

ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC SỞ HỮU ĐẾN HÀNH VI QUẢN TRỊ LỢI NHUẬN CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

THE IMPACT OF OWNERSHIP STRUCTURE ON EARNING MANAGEMENT OF LISTED COMPANIES IN VIETNAM

Huỳnh Thuỳ Yên Khuê*

Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng, Việt Nam¹

*Tác giả liên hệ / Corresponding author: khuheuty@due.udn.vn

(Nhận bài / Received: 04/4/2024; Sửa bài / Revised: 15/5/2024; Chấp nhận đăng / Accepted: 27/5/2024)

Tóm tắt - Nghiên cứu được thực hiện nhằm đánh giá sự tác động của cấu trúc sở hữu lên hành vi quản trị lợi nhuận của các công ty niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2013-2022. Sau khi sử dụng mô hình Jones hiệu chỉnh để ước lượng chỉ số quản trị lợi nhuận của các công ty và sử dụng các mô hình phù hợp để kiểm định, kết quả cho thấy các doanh nghiệp có xu hướng giảm mức độ điều chỉnh lợi nhuận khi tỷ lệ sở hữu bởi nước ngoài hay tỷ lệ sở hữu bởi nhà nước tăng lên. Tuy nhiên, mối liên hệ giữa tỷ lệ cổ phần nắm giữ bởi CEO và hành vi quản trị lợi nhuận chưa được tìm thấy trong nghiên cứu này. Ngoài ra, nghiên cứu còn cho thấy tồn tại mối quan hệ giữa quản trị lợi nhuận với tỷ suất sinh lời, đòn bẩy tài chính, giá trị vốn hoá thị trường và kinh nghiệm của CEO công ty.

Từ khóa - Sở hữu Nhà nước; sở hữu Nước ngoài; sở hữu của CEO; quản trị lợi nhuận; chất lượng báo cáo tài chính.

1. Đặt vấn đề

Các thông số trên báo cáo tài chính của công ty vẫn luôn được xem là nhân tố quan trọng, phản ánh tình trạng hoạt động của công ty, làm cơ sở cho các quyết định quan trọng. Tuy nhiên, trong bối cảnh cạnh tranh thị trường ngày càng cao, áp lực ngày càng đè nặng lên vai các nhà quản trị, điều này cũng vô hình chung tạo nên động lực để các nhà quản trị thực hiện các hành vi nhằm thao túng các chỉ số trên báo cáo tài chính [1, 2], đặc biệt là các chỉ số liên quan đến lợi nhuận, từ đó gây sai lệch trong nhận thức của các nhà đầu tư bên ngoài về tình hình hoạt động thực tế của công ty và dẫn đến những hậu quả nghiêm trọng. Thế giới đã từng chứng kiến những vụ gian lận trên sổ sách kế toán kinh điển như trường hợp của công ty Enron vào năm 2001 với thiệt hại lên đến 74 tỷ USD, hay vụ gian lận tài chính của WorldCom vào năm 2002 gây thiệt hại 107 tỷ USD cho các cổ đông... Tại Việt Nam, trong thời gian qua, nhiều vụ sai phạm liên quan đến việc công bố báo cáo tài chính cũng được phơi bày như Công ty Bông Bạch Tuyết (BBT), Công ty Dược Viễn Đông (DVD), Tập đoàn FLC (FLC),... Những vụ bê bối về việc thao túng báo cáo tài chính hay quản trị lợi nhuận nói trên đã gây nên những thiệt hại lớn cho các nhà đầu tư và cho cả thị trường tài chính nói chung. Chính vì vậy, việc nhận diện hành vi quản trị lợi nhuận cũng như tìm ra các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ quản trị lợi nhuận, từ đó đưa ra các giải pháp khắc phục, rất cần được quan tâm và nghiên cứu.

Trong phần lớn các trường hợp, người chịu thiệt hại

Abstract - The study was conducted to examine the impact of ownership structure on earning management behavior of companies listed in Vietnam in the period 2013 - 2022. After using the Modified Jones model to estimate the earning management index of companies and using appropriate models to test, the results show that businesses tend to reduce the degree of profit adjustment when foreign ownership or state ownership increases. However, the relationship between the percentage of shares held by the CEO and earnings management behavior has not been found in this study. In addition, the results also show the relationships between earning management and profitability, financial leverage, market capitalization and experience of CEO of the company.

Key words - State ownership; foreign ownership; CEO ownership; earning management; financial reporting quality.

ng nghiêm trọng nhất từ hành vi quản trị lợi nhuận chính là các chủ sở hữu của công ty. Do đó, các chủ sở hữu thường là những người quan tâm và muốn hạn chế nhiều nhất hành vi quản trị lợi nhuận. Tuy nhiên, không phải cổ đông hay chủ sở hữu nào cũng có đủ kiến thức, kỹ năng và kinh nghiệm để nhận diện và hạn chế được hành vi này của các nhà quản trị, mà điều này thường chỉ có thể được thực hiện bởi các nhóm cổ đông đặc biệt như các cổ đông Nhà nước, cổ đông nước ngoài hay cổ đông là CEO của công ty. Chính vì vậy, cấu trúc sở hữu có thể được xem là một nhân tố ảnh hưởng đến hành vi quản trị lợi nhuận của công ty, cụ thể là sở hữu nước ngoài, sở hữu Nhà nước và sở hữu bởi CEO.

