà phân tích

Những người tham gia thị trường và ban quản lý coi các nhà phân tích tài chính bán ra là những người có trình độ cao các chuyên gia lão luyện và dựa vào dự báo của họ để đưa ra quyết định. Các giám đốc điều hành đánh giá khuyến nghị và dự báo của các nhà phân tích là một trong những lực lượng mạnh nhất ảnh hưởng đến cổ phiếu giá cả (Graham và cộng sự 2005). Có nhiều sự kiện có thể kích hoạt dự báo của các nhà phân tích, bao gồm (1) các sự kiện cấp công ty như thông báo thu nhập, sáp nhập và mua lại, việc thoái vốn, thông báo sản phẩm mới, tái cấu trúc, tuyên bố trả cổ tức và thông báo mua lại; (2) các sự kiện cấp vĩ mô, chẳng hạn như thay đổi tỷ giá hối đoái; và (3) các quy định, chẳng hạn như thông qua Reg FD và thay đổi luật thuế (Ramnath et al. 2008; Brauer và Wiersema 2018). Có một khối lượng lớn tài liệu nghiên cứu các kết quả đầu ra được cung cấp bởi các nhà phân tích, bao gồm dự báo về thu nhập ngắn hạn và dài hạn, tỷ lệ tăng trưởng dài hạn, giá mục tiêu, khuyến nghị về cổ phiếu và chi phí vốn chủ sở hữu (Brav và Lehavy 2003; Hong và Kubik 2003; Bradshaw 2004; Balakrishnan và cộng sự 2018). Trong số tất cả những đầu ra, dự báo EPS là đầu ra được kiểm tra rộng rãi nhất trong tài liệu. Đối với Ví dụ, dự báo EPS đã được sử dụng để hiểu các quá trình ra quyết định của các nhà phân tích, để đánh giá khả năng của các nhà phân tích, để đại diện cho môi trường thông tin của các công ty, để đo lường áp lực thu nhập và cung cấp thông tin cho những người tham gia thị trường (Ramnath et al. 2008; Zhang và Gimeno 2016).

Tuy nhiên, các tài liệu trước đây hầu như luôn tập trung vào các yếu tố tác động đến tử số của dự báo EPS (thu nhập ròng) như dòng tiền, các khoản phải trả, doanh thu và chi phí (Ertimur và cộng sự 2003; Melendrez và cộng sự 2008). Mặc dù mẫu số của EPS dự báo (số lượng cổ phiếu đang lưu hành) là một thành phần khác của dự báo EPS,

việc điều tra tác động của mẫu số lên dự báo EPS của các nhà phân tích còn rất hạn chế.

Hertzel và Jain (1991) kiểm tra dự báo của các nhà phân tích sau khi công bố chào thầu và

thấy rằng Value Line không điều chỉnh cơ học các thay đổi về cổ phiếu đang lưu hành trong ngắn hạn

Dự báo EPS sau khi công bố chào mua. Green et al. (2016) kiểm tra 120 thực

bảng tính dòng tiền chiết khấu (DCF) được các nhà phân tích sử dụng và thấy rằng có 15%

tỷ lệ lỗi liên quan đến số lượng cổ phiếu đang lưu hành được sử dụng trong dự báo. Lỗi ở đây là

được định nghĩa là chênh lệch hơn 3% so với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành theo Compustat.

Nếu mẫu của họ bị giới hạn ở các công ty có thay đổi về cổ phiếu phổ thông hoặc sử dụng một

tỷ lệ sai lệch để xác định lỗi, tôi cho rằng tỷ lệ lỗi liên quan đến cổ phiếu đang lưu hành được sử dụng

trong dự báo EPS sẽ lớn hơn.

Tóm lại, dự báo EPS của nhà phân tích là một chỉ số được ban quản lý và

thị trường chung. Mặc dù có hai thành phần trong tính toán EPS, trước đó

tài liệu tập trung vào thành phần tử số (thu nhập ròng), bỏ qua mẫu số

thành phần (số lượng cổ phiếu đang lưu hành). Kiểm tra xem các nhà phân tích có thực hiện hay không và thực hiện như thế nào

cập nhật số lượng cổ phiếu đang lưu hành trong dự báo của họ có thể làm phong phú thêm sự hiểu biết của chúng tôi

của hành vi dự báo EPS của các nhà phân tích.

## 2.2 Thông báo mua lại và sửa đổi EPS của các nhà phân tích

Việc mua lại cổ phiếu ngày càng trở nên phổ biến và thu hút được nhiều sự chú ý

sự chú ý từ cả thực hành và học thuật. Có một cuộc tranh luận về việc liệu có mua lại

là những sự kiện tích cực hoặc tiêu cực. Những người hoài nghi về việc mua lại tin rằng các công ty sử dụng việc mua lại

để mang lại lợi ích cho các giám đốc điều hành hoặc các cổ đông lớn bằng cách gây thiệt hại cho các bên liên quan khác.

Ví dụ, ủy viên SEC Robert Jackson và thượng nghị sĩ Chris Van Hollen đều

chỉ trích hành vi giao dịch cơ hội của những người trong công ty xung quanh việc mua lại

thông báo và kêu gọi hạn chế những hành vi như vậy. Hribar et al. (2006) nhận thấy rằng

các công ty sử dụng việc mua lại một cách có cơ hội để đáp ứng hoặc vượt qua dự báo EPS của các nhà phân tích và rằng

thị trường chiết khấu các khoản thu nhập bất ngờ do mua lại gây ra. Kim và Ng (2017) tiếp tục

thấy rằng hành vi mua lại cơ hội của các công ty có nhiều khả năng xảy ra hơn khi các công ty cung cấp

tiền thưởng dựa trên EPS của giám đốc điều hành. Chen và Wang (2012) phát hiện ra rằng ngay cả về mặt tài chính

các công ty bị hạn chế thực hiện mua lại cổ phiếu và các công ty này thể hiện tình hình kém sau khi mua lại

lợi nhuận và hiệu suất. Almeida et al. (2016) sử dụng thiết kế gián đoạn hồi quy mờ

và thấy rằng các công ty thực hiện mua lại theo EPS sẽ làm giảm việc làm và

đầu tư sau khi mua lại. Các Thượng nghị sĩ Chuck Schumer và Bernie Sanders đã đề xuất

hạn chế việc mua lại cổ phiếu của công ty trừ khi các công ty đáp ứng được một số yêu cầu tuyển dụng nhất định.

Mặt khác, những người ủng hộ việc mua lại tin rằng các công ty có lý do chính đáng để

tiến hành mua lại và hậu quả tiêu cực không phải do việc mua lại. Các công ty

thường công bố mua lại để gửi tín hiệu tích cực. Lý do mua lại

bao gồm việc báo hiệu sự định giá thấp của công ty, thể hiện sự tin tưởng của ban quản lý vào công ty của họ

hiệu suất trong tương lai, trả lại tiền mặt dư thừa cho các nhà đầu tư để tránh đầu tư quá mức và

cải thiện tỷ lệ tài chính. Ngoài ra, một số nhà nghiên cứu không thấy bằng chứng về sự sụt giảm

tổng đầu tư vào nền kinh tế khi có sự mua lại rộng rãi (Fried và Wang

2018). Nhìn chung, thị trường thường diễn giải các thông báo mua lại là tích cực

tín hiệu (Lie 2005), nhưng các hành vi mua lại cơ hội được ghi nhận và công chúng

việc xem xét kỹ lưỡng việc mua lại tạo ra cảm giác không chắc chắn liên quan đến thông báo mua lại

hoạt động. Nghĩa là, thị trường khó có thể xác định liệu có thông báo mua lại hay không

là một sự kiện tích cực hay tiêu cực.

Khi có sự không chắc chắn cao, thị trường phụ thuộc nhiều hơn vào dự báo của các nhà phân tích (Loh và Stulz 2018), giúp hiểu được cách các nhà phân tích diễn giải việc mua lại thông báo một chủ đề quan trọng. Hertzell và Jain (1991) nhận thấy rằng các nhà phân tích sửa đổi Dự báo EPS tăng lên sau thông báo chào mua công khai và Bartov (1991) thấy điều tương tự sửa đổi EPS tăng lên sau thông báo của OMR. Ngược lại, Grullon và Michaely (2004) ghi lại các sửa đổi EPS tiêu cực sau thông báo của OMR và O'Brien (2014) không tìm thấy bất kỳ sửa đổi EPS nào sau thông báo của OMR sau khi điều chỉnh liên quan đến hiệu suất thiên vị. Peyer và Vermaelen (2009) phát hiện ra rằng các dự báo của nhà phân tích là bi quan trước mua lại và không được sửa đổi sau khi thông báo mua lại. Kurt (2018) sử dụng thiết lập mua lại cổ phiếu tăng tốc (ASR) và thấy rằng các nhà phân tích trước tiên phải sửa đổi dự báo EPS tăng lên sau thông báo ASR và sau đó điều chỉnh dự báo giảm xuống khi tiếp cận ngày công bố thu nhập của các công ty. Nhìn chung, các tài liệu trước đây trình bày những phát hiện hỗn hợp về việc các nhà phân tích có giải thích thông báo mua lại là tích cực hay tiêu cực hay không sự kiện.

Một hạn chế chung của tất cả các tài liệu trên là các nghiên cứu này chỉ xem xét các yếu tố có thể ảnh hưởng đến dự báo thu nhập ròng, tử số của dự báo EPS. Tuy nhiên, thông báo mua lại không chỉ cung cấp thông tin liên quan đến thu nhập ròng, nhưng cũng chứa thông tin hiệu suất không liên quan đến hoạt động mua lại việc triển khai, làm giảm mẫu số của dự báo EPS. Do đó, nhỏ hơn mẫu số của EPS do cổ phiếu được mua lại làm tăng dự báo EPS một cách cơ học nếu các nhà phân tích kết hợp các cổ phiếu được mua lại vào dự báo của họ. Là trung gian thông tin để theo dõi thông tin tài chính cho các nhà đầu tư, các nhà phân tích được cho là phải kết hợp thông tin liên quan đến cả thu nhập ròng (tử số) và cổ phiếu đang lưu hành (

mẫu số) từ các thông báo mua lại để cập nhật dự báo EPS của họ. Trong các nhà phân tích mô hình định giá, số lượng cổ phiếu đang lưu hành là một đầu vào mà họ sử dụng để tạo ra EPS dự báo (Green et al. 2016). Tuy nhiên, không giống như các sự kiện chia tách cổ phiếu hoặc cổ tức cổ phiếu, nó là không thể biết được số lượng cổ phiếu thực tế sẽ được mua lại trong dự báo của các nhà phân tích thời kỳ.5 Ngoài ra, một đặc điểm độc đáo về việc mua lại là các công ty không bắt buộc phải thực hiện mua lại sau khi công bố hoặc thực hiện các kế hoạch đã công bố. Trên thực tế, Bonaimé (2015) ghi lại sự tồn tại của những người phát tín hiệu sai sử dụng mua lại thông báo nhằm tăng giá cổ phiếu mà không thực sự mua lại cổ phiếu đã công bố. Một trang web đào tạo dự báo phân tích trực tuyến - Wall Street Prep - cho thấy rằng dự báo việc mua lại cổ phiếu là phức tạp nhất và là thách thức đối với các nhà phân tích (WallStreetPrep). Do đó, các nhà phân tích khó có thể ước tính được số lượng cổ phiếu được mua lại sau khi mua lại. thông báo và có thể các nhà phân tích sẽ bỏ qua các cổ phiếu được mua lại trong Dự báo EPS sau thông báo mua lại.

Tóm lại, có một sự không chắc chắn cao về việc liệu có nên mua lại hay không thông báo là một sự kiện tích cực hay tiêu cực, và do đó các nhà phân tích diễn giải về thông báo mua lại có tính thông tin. Tài liệu trước đây đưa ra những phát hiện hỗn hợp cho dù các nhà phân tích coi sự kiện này là tích cực hay tiêu cực, nhưng tài liệu đó chủ yếu tập trung vào về thành phần thu nhập ròng (tử số) của dự báo EPS. Mua lại thông báo cũng cung cấp thông tin liên quan đến thành phần chia sẻ (mẫu số) của dự báo EPS. Các nhà phân tích dự kiến sẽ cập nhật ước tính cổ phiếu của họ sau khi mua lại thông báo cũng vậy. Không xem xét khả năng các nhà phân tích điều chỉnh cổ phiếu

---

5 Số lượng cổ phiếu thực tế được mua lại sẽ được công bố tại các buổi công bố thu nhập hoặc trong hồ sơ 10K/10Q sau buổi công bố thu nhập.

thành phần trong dự báo EPS của họ có thể dẫn đến việc sử dụng sai dự báo EPS của nhà phân tích

các nhà đầu tư và các nhà phân tích khác dự báo người sử dụng.

### 2.3 Giả thuyết Phát triển

Một lời giải thích chính cho phản ứng tích cực của giá cổ phiếu đối với cổ phiếu

mua lại là thông báo mua lại truyền đạt thông tin thuận lợi về

triển vọng tương lai của công ty (Hertzel và Jain 1991). Giả thuyết thông tin này cho thấy

rằng các nhà phân tích nên xem xét lại dự báo và khuyến nghị của họ sau khi mua lại

thông báo (Hertzel và Jain 1991). Ngoài ra, có thể có nhu cầu cao hơn đối với

các nhà phân tích tổng hợp thông tin bổ sung khi các công ty tăng cường công bố (Boone

và White 2015). Các thông báo mua lại cung cấp thông tin mới về những thay đổi trong

cổ phiếu đang lưu hành, vì vậy các nhà phân tích nên xem xét lại ước tính của họ về cổ phiếu đang lưu hành, dựa trên

về số lượng cổ phiếu dự kiến được mua lại sau thông báo mua lại.

Simkovic (2009) theo dõi việc mua lại trong 20 tháng sau khi thông báo mua lại và

tìm thấy tỷ lệ hoàn thành 80,3% vào năm 2004. Huang và Zhang (2015) và Lie (2005) cũng

đề cập rằng mặc dù các kế hoạch OMR đã công bố có thể được thực hiện trong khoảng thời gian từ một đến

ba năm, các công ty thường bắt đầu mua lại thực tế ngay sau thông báo mua lại.

Wall Street Prep khuyến nghị các nhà phân tích dự báo số lượng cổ phiếu sẽ được mua lại

khi đưa ra dự báo EPS, đặc biệt là đối với các công ty mua lại lớn thường xuyên

(WallStreetPrep). Nhìn chung, mặc dù khó có thể ước tính số lượng cổ phiếu sẽ được

được mua lại trong giai đoạn dự báo, với việc thực hiện mua lại thường xuyên sau

thông báo trong quá khứ cho một công ty thông báo, tôi mong rằng các nhà phân tích được khuyến khích

để ước tính số lượng cổ phiếu được mua lại khi đưa ra dự báo EPS sau

thông báo mua lại của công ty. Những điều chỉnh như vậy đối với cổ phiếu đang lưu hành của các nhà phân tích có thể

giảm lỗi dự báo của họ hoặc tăng độ chính xác của dự báo. Giả thuyết đầu tiên của tôi được nêu là

sau đây:

H1: Các nhà phân tích điều chỉnh giảm ước tính số lượng cổ phiếu đang lưu hành dựa trên ước tính của họ về số lượng cổ phiếu sẽ được mua lại khi họ điều chỉnh dự báo EPS sau thông báo mua lại.

Trong giả thuyết thứ hai của tôi, tôi xem xét liệu số lượng cổ phiếu ước tính của các nhà phân tích

nổi bật sau khi thông báo mua lại thay đổi theo hai chiều: nhà quản lý-nhà phân tích

mối quan hệ và sự không chắc chắn trong thông báo mua lại. Đầu tiên, tôi điều tra tác động của

mối quan hệ nhà phân tích-quản lý về số lượng cổ phiếu đang lưu hành đã được sửa đổi. Trên một

Mặt khác, các tài liệu trước đây cho thấy các nhà phân tích dự báo EPS nhỏ hơn một cách có cơ hội để nó là

dễ dàng hơn cho các nhà quản lý để đánh bại các mục tiêu dự báo EPS. Ví dụ, Berger et al. (2018) tìm thấy

rằng các nhà phân tích đôi khi bỏ qua thông tin tích cực khỏi dự báo EPS của họ để tạo điều kiện thuận lợi

mục tiêu dự báo có thể đánh bại. Cen et al. (2016) nhận thấy rằng các nhà phân tích có nhiều quyền truy cập hơn vào các nhà quản lý

ít lạc quan hơn về mặt chiến lược trong việc dự báo thu nhập và lạc quan hơn về cổ phiếu

khuyến nghị. Do đó, các nhà phân tích có thể bỏ qua lạm phát trong EPS do dự kiến

số lượng cổ phiếu được mua lại để các công ty có thể dễ dàng đáp ứng hoặc vượt qua dự báo của các nhà phân tích

với sự giúp đỡ của việc mua lại. Mặt khác, mối quan hệ chặt chẽ với các nhà quản lý giúp

các nhà phân tích hiểu rõ hơn về hoạt động của các công ty. Những mối quan hệ chặt chẽ như vậy giúp

các nhà phân tích tạo ra dự báo EPS, đặc biệt là đối với các sự kiện có sự không chắc chắn, chẳng hạn như mua lại

thông báo. Ví dụ, Brown et al. (2015) khảo sát các nhà phân tích bán hàng và báo cáo rằng

giao tiếp riêng tư với ban quản lý là một đầu vào hữu ích cho dự báo của các nhà phân tích. Vì

mối quan hệ gần gũi hơn với các nhà quản lý làm tăng cơ hội có một không gian riêng tư

giao tiếp với các nhà quản lý, điều này có thể giúp các nhà phân tích có ý tưởng tốt hơn về việc mua lại của các công ty



các kế hoạch, các nhà phân tích có thể có nhiều khả năng ước tính số lượng cổ phiếu sẽ được mua lại khi họ sửa đổi dự báo EPS sau khi công bố mua lại. Bởi vì hai điều trên quan điểm đưa ra những dự đoán đối lập, tôi không đưa ra dự đoán theo hướng cho tác động của mối quan hệ nhà phân tích-quản lý đến số lượng cổ phiếu đang lưu hành đã được điều chỉnh của các nhà phân tích sau khi có thông báo mua lại.

H2a: Mối quan hệ giữa nhà phân tích và người quản lý không ảnh hưởng đến việc các nhà phân tích điều chỉnh lại số cổ phiếu đang lưu hành khi họ điều chỉnh dự báo EPS sau thông báo mua lại.

Thứ hai, tôi điều tra tác động của sự không chắc chắn trong thông báo mua lại đối với các nhà phân tích sửa đổi cổ phiếu đang lưu hành. Chi phí xử lý thông tin cao hơn đối với các công ty có mức độ không chắc chắn cao hơn, điều này có thể khiến các nhà phân tích không muốn sửa đổi dự báo của họ (Griffin et al. 2018). Tuy nhiên, khi có sự không chắc chắn cao hơn, thì nhu cầu cao hơn từ thị trường dự báo từ các chuyên gia (Loh và Stulz 2018). Do đó, các nhà phân tích có thể sẵn sàng hơn trong việc điều chỉnh số lượng cổ phiếu đang lưu hành để đáp ứng nhu cầu. Một lần nữa, tôi không đưa ra dự đoán theo hướng tác động của sự không chắc chắn trong thông báo mua lại đối với các nhà phân tích số lượng cổ phiếu đang lưu hành đã được điều chỉnh sau thông báo mua lại.

H2b: Sự không chắc chắn về thông báo mua lại không ảnh hưởng đến việc các nhà phân tích điều chỉnh lại số cổ phiếu đang lưu hành khi họ điều chỉnh dự báo EPS sau thông báo mua lại.

Trong giả thuyết thứ ba của tôi, tôi khám phá xem liệu dự báo EPS do tử số điều khiển có các bản sửa đổi, loại bỏ sự gia tăng cơ học trong dự báo EPS do số lượng dự kiến của các cổ phiếu được mua lại, chỉ ra nhiều hơn về hiệu suất hoạt động trong tương lai so với các sửa đổi dự báo EPS thực tế được các nhà phân tích báo cáo. Cổ phiếu được mua lại sẽ giảm số lượng cổ phiếu đang lưu hành ước tính, là mẫu số của dự báo EPS và do đó tăng cơ học dự báo EPS. Tuy nhiên, sự gia tăng EPS được tạo ra bởi cổ phiếu được mua lại là do mẫu số nhỏ hơn, không phải do công ty được tăng cường

cơ bản. Nói cách khác, sự gia tăng cơ học trong EPS do cổ phiếu tạo ra

được mua lại không nên phản ánh hiệu suất hoạt động trong tương lai của một công ty. Do đó, thứ ba của tôi

giả thuyết, so sánh sức mạnh dự báo của các lần điều chỉnh dự báo EPS thực tế (EPS

(các sửa đổi dự báo theo báo cáo của các nhà phân tích) và các sửa đổi dự báo EPS theo tử số

(Các điều chỉnh dự báo EPS loại bỏ tác động cơ học của các cổ phiếu ước tính được mua lại

từ các điều chỉnh dự báo EPS thực tế) trong việc dự đoán hiệu suất hoạt động trong tương lai của các công ty,

được nêu như sau:

H3: Việc điều chỉnh dự báo EPS theo tử số có sức mạnh dự báo cao hơn về hiệu suất hoạt động trong tương lai so với việc điều chỉnh dự báo EPS thực tế.