Trên thế giới, sự tác động của sở hữu nước ngoài đến quản trị lợi nhuận đã được tìm thấy trong nghiên cứu của [3-4]. Trong mối quan hệ với sở hữu Nhà nước, trong khi [5, 6] cho rằng, quản trị lợi nhuận tỷ lệ nghịch, thì [7] lại cho rằng đó là mối quan hệ thuận chiều. Bên cạnh đó, [8, 9] cho rằng, tồn tại mối tương quan nghịch chiều giữa sở hữu bởi CEO và hành vi quản trị lợi nhuận; trong khi [10] lại tìm thấy mối quan hệ thuận chiều. Tuy nhiên, vẫn có một số nghiên cứu lại phủ định các mối quan hệ trên như [11, 12]. Tại Việt Nam, các nghiên cứu về sự tác động của cấu trúc sở hữu đến hành vi quản trị lợi nhuận của các công ty như nghiên cứu của [13-16] cũng đưa ra những kết quả không được đồng nhất. Đó cũng là lý do tác giả thực hiện nghiên cứu về mối quan hệ này trên thị trường Việt Nam, trong giai đoạn từ năm 2013 đến 2022.

¹ The University of Danang - University of Economics, Vietnam (Huynh Thuỳ Yên Khuê)

2. Cơ sở lý thuyết và thực nghiệm

2.1. Quản trị lợi nhuận

Quản trị lợi nhuận là việc mà một cá nhân có ý tác động vào báo cáo tài chính nhằm mục đích đạt được những lợi ích riêng của bản thân [17]. Theo [18], quản trị lợi nhuận diễn ra khi các nhà quản trị sử dụng các thủ thuật kế toán nhằm thay đổi báo cáo tài chính, từ đó gây sai lệch trong nhận thức của các bên liên quan về tình hình hoạt động thực tế của công ty hoặc gây ảnh hưởng đến các quyết định từ bên ngoài cần phụ thuộc vào báo cáo tài chính.

Sự xuất hiện của hành vi quản trị lợi nhuận có thể được giải thích thông qua *lý thuyết đại diện*, khi trong công ty có sự phân cách giữa quyền sở hữu, được nắm giữ bởi các cổ đông, và quyền điều hành, được nắm giữ bởi các nhà quản trị công ty. Trong khi các cổ đông hướng đến việc tối đa hoá giá trị công ty thì với các nhà quản trị, điều họ thực sự quan tâm là lương, thưởng, cổ phiếu hay đơn thuần là danh tiếng của bản thân khi công ty đạt được hiệu quả hoạt động tốt [19], mà điều này thường được đánh giá thông qua lợi nhuận báo cáo trên sổ sách của công ty. Xuất phát từ sự mâu thuẫn về lợi ích trên, cùng với *sự bất đối xứng thông tin* trong doanh nghiệp, khi các nhà quản trị thường có kiến thức, kỹ năng và khả năng nắm bắt thông tin về tình hình hoạt động của công ty tốt hơn các chủ sở hữu, điều này đã tạo điều kiện để các nhà quản trị dễ dàng thực hiện các biện pháp can thiệp vào các chỉ số công bố trên báo cáo tài chính mà các cổ đông không hề hay biết.

Cũng giống như nhiều quốc gia trên thế giới, Việt Nam đang áp dụng chế độ kế toán theo nguyên tắc cơ sở dồn tích, theo đó, các nghiệp vụ phát sinh được ghi nhận vào sổ sách tại thời điểm phát sinh, bất kể thời điểm thu chi thực tế của khoản tiền. Tận dụng nguyên tắc này, các nhà quản trị có thể sử dụng những thủ pháp hợp lý để tạo ra con số lợi nhuận sau thuế khác với số tiền thực tế mà công ty tạo ra trong năm [20]. Hành vi này được gọi là quản trị lợi nhuận dựa trên cơ sở dồn tích và cũng là cách tiếp cận của tác giả trong nghiên cứu này.

2.2. Mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và quản trị lợi nhuận

Hành vi quản trị lợi nhuận xuất phát chủ yếu từ sự mâu thuẫn về lợi ích cũng như từ sự bất đối xứng thông tin giữa chủ sở hữu và nhà quản trị công ty. Chính vì vậy, việc chủ sở hữu có đủ kiến thức và kỹ năng cần thiết để nắm bắt được thông tin về tình hình hoạt động thật sự của công ty có thể khiến các nhà quản trị phải dè chừng và từ đó ảnh hưởng đến mức độ can thiệp vào báo cáo tài chính của nhà quản trị. Các nhóm chủ sở hữu được xem là có đủ các yếu tố trên có thể kể đến như các chủ sở hữu là nước ngoài, chủ sở hữu là Nhà nước hay chủ sở hữu là CEO của công ty.

Các nhà đầu tư nước ngoài thường có tính độc lập và khách quan với hoạt động của công ty, do đó, theo quan điểm của lý thuyết đại diện, sự gia tăng tỷ lệ sở hữu nước ngoài có thể đóng vai trò như một giám sát viên, góp phần điều chỉnh hành vi của các nhà quản lý công ty [21]. Hơn nữa, theo [22], phần lớn các nhà đầu tư nước ngoài thường là các quỹ tương hỗ hoặc các nhà đầu tư tổ chức, những người có yêu cầu cao và có nhiều kiến thức, kỹ năng để thực hiện việc giám sát chất lượng báo cáo của doanh

nh nghiệp mà họ đầu tư. Do đó, với các công ty có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao, các nhà quản trị thường hạn chế việc thực hiện quản trị lợi nhuận. Điều này cũng đã được chứng minh qua một số nghiên cứu thực nghiệm như [3-4], [23] và đặc biệt là nghiên cứu của [13], [16] tại thị trường Việt Nam. Tuy nhiên, ở một góc độ khác, [14], [24] lại cho rằng các nhà đầu tư nước ngoài bị hạn chế về sự hiểu biết liên quan đến văn hoá và môi trường kinh doanh của công ty ở nước sở tại, tạo điều kiện để các nhà quản trị công ty có cơ hội để thổi phồng kết quả kinh doanh nhiều hơn [25], dẫn đến một mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ sở hữu nước ngoài và mức độ quản trị lợi nhuận. Trong một nghiên cứu của mình, [15] lại không tìm thấy bằng chứng cho mối liên hệ này tại Việt Nam trong giai đoạn 2008-2018. Mặc dù, kết quả từ các nghiên cứu đi trước chưa có sự đồng nhất, tuy nhiên xét trong điều kiện Việt Nam, một quốc gia đang phát triển và còn nhiều hạn chế trong khâu quản lý chất lượng báo cáo tài chính, thì sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài, nhất là từ các nước phát triển, có thể được xem là một yếu tố giúp hạn chế tình trạng quản trị lợi nhuận. Từ đó, tác giả đưa ra giả thuyết:

H1: Công ty có tỷ lệ sở hữu của nước ngoài càng cao thì càng ít thực hiện quản trị lợi nhuận

Bên cạnh sở hữu nước ngoài thì *sở hữu nhà nước* cũng được cho là có tác động đến chất lượng báo cáo tài chính của công ty. Theo [26], việc đánh giá chất lượng điều hành của nhà quản trị công ty có vốn nhà nước cao thường được đo lường bằng nhiều mục tiêu xã hội, chính trị hơn là việc tối đa hoá lợi nhuận công ty. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp nhà nước thường có khả năng tiếp cận nguồn vốn từ các ngân hàng quốc doanh tốt hơn các doanh nghiệp tư nhân [27]. Chính từ hai lý do trên, CEO của công ty có vốn nước ngoài thường không có nhiều áp lực trong việc làm đẹp báo cáo tài chính để hưởng lương thưởng hay để thu hút thêm nguồn vốn từ thị trường. Mối liên hệ nghịch chiều giữa tỷ lệ sở hữu nhà nước và quản trị lợi nhuận được thể hiện trong kết quả nghiên cứu của [5-6], [15]. Một lập luận đối nghịch lại cho rằng, các doanh nghiệp có mối liên hệ nhà nước thường có đặc điểm quản trị doanh nghiệp yếu và sự chuyên nghiệp kém hơn các doanh nghiệp tư nhân [28], chất lượng kiểm toán cũng thấp hơn [29]. Như vậy, việc giám sát của các chủ sở hữu nhà nước thường yếu hơn so với các chủ sở hữu là tư nhân và CEO sẽ có nhiều cơ hội thể thực hiện việc điều chỉnh lợi nhuận hơn [7], [16]. Tuy nhiên, [15] khi nghiên cứu tại Việt Nam lại kết luận sở hữu nhà nước không có tác động đến hành vi quản trị lợi nhuận của công ty. Dựa vào phần lớn các lập luận và bằng chứng về mối quan hệ nghịch chiều giữa tỷ lệ sở hữu nhà nước và quản trị lợi nhuận, tác giả đặt ra giả thuyết nghiên cứu sau:

H2: Công ty có tỷ lệ sở hữu của Nhà nước càng cao thì càng ít thực hiện quản trị lợi nhuận