Cuối cùng, tôi xem xét liệu những người tham gia thị trường có nắm giữ EPS được thúc đẩy bởi mẫu số hay không

thay đổi thành quyết định đầu tư của họ. Nếu dự báo EPS do mẫu số thúc đẩy, hoặc

Sự bóp méo dự báo EPS, làm giảm khả năng dự báo EPS trong việc dự đoán hoạt động trong tương lai

hiệu suất, thì những người tham gia thị trường nên giảm thiểu sự bóp méo đó. Nói cách khác, nếu

thị trường không nhận ra và kết hợp sự bóp méo, việc định giá sai có thể xảy ra. Trước đó

tài liệu có những phát hiện trái chiều về việc liệu thị trường có chiết khấu EPS theo mẫu số hay không

thay đổi, nói chung. Ví dụ, Hribar và cộng sự (2006) nhận thấy rằng những người tham gia thị trường

chiết khấu các thay đổi EPS do mua lại gây ra tại các thông báo thu nhập, trong khi

Cedergren và Marshall (2019) ghi lại một thất bại của thị trường trong việc diễn giải mẫu số

thúc đẩy thay đổi EPS tại các thông báo thu nhập. Trong thông báo mua lại của nghiên cứu của tôi

thiết lập, thị trường khó có thể dự đoán liệu các công ty công bố có mua lại hay không

và họ sẽ mua lại bao nhiêu cổ phiếu và bao nhiêu tiền. Do đó, nghiên cứu này

dự đoán rằng thị trường không xử lý được những hàm ý của EPS do mẫu số thúc đẩy

thay đổi dự báo hoặc biến dạng dự báo EPS, do cổ phiếu dự kiến sẽ là

được mua lại trong giai đoạn dự báo.

H4: Những người tham gia thị trường không kết hợp được sự bóp méo dự báo EPS do dự báo mua lại khi các nhà phân tích công bố bản sửa đổi dự báo EPS của họ sau khi mua lại thông báo.

### CHƯƠNG 3. ĐỊNH NGHĨA MẪU VÀ BIẾN

#### 3.1 Lựa chọn mẫu

Tôi sử dụng cơ sở dữ liệu của Securities Data Corporation (SDC) để thông báo mua lại dữ liệu, CRSP cho dữ liệu thị trường chứng khoán, Compustat cho dữ liệu kế toán và Chi tiết I/B/E/S cho dữ liệu dự báo thu nhập. Tôi sử dụng cơ sở dữ liệu Chi tiết I/B/E/S cho các dự báo của từng nhà phân tích, thay vì Tóm tắt I/B/E/S cho các dự báo đồng thuận, vì sử dụng nhà phân tích cá nhân dự báo giải quyết vấn đề dự báo cũ kỹ được nhúng trong dự báo đồng thuận (Brown 1993) và vấn đề thiếu thông tin khi các dự báo táo bạo bị loại bỏ (Clement và Tse 2005).<sup>6</sup>

Mẫu chính được sử dụng trong bài báo này bao gồm tất cả các sự kiện thông báo của OMR từ năm 2005 đến năm 2018. Giai đoạn mẫu bắt đầu vào năm 2005 vì dữ liệu mua lại đã trở thành có sẵn vào năm 2004 và tôi cần mua lại trễ trong ước tính mua lại. Mẫu giai đoạn kết thúc vào năm 2018, là năm gần đây nhất có dữ liệu đầy đủ. Tôi ước tính các phân tích của mình tại mức độ thông báo của nhà phân tích-OMR. Để giảm thiểu các vấn đề của dự báo nhà phân tích cũ và các yếu tố gây nhiễu, mẫu chỉ bao gồm các dự báo được đưa ra trong vòng 90 ngày trước và trong vòng 30 ngày sau thông báo mua lại để tính toán các sửa đổi của nhà phân tích. Trong Ngoài ra, để các công ty có thời gian thực hiện mua lại sau khi công bố mua lại, tôi bỏ mua lại được công bố trong vòng 30 ngày trước khi giai đoạn dự báo kết thúc. Cuối cùng, sau xóa các quan sát có biến kiểm soát bị thiếu, mẫu cuối cùng chứa 4.784

---

6 Brown (1993) chỉ ra rằng dự báo đồng thuận có thể chứa các dự báo cũ trong các tệp Tóm tắt I/B/E/S và việc sử dụng các tệp Chi tiết I/B/E/S có thể giải quyết được vấn đề này. Gleason và Lee (2003) và Clement và Tse (2005) nhận thấy rằng các dự báo khác với dự báo đồng thuận và dự báo táo bạo được định giá cao hơn bởi thị trường và chứa thông tin riêng hữu ích. Ngoài ra, dự báo đồng thuận I/B/E/S có thể không phù hợp để sử dụng. Kaplan và cộng sự (2018) nhận thấy rằng I/B/E/S có thể loại bỏ một cách có cơ hội một số dự báo của nhà phân tích khỏi sự đồng thuận, không chỉ dựa trên các giá trị ngoại lệ, để đáp ứng nhu cầu của nhà quản lý, điều này cho thấy rằng dự báo đồng thuận có thể mất thông tin liên quan đến hành vi sửa đổi của nhà phân tích.

quan sát của các nhà phân tích-công ty-quý trong giai đoạn 2005-2018 và bao gồm 920 thông báo của OMR.

Bảng 1 bảng A cho thấy quá trình xây dựng chi tiết cho thông báo mua lại

vật mẫu.

### 3.2 Đo lường biến đổi

Đối với mỗi thông báo OMR trong mẫu thông báo mua lại, tôi thu thập

dự báo EPS quý gần nhất được thực hiện trong vòng 90 ngày trước ngày công bố OMR

(EPS\_PreRepAnn) từ tất cả các nhà phân tích cá nhân. Sau đó tôi tìm thấy dự báo EPS đầu tiên sau

Thông báo OMR (EPS\_PostRepAnn) từ cùng một nhà phân tích để tính toán dự báo EPS

sửa đổi cho từng nhà phân tích riêng lẻ (ForecastREVt). Tôi chỉ yêu cầu sự sẵn có của

EPS\_PreRepAnn. Nếu EPS\_PostRepAnn bị thiếu, tôi coi nó bằng với EPS\_PreRepAnn,

tức là không có sửa đổi. Hình 1 minh họa mốc thời gian của hai dự báo EPS này so với

Ngày công bố của OMR. Để giảm thiểu tác động gây nhiễu của các sự kiện quan trọng khác,

Tôi yêu cầu những dự báo đầu tiên sau thông báo của OMR (EPS\_PostRepAnn) phải được báo cáo

trong vòng 30 ngày sau khi thông báo. Tôi cũng xóa các quan sát có thu nhập

thông báo được đưa ra giữa hai lần dự báo.

Tôi chỉ thảo luận các biến chính bên dưới. Định nghĩa cho tất cả các biến khác được trình bày chi tiết trong Phụ lục A.

Sửa đổi dự báo EPS của nhà phân tích (ForecastREVt)

Biến phụ thuộc đầu tiên của tôi là bản sửa đổi dự báo EPS của nhà phân tích sau OMR

thông báo (ForecastREVt). ForecastREVt bằng với sự khác biệt giữa EPS đầu tiên

ước tính được thực hiện sau thông báo mua lại và ước tính EPS cuối cùng được thực hiện trước

thông báo mua lại, được điều chỉnh theo giá cổ phiếu vào đầu năm tài chính

quý, tức là, Dự báoREVt =  $[(EPS\_PostRepAnnt - EPS\_PreRepAnnt) / Pricet-1] \times 1.000$ ,

trong đó EPS\_PostRepAnnt và EPS\_PreRepAnnt được định nghĩa trước đó và Pricet-1 là cổ phiếu

giá vào cuối quý t-1. Một thay đổi một xu trong EPS được coi là đáng kể, cho

những phát hiện nhất quán trong các tài liệu trước đây cho thấy những người tham gia thị trường phạt các công ty vì

thậm chí còn thiếu mục tiêu EPS một cent (ví dụ, Hribar et al. 2006). Do đó, quy mô

của việc điều chỉnh dự báo EPS theo giá là rất nhỏ về mặt toán học, vì vậy tôi nhân

đo bằng 1.000.

Tỷ lệ hoàn thành mua lại ước tính (Tỷ lệ hoàn thành)

Tôi ước tính tỷ lệ hoàn thành mua lại cho thông báo OMR bằng cách sử dụng

điều kiện hoàn thành của công ty cho thông báo OMR trước đó. Tôi có được sự khởi đầu

và ngày kết thúc cho tất cả các giao dịch mua lại liên quan đến thông báo OMR trước đó từ

SDC. Tôi chia số lượng cổ phiếu được mua lại trong lần mua lại đầu tiên cho số lượng mua lại

khoảng thời gian (= ngày kết thúc - ngày bắt đầu + 1) và tính toán số cổ phiếu được mua lại mỗi ngày

đối với lần mua lại đầu tiên, giả sử việc mua lại diễn ra đều đặn trong khoảng thời gian mua lại. Tôi làm

tính toán tương tự cho lần mua lại thứ hai, thứ ba và tất cả các lần mua lại còn lại liên quan đến

OMR trước đó. Sau đó, tôi tính toán số lượng cổ phiếu tích lũy được mua lại từ Ngày

0 (ngày thông báo mua lại của thông báo OMR trước đó) đến Ngày d (d =

1, 2, 3, ...) sau khi công bố sử dụng số cổ phiếu được mua lại mỗi ngày cho mỗi

mua lại đã thảo luận trước đó và chia tổng số cổ phiếu được mua lại bởi

số lượng cổ phiếu được công bố sẽ mua lại trong thông báo trước đó của OMR.

Tính toán trên đưa ra tỷ lệ hoàn thành mua lại cho OMR trước đó

thông báo, cho biết tỷ lệ phần trăm số lượng cổ phiếu được công bố là

đã được mua lại vào Ngày d sau ngày công bố. Nếu một công ty là lần đầu tiên

người mua lại và không có lịch sử hoàn thành trước đó, tôi sử dụng mức hoàn thành trung bình của ngành tỷ lệ trong năm trước năm công bố mua lại là tỷ lệ hoàn thành của nó. Nếu một công ty thông báo mua lại trước đó được thực hiện hơn năm năm trước thông báo hiện tại tại thông báo, tôi coi công ty là người mua lại lần đầu. Bảng 1, Bảng B, báo cáo tỷ lệ hoàn thành mua lại trung bình trong số ngày được chọn sau khi mua lại ngày công bố. Trong quá trình xây dựng biến tỷ lệ hoàn thành, tôi bỏ các thông báo mua lại với số lượng hoàn thành tích lũy được báo cáo lớn hơn cổ phiếu đã công bố, mà tôi coi là lỗi dữ liệu.

Số lượng cổ phiếu dự kiến sẽ được mua lại (ExpRepShare)

ExpRepShare là số lượng cổ phiếu dự kiến của nhà phân tích sẽ được mua lại giữa

ngày công bố mua lại của thông báo OMR hiện tại và ngày tài chính

ngày kết thúc quý (từ ngày công bố mua lại đến ngày kết thúc kỳ dự báo,

như minh họa trong Hình 1).  $\text{ExpRepShare} = \text{Tỷ lệ chia sẻ đã công bố} \times \text{Tỷ lệ hoàn thành}$ , trong đó

Cổ phiếu đã công bố là số lượng cổ phiếu đã công bố sẽ được mua lại trong hiện tại

Thông báo của OMR, Tỷ lệ hoàn thành là tỷ lệ mua lại-hoàn thành tại Ngày N từ

thông báo OMR trước đó và Ngày N = ngày kết thúc kỳ dự báo - mua lại

ngày công bố thông báo OMR hiện tại + 1.

Sửa đổi thu nhập ròng (NIREVt)

NIREVt là sự điều chỉnh của thu nhập ròng (tử số của dự báo EPS), là

sự khác biệt giữa dự báo thu nhập ròng đầu tiên sau ngày công bố mua lại

và dự báo thu nhập ròng cuối cùng trước ngày công bố, được điều chỉnh theo giá trị thị trường

của vốn chủ sở hữu phổ thông vào đầu quý.  $\text{NIREVt} = \{[\text{EPS\_PostRepAnnt} \times$

$(\text{ShareOutt-1} - \text{ExpRepShare}) - \text{EPS\_PreRepAnnt} \times \text{ShareOutt-1}] / \text{Mvt-1}\} \times 1.000.000,$

trong đó ShareOutt-1 (Mvt-1) là số lượng cổ phiếu phổ thông đang lưu hành (giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu phổ thông) vào đầu quý. Đối với các quý của công ty phân tích khi các nhà phân tích cung cấp dự báo EPS pha loãng, hiệu ứng pha loãng ước tính sẽ được thêm vào ShareOutt-1.

Hiệu ứng pha loãng ước tính được tính là sự khác biệt giữa các cổ phiếu được sử dụng trong tính toán EPS pha loãng và các cổ phiếu được sử dụng trong tính toán EPS cơ bản trong quý t-1.

Bởi vì quy mô của việc điều chỉnh thu nhập ròng rất nhỏ, tôi nhân số đo với 1.000.000. (ShareOutt-1 - ExpRepSharet) biểu thị số lượng cổ phiếu đang lưu hành các nhà phân tích sẽ sử dụng trong dự báo EPS của họ nếu số lượng cổ phiếu ước tính của họ là được mua lại là ExpRepSharet.  $EPS\_PostRepAnnt \times (ShareOutt-1 - ExpRepSharet)$  là một dự báo thu nhập ròng đầu tiên của nhà phân tích sau thông báo của OMR, giả sử họ đã xem xét mua lại dự kiến. Trước ngày công bố mua lại OMR, vì không có việc mua lại sẽ được mong đợi, cổ phiếu phổ thông của quý gần đây nhất đang lưu hành sẽ là số lượng cổ phiếu có sẵn và được các nhà phân tích sử dụng.  $EPS\_PreRepAnnt \times ShareOutt-1$  thể hiện dự báo thu nhập ròng cuối cùng của nhà phân tích trước OMR thông báo.

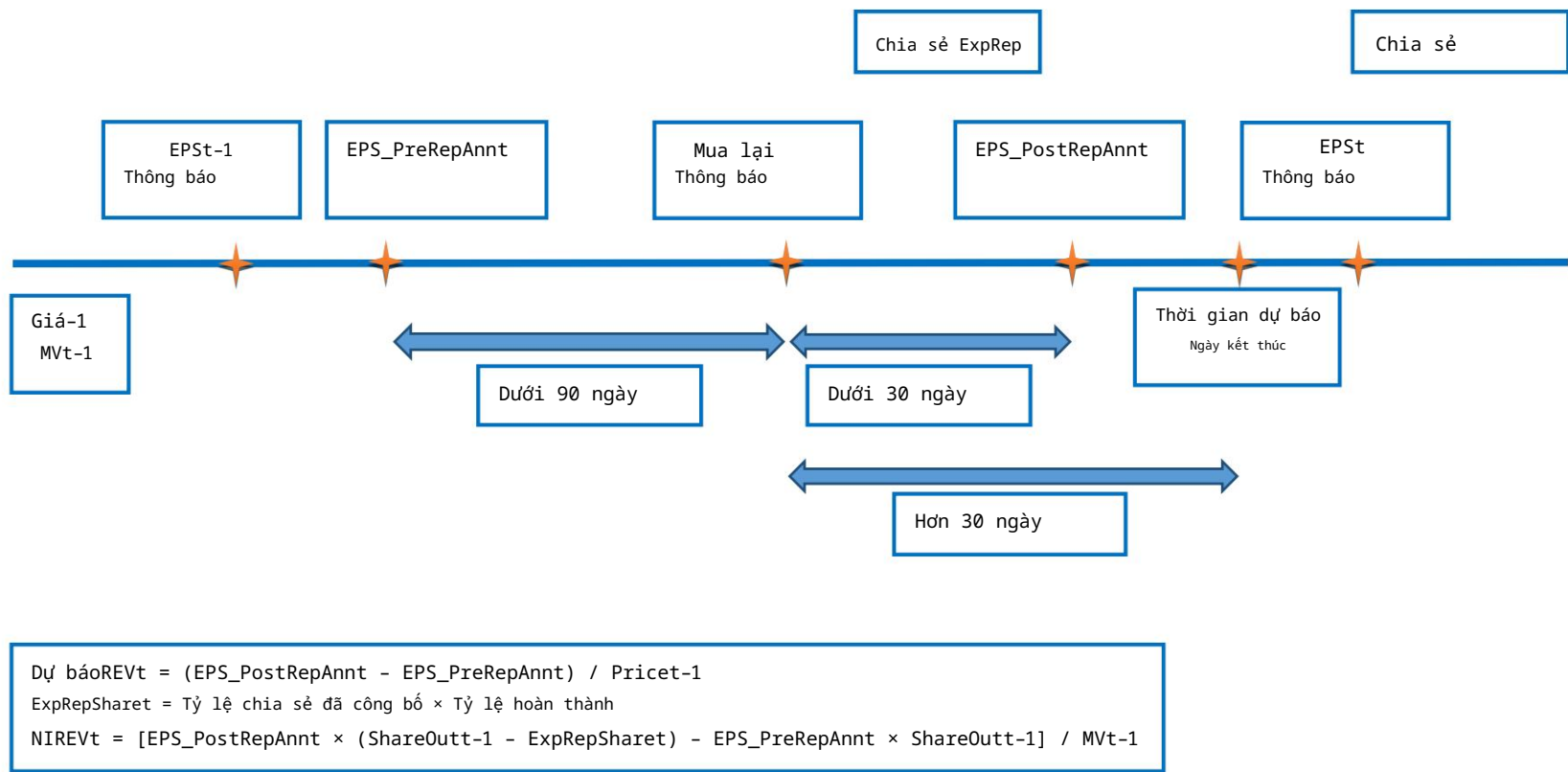


Bảng 1 Mẫu

Bảng A. Mẫu xây dựng thông báo mua lại	Mua lại Thông báo	Số lượng Quan sát
Thông báo mua lại Quý công ty từ năm 2005-2018	11.898	
Nhược điểm: Không khớp được với IBES hoặc Compustat	(5,755)	
Trừ: Các quý công ty không có dự báo của nhà phân tích trong vòng 90 ngày trước thông báo mua lại hoặc thiếu dữ liệu IBES	(2.999)	
Trừ: Các quý công ty có quý tài chính kết thúc trong vòng một tháng sau thông báo mua lại	(760)	
Thông báo mua lại được sử dụng trong mẫu	2.384	22.169
Trừ: Các biến bị thiếu được sử dụng để tính toán việc điều chỉnh EPS, điều chỉnh thu nhập ròng hoặc dự kiến mua lại cổ phiếu	(1,337)	(16.024)
Trừ: Thiếu biến kiểm soát	(127)	(1.361)
Mẫu cuối cùng	920	4.784

Bảng B. Tốc độ hoàn thành mua lại

Số ngày sau Thông báo mua lại	Mua lại tích lũy tính theo % cổ phiếu mua lại đã công bố	Mua lại tích lũy tính theo % Cổ phiếu đang lưu hành
0	2,54%	0,29%
10	4,90%	0,41%
20	7,86%	0,60%
30	10,35%	0,78%
40	12,41%	0,90%
50	14,05%	1,02%
60	15,33%	1,11%
70	15,74%	1,16%
80	16,81%	1,23%
90	17,69%	1,30%
100	18,35%	1,37%



Hình 1 Dòng thời gian sửa đổi EPS - Xung quanh thông báo mua lại

Hình 1 cho thấy mốc thời gian mà nghiên cứu này sử dụng để xác định các lần điều chỉnh dự báo EPS của các nhà phân tích xung quanh ngày công bố mua lại và ước tính các cổ phiếu sẽ được mua lại trong giai đoạn dự báo. Phải lấy dự báo EPS cuối cùng trước khi có thông báo mua lại (EPS\_PreRepAnn) và dự báo EPS đầu tiên sau khi có thông báo mua lại (EPS\_PostRepAnn) để tính toán các lần điều chỉnh dự báo EPS (ForecastREV). Để chỉ giữ lại các nhà phân tích đang theo dõi tích cực công ty mua lại, tôi yêu cầu các dự báo EPS cuối cùng trước khi có thông báo mua lại phải trong vòng 90 ngày; để giảm thiểu ảnh hưởng của các sự kiện gây nhiễu đến các lần điều chỉnh dự báo EPS của các nhà phân tích, tôi yêu cầu dự báo EPS đầu tiên sau khi có thông báo mua lại phải trong vòng 30 ngày sau thông báo và tôi cũng loại bỏ các quan sát có thông báo EPS trong giai đoạn điều chỉnh; và cuối cùng, tôi chỉ giữ lại các công ty có ngày kết thúc giai đoạn dự báo cách ngày công bố mua lại hơn 30 ngày để các công ty có đủ thời gian tiến hành mua lại.