Theo lý thuyết đại diện, sự mâu thuẫn trong lợi ích của chủ sở hữu và nhà quản trị là nguyên nhân chính dẫn đến những hành vi sai lệch của nhà quản trị, như quản trị lợi nhuận. Chính vì vậy, khi CEO của công ty cũng đồng thời là một cổ đông của chính công ty đó, thì vấn đề đại diện sẽ được cải thiện, qua đó, CEO cũng sẽ hướng đến mục tiêu chung là tối đa hoá giá trị doanh nghiệp thay vì chỉ làm đẹp các con số trên báo cáo tài chính. Mối quan hệ nghịch chiều

giữa tỷ lệ sở hữu bởi nhà quản trị và mức độ quản trị lợi nhuận đã được minh chứng thông qua các nghiên cứu thực nghiệm của [8-9], [17]. Mặt khác, khi nhà quản trị sở hữu nhiều cổ phần công ty do mình quản lý, đồng nghĩa với việc họ có nhiều quyền lực hơn trong tay, sẽ có nhiều cơ hội để thực hiện việc điều chỉnh các số liệu kế toán nhằm trục lợi cá nhân [10], [11] và [12] lại không tìm thấy mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu bởi nhà điều hành và quản trị lợi nhuận của công ty. Với phần lớn các kết quả thực nghiệm cho thấy, tồn tại một mối quan hệ nghịch chiều giữa tỷ lệ nắm giữ cổ phần và hành vi quản trị lợi nhuận của nhà quản trị công ty, tác giả đặt ra giả thuyết nghiên cứu sau:

H3: Công ty có tỷ lệ sở hữu bởi giám đốc điều hành càng cao thì càng ít khả năng thực hiện việc quản trị lợi nhuận.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu được tiến hành trên mẫu gồm 361 công ty phi tài chính được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HoSE) - sàn giao dịch chứng khoán có giá trị vốn hoá lớn nhất tại Việt Nam - trong giai đoạn 2013 - 2022. Các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính như ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán không được đưa vào mẫu nghiên cứu vì sự khác biệt lớn trong đặc điểm hoạt động kinh doanh, dẫn đến sự khác biệt về các số liệu trên báo cáo tài chính so với các công ty thông thường. Bộ dữ liệu gồm 3.610 quan sát. Dữ liệu kế toán trên báo cáo tài chính của các công ty được thu thập từ hệ thống dữ liệu FiinPro của FiinGroup. Dữ liệu về đặc điểm của hội đồng quản trị và CEO công ty được thu thập từ Vietstock. FiinGroup và Vietstock đều là những đơn vị cung cấp dữ liệu có uy tín tại Việt Nam.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Để đánh giá ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu, cụ thể là sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài và sở hữu của giám đốc điều hành, lên hành vi quản trị lợi nhuận của công ty, tác giả sử dụng mô hình hồi quy với dữ liệu bảng được thiết kế như sau:

$$EM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SO_{i,t} + \beta_2 FO_{i,t} + \beta_3 CO_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 GROWTH_{i,t} + \beta_8 BOARD_{i,t} + \beta_9 CEOEXP_{i,t} + \beta_{10} PB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó, biến phụ thuộc là Quản trị lợi nhuận (EM); biến độc lập gồm Sở hữu nhà nước (SO), Sở hữu nước ngoài (FO) và sở hữu của giám đốc điều hành (CO); biến kiểm soát gồm Tỷ suất sinh lời (ROE), Đòn bẩy tài chính (LEV), Quy mô công ty (SIZE), Tốc độ tăng trưởng (GROWTH), Số lượng hội đồng quản trị (BOARD), Kinh nghiệm của CEO (CEOEXP) và Tỷ số giá trị thị trường (PB).

3.2.1. Biến phụ thuộc

Quản trị lợi nhuận là cách mà các công ty dựa vào các nguyên tắc kế toán để thực hiện việc điều chỉnh các khoản dồn tích, từ đó có thể làm thay đổi lợi nhuận sau thuế trên báo cáo tài chính theo mục đích riêng [17-18]. Các khoản dồn tích có thể được chia làm hai loại: các khoản dồn tích không thể điều chỉnh, là các sửa đổi kế toán đối với dòng tiền theo chuẩn mực kế toán; và các khoản dồn tích có thể điều chỉnh, là những sửa đổi đối với dòng tiền do ban quản

lý lựa chọn thực hiện [30]. Như vậy, để đo lường mức độ quản trị lợi nhuận của công ty, các nhà nghiên cứu thường tiếp cận theo phương pháp tính toán và đo lường các khoản dồn tích bất thường, hay các khoản dồn tích có thể điều chỉnh. Đây cũng chính là ý tưởng của mô hình Jones [31] và các mô hình Jones hiệu chỉnh mà tác giả sẽ sử dụng trong nghiên cứu này để đo lường hành vi quản trị lợi nhuận của các công ty niêm yết trên thị trường Việt Nam.

Theo mô hình Jones, biến kế toán dồn tích có thể điều chỉnh được xác định bằng công thức:

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - NDA_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó, $TA_{i,t}$ là tổng các biến kế toán dồn tích của công ty i tại năm t ; $DA_{i,t}$ là biến kế toán dồn tích có thể điều chỉnh của công ty i tại năm t ; $NDA_{i,t}$ là biến kế toán dồn tích không thể điều chỉnh được của công ty i tại năm t .