#### CHƯƠNG 4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ KẾT QUẢ THỰC NGHIỆM

##### 4.1 Thống kê mô tả

Bảng 2 hiển thị số liệu thống kê tóm tắt cho mẫu thông báo mua lại.

ForecastREV là sự điều chỉnh EPS sau thông báo mua lại. Giá trị trung bình của nó là  $-0,014$

là tiêu cực đáng kể ( $p = 0,050$ ), trong khi giá trị trung bình của nó là  $0,000$  là không đáng kể.

dự báo EPS điều chỉnh theo tử số (NDForecastREV) có giá trị trung bình âm đáng kể

( $-0,233$ ,  $p = 0,000$ ) và giá trị trung bình ( $-0,075$ ,  $p = 0,000$ ). Như đã đề cập trong phần 2.2,

có những phát hiện trái chiều về hướng điều chỉnh dự báo EPS của các nhà phân tích trong

tài liệu trước đó. Nghiên cứu này đầu tiên cung cấp thêm bằng chứng cho thấy các nhà phân tích sửa đổi

Dự báo EPS giảm sau thông báo mua lại trung bình, nhưng trung vị

sửa đổi là số không. Hơn nữa, số liệu thống kê tóm tắt cho thấy một số bằng chứng sơ bộ rằng

các điều chỉnh dự báo EPS theo tử số (NDForecastREV) tiêu cực hơn ở cả hai

mức độ quan trọng và ý nghĩa hơn so với các bản sửa đổi dự báo EPS thực tế (ForecastREV). Điều này

kết quả cung cấp khả năng sử dụng NDForecastREV để tổng hợp hỗn hợp trước đó

phát hiện về hướng dự báo EPS của nhà phân tích.

ExpRepShare là ước tính của các nhà phân tích về số cổ phiếu được mua lại dựa trên một công ty

tỷ lệ hoàn thành mua lại trước đó hoặc tỷ lệ mua lại trung bình trước đó của ngành

tỷ lệ hoàn thành cho người mua lại đầu tiên. UnExpRepShare là số lượng cổ phiếu không mong đợi

được mua lại và giá trị trung bình của nó là dương đáng kể, cho thấy các nhà phân tích trung bình

đánh giá thấp các cổ phiếu được các công ty mua lại. NIREV là bản sửa đổi của các nhà phân tích về giá trị ròng

thu nhập, tử số của dự báo EPS sau thông báo mua lại và giá trị trung bình của nó

giá trị là tiêu cực đáng kể. Nhìn chung, các kết quả trên cho thấy rằng, trung bình, các nhà phân tích

sửa đổi EPS và thu nhập ròng giảm xuống sau thông báo mua lại và chúng có xu hướng đánh giá thấp số lượng cổ phiếu được mua lại. Tất cả các biến được xác định trong Phụ lục A.

#### 4.2 Các sửa đổi dự báo EPS của nhà phân tích sau thông báo của OMR

Phần này xem xét liệu các nhà phân tích có sửa đổi dự báo của họ về cổ phiếu đang lưu hành hay không (mẫu số của dự báo EPS) giảm dần theo số lượng dự kiến của họ cổ phiếu được mua lại khi họ điều chỉnh dự báo EPS sau OMR thông báo. Số lượng cổ phiếu dự kiến của các nhà phân tích sẽ được mua lại sau khi mua lại thông báo (ExpRepShare) không thể quan sát trực tiếp. Để kiểm tra xem các nhà phân tích kết hợp ExpRepShare vào dự báo EPS của họ sau thông báo mua lại, tôi theo dõi Hertzl và Jain (1991) và O'Brien (2014) và sử dụng các bản sửa đổi EPS sau khi mua lại thông báo (ForecastREV) là biến phụ thuộc trong Phương trình (1) bên dưới.

$$\begin{aligned} \text{Dự báoREV}_t = & a_0 + a_1 \text{ExpRepShare}_t + a_2 \text{NIREV}_t + a_3 \text{Tiền mặt}_t + a_4 \text{Tỷ lệ nợ}_t \\ & + a_5 \text{DivPay}_t + a_6 \text{LogAT}_t + a_7 \text{RET}_t + a_8 \text{ROCA}_t + a_9 \text{CapEx}_t \\ & + a_{10} \text{LogMV}_t + a_{11} \text{BT}_t + a_{12} \text{ROA}_t + a_{13} \text{Follow}_t + a_{14} \text{FpedatsGapt}_t \\ & + a_{15} \text{NgàyFF}_t + a_{16} \text{NgàyLF}_t + a_{17} \text{SốFORE}_t + a_{18} \text{Kinh nghiệm}_t \\ & + a_{19} \text{BrokerSize}_t + a_{20} \text{GDPG}_t + a_{21} \text{tb3mst}_t + i. \text{FF48IND} + i. \text{Year} + \\ & i. \text{Qtr} + \varepsilon, (1) \end{aligned}$$

ForecastREV là dự báo EPS được điều chỉnh cho quý t sau OMR thông báo. ExpRepShare là số lượng cổ phiếu dự kiến sẽ được mua lại từ Ngày công bố OMR đến ngày kết thúc quý tài chính. NIREV là bản sửa đổi của ròng thu nhập, tử số của dự báo EPS. Các biến kiểm soát bao gồm công ty, nhà phân tích và biến cấp độ vĩ mô, chủ yếu theo O'Brien (2014) và Berger et al. (2018). Tất cả các biến kiểm soát nằm trong quý t-1 trước ngày công bố mua lại. Phụ lục A chứa định nghĩa chi tiết của tất cả các biến.

Biến quan tâm chính là ExpRepShare. Nếu các nhà phân tích kết hợp ExpRepShare trong dự báo EPS của họ sau thông báo của OMR, dự báo EPS của họ là tăng lên một cách cơ học do số lượng cổ phiếu đang lưu hành giảm. Điều này tạo ra mối quan hệ tích cực giữa ForecastREV và ExpRepShare. Bởi vì tôi kiểm soát cho NIREV (tỷ số của dự báo EFS) trong Phương trình (1), hệ số trên ExpRepShare chỉ nắm bắt được sự điều chỉnh giảm của cổ phiếu đang lưu hành (mẫu số của EPS sửa đổi), không phải là sửa đổi thu nhập ròng (tỷ số của sửa đổi EPS). Nói cách khác, tất cả các thông tin liên quan đến thu nhập ròng tiềm năng được báo hiệu bởi các hoạt động mua lại đều được kiểm soát. Một hệ số dương trên ExpRepShare ( $a_1 > 0$ ) phù hợp với H1, đề xuất rằng các nhà phân tích nên điều chỉnh số lượng cổ phiếu đang lưu hành giảm xuống sau OMR thông báo dựa trên số lượng cổ phiếu dự kiến được mua lại (ExpRepShare).

Bảng 3 cho thấy các kết quả chính. Hệ số dương đáng kể trên ExpRepShare trong Mô hình 1 và Mô hình 2 chỉ ra rằng các nhà phân tích sửa đổi mẫu số của Dự báo EPS (số lượng cổ phiếu đang lưu hành) giảm dựa trên số lượng dự kiến của các cổ phiếu được mua lại (ExpRepShare) sau thông báo của OMR, phù hợp với H1. Hệ số trên NIREV cũng có giá trị dương đáng kể trong Mô hình 1 và Mô hình 2, cho thấy rằng các nhà phân tích cũng sửa đổi tỷ số, thu nhập ròng, của dự báo EPS sau OMR thông báo. Để so sánh mức độ ảnh hưởng giữa ExpRepShare và NIREV, với các thang đo khác nhau, tôi chuẩn hóa các biến phụ thuộc và tất cả các biến độc lập trong Mô hình 2 Std và kết quả cho thấy NIREV có ảnh hưởng lớn hơn đến ForecastREV so với ExpRepShare và sự khác biệt này có ý nghĩa ở mức ý nghĩa 1% (chưa lập bảng).

Tôi tiếp tục xem xét các điều chỉnh chia sẻ của các nhà phân tích trong các điều kiện khác nhau. Đầu tiên, trong mô hình 3, tôi xem xét khả năng các nhà phân tích có thể thường xuyên cập nhật dự báo của họ về

mua lại, có hoặc không có thông báo mua lại. Tôi chia ExpRepShare thành phần có dự báo mua lại thường xuyên (ExpRepModel) và phần còn lại chỉ được cập nhật bằng thông tin mới trong thông báo mua lại (ExpRep-ExpRepModel). Tôi sử dụng hai mô hình ước tính mua lại theo giai đoạn do Hribar và cộng sự (2006) cung cấp để ước tính ExpRepModel. Tôi thấy rằng dự báo mua lại thường xuyên tiềm năng (ExpRepModel) là có liên quan một phần đến ForecastREV, trong khi phần còn lại (ExpRep-ExpRepModel) vẫn rất quan trọng trong việc dự đoán ForecastREV và sự khác biệt giữa hai các phần trong dự báo ForecastREV có ý nghĩa thống kê (chưa được lập bảng).

Thứ hai, nếu các nhà phân tích điều chỉnh dự báo EPS của họ dựa trên ước tính mua lại, thì phần mua lại bất ngờ (UnExpRepShare) không nên liên quan đến EPS của họ sửa đổi dự báo. Tôi kiểm tra điều trái ngược này trong Mô hình 4. Trong khi ExpRepShare và NIREV vẫn có ý nghĩa tích cực, UnExpRepShare không có ý nghĩa, cho thấy rằng các nhà phân tích chỉ có thể bao gồm phần dự kiến mua lại trong dự báo của họ, không phải phần bất ngờ.

Thứ ba, tôi kiểm tra xem quy mô của việc mua lại dự kiến có ảnh hưởng đến việc các nhà phân tích sử dụng hay không những thay đổi cổ phiếu dự kiến trong dự báo EPS của họ. Mô hình 6 cho thấy rằng việc mua lại dự kiến tác động của cổ phiếu lên số tiền EPS làm tăng khả năng các nhà phân tích tịch thu các khoản mua lại dự báo của họ. Tuy nhiên, tôi không tìm thấy tác dụng điều tiết đáng kể nào của mua lại, được định nghĩa là 20% cổ phiếu mua lại dự kiến hàng đầu tính theo phần trăm cổ phiếu đang lưu hành, trên các bản sửa đổi dự báo, mặc dù hệ số tương tác tích cực đang theo hướng mong đợi.

Cuối cùng, tôi kiểm tra ảnh hưởng của quy tắc công bố mua lại bắt buộc đối với các nhà phân tích. Dự báo EPS. Trước năm 2004, các công ty không được yêu cầu báo cáo việc mua lại thực tế của họ hoặc

theo dõi các kế hoạch mua lại đã công bố của họ. Nói cách khác, họ có thể công bố thị trường mở mua lại để gửi tín hiệu tích cực mà không theo đuổi các kế hoạch đã công bố của họ và điều gì là tệ hơn, thị trường sẽ không biết có bao nhiêu cổ phiếu mà các công ty thực sự mua lại. Bắt đầu từ năm 2004, SEC đã đề xuất sửa đổi Quy tắc 10b-18, yêu cầu các công ty phải tiết lộ thông tin mua lại chi tiết, bao gồm các cổ phiếu được mua lại và mua lại giá cả trong mỗi tháng, trong báo cáo 10Q/10K của họ. Quy tắc này làm tăng đáng kể tính minh bạch của các lần mua lại của các công ty. Trong mô hình 7, tôi thấy rằng như mong đợi, các nhà phân tích có nhiều khả năng ước tính việc mua lại và đưa tác động của thay đổi cổ phiếu vào dự báo EPS của họ.

Nhìn chung, kết quả từ Bảng 3 ủng hộ giả thuyết đầu tiên của tôi rằng các nhà phân tích sẽ thu thập ước tính về sự thay đổi trong số lượng cổ phiếu đang lưu hành, dựa trên số lượng cổ phiếu ước tính sẽ được mua lại, vào dự báo EPS của họ và do đó điều chỉnh dự báo EPS sau khi mua lại thông báo.

#### 4.3 Phân tích theo chiều ngang về việc nhà phân tích điều chỉnh cổ phiếu đang lưu hành

Trong phần này, tôi sử dụng phương trình (1) trong các mẫu con có mức độ điều tiết cao hoặc thấp các biến để điều tra các yếu tố ảnh hưởng đến việc các nhà phân tích điều chỉnh cổ phiếu đang lưu hành khi họ sửa đổi dự báo EPS của họ sau khi công bố mua lại. Tôi tập trung vào việc liệu các nhà phân tích có mối quan hệ quản lý và sự không chắc chắn trong thông báo mua lại làm giảm bớt sự bất ổn của các nhà phân tích việc điều chỉnh thành phần cổ phiếu trong dự báo EPS.

$\ln \text{DaysFollow}$  là nhật ký về số ngày mà một nhà phân tích theo dõi một công ty, đại diện cho mối quan hệ giữa các nhà phân tích và quản lý. Trước biểu mẫu đã đăng nhập, thời gian trung bình (trung vị) các nhà phân tích theo dõi một công ty là khoảng năm (ba) năm.  $\text{CommonUncert}$  là sự không chắc chắn của các thông báo OMR giống nhau đối với tất cả

các nhà phân tích và OverallUncert bao gồm sự không chắc chắn chung và sự không chắc chắn liên quan đến thông tin riêng tư của các nhà phân tích. Sự khác biệt giữa OverallUncert và CommonUncert là sự không chắc chắn đặc hữu liên quan đến các nhà phân tích riêng tư thông tin (AnalystUncert). Cả hai biện pháp không chắc chắn đều tuân theo tinh thần của Barron et al. (1998) và Leavy et al. (2011). Cụ thể, OverallUncert bằng  $(1 - 1/\text{NumAnalyst}) \times$  Độ phân tán + Độ chính xác và CommonUncert bằng  $(\text{Độ chính xác} - \text{Độ phân tán}/\text{NumAnalyst})$ . NumAnalyst là số lượng các nhà phân tích đưa ra dự báo sau thông báo của OMR, Độ phân tán là độ lệch chuẩn của dự báo EPS sau thông báo của OMR, và Độ chính xác là sự khác biệt giữa EPS thực tế cho quý dự báo và EPS\_PostRepAnn. Tôi tạo các biến được xếp hạng của lnDaysFollow, CommonUncert và Nhà phân tíchKhông chắc chắn đến decile, trong khi mẫu decile hàng đầu bao gồm các công ty có và nhóm thập phân dưới cùng có các công ty có số ngày theo dõi thấp nhất và mức độ không chắc chắn. Sau đó, tôi kiểm tra phương trình (1) trong các mẫu thập phân trên cùng và dưới cùng riêng.

Bảng 4 cho thấy ExpRepShare có giá trị dương đáng kể ở cả mức cao và mức thấp lnDaysFollow các mẫu con, trong khi các kết quả chưa lập bảng cho thấy hệ số của ExpRepShare tích cực hơn đáng kể trong mẫu phụ có lnDaysFollow cao ( $p = 0,000$ ). ExpRepShare có giá trị dương đáng kể trong các mẫu con có CommonUncert thấp hoặc AnalystUncert cao, nhưng không đáng kể trong các mẫu phụ có CommonUncert cao hoặc AnalystUncert thấp. Những kết quả này chỉ ra rằng lnDaysFollow ảnh hưởng đến chia sẻ của các nhà phân tích hành vi điều chỉnh, liên quan đến mức độ mà các nhà phân tích điều chỉnh cổ phiếu trong EPS dự báo nhưng không phải liệu các nhà phân tích có điều chỉnh cổ phiếu hay không. Cần có thêm các nghiên cứu để tìm ra tại sao những ngày các nhà phân tích theo dõi một công ty lại ảnh hưởng đến mức độ điều chỉnh. Sự không chắc chắn



xung quanh các thông báo mua lại chung cho tất cả các nhà phân tích và dành riêng cho

các nhà phân tích cá nhân đều ảnh hưởng đến hành vi điều chỉnh cổ phiếu của các nhà phân tích nhưng theo những cách khác nhau

hướng. Các nhà phân tích chỉ điều chỉnh cổ phiếu khi có ít bất ổn chung nhưng cao

những bất ổn cụ thể của nhà phân tích. Những lời giải thích có thể là khi có nhiều

những sự không chắc chắn cụ thể đối với từng nhà phân tích, những cá nhân khác nhau có những

diễn giải về các sự kiện thông báo mua lại, do đó các nhà đầu tư có thể có nhu cầu cao

của các diễn giải khác nhau của các nhà phân tích thúc đẩy dự báo của các nhà phân tích. Mặt khác,

khi có những bất ổn cao phổ biến đối với các nhà phân tích, những bất ổn đó có thể ở mức

mức độ rộng tạo ra chi phí cao cho các nhà phân tích để cung cấp dự báo. Đồng thời

thời gian, nhu cầu về cách giải thích của các nhà phân tích cá nhân không cao, xét đến sự phổ biến

sự không chắc chắn là như nhau đối với mọi người và do đó những cách giải thích khác nhau có thể không giống nhau

mang tính thông tin.

Nhìn chung, những kết quả này phù hợp với các lập luận rằng thời gian

nhà phân tích theo dõi một công ty và những điều không chắc chắn đều ảnh hưởng đến hành vi dự báo chia sẻ của nhà phân tích.

Cụ thể, các nhà phân tích theo dõi các công ty trong thời gian dài hơn sẽ điều chỉnh cổ phiếu dựa trên kỳ vọng

mua lại, ở mức độ lớn hơn khi họ sửa đổi dự báo EPS của mình sau khi mua lại

thông báo. Các nhà phân tích điều chỉnh ước tính của họ về cổ phiếu đang lưu hành, dựa trên dự kiến

mua lại, chỉ khi những bất ổn xung quanh thông báo mua lại

Điểm chung của các nhà phân tích là thấp và khi sự không chắc chắn mà các nhà phân tích cụ thể đưa ra là cao.

#### 4.4 Các sửa đổi dự báo EPS thực tế so với EPS do tử số điều chỉnh trong dự báo tương lai Hiệu suất hoạt động

Trong phần này, tôi sử dụng phương trình (2) để kiểm tra xem EPS do tử số điều chỉnh có dự báo điều chỉnh hoặc dự báo EPS thực tế điều chỉnh có sức mạnh dự đoán cao hơn cho hiệu suất hoạt động trong tương lai.

$$\begin{aligned} \text{FutureROA} = & c0 + c1\text{ForecastREV} (\text{NDForecastREV}) + c2\text{CashAsset} + c3\text{DebtRatio} \\ & + c4\text{DivPayer} + c5\text{LogAT} + c6\text{RETE} + c7\text{ROCAA} + c8\text{CapExp} + c9\text{LogMV} + c10\text{BTM} + \\ & c11\text{Follow} + c12\text{FpedatsGap} + c13\text{DaysFF} + c14\text{DaysLF} + c15\text{numFORE} + \\ & c16\text{Experience} + c17\text{BrokerSize} + c18\text{GDPG} + c19\text{tb3ms} + c20\text{ROA} + i.\text{FF48IND} + \\ & i.\text{Year} + i.\text{Qtr} + \epsilon, \end{aligned} \quad (2)$$

FutureROA là ROA tương lai (thu nhập trước lãi vay và thuế được điều chỉnh theo tổng tài sản) trong một đến bốn quý sau thông báo mua lại, kiểm soát ROA trong quý trước khi công bố mua lại. Tôi so sánh các bản sửa đổi EPS như thực sự được các nhà phân tích báo cáo (ForecastREV), đây là biện pháp điều chỉnh dự báo mà tôi đã đã sử dụng các phần trước, với các bản sửa đổi EPS do tử số điều chỉnh loại bỏ tác động cơ học của số lượng cổ phiếu dự kiến được mua lại đối với dự báo EPS (NDForecastREV) để tìm ra cái nào có sức mạnh dự đoán cao hơn về ROA trong tương lai. Như chúng tôi nhớ lại,  $\text{ForecastREV} = [(\text{EPS\_PostRepAnn} - \text{EPS\_PreRepAnn}) / \text{Pricet-1}] \times 1.000$ . Việc tính toán NDForecastREV sử dụng các dự báo EPS theo tử số sau thông báo mua lại (NDEPS\_PostRepAnn), loại bỏ việc mua lại thành phần được tạo ra từ dự báo EPS sau thông báo mua lại (EPS\_PostRepAnn). Nghĩa là, tôi sử dụng cùng một số cổ phiếu đang lưu hành, quý gần đây nhất cổ phiếu đang lưu hành, cho cả EPS\_PreRepAnn và NDEPS\_PostRepAnn tính toán, do đó không có tác động mua lại nào được đưa vào NDEPS\_PostRepAnn.

sự khác biệt giữa hai lần sửa đổi được định nghĩa là sự biến dạng dự báo EPS

(Biến dạng).<sup>7</sup>

Bảng 5 trình bày kết quả. Dự báo REV không có ý nghĩa trong bất kỳ bốn tương lai nào

Đường chân trời dự đoán ROA. ForecastREV, do đó, không dự đoán ROA trong tương lai. Ngược lại,

NDForecastREV dự đoán ROA tương lai trong ít nhất bốn quý sau khi mua lại

thông báo, phù hợp với H3 rằng việc loại bỏ tác động cơ học của việc mua lại

cổ phiếu trên dự báo EPS có thể làm cho các bản sửa đổi EPS theo tử số phản ánh tốt hơn

hiệu suất tương lai của công ty.