Tổng các biến kế toán dồn tích tại năm t của công ty i được xác định dựa vào chênh lệch giữa lợi nhuận sau thuế trên báo cáo tài chính năm t với dòng tiền từ hoạt động vào năm t của công ty:

$$TA_{i,t} = NI_{i,t} - CFO_{i,t} \quad (3)$$

Biến kế toán dồn tích không thể điều chỉnh được $NDA_{i,t}$ được xác định bằng mô hình Jones như sau:

$$NDA_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_1/A_{i,t-1} + \alpha_2 \Delta REV_{i,t}/A_{i,t-1} + \alpha_3 PPE_{i,t}/A_{i,t-1} \quad (4)$$

Với α_1 , α_2 , α_3 là các tham số ước lượng được từ mô hình sau:

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_1/A_{i,t-1} + \alpha_2 \Delta REV_{i,t}/A_{i,t-1} + \alpha_3 PPE_{i,t}/A_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Trong đó: $A_{i,t-1}$ là tổng giá trị tài sản của công ty i vào cuối năm $t-1$; $\Delta REV_{i,t}$ là chênh lệch doanh thu giữa năm t và năm $t-1$ của công ty i ; $PPE_{i,t}$ là nguyên giá tài sản cố định hữu hình của công ty i vào năm t .

Biến kế toán dồn tích có thể điều chỉnh, hay biến quản trị lợi nhuận (EM), chính là phần dư của mô hình (5).

Mô hình của Jones sau đó được các nhà kinh tế học khác hiệu chỉnh bằng cách thêm hoặc bớt một số yếu tố liên quan đến cơ sở kế toán dồn tích. Cụ thể, [32] đã thêm biến chênh lệch khoản phải thu của khách hàng vào mô hình Jones:

$$NDA_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_1/A_{i,t-1} + \alpha_2 (\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1} + \alpha_3 PPE_{i,t}/A_{i,t-1} \quad (6)$$

[33] sau đó lại tiếp tục đưa thêm yếu tố chênh lệch dòng tiền từ hoạt động vào mô hình của [32]:

$$NDA_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_1/A_{i,t-1} + \alpha_2 (\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1} + \alpha_3 PPE_{i,t}/A_{i,t-1} + \alpha_4 \Delta CFO_{i,t}/A_{i,t-1} \quad (7)$$

Khác với [33], [34] lại cho rằng tỷ suất sinh lời ROA mới là yếu tố nên được thêm vào mô hình của [32] thay vì dòng tiền từ hoạt động:

$$NDA_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_1/A_{i,t-1} + \alpha_2 (\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1} + \alpha_3 PPE_{i,t}/A_{i,t-1} + \alpha_4 ROA_{i,t} \quad (8)$$

Sau khi chạy mô hình Jones và các mô hình Jones hiệu chỉnh nêu trên với mẫu dữ liệu tại Việt Nam, mô hình Jones hiệu chỉnh bởi [32] cho ra kết quả R^2 cao nhất, do đó sẽ được tác giả sử dụng trong nghiên cứu này. Một số nghiên cứu khác tại Việt Nam cũng cho rằng, mô hình của [32] là phù hợp với mẫu nghiên cứu tại Việt Nam [35].

3.2.2. Biến độc lập

Để đánh giá tác động của cấu trúc sở hữu lên mức độ quản trị lợi nhuận của doanh nghiệp, tác giả sử dụng 3 biến độc lập gồm biến sở hữu nhà nước ($SO_{i,t}$), biến sở hữu nước ngoài ($FO_{i,t}$) và biến sở hữu của CEO ($CO_{i,t}$). Trong đó, biến sở hữu nhà nước được xác định bằng tỷ lệ phần trăm cổ phần công ty do nhà nước nắm giữ. Biến sở hữu nước ngoài được xác định bằng tỷ lệ phần trăm cổ phần công ty do nước ngoài nắm giữ. Biến sở hữu của CEO được xác định bằng tỷ lệ phần trăm cổ phần công ty do chính CEO của công ty nắm giữ.

3.2.3. Biến kiểm soát

Các nghiên cứu đi trước đã cho thấy, một số yếu tố mang tính chất đặc thù của công ty có khả năng ảnh hưởng đến hành vi quản trị lợi nhuận. Để loại bỏ sự tác động tiềm tàng này, tác giả đưa vào kiểm soát trong mô hình các biến đặc thù của công ty. Trên cơ sở tham khảo các nghiên cứu đi trước, đặc biệt là các nghiên cứu tại Việt Nam như [14-16], các biến kiểm soát được đưa vào mô hình gồm:

Tỷ suất sinh lời (ROE): được tính bằng cách lấy lợi nhuận sau thuế chia cho tổng vốn chủ sở hữu.

Đòn bẩy tài chính (LEV): được tính bằng tỷ lệ của tổng nợ phải trả trên tổng vốn chủ sở hữu của công ty.