Những kết quả này hỗ trợ cho giả thuyết thứ ba của tôi rằng so sánh với dự báo EPS

các bản sửa đổi theo báo cáo của các nhà phân tích, các bản sửa đổi dự báo EPS do tử số điều khiển loại bỏ

tác động cơ học của những thay đổi về cổ phiếu đối với EPS dự đoán tốt hơn hoạt động trong tương lai của các công ty

biểu diễn.

#### 4.5 Định giá sai thị trường dẫn đến biến dạng dự báo EPS

Phần này kiểm tra giả thuyết cuối cùng về việc liệu những người tham gia thị trường có thành công hay không.

xử lý các tác động của việc thay đổi cổ phiếu từ việc mua lại dự kiến bằng cách sử dụng các nhà phân tích

Điều chỉnh dự báo EPS.

Đầu tiên, tôi tính toán độ méo dự báo EPS (Độ méo) là sự khác biệt giữa

các nhà phân tích đã công bố các bản sửa đổi dự báo EPS thực tế (ForecastREV) và tử số-

---

<sup>7</sup> Tính toán chi tiết của NDEPS\_PostRepAnnt như sau: Đầu tiên tôi sử dụng EPS\_PostRepAnnt và ExpRepSharet để đưa ra dự báo thu nhập ròng, đó là  $EPS\_PostRepAnnt \times (ShareOutt-1 - ExpRepSharet)$ , và sau đó tôi tính toán NDEPS\_PostRepAnnt như thể không có giao dịch mua lại nào được ước tính, vì vậy nó bằng  $EPS\_PostRepAnnt \times (ShareOutt-1 - ExpRepSharet) / ShareOutt$ . NDEPS\_PostRepAnnt là  $EPS\_PostRepAnnt - EPS\_PostRepAnnt \times ExpRepSharet / ShareOutt-1$ . Hiệu ứng pha loãng ước tính, bằng với sự khác biệt giữa cổ phiếu phổ thông được sử dụng để tính EPS pha loãng và cổ phiếu phổ thông được sử dụng để tính EPS cơ bản trong quý t-1, được thêm vào ShareOutt-1 nếu các nhà phân tích cung cấp dự báo EPS pha loãng.

điều chỉnh dự báo EPS sau khi loại bỏ các tác động cơ học của những thay đổi cổ phiếu

(NDForecastREV). Về cơ bản, Độ méo giống như dự báo theo mẫu số

sửa đổi và các tác động cơ học của việc thay đổi cổ phiếu đối với những thay đổi dự báo EPS. Sau đó, tôi hình thành

danh mục đầu tư bằng cách xếp hạng các quan sát thành quintile, dựa trên Độ méo trong bảng 6

bảng A và giá trị tuyệt đối của Biến dạng trong bảng B. Để giữ được nhiều

quan sát, tôi không loại bỏ các quan sát thiếu biến kiểm soát được sử dụng trong

phân tích hồi quy trả về. Lợi nhuận mua và nắm giữ bất thường, trong quý một đến bốn

sau khi các nhà phân tích công bố dự báo EPS đầu tiên của họ sau thông báo mua lại, là

cao hơn đáng kể ở quintile Biến dạng trên cùng so với quintile dưới cùng.

mức độ khác biệt có ý nghĩa kinh tế, với mức chênh lệch từ 3,1% đến 9,6%.

giảm bớt mối lo ngại rằng các công ty trong các nhóm quintile Biến dạng khác nhau đã có sự khác biệt

trả lại để bắt đầu, sau đó tôi tính toán sự khác biệt giữa lợi nhuận bất thường trong tương lai

và lợi nhuận bất thường trong quý trước khi các nhà phân tích công bố dự báo EPS. Kết quả

là mạnh mẽ.

Thứ hai, trong bảng C, tôi sử dụng hồi quy OLS để kiểm tra việc định giá sai, kiểm soát

đặc điểm của công ty và nhà phân tích, thời gian và hiệu ứng cố định của ngành, và lợi nhuận trước đó. Tôi thấy

hệ số méo mó âm trong một đến ba quý trước lợi nhuận bất thường, nhưng không

lợi nhuận bất thường trong bốn quý tới.

Nhìn chung, kết quả ủng hộ giả thuyết cuối cùng của tôi rằng những người tham gia thị trường không

tạm dừng ước tính thay đổi cổ phiếu do dự kiến mua lại trong dự báo EPS của các nhà phân tích

sửa đổi, tạo ra sự khác biệt đáng kể về lợi nhuận bất thường của danh mục đầu tư. Nói cách khác, điều này

phần này tìm thấy sự dịch chuyển giá cổ phiếu tiêu cực đáng kể đối với các công ty có EPS cực đại

Sự biến dạng, một sự bất thường về giá cả.

Bảng 2 Thống kê tóm tắt

Biến số	N	Nghĩa là	Tiêu chuẩn	Tối thiểu	Trung vị	Tối đa
Dự báoREV	4.784	-0,014	0,496	-2,993	0,000	2.138
NDDự báoREV	4.784	-0,233	0,746	-4,749	-0,075	2.049
Chia sẻ ExpRep	4.784	0,013	0,019	0,000	0,006	0,100
Chia sẻ	4.784	0,001	0,024	-0,094	0,003	0,059
Tác động	4.784	0,912	2.053	0,000	0,000	13.000
NIREV	4.784	-0,415	1.513	-11.386	-0,082	2.580
Tài sản tiền mặt	4.784	0,183	0,167	0,005	0,129	0,714
Tỷ lệ nợ	4.784	0,203	0,172	0,000	0,183	0,742
Người trả tiền	4.784	0,560	0,496	0,000	1.000	1.000
Đăng nhậpAT	4.784	8.640	1.669	4.951	8.593	12.118
ĐẠI HỌC	4.784	0,639	1.748	-10.384	0,731	5.898
ROCAA	4.784	0,052	0,037	-0,013	0,046	0,214
CapExp	4.784	0,022	0,028	0,000	0,014	0,157
Nhật ký MV	4.784	15.531	1,685	11.530	15.617	19.358
BTM	4.784	0,062	0,090	-0,014	0,037	0,644
ROA	4.784	0,020	0,018	-0,035	0,018	0,101
Theo	4.784	2.692	0,563	1.099	2.773	3.584
sốTheo dõi	4.784	16.875	7.795	3	16	36
FpedatsGap	4.784	3.831	0,226	3.401	3.829	4.263
NgàyFF	4.784	4.380	0,411	1,946	4.500	4.691
NgàyLF	4.784	3.808	0,988	0,693	4.407	4.654
sốFORE	4.784	0,278	0,400	0,000	0,000	1.386
Kinh nghiệm	4.784	7.970	0,992	5.198	8.126	9.361
Kích thước mỗi giới	4.784	4.247	1.014	1.099	4.357	5.894
GDPG	4.784	2.137	1.223	-3.900	2.400	3.900
tb3ms	4.784	0,012	0,017	0,000	0,002	0,050

Bảng này cung cấp số liệu thống kê tóm tắt cho tất cả các biến chính được sử dụng trong các mô hình. ForecastREV là các bản sửa đổi dự báo EPS thực tế của nhà phân tích và NDForecastREV là các bản sửa đổi dự báo EPS do tử số điều khiển, giả sử không có điều chỉnh cổ phiếu nào được sử dụng trong dự báo EPS của nhà phân tích. ExpRepShare là các bản sửa đổi của nhà phân tích ước tính cổ phiếu được các công ty mua lại giữa ngày công bố mua lại và ngày kết thúc giai đoạn dự báo. UnExpRepShare là cổ phiếu bất ngờ được các công ty mua lại, là sự khác biệt giữa cổ phiếu mua lại thực tế và cổ phiếu mua lại dự kiến. NIREV là các bản sửa đổi thành phần thu nhập ròng của các nhà phân tích. ForecastREV và NDForecastREV được điều chỉnh theo giá cổ phiếu, ExpRepShare và UnExpRepShare được điều chỉnh theo cổ phiếu đang lưu hành và NIREV được điều chỉnh theo giá trị thị trường. Phần 3 cung cấp các tính toán chi tiết về các biến này. Xem Phụ lục A để biết định nghĩa của tất cả các biến.

Bảng 3 Các sửa đổi của nhà phân tích sau thông báo mua lại

DV = Dự báoREV								
	Mô hình 1	Mô hình 2	Mẫu 2 Std	Mô hình 3	Mô hình 4	Mô hình 5	Mô hình 6	Mô hình 7
Chặn lại	0,297	-0,038	0,749*	-0,022	-0,024	-0,028	-0,061	-3.285**
	(1.594)	(-0,117)	(1.723)	(-0,068)	(-0.072)	(-0.085)	(-0,198)	(-2,217)
Chia sẻ ExpRep	7.807***	8,269***	0.321***		7.645***	5.978***	5,099***	4.046***
	(7.172)	(7.253)	(7.253)		(6.015)	(3.861)	(3.031)	(4.152)
NIREV	0.247***	0.273***	0.834***	0,273***	0.274***	0.275***	0.278***	0,047***
	(9.431)	(10.125)	(10.125)	(10.113)	(10.126)	(10.207)	(10.633)	(4.453)
ExpRep - Mô hình ExpRep				8.224***				
				(7.194)				
Mô hình ExpRep				4.998*				
				(1,944)				
Chia sẻ					-0,625			
					(-1.010)			
ExpRepShare × LargeRep						4.089		
						(1,475)		
ExpRepShare × RepImpact							0,667**	
							(2.370)	
ExpRepShare × HighDis								0,101**
								(2.208)
Đại diện lớn						-0,126		
						(-1,243)		
Tác động							-0,010	
							(-0,798)	
Độ phân giải cao								0,301***
								(2.928)
NIREV × HighDis								0,028***
								(3.195)
Tài sản tiền mặt		0,014	0,005	0,015	0,013	0,015	0,037	0,051
		(0,138)	(0,138)	(0,146)	(0,135)	(0,151)	(0,391)	(0,278)
Tỷ lệ nợ		0,251**	0,087**	0,250**	0,257**	0,256**	0,273***	0,278
		(2,480)	(2,480)	(2,484)	(2.522)	(2.538)	(2,670)	(1.611)
Người trả tiền		-0,011	-0,021	-0,006	-0.010	-0.010	-0,013	-0,009
		(-0,349)	(-0,349)	(-0,207)	(-0,324)	(-0,334)	(-0,428)	(-0,167)

Bảng 3 Tiếp theo

	Mô hình 1	Mô hình 2	Mẫu 2 Std	Mô hình 3	Mô hình 4	Mô hình 5	Mô hình 6	Mô hình 7
InAT		-0,007	-0,024	-0,005	-0,007	-0,007	-0,019	-0,018
ĐẠI HỌC		( -0,342)	( -0,342)	( -0,243)	( -0,317)	( -0,335)	( -0,852)	( -0,561)
		-0,008	-0,030	-0,008	-0,008	-0,008	-0,007	-0,009
ROCAA		( -1,395)	( -1,395)	( -1,269)	( -1,375)	( -1,326)	( -1,220)	( -1,240)
		1,220**	0,092**	1,305**	1,269**	1,248**	1,060**	0,512
CapExp		(2,131)	(2,131)	(2,295)	(2,176)	(2,169)	(2,026)	(0,768)
		-0,690	-0,039	-0,685	-0,721	-0,731	-0,687	-1,318
InMV		(-1,520)	(-1,520)	( -1,489)	( -1,561)	( -1,605)	( -1,567)	( -1,160)
		-0,001	-0,004	-0,007	-0,004	-0,003	0,004	-0,003
BTM		(-0,055)	(-0,055)	( -0,319)	( -0,172)	( -0,115)	(0,175)	( -0,093)
		1,279***	0,233***	1,290***	1,265***	1,272***	1,461***	0,481**
ROA		(3,469)	(3,469)	(3,435)	(3,425)	(3,397)	(3,797)	(2,311)
		1,738	0,064	1,665	1,695	1,787*	1,866**	2,846**
Theo		(1,606)	(1,606)	(1,552)	(1,550)	(1,691)	(1,964 )	(2,241)
		0,005	0,006	0,007	0,007	0,006	0,004	0,053
Khoảng cách InFpedats		(0,189)	(0,189)	(0,278)	(0,260)	(0,238)	(0,148)	(1,391)
		0,036	0,016	0,052	0,041	0,040	0,034	0,115
NgàyFF		(0,656)	(0,656)	(0,931)	(0,733)	(0,728)	(0,606)	(1,553)
		0,015	0,012	0,015	0,015	0,018	0,013	0,039
NgàyLF		(1,105)	(1,105)	(1,096)	(1,124)	(1,304)	(0,920)	(1,506)
		0,001	0,002	0,001	0,001	0,000	0,001	-0,012
sốFORE		(0,193)	(0,193)	(0,204)	(0,155)	(0,027)	(0,225)	( -1,444)
		0,017	0,014	0,017	0,017	0,017	0,016	-0,048
InKinh nghiệm		(0,643)	(0,643)	(0,623)	(0,630)	(0,637)	(0,594)	( -1,093)
		-0,005	-0,011	-0,006	-0,005	-0,006	-0,005	-0,015
Kích thước của nhà môi giới		( -1,064)	( -1,064)	(-1,100)	( -1,072)	( -1,094)	( -1,090)	( -1,493)
		0,010*	0,020*	0,010*	0,010*	0,009	0,010*	0,000
GDPG		(1,691)	(1,691)	(1,711)	(1,709)	(1,620)	(1,684)	(0,053)
		0,010	0,023	0,009	0,010	0,008	0,012	0,007
tb3ms		(0,678)	(0,678)	(0,655)	(0,689)	(0,579)	(0,821)	(0,600)
		2,323	0,078	2,101	2,347	2,589	3,127	-0,458
		(0,837)	(0,837)	(0,742)	(0,842)	(0,920)	(1,162)	( -0,386)

Bảng 3 Tiếp theo

	Mô hình 1	Mô hình 2	Mẫu 2 Std	Mô hình 3	Mô hình 4	Mô hình 5	Mô hình 6	Mô hình 7
IND Năm Quý FE	CÓ	CÓ	CÓ	CÓ	CÓ	có có	CÓ	ĐÚNG
Cụm công ty	CÓ	CÓ	CÓ	CÓ	CÓ	4.784	CÓ	ĐÚNG
N	4,784	4,784	4,784	4,784	4,784	0,495	4,784	5,815
Biểu chính R2	0.448	0.495	0.495	0.495	0.495	Bảng 3	0.504	0,226

cho thấy kết quả về hành vi điều chỉnh cổ phiếu của các nhà phân tích. Mô hình 1 và Mô hình 2 kiểm tra tác động chính của cổ phiếu mua lại ước tính (ExpRepShare) đối với các điều chỉnh dự báo EPS của các nhà phân tích (ForecastREV), có và không có biến kiểm soát, tương ứng. Để so sánh ảnh hưởng tương đối của ExpRepShare và NIREV, có các thang đo rất khác nhau, Mô hình 2 Std chuẩn hóa tất cả các biến phụ thuộc và độc lập để tạo ra các cường độ có thể so sánh được. Mô hình 3 đến Mô hình 7 khám phá sâu hơn hành vi điều chỉnh cổ phiếu của các nhà phân tích trong các kịch bản khác nhau. Mô hình 3 chia ExpRepShare thành phần có thể ước tính dựa trên các lần mua lại thường xuyên của công ty (ExpRepModel) và các phần dựa trên thông tin mua lại gia tăng từ các thông báo mua lại (ExpRep-ExpRepModel). Mô hình 4 bao gồm các cổ phiếu mua lại bất ngờ (UnExpRepShare). Mô hình 5 điều tra tác động điều tiết của việc mua lại lớn (LargeRep), là 25% trên cùng của việc mua lại tính theo phần trăm cổ phiếu đang lưu hành, đối với việc điều chỉnh cổ phiếu của các nhà phân tích. Mô hình 6 kiểm tra tác động điều tiết của tác động của các cổ phiếu ước tính sẽ được mua lại đối với dự báo EPS

(RepImpact) về việc điều chỉnh cổ phiếu của các nhà phân tích. Mô hình 7 kiểm tra tác động của việc công bố mua lại bắt buộc (HighDis) đối với việc điều chỉnh cổ phiếu và thu nhập ròng của các nhà phân tích. Định nghĩa biến có trong Phụ lục A. \*\*\*, \*\*, \* biểu thị ý nghĩa ở mức 1, 5 và 10 phần trăm tương ứng, dựa trên các bài kiểm tra hai đuôi. Các số trong ngoặc đơn là thống kê t. Thống kê t dựa trên các lỗi chuẩn được nhóm lại ở cấp độ công ty. A. Trong mô hình 2 Std, tôi chuẩn hóa tất cả các biến phụ thuộc và độc lập để so sánh sức mạnh giải thích tương đối của ExpRepShare và NIREV trên ForecastREV . hệ số trên ExpRepShare và NIREV lần lượt là 0,332 và 0,803 và chúng khác biệt đáng kể, với giá trị p là 0,000. Xem Phụ lục A để biết biến định nghĩa.



Bảng 4 Mối quan hệ nhà phân tích-quản lý và các thử nghiệm cắt ngang về sự không chắc chắn

DV = Dự báoREV						
	M1 lnDaysFollow Đây		M2 ChungKhông chắc chắn		M3 AnalystUncert	
	Trên Đây	Mười Phần Mười	Đây	Thập	Dưới cùng Top Decile	
	thập phân		phần hàng đầu	thập phân	thập phân	
Chặn lại	-0,147	3,580*	0,341 0,404	(1,114)	0,458*	-0,561
	(-0,510)	(1,896)	(0,534)	0,500*** 0,191	(1,893)	(-0,607)
Chia sẻ ExpRep	0,258***	0,399***	(5,366)	(1,612)	0,071	0,668***
	(5,096)	(4,384)	1,054***	0,580***	(1,478)	(3,664)
NIRev	0,755***	1,024***	(12,737)	(3,756) 0,116	0,319***	1,232***
	(6,601)	(6,872) -0,025	0,061 (1,246)	(0,792)	(4.571)	(7.959)
Tài sản tiền mặt	-0,149*	(-0,563)	0,239**	0,123*	-0,091**	0,559**
	(-1,652)	0,057 0,012	( 2.467)	( 1,670)	(-1,960)	(1,965)
Tỷ lệ nợ	(1,596)	(0,114)	-0,295**	0,044 (-2,090)	-0,011	0,166
	-0,142 -0,127 (-1,442)		(0,357)	-0,411*** 0,019	(-0,268)	(1,055)
Người trả tiền	(-1,000)	-0,001 0,096	(-2,783)	(0,056) 0,134	0,059	0,514*
	(-0,008) )	0,008 -0,054	-0,219* (1,099)	(-1,741)	(0,512)	(1,903)
lnAT	(0,215)	(-0,870)	0,024 0,305	(0,185)	-0,107	-0,121
	0,124* 0,206* (1,939)		(1,503)	-0,125 0,006	(-1.005)	(-0.608)
ĐẠI HỌC	(1,671)	-0,008 0,011	(-1,492)	(0,032) 0,138	-0,017	-0,177
	(-0,189)	(0,181) 0,036	0,283 (1,346)	(0,808)	(-0,502)	(-0,892)
ROCAA	-0,340	(0,386)	0,496***	0,208*	0,011	-0,133
	(-1,491)	0,204** 0,239	(4,820)	(1,737) 0,182**	(0,251)	(-0,852)
CapExp	(2,310)	(1,263)	0,019 (1,990)	(0,124)	0,051	0,072
	-0,081 0,027 (-1,404)		0,191** - 0,072 (2,186 )		(1.022)	(0.647)
lnMV	(0,274)	-0,011	(-1,017)	0,185**	0,103	0,112
	0,146** (-0,278)		0,032 (2,438)	(0,365)	(1.094)	(0.661)
BTM	(2,021)	-0,012 -0,009	0,004 -0,001	(0,185)	0,096*	0,293
	(-0,345)	(-0,173)	(-0,043)	0,043 0,037	(1,935)	(1,450)
ROA	-0,034	0,037 (-1,418)	(1,198)	(1,259) 0,055	0,010	0,237
	(1,250 )	0,070** -0,035	-0,006 (1,401)	(-0,138)	(0,147)	(1,430)
Theo	(2,422)	(-0,664) 0,052	-0,027 -0,002	(-0,753)	0,005	-0,080
	0,022 (1,229)	(0,403)	(-0,092)	0,021 0,031	(0,099)	(-0,478)
Khoảng cách lnFpedats	-0,018	0,061 (-0,792)	(0,322)	(1,066) 0,091	0,102**	0,164
	(0,419)	0,010 -0,040	0,039 (0,650)	(0,414)	(2.274)	(1.309)
NgàyFF	(0,386)	(-1,133)	-0,176	0,012 (-0,668)	-0,002	0,012
	0,161** -0,038 (2,120)		(0,027)		(-0,142)	(0,440)
NgàyLF	(-0,488)	0,067 0,546*			0,028	0,016
	(0,316)	(1,751)			(1,125)	(0,439)
sốFORE					-0,001	0,029
					(-0,033)	(0,970)
lnKinh nghiệm					-0,013	-0,040
					(-0,636)	(-0,928)
Kích thước của nhà môi giới					0,011	0,016
					(0,525)	(0,206)
GDPG					-0,003	0,006
					(-0,055)	(0,024)
tb3ms					-0,371	-0,530
					(-1,354)	(-0,811)
IND Năm Quý FE Công	Vắng		Vắng		ĐÚNG	
ty Cụm N Điều	Vắng		Vắng		ĐÚNG	
	555	457	555	383	522	409
chính R2	0,472	0,567	0,746	0,573	0,368	0,776

Bảng 4 khám phá các yếu tố ảnh hưởng đến hành vi điều chỉnh cổ phiếu của các nhà phân tích. M1 kiểm tra các điều chỉnh cổ phiếu của các nhà phân tích riêng biệt trong các mẫu con có các nhà phân tích có giai đoạn dài (Top Decile) và ngắn (Bottom Decile) theo sau một công ty (InDaysFollow). M2 và M3 kiểm tra các điều chỉnh cổ phiếu của các nhà phân tích trong các mẫu con có mức độ bất ổn cao và thấp, tương ứng với tất cả các nhà phân tích (CommonUncert) và riêng biệt với từng nhà phân tích (AnalystUncert). Các định nghĩa về biến có trong Phụ lục A. \*\*\*, \*\*, \* biểu thị mức ý nghĩa ở mức 1, 5 và 10 phần trăm, dựa trên các bài kiểm tra hai đuôi.

Các số trong ngoặc đơn là thống kê t. Thống kê t dựa trên các lỗi tiêu chuẩn được nhóm lại tại mức độ vững chắc.

Bảng 5 Sửa đổi dự báo EPS thực tế so với Sửa đổi dự báo EPS theo tử số - Dự đoán hiệu suất trong tương lai

	DV = ROAt		DV = ROAt+1		DV = ROAt+2		DV = ROAt+3	
Chặn lại	-0,049**	-0,048**	-0,033*	-0,031*	-0,043**	-0,042**	-0,039**	-0,038**
	(-2,505)	(-2,505)	(-1,742)	(-1,714)	(-2,338)	(-2,339)	(-2,274)	(-2,271)
Dự báoREV	0,000		-0,001		-0,000		-0,000	
	(0,051)		(-0,650)		(-0,354)		(-0,249)	
NDDự báoREV		0,002**		0,001*		0,001**		0,001**
		(2,336)		(1,912)		(2,016)		(2,035)
Tài sản tiền mặt	-0,015***	-0,015***	-0,010**	-0,010**	-0,006	-0,007	-0,010**	-0,011**
	(-2,751)	(-2,872)	(-1,960)	(-2,067)	(-1,249)	(-1,356)	(-2,109)	(-2,216)
Tỷ lệ nợ	-0,008*	-0,007*	-0,008*	-0,008*	-0,009**	-0,009**	-0,006	-0,006
	(-1,752)	(-1,733)	(-1,955)	(-1,950)	(-2,213)	(-2,213)	(-1,526)	(-1,512)
Người trả tiền	0,001	(0,759)	0,001	(0,584)	0,002	0,002	0,002	0,002
	-0,006***	-0,006***	-0,005***	-0,004***	(0,915)	(0,878)	(1,011)	(0,972)
lnAT					-0,004**	-0,004**	-0,004***	-0,004***
	(-3,772)	(-3,738)	(-2,744)	(-2,686)	(-2,516)	(-2,462)	(-2,774)	(-2,726)
ĐẠI HỌC	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	(0,547)	0,000	0,000
	(0,323)	(0,323)	(0,577)	(0,586)	0,147***	0,153***	(0,736)	(0,745)
ROCAA	0,152***	0,159***	0,123***	0,129***			0,179***	0,184***
	(3,284)	(3,489)	(2,708)	(2,873)	(3,333)	(3,541)	(4,297)	(4,536)
CapExp	-0,023	-0,023	-0,039	-0,039	-0,069**	(-2,134)	-0,092***	-0,092***
	(-0,793)	(-0,807)	(-1,268)	(-1,274)	0,005***	0,005***	(-3,001)	(-3,020)
lnMV	0,006***	0,006***	0,005***	0,005***			0,005***	0,005***
	(3,754)	(3,752)	(2,883)	(2,858)	(2,933)	(2,918)	(3,113)	(3,100)
BTM	0,034***	0,033***	0,023*	0,022*	0,026**	0,025**	0,025**	0,024**
	(2,892)	(2,873)	(1,927)	(1,888)	(2,163)	(2,133)	(2,178)	(2,147)
ROA	0,099	0,098	0,135	0,133	0,095	0,093	0,103	0,102
	(0,951)	(0,952)	(1,295)	(1,291)	(1,034)	(1,028)	(1,224)	(1,224)
Theo	0,004***	0,004**	0,003**	0,003**	0,003**	0,003*	0,003**	0,003**
	(2,602)	(2,534)	(2,246)	(2,180)	(1,969)	(1,898)	(2,199)	(2,126)
Khoảng cách lnFpedats	-0,002	-0,001	-0,002	-0,002	0,000	0,000	-0,000	-0,000
	(-0,592)	(-0,582)	(-0,843)	(-0,856)	(0,006)	(0,005)	(-0,110)	(-0,107)

Bảng 5 Tiếp theo

	DV = ROAt		DV = ROAt+1		DV = ROAt+2		DV = ROAt+3	
NgàyFF	-0,001*	-0,001*	-0.000	-0,001	-0.000	-0.000	-0,001	-0,001
	(-1,888)	(-1,914)	(-0,758)	(-0,805)	(-0,775)	(-0,802)	(-1,249)	(-1,269)
NgàyLF	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	(0,420)	(0,381)	(0,508)	(0,489)	(0,863)	(0,843)	(0,958)	(0,936)
sốFORE	0,000	0,000	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
	(0,408)	(0,412)	(0,620)	(0,611)	(0,951)	(0,951)	0,000	(1.239)
lnKinh nghiệm	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	(0,567)	0.000	(1.241)
	(0,053)	(0,166)	(0,146)	(0,264)	(0,677)	0,001***	(0.447)	(0,559)
Kích thước của nhà môi giới	0,000	0,000	0,000**	0,000**	0,001***		0.000**	0,000**
	(0,738)	(0,681)	(2,173)	(2,135)	(3.029)	(3.007)	(2,369)	(2.340)
GDPG	0,002*	0,002*	0,002**	0,002**	0,002**	0.002**	0,002**	0,002**
	(1,901)	(1,853)	(2,168)	(2,131)	(2,116)	(2.072)	(2,095)	(2.048)
tb3ms	0,329	0,343	0,200	0,209	0,112	0.123	0,020	0,030
	(1.439)	(1.496)	(1.009)	(1.053)	(0,583)	(0,636)	(0,111)	(0,168)
IND Năm Quý FE	ĐÚNG		ĐÚNG		ĐÚNG		ĐÚNG	
Cụm công ty	ĐÚNG		ĐÚNG		ĐÚNG		ĐÚNG	
N	4.781	4.784	Điều chỉnh R2	0,457	0,470	Bảng 5 so sánh các điều kiện dự báo EPS thực tế và dự báo EPS của nhà phân tích (NDForecastREV) trong việc dự đoán hiệu suất hoạt động (ROA) trong tương lai của các công ty trong một đến bốn quý tới, bắt đầu từ quý dự báo t. Định nghĩa biến có trong Phụ lục A. ***, **, * biểu thị ý nghĩa ở mức 1, 5 và 10 phần trăm tương ứng, dựa trên các bài kiểm tra hai đuôi. Các số trong ngoặc đơn là thống kê t. Thống kê t dựa trên các lỗi chuẩn được nhóm lại ở cấp độ công ty.	4,784	4.784
	0.461	0.428		0.428	0.430	0.468	0.518	0,521

42

Bảng 6 Định giá sai thị trường đến sự bóp méo EPS

Bảng A. Danh mục đầu tư được hình thành dựa trên sự biến dạng EPS

Biến dạng EPS (Biến dạng)			Lợi nhuận mua và giữ bất thường [m1, m3]				Lợi nhuận mua và giữ bất thường khác biệt							
Quintile	Obs.	Trung bình	336	[m1, m12]	0,0481	0,0335	m6]	[m1, m9]		[m1, m3]	[m1, m6]	0,0810	[m1, m9]	[m1, m12]
0		-0,0591				0,0390		0,0816		0,0708			0,1108	0,1275
1	335	0,0305		0,0046		0,0719		0,0845	0,0876	0,0232	0,0909		0,1029	0,1105
2	336	0,0805		0,0231		0,0609		0,0452	0,0681	0,0312	0,0697		0,0536	0,0760
	335	0,1861		0,0316		0,0424		0,0334	0,0483	0,0485	0,0615		0,0522	0,0678
3 4	335	1,5600		0,0170		-0,0052		0,0106	-0,0029	0,0402	0,0170		0,0315	0,0240
	1677													
Lợi nhuận phòng ngừa (#0 -				0,0310***	0,0442***	0,0710***	0,0964***			0,0408**	0,0537**		0,0793***	0,1035***
#4) thống kê t				(2.620)		(2.606)		(3.124)	(3.814)	(2.202)	(2.335)		(2.883)	(3.355)

Bảng B. Danh mục đầu tư được hình thành dựa trên sự biến dạng EPS tuyệt đối

Biến dạng EPS (Biến dạng)			Lợi nhuận mua và giữ bất thường [m1, m3]				Lợi nhuận mua và giữ bất thường khác biệt								
Quintile	Obs.	Trung bình	336	[m1, m6]	[m1, m9]	[m1, m12]	0,0515	0,0446	0,0892	0,0881	[m1, m3]	[m1, m6]	[m1, m9]	[m1, m12]	
0		0,0037									0,0851	0,0771	0,1190	0,1231	
1	335	0,0322		0,0042		0,0757		0,0922		0,0958	0,0195		0,0921	0,1081	0,1153
2	336	0,0829		0,0247		0,0623		0,0429		0,0764	0,0312		0,0695	0,0496	0,0825
3	335	0,1898		0,0307		0,0356		0,0248		0,0410	0,0527		0,0597	0,0487	0,0656
4	335	1.6136		0,0133		-0,0092		0,0061		-0,0067	0,0356		0,0116	0,0257	0,0193
	1677														
Lợi nhuận phòng ngừa (#0 -				0,0383***	0,0538***	0,0832***	0,0948***				0,0495***	0,0655***	0,0933***	0,1038***	
#4) thống kê t				(3.299)		(3.220)		(3.738)		(3.847)	(2.691)		(2.868)	(3.443)	(3.422)

Bảng C. Hồi quy lợi nhuận (DV = Lợi nhuận mua và nắm giữ bất thường trong tương lai)

	DV = Trả về[m1~m3]	DV = Trả về[m1~m6]	DV = Trả về[m1~m9]	DV = Trả về[m1~m12]
Chặn lại	-0,000 (-0,002) 0,309 (0,782) (-1,871) -0,113***		0,464 (1,105) (-2,268)	0,902* (1,741)
Sự biến dạng	-0,042* (-2,845) (1,882) 0,357*** (2,901) (-0,044)		-0,106** (3,097)	-0,080 (-1,321)
Tài sản tiền mặt	0,160* (-0,565) (0,165) -0,579 (0,563) (1,292)		0,450*** (0,064)	0,553*** (3,215)
Tỷ lệ nợ	-0,003 (1,668) (1,591) (-0,932) -0,747 (-0,115)		0,007 (1,011)	0,113 (0,842)
DivPayer	0,004 (-1,330) (0,274) (-0,474) (-0,035)		0,041 (1,908)	0,024 (0,481)
lnAT	0,011 (-1,151) (1,424) 0,039 -0,085***		0,058* (-0,195)	0,025 (0,596)
ĐẠI HỌC	0,010* (-3,076) (-2,053) 0,017 (0,919) (-0,134)		-0,002 (-0,670)	-0,012 (-0,885)
ROCAA	-0,235 (-2,059) (-2,540) 0,062 (-0,030) (0,075)		-0,538 (-1,441)	-0,376 (-0,410)
CapExp	-0,038 (0,485) (-0,077) (-1,441) 0,706 (1,341) (2,407)		-0,926 (-1,320)	-1,484* (-1,959)
lnMV	0,006 (-1,914) (-1,672) 0,001 (-0,016) (-0,117)		-0,045 (-1,404)	-0,041 (-0,928)
BTM	-0,005 (0,088)	-0,282	-0,378 (1,250)	-0,070 (-0,183)
ROA	1,048	2,107**	1,648 (-1,874)	0,994 (0,637)
Theo		-0,079**	-0,086* (0,892)	-0,045 (-0,810)
Khoảng cách lnFpedats		-0,008	0,062 (-2,374)	-0,016 (-0,227)
NgàyFF	-0,021**	-0,038**	-0,044** (-0,166)	-0,035* (-1,668)
NgàyLF	0,000	-0,000	-0,002 (-0,074)	0,004 (0,421)
sốFORE	0,001	0,009	-0,002 (-1,197)	0,003 (0,106)
lnKinh nghiệm	-0,000	-0,010	-0,010 (2,701)	-0,010 (-0,969)
lnBrokerSize	0,006	0,012**	0,017*** (-0,384)	0,022** (2,504)
GDPG	-0,031*	-0,029*	-0,009 (-0,276)	0,011 (0,330)
tb3ms	2,186	2,195	-1,507 (-0,374)	-9,607 (-1,543)
Trả về[m-3~m-1]	-0,010	0,010	-0,050	0,258* (1,726)
IND Năm Quý FE và Cụm công ty	ĐÚNG	ĐÚNG	ĐÚNG	ĐÚNG
N	749	749	749	749
Adj. R2	0,291	0,281	0,290	0,308

Bảng 6 điều tra xem các nhà đầu tư có nhận ra và xử lý được những hàm ý của việc điều chỉnh dự báo EPS theo mẫu số (Độ méo = các lần điều chỉnh dự báo EPS theo mẫu số) hay không.

Bảng A và Bảng B tạo danh mục đầu tư thành năm nhóm, dựa trên Độ méo và giá trị tuyệt đối của Độ méo . Sau đó, tôi so sánh lợi nhuận mua và nắm giữ bất thường trong tương lai (trước

ba đến mười hai tháng) và lợi nhuận bất thường trong tương lai sau khi trừ đi lợi nhuận bất thường trước đó giữa các quintile Độ méo trên cùng và dưới cùng . Bảng C sử dụng hồi quy

OLS để kiểm tra thêm tác động của Độ méo đối với lợi nhuận bất thường sau khi kiểm soát các đặc điểm cấp công ty và cấp nhà phân tích và lợi nhuận trước đó. Định nghĩa biến có trong Phụ lục

A. \*\*\*, \*\*, \* biểu thị mức ý nghĩa ở mức 1, 5 và 10 phần trăm, dựa trên các bài kiểm tra hai đuôi. Các số trong ngoặc đơn là thống kê t. Thống kê t dựa trên các lỗi chuẩn được nhóm lại ở cấp công ty.

## CHƯƠNG 5. PHÂN TÍCH BỔ SUNG

### 5.1 Phân tích EPS sửa đổi sau thông báo mua lại - Mô hình thay thế

Ngoài ra, tôi sử dụng các mô hình thay thế để kiểm tra câu hỏi nghiên cứu chính của mình liệu các nhà phân tích có điều chỉnh dự báo của họ về thành phần chia sẻ của dự báo EPS sau thông báo mua lại. Trong mô hình thay thế đầu tiên, tôi định nghĩa lại thu nhập ròng sửa đổi (NIREV) là sự khác biệt giữa các dự báo thành phần thu nhập ròng trước và sau khi thông báo mua lại bằng cách sử dụng cùng số lượng cổ phiếu. Cụ thể, NIREV được sử dụng trong mô hình được tính bằng  $EPS_{PreRepAnnt} \times ShareOutt-1$  trừ đi  $EPS_{PostRepAnnt} \times ShareOutt-1$ , được chia tỷ lệ theo  $MVt-1$  và nhân với 1.000.000.

Mô hình thay thế thứ hai học hỏi từ Hertznel và Jain (1991) khi họ kiểm tra xem Value Line có điều chỉnh cơ học dự báo về số cổ phiếu đang lưu hành hay không. dự báo thu nhập trước (sau) thông báo mua lại bằng với dự báo EPS trước (sau) thông báo nhân lên dự báo cổ phiếu đang lưu hành trước (sau) thông báo. Xử lý các sửa đổi dự báo thu nhập ròng là số không đối với cổ phiếu cơ khí điều chỉnh, biến phụ thuộc trong mô hình thay thế là EPS dự báo sửa đổi như một phần trăm dự báo EPS cuối cùng trước thông báo mua lại và biến độc lập được ước tính là mua lại cổ phiếu theo tỷ lệ phần trăm của sự khác biệt giữa số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành và số cổ phiếu dự kiến mua lại.

Trong hai mô hình thay thế này, kết quả chưa lập bảng cho thấy hệ số của việc mua lại cổ phiếu là tích cực đáng kể. Sau khi kiểm soát những điều bất ngờ phần, ước tính mua lại cổ phiếu vẫn còn tích cực đáng kể, trong khi những phần bất ngờ không đáng kể.

## 5.2 Việc các nhà phân tích sử dụng các bản sửa đổi dự báo EPS trong dự báo giá và Khuyến nghị

Trong Phần 4.4, tôi thấy rằng các điều chỉnh dự báo EPS theo tử số có nhiều hơn chỉ ra hiệu suất của công ty trong tương lai hơn là các điều chỉnh dự báo EPS thực tế. Một trong những các nhà phân tích động lực để cung cấp dự báo thu nhập chính xác là sử dụng nó như một đầu vào trong khuyến nghị cổ phiếu (Brown và cộng sự 2015). Trong phần này, tôi khám phá những sửa đổi EPS nào các nhà phân tích sử dụng trong dự báo mục tiêu giá và khuyến nghị cổ phiếu của riêng họ. Tôi ước tính lại Phương trình (2) sau khi thay đổi biến phụ thuộc thành mục tiêu sửa đổi giá (PriceREV) hoặc sửa đổi khuyến nghị (RecomREV). PriceREV là sự khác biệt giữa giá đầu tiên dự báo sau thông báo mua lại và dự báo giá cuối cùng trước thông báo, được điều chỉnh theo giá cổ phiếu đầu quý. RecomREV là sự khác biệt giữa khuyến nghị đầu tiên sau thông báo mua lại và khuyến nghị cuối cùng khuyến nghị trước thông báo và được mã hóa ngược lại để số lượng lớn hơn có nghĩa là khuyến nghị cao hơn. Bởi vì giá trị của RecomREV hiển thị thứ hạng, tôi sử dụng hồi quy logistic có thứ tự cho mô hình này. Tôi sử dụng hồi quy OLS để dự báo giá mô hình sửa đổi.

Bảng 7 cho thấy kết quả. Trong mô hình PriceREV, các hệ số của ForecastREV và NDForecastREV đều có ý nghĩa tích cực, nhưng ForecastREV có ý nghĩa đáng kể lớn hơn NDForecastREV (chưa lập bảng). Với điều kiện là dự báo được điều khiển bởi tử số sửa đổi (NDForecastREV) dự đoán tốt hơn hiệu suất tương lai của một công ty so với thực tế dự báo sửa đổi (ForecastREV) và NDForecastREV trung bình nhỏ hơn Dự báoREV, các nhà phân tích có thể ước tính quá cao mục tiêu giá bằng cách dựa nhiều hơn vào Dự báoREV. Tôi kiểm tra khả năng dự đoán quá mức giá cổ phiếu theo kinh nghiệm. kết quả chưa được lập bảng cho thấy giá trung bình dự báo trước khi thông báo mua lại



cao hơn giá thực tế trong giai đoạn dự báo, nhưng giá trung bình dự báo

sau khi thông báo mua lại cao hơn giá thực tế ở mức độ cao hơn.

lỗi dự báo giá tuyệt đối sau khi thông báo mua lại cao hơn đáng kể

hơn các lỗi dự báo tuyệt đối trước khi công bố (chênh lệch lỗi dự báo =

0,217,  $p < 0,001$ ).

Trong mô hình RecomREV chỉ kiểm soát các hiệu ứng cố định, hệ số của

Dự báoREV có giá trị dương đáng kể trong khi hệ số NDForecastREV không đáng kể.

Sau khi kiểm soát các đặc điểm của công ty và nhà phân tích khác trong mô hình, một trong hai bản sửa đổi là

không đáng kể, mặc dù hệ số của ForecastREV lớn hơn NDForecastREV tại

liếc nhìn. Một lý do của việc thiếu ý nghĩa thống kê trong mô hình với tất cả các điều khiển có thể

là do kích thước mẫu nhỏ trong thử nghiệm khuyến nghị, làm giảm sức mạnh

của bài kiểm tra.