Quy mô công ty (SIZE): được xác định bằng logarit giá trị vốn hoá thị trường công ty vào cuối năm tài chính.

Tốc độ tăng trưởng (GROWTH): được xác định bằng tỷ lệ tăng trưởng doanh thu của công ty so với năm trước.

Số lượng hội đồng quản trị (BOARD): được xác định bằng số lượng thành viên hội đồng quản trị của công ty.

Kinh nghiệm của CEO (CEOEXP): được xác định bằng số năm công tác của CEO tại công ty.

Tỷ số giá trị thị trường (PB): được xác định bằng giá trị thị trường so với giá trị ghi sổ của cổ phiếu công ty.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả và ma trận hệ số tương quan

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả các biến của mô hình,

Bảng 2. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) EM	1,000										
(2) FO	-0,089	1,000									
(3) SO	-0,084	-0,107	1,000								
(4) CO	0,034	-0,045	-0,289	1,000							
(5) ROE	0,060	0,089	0,048	0,013	1,000						
(6) LEV	-0,014	-0,074	0,021	0,014	-0,305	1,000					
(7) GROWTH	0,087	-0,005	-0,040	0,018	0,042	0,003	1,000				
(8) SIZE	-0,108	0,330	-0,077	-0,089	0,179	-0,025	-0,003	1,000			
(9) BOARD	-0,069	0,354	-0,108	-0,029	0,056	-0,005	-0,001	0,325	1,000		
(10) CEOEXP	-0,113	0,052	0,137	0,085	0,030	-0,025	-0,049	0,086	0,055	1,000	
(11) PB	-0,012	0,180	0,093	-0,046	0,112	0,169	-0,005	0,529	0,158	0,062	1,000

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.2. Kết quả hồi quy

Bảng 3 thể hiện kết quả hồi quy về mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài, sở hữu nhà nước và sở hữu của giám đốc điều hành với mức độ quản trị lợi nhuận của công ty thông qua ba mô hình là Pooled OLS, REM và FEM.

bao gồm biến phụ thuộc (EM), biến độc lập (SO, FO và CO) và biến kiểm soát (ROE, LEV, SIZE, GROWTH, BOARD, CEOEXP, PB). Trong đó, biến EM có giá trị thấp nhất là 0,000007 và giá trị lớn nhất là 2,243626, giá trị trung vị là 0,097283. Tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao nhất là 94,94%, thấp nhất là 0%. Tỷ lệ sở hữu nhà nước cao nhất là 100% và thấp nhất là 0%. Tỷ lệ sở hữu của CEO công ty cao nhất là 68,08% và thấp nhất là 0%.

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến

Biến	Quan sát	Giá trị trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị thấp nhất	Giá trị lớn nhất
EM	3.373	0,097	0,138	0,000007	2,243
FO	3.213	0,121	0,158	0	0,949
SO	3.212	0,191	0,255	0	1
CO	3.155	0,041	0,092	0	0,681
ROE	3.452	0,133	0,198	-3,294	5,232
LEV	3.451	1,609	3,469	-6,939	140,032
SIZE	3.257	27,569	1,639	23,123	33,568
GROWTH	3.386	0,325	3,468	-116,437	77,469
BOARD	3.194	5,727	1,354	0	12
CEOEXP	2.837	13,056	9,273	0	51
PB	3.387	1,474	1,463	-3,86	21,46

Nguồn: Tính toán của tác giả

Ma trận hệ số tương quan Pearson giữa các biến trong mô hình được trình bày trong Bảng 2. Theo đó, biến sở hữu nước ngoài và sở hữu nhà nước đều có hệ số tương quan âm với biến quản trị lợi nhuận (-0,089 và -0,084). Điều này cho thấy, tồn tại một mối tương quan nghịch chiều giữa tỷ lệ sở hữu nước ngoài và tỷ lệ sở hữu nhà nước với mức độ quản trị lợi nhuận của các công ty. Trong khi đó, biến sở hữu của CEO lại có hệ số tương quan dương với biến quản trị lợi nhuận (0,034), thể hiện mối tương quan thuận chiều giữa hai nhân tố này.

Một điều đáng chú ý nữa đó là hệ số tương quan của tất cả các biến trong mô hình đều có giá trị dưới 0,5. Như vậy, không có bằng chứng cho thấy sự tồn tại của hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu.

Để tiến hành lựa chọn mô hình phù hợp nhất trong ba mô hình trên, trước tiên, tác giả sử dụng kiểm định Breusch-Pagan để lựa chọn giữa mô hình Pooled OLS và REM. Kết quả $Prob > \chi^2_{(2)} = 0,0000$ cho thấy, mô hình REM là phù hợp hơn so với Pooled OLS. Tiếp đến, kiểm

định Hausman được sử dụng để lựa chọn giữa mô hình FEM và REM. Kết quả $Prob > \chi^2 = 0,0000$ cho thấy, FEM là mô hình phù hợp hơn. Như vậy, FEM là mô hình phù hợp nhất với nghiên cứu này.