Những kết quả này chỉ ra rằng các nhà phân tích dựa nhiều hơn vào dự báo EPS thực tế đã công bố của họ

các bản sửa đổi thay vì các bản sửa đổi dự báo EPS do tử số điều khiển trong việc ước tính mục tiêu

giá cả và trong việc đưa ra các khuyến nghị mua và bán (với bằng chứng hạn chế). Kết quả

cũng cho thấy bằng chứng sơ bộ về việc các nhà phân tích ước tính quá cao giá cổ phiếu trong tương lai bằng cách dựa vào

về việc điều chỉnh dự báo EPS thực tế của họ thay vì điều chỉnh dựa trên tử số.

### 5.3 Dự báo EPS thực tế so với Dự báo EPS theo tử số trong Dự báo giá cổ phiếu và Đưa ra khuyến nghị về cổ phiếu

Trong Phần 4.4, tôi xem xét liệu dự báo EPS được báo cáo hay được điều khiển bởi tử số

sửa đổi mang tính chỉ báo nhiều hơn về hiệu suất của công ty trong tương lai. Trong phần này, tôi kiểm tra xem

hai dự đoán tốt hơn EPS thực tế của các công ty. Tôi ước tính lại Phương trình (2) sau khi thay đổi

biến phụ thuộc vào các bản sửa đổi hoàn hảo (PerfectREV). PerfectREV được tính là

sự khác biệt giữa EPS thực tế trong các quý dự báo của các nhà phân tích và các dự báo EPS gần đây nhất trước thông báo OMR (EPS\_PreRepAnn). EPS\_PreRepAnn hoạt động như một mỏ neo, dựa trên mà các nhà phân tích cập nhật dự báo EPS của họ sau thông báo của OMR. Nếu các nhà phân tích thực hiện dự báo EPS hoàn hảo, thì dự báo EPS cập nhật của họ sẽ giống như thực tế EPS. Nói cách khác, nếu họ thực hiện các bản sửa đổi EPS hoàn hảo sau thông báo của OMR, sửa đổi sẽ là sự khác biệt giữa EPS thực tế và dự báo cuối cùng của họ trước Thông báo của OMR, tức là PerfectREV. Do đó, mối quan hệ giữa các nhà phân tích Việc sửa đổi EPS và PerfectREV phản ánh mức độ dự báo EPS đã sửa đổi của các nhà phân tích trở nên gần hơn với EPS thực tế. Mối quan hệ cao hơn cho thấy dự báo EPS chất lượng cao hơn cập nhật. Do đó, hệ số khác biệt của ForecastREV thực tế và NDForecastREV cho thấy những sửa đổi nào dự báo tốt hơn EPS thực tế.

Từ Bảng 8, mặc dù cả hai lần sửa đổi đều dự đoán EPS thực tế, ForecastREV có mối quan hệ mạnh mẽ hơn với PerfectREV so với NDForecastREV. Do đó, dự báo EPS như các nhà phân tích báo cáo cung cấp dự báo chính xác hơn về EPS thực tế, so với các dự báo theo tử số loại bỏ các dự báo theo mẫu số khỏi các nhà phân tích dự báo được báo cáo.

#### 5.4 Các sửa đổi dự báo EPS của nhà phân tích dựa trên việc mua lại thực tế

Vì thiếu các nghiên cứu xem xét liệu các nhà phân tích có điều chỉnh cổ phiếu hay không thành phần khi có sự thay đổi trong số lượng cổ phiếu đang lưu hành một cách kịp thời, tôi sử dụng thực tế cài đặt thực hiện mua lại để tiếp tục điều tra câu hỏi này khi không có ước tính nhu cầu mua lại. Cụ thể, tôi kiểm tra xem các nhà phân tích có kết hợp cổ phiếu được mua lại vào dự báo EPS của họ sau khi số lượng cổ phiếu thực tế được mua lại là được phát hành và do đó không cần phải ước tính. Mặc dù các công ty được yêu cầu tiết lộ

việc mua lại của họ trong hồ sơ 10K/10Q, nhiều công ty tiết lộ cổ phiếu của họ được mua lại trong thông báo thu nhập (Huang và cộng sự 2019). Do đó, phần này xem xét liệu các nhà phân tích thay đổi ước tính cổ phiếu của họ dựa trên các cổ phiếu thực tế được báo cáo được mua lại sau thông báo thu nhập.

Như thể hiện trong Hình 2, để tính toán các bản sửa đổi dự báo sau khi thu nhập ngày công bố ( $ForecastREV\_EarnAnnt+1$ ), tôi so sánh dự báo EPS cuối cùng được thực hiện trước khi công bố thu nhập ( $EPS\_PreEarnAnnt+1$ ) với dự báo EPS đầu tiên được đưa ra sau thông báo thu nhập ( $EPS\_PostEarnAnnt+1$ ). Tôi sử dụng Phương trình (3) để kiểm tra liệu các nhà phân tích có điều chỉnh số lượng cổ phiếu đang lưu hành giảm xuống sau khi số lượng thực tế của cổ phiếu được mua lại được phát hành vào ngày công bố thu nhập. Tôi bao gồm tất cả các khoản mua lại và các công ty không mua lại trong mẫu. Có 529.599 quan sát trong thu nhập này mẫu thông báo

$$\begin{aligned} \text{Dự báo } REV\_EarnAnnt+1 = & d0 + d1RepShare + d2NIREV\_EarnAnnt+1 + d3CashAsset + d4DebtRatio + \\ & d5DivPayer + d6LogAT + d7RETE + d8ROCAA \\ & + d9CapExp + d10LogMV + d11BTM + d12ROA + d13Theo\text{ đổi} + d14NgàyFF \\ & + d15DaysLF + d16numFORE + d17Experience + d18BrokerSize \\ & + d19GDPG + d20tb3ms + i.FF48IND + i.Year + i.Qtr + \epsilon, \end{aligned} \quad (3)$$

$ForecastREV\_EarnAnnt+1$  là bản sửa đổi của các nhà phân tích về dự báo EPS cho quý tiếp theo khi thu nhập của quý hiện tại được công bố, được điều chỉnh theo giá cổ phiếu vào đầu quý tài chính.  $EPS\_PreEarnAnn$  và  $EPS\_PostEarnAnn$  là được xây dựng tương tự như cài đặt thông báo OMR, ngoại trừ việc chúng đại diện cho dự báo cho quý tiếp theo và được đo lường xung quanh thông báo thu nhập ngày mà công chúng biết đến các cổ phiếu mua lại thực tế của hầu hết các công ty mua lại. RepShare là số lượng cổ phiếu thực tế được mua lại trong một quý. Cổ phiếu được mua lại giảm số lượng cổ phiếu đang lưu hành và do đó tăng  $ForecastREV\_EarnAnnt+1$ . Vì vậy,

hệ số dương trên RepShare phù hợp với các nhà phân tích kết hợp các cổ phiếu thực tế

được mua lại trong dự báo EPS của họ sau khi công bố thu nhập và do đó trong EPS của họ

sửa đổi dự báo ( $\text{ForecastREV\_EarnAnnt}+1$ ).

Tôi tiếp tục chia nhỏ các cổ phiếu thực tế được mua lại, RepShare, thành các cổ phiếu dự kiến

( $\text{ExpRepShareModel}$ ) và các phần không mong đợi ( $\text{UnExpRepShareModel}$ ) dựa trên một công ty

hành vi mua lại thông thường và ước tính theo hành vi mua lại hai giai đoạn

mô hình ước tính được rút ra trong Hribar et al. (2006) trên trang 18-19. Từ Hình 2, chúng ta có thể

xem trước thông báo thu nhập quý hiện tại (Thông báo EPSt), nếu

các nhà phân tích đã đưa ra ước tính về số lượng cổ phiếu được mua lại, số lượng cổ phiếu dự kiến

( $\text{ExpRepShareModelt}$ ) sẽ được đưa vào bản sửa đổi cuối cùng của họ trước khi thu nhập

thông báo. Đó là phần bất ngờ ( $\text{UnExpRepShareModelt}$ ) sẽ thay đổi

ước tính của họ về các cổ phiếu đang lưu hành. Tương tự như vậy, sau khi công bố EPSt, nếu các nhà phân tích

đã đưa ra kỳ vọng về cổ phiếu của quý tiếp theo ( $\text{ExpRepShareModelt}+1$ ), họ sẽ

bao gồm  $\text{ExpRepShareModelt}+1$  trong ước tính cổ phiếu đang lưu hành khi họ dự báo

EPS của quý tiếp theo ( $\text{EPSt}+1$ ), nhưng họ không thể bao gồm phần bất ngờ

( $\text{UnExpRepShareModelt}+1$ ) không được biết cho đến khi  $\text{EPSt}+1$  được công bố. Nói cách khác, nếu

các nhà phân tích ước tính và tịch thu các cổ phiếu thường xuyên được các công ty mua lại khi họ điều chỉnh

ước tính EPS của họ,  $\text{UnExpRepShareModelt}$  và  $\text{ExpRepShareModelt}+1$  sẽ tác động đến họ

Bản sửa đổi EPS và đây là những gì tôi tìm thấy dựa trên kết quả được hiển thị trong Bảng 9. Mô hình 1 cho thấy

rằng cả RepShare và  $\text{NIREV\_EarnAnn}$  đều có hệ số dương đáng kể,

chỉ ra rằng khi các nhà phân tích sửa đổi dự báo EPS của họ, họ điều chỉnh cả tử số và

thành phần mẫu số. Mô hình 2 cho thấy chỉ có  $\text{UnExpRepShareModelt}$  và

$\text{ExpRepShareModelt}+1$  có tác động đáng kể đến việc điều chỉnh EPS của các nhà phân tích.

Là một biện pháp thay thế cho việc mua lại dự kiến cho mỗi kỳ, tôi cho rằng các nhà phân tích chỉ đơn giản sử dụng các cổ phiếu mua lại thực tế từ quý gần đây nhất làm ước tính cổ phiếu cho mỗi quý dự báo. Mô hình 3 trình bày kết quả. Kể từ các nhà phân tích sử dụng cùng một số cổ phiếu ước tính được mua lại cho mỗi quý dự báo, ExpRepShare<sub>t</sub> và ExpRepShare<sub>t+1</sub> giống nhau, vì vậy tôi chỉ bao gồm việc mua lại dự kiến chia sẻ một lần trong biến RepShare. Tôi vẫn thấy rằng UnExpRepShare vẫn có ý nghĩa, nhưng không phải UnExpRepShare<sub>t+1</sub> mà không được biết cho đến ngày công bố thu nhập cho quý t+1.

Nhìn chung, phần này thấy rằng các nhà phân tích điều chỉnh thành phần chia sẻ dựa trên mua lại khi họ dự báo EPS sau khi họ biết cổ phiếu được mua lại và họ cũng đưa ra kỳ vọng về việc cổ phiếu sẽ được mua lại trong các quý dự báo trước khi chúng biết được các lần mua lại thực tế. Những kết quả này cung cấp thêm bằng chứng để hỗ trợ cho lần đầu tiên giả thuyết rằng các nhà phân tích điều chỉnh dự báo EPS của họ dựa trên ước tính của cổ phiếu thay đổi.

#### 5.5 Xác định các quyết định điều chỉnh cổ phiếu của từng nhà phân tích

Trong phần này, tôi xác định một nhóm các nhà phân tích có hoặc không điều chỉnh cổ phiếu trong dự báo chỉ số tài chính của họ, không giới hạn ở dự báo EPS. Phương pháp tôi sử dụng để xác định các nhà phân tích dựa trên một số nhóm biện pháp với cả số lượng tổng thể và trên mỗi cổ phiếu có sẵn cho mỗi quý của công ty phân tích khi họ đo lường cùng một đặc điểm của một công ty, được cung cấp bởi IBES Chi tiết. Tôi rút lại số lượng cổ phiếu được sử dụng trong dự báo của nhà phân tích chia tổng số tiền cho số tiền trên mỗi cổ phiếu. Nhóm biện pháp đầu tiên dựa trên tổng EBITDA (EBT) chia cho EBITDA trên mỗi cổ phiếu (EBS), nhóm thứ hai dựa trên giá trị tài sản ròng (NAV) và giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu (BPS), và nhóm thứ ba dựa trên giá trị tài sản ròng

thu nhập (NET) và thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS). Số lượng cổ phiếu được tính bằng ba

các phương pháp do ba nhóm biện pháp cung cấp có mối tương quan cao hơn 99%,

chỉ ra rằng số lượng cổ phiếu được sao lưu như vậy là đáng tin cậy. Sau đó, tôi tính toán số lượng

của các cổ phiếu được các nhà phân tích sử dụng trong dự báo của họ bằng cách sử dụng giá trị trung bình của ba cổ phiếu được tính toán.

Tôi yêu cầu ít nhất một trong ba cổ phiếu được tính toán phải có sẵn để đưa vào

vật mẫu.

Tôi xác định một quý của công ty phân tích với điều chỉnh mua lại trong dự báo là

những người có ước tính cổ phiếu đầu tiên sau thông báo của OMR (Share\_PostRepAnn) là

thấp hơn ước tính cổ phiếu cuối cùng trước thông báo OMR (Share\_PreRepAnn).

Dựa trên nhận dạng này, trong mẫu 156 công ty phân tích, 103 (66%)

quan sát điều chỉnh cổ phiếu trong dự báo chỉ số tài chính. Sau đó, tôi so sánh tuyệt đối

lỗi dự báo của cổ phiếu được mua lại, là giá trị tuyệt đối của (Share\_PostRepAnn -

Share\_PreRepAnn - RepShare), giữa hai nhóm nhà phân tích. Các

kết quả cho thấy các công ty phân tích-quý điều chỉnh cổ phiếu được mua lại trong

dự báo có lỗi dự báo mua lại cổ phiếu nhỏ hơn so với nhóm không điều chỉnh

cổ phiếu, với giá trị  $p$  là 0,052. Nói cách khác, ước tính mua lại của các nhà phân tích được sử dụng trong

dự báo chỉ ra việc thực hiện mua lại thực tế trong tương lai của một công ty.

Ngoài ra, có một hạn chế trong bài viết của tôi là tôi sử dụng ước tính của mình về cổ phiếu để

được mua lại dựa trên tỷ lệ hoàn thành của các cổ phiếu được công bố cho các nhà phân tích ủy quyền

ước tính cổ phiếu. Sử dụng mẫu nhỏ này của các công ty phân tích-quý kết hợp

ước tính thay đổi chia sẻ trong dự báo EPS, tôi có thể đảo ngược sự thay đổi trong

số lượng cổ phiếu được sử dụng trong dự báo. Tôi so sánh những thay đổi về cổ phiếu được nhúng trong các nhà phân tích

dự báo với số lượng cổ phiếu dự kiến của các nhà phân tích sẽ được mua lại bằng cách sử dụng ước tính của tôi

phương pháp (ExpRepShare), và tôi tìm thấy mối tương quan 52% giữa hai biện pháp chia sẻ này,

điều này cung cấp một số căn cứ cho thấy ước tính của tôi (ExpRepShare) là một đại diện hợp lý cho

các cổ phiếu được sử dụng trong dự báo EPS của các nhà phân tích.

Bảng 7 Sửa đổi dự báo EPS thực tế so với Sửa đổi dự báo EPS theo tử số - Sử dụng trong dự báo của nhà phân tích

	DV = Giá REV		DV = Giá REV		DV = Khuyến nghị REV		DV = Khuyến nghị REV	
Chặn lại	0,152	-1,206	0,198	-1,838				
	(0,443)	(-1,045)	(0,587)	(-1,602)				
Dự báoREV	0,971***	0,972*** (7,039)			0,888*	0,870		
	(7.069)				(1,784)	(1.572)		
NDDự báoREV			0,469***	0,473***			0,458	0,482
			(4.884)	(4,797)			(1.277)	(1.127)
Tài sản tiền mặt		0,288		0,166		-2,751		-2,718
		(0,686)		(0,383)		(-0,785)		(-0,774)
Tỷ lệ nợ		0,197		0,338		-1,284		-0,979
		(0,590)		(0,945)		(-0,641)		(-0,465)
Người trả tiền		0,145		0,131		1,421**		1.262**
		(0,871)		(0,777)		(2,203)		(2.043)
lnAT		-0,090		-0,048		-0,399		-0,272
		(-1.004)		(-0,516)		(-0,994)		(-0,573)
ĐẠI HỌC		0.017		0,013		-0,140		-0,188
		(0.559)		(0,410)		(-0,632)		(-0,871)
ROCAA		-3.408		-1,098		-9,723		-7.626
		(-1,381)		(-0,427)		(-0,650)		(-0,488)
CapExp		1,199		0,485		29,366*		28.579*
		(0,581)		(0,236)		(1,747)		(1.712)
lnMV		0,121		0,090		0,217		0,144
		(1,354)		(0,959)		(0,536)		(0,309)
BTM		0,372		0,164		0,475		-0,077
		(0,547)		(0,231)		(0,131)		(-0,019)
ROA		4,266		4,525		13,996		15.635
		(1,053)		(1,049)		(0,600)		(0,709)
Theo		-0,107		-0,128		1,052		1.011
		(-1,168)		(-1,376)		(1,073)		(1.050)
Khoảng cách lnFpedats		-0,275		-0,163		0,288		0,399
		(-1,157)		(-0,689)		(0,186)		(0,255)



Bảng 7 Tiếp theo

	DV = Giá REV		DV = Giá REV		DV = Khuyến nghị REV		DV = Khuyến nghị REV	
NgàyFF	0,145		0,172*		0,933***		1.010***	
	(1,611)		(1,890)		(2,757)		(2.913)	
NgàyLF	0,044		0,031		-0,141		-0,131	
	(0,972)		(0,673)		(-0,451)		(-0,412)	
sốFORE	0,173		0,194*		-1,121		-1,193	
	(1,539)		(1,690)		(-1.312)		(-1,468)	
lnKinh nghiệm	0,029		0,030		-0.327*		-0,355*	
	(0,862)		(0,859)		(-1.649)		(-1,781)	
Kích thước của nhà môi giới	0,002		0,006		-0.088		-0,049	
	(0,037)		(0,141)		(-0,295)		(-0,154)	
GDPG	-0,016		-0,021		-0,877**		-0,857**	
	(-0,233)		(-0,285)		(-2,048)		(-2,147)	
tb3ms	10,986		18,181		-1,222		3.429	
	(0,750)		(1.229)		(-0,011)		(0,031)	
	ĐÚNG		ĐÚNG		ĐÚNG		ĐÚNG	
N	2.791	2.791	2.791	2.791	650	650	650	650
Bảng 7 khám phá xem	0,100	0,102	0,072	0,073	0,208	0,286	0,197	0,277

các nhà phân tích có sử dụng các bản sửa đổi dự báo EPS thực tế của nhà phân tích (ForecastREV) hay các bản sửa đổi dự báo EPS của nhà phân tích do tử số điều khiển ( NDForecastREV ) trong các bản sửa đổi khi thiết lập dự báo mục tiêu giá của họ (DV = PriceREV) hoặc khi đưa ra khuyến nghị mua và bán cổ phiếu (DV = RecomREV). Vì các khuyến nghị về cổ phiếu sử dụng các biến được xếp hạng, nên tôi sử dụng hồi quy logistic có thứ tự trong mô hình RecomREV . Các định nghĩa về biến có trong Phụ lục A. \*\*\*, \*\*, \* biểu thị mức ý nghĩa ở mức 1, 5 và 10 phần trăm tương ứng, dựa trên các bài kiểm tra hai đuôi. Các số trong ngoặc đơn là thống kê t. Thống kê t dựa trên các lỗi chuẩn được nhóm lại ở cấp độ công ty.