Dựa vào kết quả kiểm định từ mô hình FEM, hệ số hồi quy của biến FO có giá trị $-0,0575$ với mức ý nghĩa 5% cho thấy sở hữu nước ngoài có mối quan hệ nghịch chiều với mức độ quản trị lợi nhuận. Mối quan hệ nghịch chiều của tỷ lệ sở hữu nhà nước với hành vi quản trị lợi nhuận cũng được chứng minh qua hệ số hồi quy của biến SO, $-0,0389$, với mức ý nghĩa 10%. Tuy nhiên, kết quả hồi quy của biến CO lại không có ý nghĩa thống kê, cho thấy không tồn tại mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu của giám đốc điều hành với hành vi điều chỉnh lợi nhuận của công ty.

Bảng 3. Kết quả hồi quy tác động của cấu trúc sở hữu đến quản trị lợi nhuận

Biến	OLS	REM	FEM
FO	-0,0409*** (-2,78)	-0,0585*** (-2,93)	-0,0575** (-2,04)
SO	-0,0396*** (-4,34)	-0,0462*** (-3,48)	-0,0389* (-1,67)
CO	0,0215 (0,90)	0,0162 (0,52)	0,0164 (0,40)
ROE	0,0635*** (5,23)	0,0701*** (5,66)	0,0763*** (5,76)
LEV	0,0008 (1,35)	0,0012** (1,97)	0,0019*** (2,69)
SIZE	-0,0076*** (-4,48)	-0,0047* (-1,88)	0,0092** (1,98)
GROWTH	0,0016* (1,78)	0,0006 (0,66)	0,0001 (0,11)
BOARD	-0,0037** (-2,11)	-0,0030 (-1,42)	-0,0014 (-0,52)
CEOEXP	-0,0011*** (-4,69)	-0,0013*** (-4,17)	-0,0015*** (-3,57)
PB	0,0048** (2,46)	0,0041* (1,78)	0,0025 (0,86)
C	0,3299*** (7,49)	0,2555*** (3,88)	-0,1389* (-1,10)
R2	0,1433	0,1443	0,1088
Số quan sát	2.764	2.674	2.764

Nguồn: Tính toán của tác giả

Ghi chú: Giá trị thống kê t được thể hiện trong dấu ngoặc đơn ()
Ký hiệu ***, **, * lần lượt biểu thị mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

Bên cạnh đó, tác giả cũng quan tâm đến trường hợp nội sinh do có thể tồn tại sự tác động ngược của hành vi quản trị lợi nhuận lên cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp. Do đó, tác giả đưa thêm giá trị trễ của biến quản trị lợi nhuận vào kiểm soát trong mô hình và sử dụng mô hình system GMM để giải quyết các vấn đề trên. Kết quả mô hình system GMM được trình bày trong Bảng 4.

Ngoài ra, phạm vi thời gian của mẫu là 2013-2022 bao gồm giai đoạn xảy ra đại dịch COVID-19 với những tác động nhất định đến hoạt động của các công ty niêm yết trên sàn HoSE. Do đó, tác giả tiến hành loại bỏ dữ liệu trong 2 năm là 2020 và 2021 - 2 năm mà nền kinh tế chịu tác động mạnh nhất bởi đại dịch để kiểm định tính bền vững của kết quả nghiên cứu. Kết quả được trình bày trong Bảng 4.

Kết quả hồi quy với mô hình hồi quy động System GMM và kết quả hồi quy với mẫu loại bỏ giai đoạn Covid-19 đều cho ra kết quả đồng nhất khi cho thấy, tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu nước ngoài cũng như sở hữu nhà nước với mức độ quản trị lợi nhuận của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh.

Bảng 4. Kết quả hồi quy với mô hình system GMM và hồi quy với mẫu ngoài giai đoạn Covid-19

Biến	Non-COVID	SystemGMM
EM_{t-1}		0,0020 (0,07)
FO	-0,0413** (-2,45)	-0,2667* (-1,80)
SO	-0,0412*** (-3,98)	-0,2992*** (-2,76)
CO	0,0325 (1,23)	0,1570 (0,75)
ROE	0,0636*** (4,76)	0,0921 (0,75)
LEV	0,0005 (0,80)	0,0008 (0,73)
SIZE	-0,0073*** (-3,75)	-0,0044 (-0,23)
GROWTH	0,0029** (2,16)	0,0049 (-1,10)
BOARD	-0,0045** (-2,23)	-0,0246 (1,28)
CEOEXP	-0,0011*** (-4,14)	-0,0032 (-0,78)
PB	0,0053** (2,42)	-0,0287* (-1,84)
C	0,3262*** (6,43)	0,1095 (0,22)
R2	0,1457	
Số quan sát	2.202	2.520