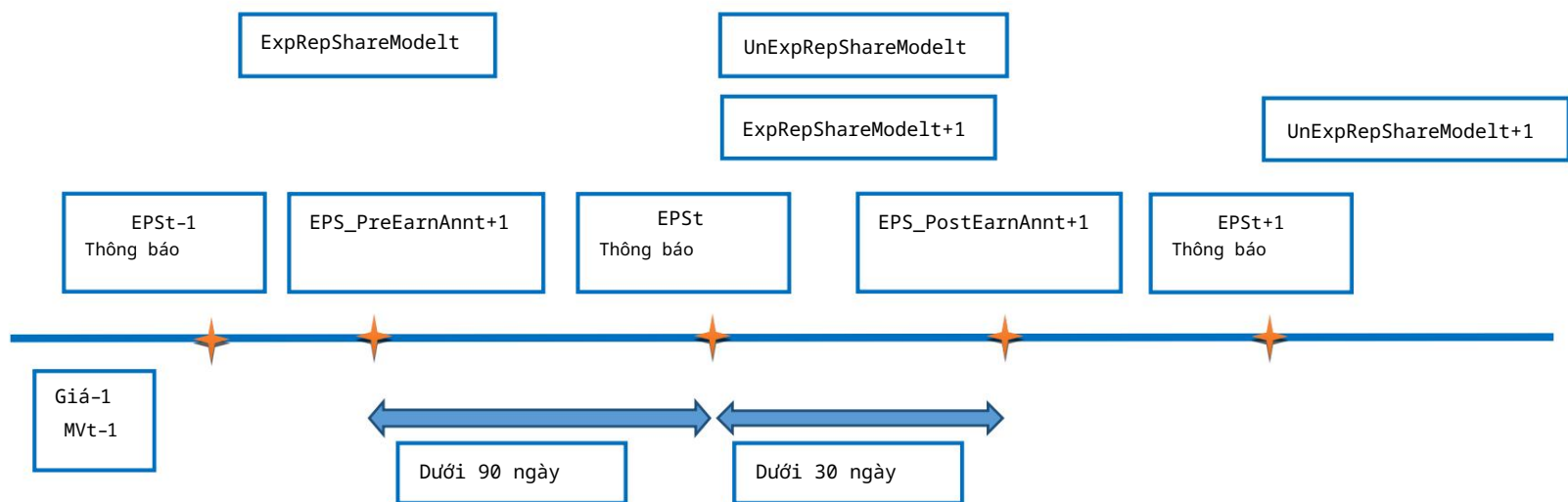
Bảng 8 Sửa đổi dự báo EPS thực tế so với Sửa đổi dự báo EPS theo tử số - Dự đoán EPS

	DV = PerfectREV		DV = Hoàn hảoREV	
Chặn lại	-0,015	(-0,005)	1,207***	
Dự báoREV	(6,240)			
NDDự báoREV			0,706***	(4.367)
Tài sản tiền mặt	1.569	(1.541)	1.358	(1.325)
Tỷ lệ nợ	-1,226*	(-1.666)	-1.007	(-1,329)
DivPayer	-0,543	(-1.566)	-0.590*	(-1,711)
lnAT	0,612**	(2.400)	0,697***	(2.732)
ĐẠI HỌC	-0,007	(-0.118)	-0,019	(-0,311)
ROCAA	-0,691	(-0.068)	2.248	(0,215)
CapExp	-5.151	(-1.021)	-6.084	(-1,184)
lnMV	-0,516**	(-2.001)	-0,574**	(-2,208)
BTM	-1,508	(-0.676)	-1,911	(-0,835)
ROA	45.336**	(2.015)	47.049**	(2.069)
Theo	-0,012	(-0.051)	-0,068	(-0,282)
Khoảng cách lnFpedats	0,780	(1.571)	0,934*	(1.881)
NgàyFF	0,107	(0.905)	0,148	(1.235)
NgàyLF	-0,031	(-0.374 )	-0,052	(-0,590)
sốFORE	-0,228	(-1,275)	-0,209	(-1,144)
lnKinh nghiệm	0,004	(0,088)	0,001	(0,028)
lnBrokerSize	-0,026	(-0,623)	-0,025	(-0,589)
GDPG	-0,028	(-0,147)	-0,054	(-0,289)
tb3ms	-5.361	(-0,171)	4.262	(0,133)
IND Năm Quý FE		ĐÚNG		ĐÚNG
Cụm công ty		ĐÚNG		ĐÚNG
N		4.784		4.784
Điều chỉnh R2	0,176	Bảng 8 so sánh các lần điều chỉnh dự báo		0,167

EPS thực tế của nhà phân tích (ForecastREV) và các lần điều chỉnh dự báo EPS của nhà phân tích theo tử số (NDForecastREV) trong việc dự báo EPS thực tế của các công ty cho quý dự báo. Để tính đến dự báo EPS của các nhà phân tích trước thông báo mua lại, biến phụ thuộc trong bảng này là các lần điều chỉnh cần thiết để đạt được EPS thực tế (PerfectREV), tức là sự khác biệt giữa EPS thực tế và dự báo EPS cuối cùng của các nhà phân tích trước thông báo mua lại. Định nghĩa biến được nêu trong Phụ lục A. \*\*\*, \*\*, \* biểu thị mức ý nghĩa ở mức 1, 5 và 10 phần trăm tương ứng, dựa trên các bài kiểm tra hai đuôi. Các số trong ngoặc đơn là thống kê t. Thống kê t dựa trên các lỗi chuẩn được nhóm lại ở cấp độ công ty.

Bảng 9 Các sửa đổi của nhà phân tích sau khi cổ phiếu thực tế được mua lại được công bố						
DV = Dự báoREV_EarnAnnt+1						
	Mô hình 1 RepModel		Mô hình 2RepModel		Mẫu 3 PreRep	
Chặn	2.048***	(4.115)	1.980***	(3.929)	2.063***	(4.087)
RepSharet	0,075***	(9.647)				
ExpRepShareModelt			-0,004	(-0,165)		
UnExpRepShareModelt			0,066***	(5.795)		
ExpRepShareModelt+1			0,073***	(2.892)		
UnExpRepShareModelt+1			0,006	(0,581)		
UnExpRepSharePreRept					0,081***	(14.735)
ExpRepSharePreRept+1					0,074***	(6.839)
UnExpRepSharePreRept+1					0,005	(0,582)
NIRev_EarnAnn 0,785***	CashAsset	(48,954)	0,785***	(48,891)	0,786***	(49.125)
	0,350***	(3,089)	0,353***	(3,091)	0,364***	(3.210)
Tỷ lệ nợ	-0,097	(-1,416)	-0,103	(-1,549)	-0,107	(-1,544)
DivPayer	0,189***	(5,964)	0,191***	(5,962)	0,189***	(6.002)
lnAT	0,165***	(3,870)	0,174***	(4,089)	0,169***	(4.015)
ĐẠI HỌC	0,004	(1,038)	0,004	(1,103)	0,004	(0,865)
ROCAA	-1.242***	(-5,365)	-1.255***	(-5,407)	-1.235***	(-5,344)
CapExp	0,935**	(2,495)	0,895**	(2,372)	0,963**	(2.564)
lnMV	-0,288***	(-5,546)	-0,288***	(-5,480)	-0,289***	(-5,569)
BTM	117.054**	(2,237)	100.719**	(2,051)	115.317**	(2.200)
ROA	7.454***	(8,686)	7.479***	(8,724)	7.493***	(8.734)
Theo	0,256***	(9,444)	0,250***	(9,150)	0,247***	(9.598)
NgàyFF	-0,035***	(-3,409)	-0,033***	(-3,269)	-0,035***	(-3,434)
NgàyLF	0,001	(0,077)	0,001	(0,081)	0,001	(0,090)
sốFORE	-0,031*	(-1,887)	-0,029*	(-1,753)	-0,032*	(-1,934)
lnKinh nghiệm	-0.000	(-0,075)	-0.000	(-0,004)	-0,001	(-0,198)
lnBrokerSize	0,033***	(4,624)	0,032***	(4,505)	0,033***	(4.598)
GDPG	0,018*	(1,948)	0,018*	(1,877)	0,017*	(1.853)
tb3ms	0,672	(0,290)	1.710	(0,740)	0,935	(0,404)
IND Năm Quý FE	ĐÚNG		ĐÚNG		ĐÚNG	
Cụm công ty	ĐÚNG		ĐÚNG		ĐÚNG	
N	529.599		528,716		531,598	
Adj. R2	0,729		0.729		0,730	

Bảng 9 cho thấy kết quả hành vi điều chỉnh cổ phiếu của các nhà phân tích sau khi cổ phiếu mua lại thực tế có sẵn. Mô hình 1 kiểm tra các cổ phiếu thực tế được mua lại trong quý t (RepShare) và cách các nhà phân tích điều chỉnh dự báo EPS của họ cho quý t+1 dựa trên các giao dịch mua lại thực tế được công bố trong thông báo thu nhập của các công ty. Mô hình 2 và Mô hình 3 kiểm tra xem các nhà phân tích có đưa ra ước tính thường xuyên về các cổ phiếu được mua lại dựa trên mô hình ước tính mua lại hai giai đoạn được sử dụng trong Hribar et al. (2006) và dựa trên các cổ phiếu được mua lại trong quý trước của các công ty hay không. Định nghĩa biến được nêu trong Phụ lục A. \*\*\*, \*\*, \* biểu thị mức ý nghĩa ở mức 1, 5 và 10 phần trăm tương ứng, dựa trên các bài kiểm tra hai đuôi. Các số trong ngoặc đơn là thống kê t. Thống kê t dựa trên các lỗi chuẩn được nhóm lại ở cấp độ công ty.



$$\begin{aligned} \text{Dự báoREV\_EarnAnnt+1} &= (\text{EPS\_PostEarnAnnt+1} - \text{EPS\_PreEarnAnnt+1}) / \text{Pricet-1} \\ \text{RepSharet} &= \text{Số lượng cổ phiếu được mua lại} \\ \text{NIREV\_EarnAnnt+1} &= [\text{EPS\_PostEarnAnnt+1} \times (\text{ShareOutt-1} - \text{RepSharet}) - \text{EPS\_PreEarnAnnt+1} \times \text{ShareOutt-1}] / \text{MVt-1} \end{aligned}$$

Hình 2 Dòng thời gian sửa đổi EPS - Khoảng thời gian công bố thu nhập

Hình 2 cho thấy mốc thời gian mà nghiên cứu này sử dụng để xác định các lần điều chỉnh dự báo EPS của các nhà phân tích xung quanh ngày công bố thu nhập và ước tính các cổ phiếu được mua lại trong giai đoạn dự báo t+2. Phải lấy dự báo EPS cuối cùng trước khi công bố thu nhập ( $\text{EPS\_PreEarnAnn}$ ) và dự báo EPS đầu tiên sau khi công bố thu nhập ( $\text{EPS\_PostEarnAnn}$ ) để tính toán các lần điều chỉnh dự báo EPS ( $\text{ForecastREV\_EarnAnn}$ ). Để chỉ giữ lại các nhà phân tích đang tích cực theo dõi công ty mua lại, tôi yêu cầu các dự báo EPS cuối cùng trước khi công bố thu nhập phải trong vòng 90 ngày; để giảm thiểu ảnh hưởng của các sự kiện gây nhiễu đến các lần điều chỉnh dự báo EPS của các nhà phân tích, tôi yêu cầu dự báo EPS đầu tiên sau khi công bố thu nhập phải trong vòng 30 ngày sau khi công bố.

## CHƯƠNG 6. KẾT LUẬN

Bài báo này xem xét các hành vi dự báo mẫu số EPS của các nhà phân tích bằng cách sử dụng thiết lập thông báo mua lại. Những phát hiện chính như sau. Đầu tiên, các nhà phân tích sửa đổi ước tính của họ về các cổ phiếu đang lưu hành giảm xuống khi họ đưa ra dự báo EPS, dựa trên về số cổ phiếu dự kiến sẽ được mua lại trong giai đoạn dự báo của các nhà phân tích. Hơn nữa, khi một thông báo mua lại có mức độ không chắc chắn chung cao, các nhà phân tích ít có khả năng để kết hợp các thay đổi ước tính về cổ phiếu vào dự báo của họ để ứng phó với mức tăng cao hơn nhu cầu từ thị trường, trong khi thời gian mối quan hệ giữa các nhà phân tích và các công ty tăng khả năng ước tính cổ phần. Thứ hai, bài báo này nhận thấy rằng việc tịch thu ước tính cổ phiếu vào dự báo EPS có thể làm tăng độ chính xác của dự báo EPS, nhưng Dự báo EPS tăng được thúc đẩy bởi quy mô cổ phiếu nhỏ hơn làm giảm khả năng dự đoán sức mạnh của việc điều chỉnh EPS của các nhà phân tích đối với hiệu suất hoạt động trong tương lai của một công ty. Thứ ba, các nhà phân tích dựa nhiều hơn vào các điều chỉnh dự báo EPS thực tế hơn là EPS do tử số điều chỉnh dự báo sửa đổi trong mô hình dự báo giá mục tiêu của họ và những người tham gia thị trường không xử lý các hàm ý của dự báo EPS do mẫu số điều khiển. Thực hiện dài hạn và ngắn hạn vị trí trong danh mục đầu tư quintile trên cùng và dưới cùng dựa trên EPS được thúc đẩy bởi mẫu số dự báo sẽ gây ra lợi nhuận bất thường đáng kể về mặt kinh tế.

Bài báo này tập trung vào dự báo EPS một quý tới vì dự báo này Đường chân trời có liên quan đến giai đoạn dự báo gần đây nhất và được thị trường sử dụng rộng rãi. Các nhà phân tích đưa ra dự báo cho các mốc thời gian dự báo khác nhau, từ một đến bốn quý tới dự báo hàng quý cho nhiều dự báo hàng năm của nhiều năm trong tương lai. Khoảng thời gian sau càng ngắn Các công ty công bố mua lại càng ít thì số lượng cổ phiếu được mua lại càng ít. Do đó, đường chân trời một phần tư phía trước có sức mạnh thấp nhất khi tìm kiếm các nhà phân tích ước tính

cổ phiếu sẽ được mua lại trong quý dự báo. Do đó, kết quả tìm thấy trong dự báo này

chân trời có thể được khái quát hóa cho các chân trời dự báo dài hơn khác.

Bài báo này góp phần vào việc hiểu biết về tính năng dự báo của các nhà phân tích về ước tính của họ về mẫu số EPS, điều này không được đề cập trong tài liệu trước đó. Nó

cũng cho thấy tầm quan trọng của việc biết tính năng này bằng cách so sánh nội dung thông tin của các lần điều chỉnh EPS trước và sau khi loại bỏ các lần điều chỉnh EPS do mua lại gây ra.

Dựa trên bằng chứng thực nghiệm, bài báo này lập luận rằng EPS dự báo số lượng nhà cung cấp nên báo cáo cả thành phần tử số và mẫu số của dự báo EPS,

đặc biệt là sau những sự kiện có thể thay đổi số lượng cổ phiếu đang lưu hành. EPS

người dùng dự báo cũng nên biết mức độ thay đổi EPS là do chia sẻ

thay đổi khi họ sử dụng dự báo EPS của nhà phân tích để đưa ra quyết định đầu tư.

Bài báo này cũng có ý nghĩa đối với nghiên cứu trong tương lai. Đầu tiên, tài liệu trước đây cung cấp bằng chứng hỗn hợp về việc các nhà phân tích có điều chỉnh dự báo EPS của họ theo hướng tăng hay giảm sau khi thông báo mua lại. Các số liệu thống kê tóm tắt trong nghiên cứu này cho thấy rằng việc điều chỉnh dự báo EPS theo tử số tiêu cực hơn đáng kể so với thực tế

Các bản sửa đổi dự báo EPS, cho thấy khả năng sử dụng EPS theo tử số

dự báo sửa đổi để điều hòa những phát hiện hỗn hợp đó. Thứ hai, có một

tìm kiếm tài liệu các công ty mua lại cổ phiếu một cách có cơ hội để tăng giá trị thực tế của họ

EPS đáp ứng hoặc vượt qua mục tiêu dự báo EPS của các nhà phân tích (ví dụ: Hribar et al. (2006)). Vì điều này

nghiên cứu cho thấy các nhà phân tích đã điều chỉnh cổ phiếu trong dự báo EPS của họ, tương lai

nghiên cứu có thể xem xét liệu đó có phải là việc mua lại bất ngờ hay sự khác biệt giữa

việc mua lại thực tế và việc mua lại có thể ước tính được, thúc đẩy khả năng sử dụng việc mua lại

để đáp ứng hoặc vượt qua mục tiêu thu nhập. Thứ ba, cả thực hành và học thuật đều chỉ trích

mua lại các công ty vì đã chi tiền mua lại thay vì đầu tư vào

việc làm và các dự án tiềm năng. Hơn nữa, nhiều công ty vay tiền để mua lại

và thậm chí các công ty bị hạn chế về tài chính cũng tiến hành mua lại, điều này không phù hợp với

các điều kiện thông thường cho các công ty mua lại. Dựa trên kết quả của nghiên cứu này, tôi đề xuất một

khả năng là vì các nhà phân tích mong đợi việc mua lại thực tế sau các thông báo mua lại

bằng cách điều chỉnh tăng dự báo EPS của họ, các công ty công bố mua lại có thể

bị ép phải thực hiện mua lại để đáp ứng kỳ vọng của các nhà phân tích, ngay cả khi họ không

điều kiện tốt nhất để tiến hành mua lại. Hơn nữa, như đã thảo luận trong nghiên cứu này,

thị trường chung khó có thể ước tính được việc thực hiện mua lại thực tế của một công ty

trước khi thu nhập hoặc 10Q/10K được công bố. Các nghiên cứu trong tương lai có thể xem xét thu nhập quản lý

hướng dẫn cho các công ty công bố mua lại và khám phá xem hướng dẫn có cung cấp bất kỳ

thông tin có thể giúp những người tham gia thị trường dự đoán việc thực hiện mua lại của các công ty.

Các nhà nghiên cứu cũng có thể điều tra xem hành vi điều chỉnh cổ phiếu của các nhà phân tích có

bị ảnh hưởng bởi hướng dẫn công bố thu nhập của các công ty.

Cuối cùng, một hạn chế của nghiên cứu này là như đã đề cập trong nhiều nghiên cứu trước đây,

hành vi dự báo của nhà phân tích là hộp đen. Bởi vì tôi không có quyền truy cập vào số lượng

cổ phiếu được sử dụng trong dự báo EPS của từng nhà phân tích, tôi đã xây dựng một biện pháp để ước tính

cổ phiếu được sử dụng trong dự báo của họ. Mặc dù tôi sử dụng một mẫu nhỏ để xác thực cổ phiếu này

biện pháp ước tính, sẽ thuyết phục hơn nếu các nghiên cứu trong tương lai có thể có được các nhà phân tích cá nhân

Báo cáo dự báo EPS và tìm hiểu số lượng cổ phiếu thực tế được sử dụng trong dự báo của họ. Ngoài ra,

nếu các nhà nghiên cứu có thể tiếp cận được với các nhà phân tích thực sự và tiến hành khảo sát, họ có thể yêu cầu họ

các câu hỏi liên quan đến ước tính cổ phiếu để xác nhận bằng chứng sơ bộ về cổ phiếu của các nhà phân tích

dự báo hành vi được tìm thấy trong nghiên cứu này. Ngay cả với hạn chế, nghiên cứu này thực hiện đầu tiên

bước và đưa ra một lĩnh vực mà các nhà nghiên cứu có thể nghiên cứu và những người tham gia thị trường nên thực hiện  
được xem xét khi họ đưa ra quyết định đầu tư.



PHỤ LỤC A ĐỊNH NGHĨA BIẾN

Biến số	Sự định nghĩa	Nguồn dữ liệu
Biến phụ thuộc		
EPS_PreRepAnnt	Dự báo EPS quý gần nhất trước ngày công bố mua lại (trong vòng 90 ngày trước ngày công bố) cho quý t.	Tôi/B/E/S, <small>Trung tâm dữ liệu</small>
EPS_PostRepAnnt	Dự báo EPS quý đầu tiên sau ngày công bố mua lại (trong vòng 30 ngày sau ngày công bố) cho quý t.	Tôi/B/E/S, <small>Trung tâm dữ liệu</small>
NDEPS_PostRepAnnt	Dự báo EPS đầu tiên theo tử số sau ngày công bố mua lại = $EPS\_PostRepAnnt * (ShareOutt-1 - ExpRepShare) / ShareOutt-1$ . ShareOut và ExpRepShare được định nghĩa trong phần Biến độc lập chính.	Tôi/B/E/S, <small>Trung tâm dữ liệu</small>
Dự báoREVt	Dự báo EPS thực tế của nhà phân tích được điều chỉnh sau thông báo mua lại = $[(EPS\_PostRepAnnt - EPS\_PreRepAnnt) / Pricet-1] \times 1.000$ , trong đó Pricet-1 là giá cổ phiếu vào cuối quý t-1.	Tôi/B/E/S, <small>Trung tâm dữ liệu</small>
NDDự báoREVt	Các sửa đổi dự báo EPS của nhà phân tích theo tử số sau thông báo mua lại = $[(NDEPS\_PostRepAnnt - EPS\_PreRepAnnt) / Pricet-1] \times 1.000$	Tôi/B/E/S, <small>Trung tâm dữ liệu</small>
Sự biến dạng	Độ méo dự báo EPS = Sửa đổi dự báo theo mẫu số = $(EPS\_PostRepAnnt - NDEPS\_PostRepAnnt)/Pricet-1$ .	Máy tính
ROAt+n	ROA tương lai trong n quý sau khi mua lại thông báo, trong đó n = 0, 1, 2, 3. ROA = thu nhập hoạt động / tổng tài sản.	Máy tính
EPS_PreEarnAnnt+1	Dự báo EPS quý cuối cùng trước ngày công bố thu nhập (trong vòng 90 ngày trước ngày công bố) cho quý t+1.	Tôi/B/E/S, <small>Trung tâm dữ liệu</small>
EPS_PostEarnAnnt+1	Dự báo EPS quý đầu tiên sau ngày công bố thu nhập (trong vòng 30 ngày sau ngày công bố) cho quý t+1.	Tôi/B/E/S, <small>Trung tâm dữ liệu</small>
Dự báoREV_EarnAnnt+1	Nhà phân tích EPS dự báo sửa đổi sau khi thu nhập thông báo = $[(EPS\_PostEarnAnnt+1 - EPS\_PreEarnAnnt+1) / Pricet-1] \times 1.000$ , trong đó Pricet-1 là giá cổ phiếu vào cuối quý t-1.	Tôi/B/E/S, <small>Trung tâm dữ liệu</small>
GiáREVt	Điều chỉnh giá mục tiêu = dự báo giá đầu tiên sau thông báo mua lại trừ đi dự báo giá cuối cùng trước thông báo mua lại, chia cho giá cổ phiếu đầu quý (Pricet-1).	Tôi/B/E/S
Khuyến nghịREVt	Sửa đổi khuyến nghị = khuyến nghị đầu tiên sau thông báo mua lại trừ đi khuyến nghị cuối cùng trước thông báo mua lại, nhân với (-1).	Tôi/B/E/S
Trả về[m1~mn]	Lợi nhuận mua và nắm giữ bất thường từ 1 đến n tháng sau khi nhà phân tích đưa ra dự báo đầu tiên sau khi mua lại thông báo, trong đó n = 3, 6, 9, 12. Lợi nhuận bất thường = lợi nhuận mua và nắm giữ - lợi nhuận có trọng số bằng nhau.	CRSP
Hoàn hảoREVt	Bản sửa đổi hoàn hảo sau thông báo mua lại = EPS thực tế - EPS_PreRepAnnt.	Tôi/B/E/S

PHỤ LỤC A Tiếp theo

Biến số	Sự định nghĩa	Nguồn dữ liệu
Biến độc lập chính		
RepSharet	Số lượng cổ phiếu được mua lại trong quý t.	Máy tính
Số lượng cổ phiếu được công bố	Số lượng cổ phiếu được công bố sẽ được mua lại trong thông báo mua lại trong quý t.	<small>Trung tâm dữ liệu</small>
Tỷ lệ hoàn thành	Tỷ lệ hoàn thành = tỷ lệ hoàn thành mua lại tích lũy tại ngày kết thúc quý dự báo. Tỷ lệ hoàn thành dựa trên lịch trình hoàn thành từ thông báo mua lại trước đó của công ty. Những người mua lại lần đầu tuân theo lịch trình hoàn thành dựa trên tỷ lệ hoàn thành mua lại trung bình của ngành trong năm trước thông báo mua lại.	<small>Trung tâm dữ liệu</small>
Chia sẻ ExpRep	Số lượng cổ phiếu dự kiến được các nhà phân tích mua lại sau thông báo mua lại = Số lượng cổ phiếu đã công bố × Tỷ lệ hoàn thành.	Máy tính, CRSP, <small>Trung tâm dữ liệu</small>
Chia sẻ	Số lượng cổ phiếu mua lại không mong muốn = RepSharet - Chia sẻ ExpRep.	Máy tính
NIREVt	Sửa đổi thu nhập ròng sau thông báo mua lại = {[EPS_PostRepAnnt × (ShareOutt-1 - ExpRepSharet) - EPS_PreRepAnnt × ShareOutt-1] / MVT-1} × 1.000.000, trong đó ShareOutt-1 là số lượng cổ phiếu phổ thông đang lưu hành tại quý t-1 và cộng thêm hiệu ứng pha loãng cho các nhà phân tích báo cáo dự báo EPS pha loãng, và MVT-1 là giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu phổ thông tại quý t-1. Hiệu ứng pha loãng được tính là chênh lệch giữa các cổ phiếu phổ thông được sử dụng trong tính toán EPS pha loãng và cổ phiếu phổ thông	Tôi/B/E/S, Máy tính, CRSP
InNgàyTheo dõi-1	cổ phiếu được sử dụng trong tính toán EPS cơ bản. Mối quan hệ giữa nhà phân tích và người quản lý = logarit tự nhiên của số ngày mà nhà phân tích theo dõi công ty tính đến quý t-1.	Tôi/B/E/S
Tổng thểUncertt-1	Độ không chắc chắn tổng thể bao gồm độ không chắc chắn chung (CommonUncertt) và độ không chắc chắn liên quan đến thông tin riêng tư của các nhà phân tích theo Barron et al. (1998) và Leheavy et al. (2011) = (1 - 1/NumAnalyst) × Độ phân tán + Độ chính xác. Độ phân tán là độ lệch chuẩn của dự báo của các nhà phân tích sau thông báo mua lại.	Tôi/B/E/S
Uncertt-1 thông thường	Sự không chắc chắn chung của thông báo mua lại giống nhau đối với tất cả các nhà phân tích theo Barron et al. (1998) và Leheavy et al. (2011) = Độ chính xác - Độ phân tán/Số lượng nhà phân tích.	Tôi/B/E/S
Nhà phân tíchUncertt-1	Sự không chắc chắn đặc hữu liên quan đến thông tin riêng tư từ các nhà phân tích = OverallUncertt - CommonUncertt	Tôi/B/E/S
ExpRepShareModelt	Giá trị đo lường mua lại dự đoán bằng mô hình dự đoán hai giai đoạn theo Hribar et al. (2006) chia cho giá. Mua lại dự kiến âm được thay thế bằng 0.	Máy tính, CRSP, <small>Trung tâm dữ liệu</small>
UnExpRepShareModelt	Số lượng cổ phiếu mua lại không mong muốn từ ước tính của mô hình = RepSharet - ExpRepShareModelt.	Máy tính
NIREV_KiểmAnnt+1	Sửa đổi thu nhập ròng sau khi công bố thu nhập = {[EPS_PostEarnAnnt+1 × (ShareOutt-1 - RepSharet) - EPS_PreEarnAnnt+1 × ShareOutt-1] / MVT-1} × 1.000.000, trong đó ShareOutt-1 là số lượng cổ phiếu phổ thông đang lưu hành tại quý t-1 và MVT-1 là giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu phổ thông tại quý t-1.	Tôi/B/E/S, Máy tính, CRSP

PHỤ LỤC A Tiếp theo

Biến số	Sự định nghĩa	Nguồn dữ liệu
Biến kiểm soát - tất cả các biến kiểm soát trong mô hình đều là biến trễ trong quý t-1		
Tài sản tiền mặt-1	Tiền mặt và các khoản tương đương tiền mặt chia cho tổng tài sản (mục dữ liệu Compustat "cheq" chia cho "atq")	Máy tính
Tỷ lệ nợ-1	Tổng nợ ngắn hạn (mục dữ liệu Compustat "dlcq") và nợ dài hạn ("dlttq") chia cho tổng tài sản ("atq").	Máy tính
Div/Pricet-1	Cổ tức cổ phiếu phổ thông trên mỗi cổ phiếu (mục dữ liệu Compustat "dvpspq") chia cho giá mỗi cổ phiếu ("prccq")	Máy tính
DivPayert-1	Biến chỉ số bằng một nếu tỷ lệ Div/Price trễ một phần tư của một công ty cụ thể lớn hơn không (và bằng không nếu không)	Máy tính
Nhật ký ATt-1	Logarit tự nhiên của tài sản công ty (mục dữ liệu Compustat "atq")	Máy tính
RETet-1	Lợi nhuận giữ lại (mục dữ liệu Compustat "req") chia cho tổng vốn chủ sở hữu (mục dữ liệu Compustat "teqq")	Máy tính
ROCAAt-1	Lợi nhuận trên tài sản điều chỉnh theo tiền mặt; Thu nhập hoạt động (mục dữ liệu Compustat "oibdpq") chia cho tài sản trung bình trừ tiền mặt và các khoản tương đương tiền (trung bình "atq" trong quý hiện tại trừ đi trung bình "cheq" trong quý hiện tại).	Máy tính
CapExpt-1	Tổng tất cả các khoản chi tiêu vốn (mục dữ liệu Compustat "capxq") trong bốn quý trước chia cho tài sản trung bình trừ tiền mặt và các khoản tương đương tiền (trung bình "atq" trong quý hiện tại trừ đi trung bình "cheq" trong quý hiện tại) trong bốn quý trước.	Máy tính
Nhật kýMvt-1	Logarit tự nhiên của giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu = Log((prc/cfacpr) ×(shrout/cfacshr))	Máy tính
BTMt-1	Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu được tính theo giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu.	Máy tính
ROAt-1	Thu nhập trước lãi vay và thuế được điều chỉnh theo tổng tài sản. = ibq/atq	Máy tính
THEO DŌIt-1	Nhật ký tự nhiên của phạm vi phân tích.	Tôi/B/E/S
sốF0Ret-1	Logarit tự nhiên của số lần nhà phân tích dự báo thu nhập của quý trước.	Tôi/B/E/S
NgàyFFt-1 (NgàyLFt-1)	Logarit tự nhiên của số ngày giữa dự báo cuối cùng (đầu tiên) của nhà phân tích về thu nhập của quý hiện tại và thông báo thu nhập của quý hiện tại.	Tôi/B/E/S
Trải nghiệm-1	Logarit tự nhiên của số năm kể từ dự báo đầu tiên của nhà phân tích trong I/B/E/S.	Tôi/B/E/S
Kích thước môi giới-1	Logarit tự nhiên của số lượng nhà phân tích tại công ty môi giới của nhà phân tích.	Tôi/B/E/S
FpedatsGapt-1	Nhật ký tự nhiên của số ngày giữa ngày công bố mua lại và ngày kết thúc giai đoạn dự báo	Tôi/B/E/S, <small>Trung tâm dữ liệu</small>
GDPGt-1	Tăng trưởng GDP thực tế trong quý 3 năm tới lãi suất trái	FRED
tb3mst-1	phiếu kho bạc 3 tháng	FRED

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Almeida, H., V. Fos, và M. Kronlund. 2016. Những tác động thực sự của việc mua lại cổ phiếu. *Tạp chí Kinh tế Tài chính* 119 (1):168-185.
- Balakrishnan, K., L. Shivakumar, và P. Taori. 2018. Ước tính của các nhà phân tích về chi phí vốn chủ sở hữu thủ đồ.
- Barron, OE, O. Kim, SC Lim, và DE Stevens. 1998. Sử dụng dự báo của các nhà phân tích để đo lường các đặc tính của môi trường thông tin của các nhà phân tích. *The Accounting Review* 73 (4):421-433.
- Bartov, E. 1991. Việc mua lại cổ phiếu trên thị trường mở như một tín hiệu cho sự thay đổi về thu nhập và rủi ro. *Tạp chí Kế toán và Kinh tế* 14 (3):275-294.
- Berger, PG, CG Ham và ZR Kaplan. 2018. Các nhà phân tích có nói gì về thu nhập mà không sửa đổi dự báo thu nhập của họ không? *The Accounting Review* 0 (0):null.
- Bonaimé, AA 2015. Công bố bắt buộc và hành vi của công ty: bằng chứng từ việc mua lại cổ phiếu. *The Accounting Review* 90 (4):1333-1362.
- Boone, AL, và JT White. 2015. Tác động của quyền sở hữu của tổ chức đối với tính minh bạch của công ty và sản xuất thông tin. *Tạp chí Kinh tế Tài chính* 117 (3):508-533.
- Bradshaw, MT 2004. Các nhà phân tích sử dụng dự báo thu nhập của họ như thế nào để tạo ra các khuyến nghị về cổ phiếu? *The Accounting Review* 79 (1):25-50.
- Brauer, M., và M. Wiersema. 2018. Phân tích nghiên cứu của nhà phân tích: đánh giá phạm vi bảo hiểm trước đây và khuyến nghị cho nghiên cứu trong tương lai. *Tạp chí Quản lý* 44 (1):218-248.
- Brav, A., và R. Lehavy. 2003. Phân tích thực nghiệm về giá mục tiêu của các nhà phân tích: thông tin ngắn hạn và động lực dài hạn. *Tạp chí tài chính* 58 (5):1933-1967.
- Brown, LD 1993. Nghiên cứu dự báo thu nhập: ý nghĩa của nó đối với nghiên cứu thị trường vốn. *Tạp chí Dự báo Quốc tế* 9 (3):295-320.
- Brown, LD, AC Call, MB Clement và NY Sharp. 2015. Bên trong "hộp đen" của các nhà phân tích tài chính bán. *Tạp chí nghiên cứu kế toán* 53 (1):1-47.
- Cedergren, MC và NT Marshall. 2019. Sàng lọc sự bóp méo thu nhập trên mỗi cổ phiếu. *Tài liệu làm việc*.
- Cen, L., J. Chen, S. Dasgupta, và V. Raghunathan. 2016. Đã đến giờ trình diễn! Cuộc gọi hội nghị sự tham gia và kết quả nghề nghiệp của các nhà phân tích.
- Chen, S.-S., và Y. Wang. 2012. Những hạn chế về tài chính và việc mua lại cổ phiếu. *Tạp chí Kinh tế Tài chính* 105 (2):311-331.
- Clement, MB, và S. Tse. 2005. Đặc điểm của nhà phân tích tài chính và hành vi bày đàn trong dự báo. *Tạp chí Tài chính* 60 (1):307-341.
- Cox, J. 2019. Hoạt động mua lại đang bị chỉ trích một lần nữa khi một thượng nghị sĩ thúc đẩy việc hạn chế bán cổ phiếu nội bộ sau các [thông báo](https://www.cnbc.com/2019/03/06/buybacks-under-attack-as-a-senator-proposes-restricting-insider-sales.html). <https://www.cnbc.com/2019/03/06/buybacks-under-attack-as-a-senator-proposes-restricting-insider-sales.html>
- Ertimur, Y., J. Livnat, và M. Martikainen. 2003. Phản ứng khác biệt của thị trường đối với doanh thu và chi phí bất ngờ. *Đánh giá nghiên cứu kế toán* 8 (2):185-211.
- Fried, JM và CC Wang. 2018. Liệu việc mua lại có thực sự làm giảm giá trị đầu tư không? *Tạp chí kinh doanh Harvard* 96 (2):88-95.
- Gleason, CA, và CMC Lee. 2003. Các bản sửa đổi dự báo của nhà phân tích và khám phá giá thị trường. *The Accounting Review* 78 (1):193-225.

- Graham, JR, CR Harvey và S. Rajgopal. 2005. Những hàm ý kinh tế của báo cáo tài chính doanh nghiệp. *Tạp chí Kế toán và Kinh tế* 40 (1):3-73.
- Green, J., JRM Hand, và XF Zhang. 2016. Những sai sót và phán đoán đáng ngờ trong mô hình DCF của các nhà phân tích. *Đánh giá nghiên cứu kế toán* 21 (2):596-632.
- Griffin, PA, T. Neururer và EY Sun. 2018. Hiệu suất môi trường và chi phí xử lý thông tin của nhà phân tích. *Tạp chí Tài chính Doanh nghiệp*.
- Gruillon, G. và R. Michaely. 2004. Nội dung thông tin của các chương trình mua lại cổ phiếu. *Tạp chí Tài chính* 59 (2):651-680.
- Hertzel, M., và PC Jain. 1991. Thu nhập và rủi ro thay đổi xung quanh các chào mua lại cổ phiếu. *Tạp chí Kế toán và Kinh tế* 14 (3):253-274.
- Hong, H., và JD Kubik. 2003. Phân tích các nhà phân tích: mối quan tâm nghề nghiệp và dự báo thu nhập thiên vị. *Tạp chí Tài chính* 58 (1):313-351.
- Hribar, P., NT Jenkins và WB Johnson. 2006. Mua lại cổ phiếu như một công cụ quản lý thu nhập. *Tạp chí Kế toán và Kinh tế* 41 (1-2):3-27.
- Huang, M., NT Jenkins và H. Xie. 2019. Công bố mua lại bắt buộc, mua lại cơ hội và tác động thực sự của chúng. *Bài báo nghiên cứu*.
- Huang, S., và ZJ Zhang. 2015. Các nhà đầu tư tổ chức giao dịch như thế nào khi các công ty mua lại cổ phần của họ?
- Ivanova, I. 2018. Các công ty Hoa Kỳ đã chi kỷ lục 1 nghìn tỷ đô la để mua lại cổ phiếu của chính mình trong năm nay. <https://www.cbsnews.com/news/copmanies-spent-record-1-trillion-buying-back-their-own-stock-this-year/>
- Kim, S. và J. Ng. 2017. Đặc điểm của hợp đồng thưởng dành cho giám đốc điều hành và việc mua lại cổ phiếu. *Tạp chí Kế toán* 93 (1):289-316.
- Kurt, AC 2018. Quản lý EPS và báo hiệu sự định giá thấp như một động lực để mua lại: trường hợp mua lại cổ phiếu tăng tốc. *Đánh giá Kế toán và Tài chính* 17 (4):453-481.
- Lehavy, R., F. Li, và K. Merkley. 2011. Tác động của khả năng đọc báo cáo thường niên đối với việc theo dõi của các nhà phân tích và các đặc tính của dự báo thu nhập của họ. *The Accounting Review* 86 (3):1087-1115.
- Lie, E. 2005. Hiệu suất hoạt động sau khi mua lại cổ phiếu thị trường mở thông báo. *Tạp chí Kế toán và Kinh tế* 39 (3):411-436.
- Loh, RK và RM Stulz. 2018. Nghiên cứu bán có giá trị hơn trong thời kỳ khó khăn không? *Tạp chí Tài chính* 73 (3):959-1013.
- Melendrez, KD, WC Schwartz và MA Trombley. 2008. Dòng tiền và bất ngờ tích lũy: sự bền bỉ và ý nghĩa lợi nhuận. *Tạp chí Kế toán, Kiểm toán & Tài chính* 23 (4):573-592.
- O'Brien, W. 2014. Phát hiện thông tin thu nhập trong thông báo mua lại bằng cách sử dụng may mắn của người Ireland (đôi).
- Peyer, U., và T. Vermaelen. 2009. Bản chất và sự tồn tại của các bất thường trong việc mua lại. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính* 22 (4):1693-1745.
- Pisani, B. 2017. Hoạt động mua lại của Wal-Mart rất lớn, nhưng đây là lý do tại sao bạn không nên theo đuổi hoạt động mua lại. <https://www.cnbc.com/2017/10/10/wal-marts-buyback-is-huge-but-dont-chase-buybacks.html>
- Ramnath, S., S. Rock và P. Shane. 2008. Tài liệu dự báo của nhà phân tích tài chính: Một phân loại với các đề xuất cho nghiên cứu sâu hơn. *Tạp chí Dự báo Quốc tế* 24 (1):34-75.

Simkovic, M. 2009. Tác động của việc công bố bắt buộc đối với việc mua lại trên thị trường mở.

Xe buýt Berkeley. LJ 6:96.

WallStreetPrep. Dự báo cổ phiếu đang lưu hành và thu nhập trên mỗi cổ phiếu của một công ty. [https://  
www.wallstreetprep.com/knowledge/forecasting-companys-earnings-per-share-shares-outstanding/](https://www.wallstreetprep.com/knowledge/forecasting-companys-earnings-per-share-shares-outstanding/)

---

Zhang, Y., và J. Gimeno. 2016. Áp lực thu nhập và quản trị doanh nghiệp dài hạn: các nhà đầu tư và nhà quản lý định hướng dài hạn có thể giảm bớt nỗi ám ảnh về thu nhập hàng quý không? Khoa học tổ chức 27 (2):354-372.

## VITA

### Mạnh Hoàng

#### GIÁO DỤC

- Theo học Chương trình Tiến sĩ Kế toán, Đại học Kentucky (2013 - 2018) • Thạc sĩ Khoa học Kinh tế, Đại học Eastern Illinois (2014 - 2015) • Thạc sĩ Khoa học Kế toán, Đại học North Texas (2008 - 2011) • Cử nhân Quản trị Kinh doanh, Đại học Cát Lâm (2004 - 2008)

#### SỞ THÍCH NGHIÊN CỨU

- Mua lại cổ phiếu •  
Chất lượng công bố •  
Nhà phân tích tài chính

#### SỞ THÍCH GIẢNG DẠY

- Kế toán tài chính • Phân  
tích dữ liệu cho kế toán

#### DANH DỰ VÀ GIẢI THƯỞNG

- Học bổng Tiến sĩ Gatton của Đại học Kentucky (2019 - 2020) • Học bổng Von Allmen của Đại học Kentucky (2014 - 2016, 2018 - 2020) • Học bổng Luckett của Đại học Kentucky (2015 - 2019) • Học bổng Reedy của Đại học Kentucky (2014 - 2017) • Học bổng Max Steckler của Trường sau đại học, Đại học Kentucky (2015 - 2017)  
2017)  
• Đại học Kentucky, Tài trợ theo khối (2017)

#### KINH NGHIỆM GIẢNG DẠY

- Kế toán tài chính • Kế  
toán quản trị

#### VIỆC LÀM CHUYÊN NGHIỆP

- Phó Giáo sư Kế toán, Đại học Toledo (2020  
Hy vọng)  
• Giáo sư thỉnh giảng về Kế toán, Đại học Đông Illinois (2012 - 2013)