Nguồn: Tính toán của tác giả

Ghi chú: Giá trị thống kê t được thể hiện trong dấu ngoặc đơn ()
Ký hiệu ***, **, * lần lượt biểu thị mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Nghiên cứu được thực hiện để trả lời cho câu hỏi “Hành vi quản trị lợi nhuận chịu tác động như thế nào bởi cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp?”. Thông qua việc sử dụng các cấu trúc sở hữu cụ thể như sở hữu nước ngoài, sở hữu nhà nước và sở hữu của nhà quản trị, với mẫu nghiên cứu trên 361 công ty phi tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh của Việt Nam trong giai đoạn 2013 - 2022, kết quả cho thấy các công ty có tỷ lệ sở hữu nước ngoài và tỷ lệ sở hữu nhà nước càng cao thì có xu hướng giảm việc quản trị lợi nhuận. Kết quả này đồng nhất với các nghiên cứu của [3-6], [13-14], [16], [23]. Điều này được giải thích bằng việc các chủ sở hữu nước ngoài có thể được xem như một “giám sát viên” với đủ kỹ năng và kinh nghiệm để kiểm soát việc điều chỉnh báo cáo của các nhà quản trị. Về phía các công ty có vốn nhà nước chiếm tỷ trọng lớn, CEO thường ít chịu áp lực về việc làm đẹp sổ sách kế toán, do đó cũng có ít động lực thực hiện hành vi quản trị lợi nhuận hơn là các doanh nghiệp có vốn tư nhân.

Bài báo không chỉ có giá trị về mặt lý luận khi góp phần

làm rõ mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và quản trị lợi nhuận, mà còn cung cấp các hàm ý quan trọng. Về phía các công ty, cần quan tâm hơn đến chất lượng báo cáo tài chính của mình, có thể xem xét việc gia tăng tỷ lệ sở hữu bởi các nhà đầu tư nước ngoài và sở hữu nhà nước như một biện pháp giám sát và hạn chế việc điều chỉnh báo cáo bởi quản lý công ty. Đối với các nhà đầu tư trên thị trường, những người luôn e ngại về độ chính xác của báo cáo tài chính, có thể tham khảo tỷ lệ sở hữu bởi nước ngoài và tỷ lệ sở hữu nhà nước của công ty mà họ đang muốn đầu tư như một thước đo cho độ chính xác của số liệu lợi nhuận trên báo cáo. Đối với các nhà quản lý thị trường, cần có sự giám sát chặt chẽ hơn với hoạt động công bố báo cáo tài chính của các công ty nhằm bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư cũng như sự bình ổn của thị trường chứng khoán đặc biệt là một thị trường còn đang phát triển và có nhiều hạn chế trong quản lý như Việt Nam. Việc tạo điều kiện cho các nhà đầu tư nước ngoài được tham gia vào thị trường cũng như gia tăng tỷ lệ sở hữu bởi nhà nước tại các công ty lớn có thể được xem như một sự kiểm soát, qua đó nâng cao chất lượng báo cáo tài chính.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] R. Kasznik, "On the association between voluntary disclosure and earnings management", *Journal of Accounting Research*, vol. 37, no. 1, pp.57-81, 1999.
- [2] A. Atieh and S. Hussain, "Do UK firms manage earnings to meet dividend thresholds?", *Accounting and Business Research*, vol. 42, no. 1, pp. 77-94, 2012.
- [3] M. Firth, P. M. Fung, and O. M. Rui, "Ownership, two-tier board structure, and the informativeness of earnings—Evidence from China", *Journal of Account & Public Policy*, vol. 26, pp. 463–496, 2007.
- [4] S. Potharla, K. Bhattacharjee, V. Iyer, and D. McMillan, "Institutional ownership and earnings management: Evidence from India", *Cogent Economics & Finance*, vol. 9, no. 1, pp. 1–21, 2001.
- [5] L. Wang and K. Yung, "Do state enterprises manage earnings more than privately owned firms? The case of China", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 38, no. 7–8, pp. 794–812, 2011.
- [6] C. S. A. Cheng, J. Wang, and S. X. Wei, "State Ownership and Earnings Management around Initial Public Offerings: Evidence from China", *Journal of International Accounting Research*, vol. 14, no. 2, pp. 89-116, 2015.
- [7] C. Gaio and I. Pinto, "The role of state ownership on earnings quality: evidence across public and private European firms", *Journal of Applied Accounting Research*, vol. 19, no.2, pp. 312-332, 2018.
- [8] T. D. Warfield, J. J. Wild, and K. L. Wild, "Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earning", *Journal of Accounting and Economics*, vol.20, pp. 61-91, 1995.
- [9] F. A. Gul, C. J. Chen, P. Tsui, and S. L. Judy, "Discretionary Accounting Accruals, Managers' Incentives, and Audit Fees", *Contemporary Accounting Research*, vol. 20, no. 3, pp. 441–464, 2003.
- [10] K. Jung and S. Y. Kwon, "Ownership structure and earnings informativeness: Evidence from Korea", *The International Journal of Accounting*, vol. 37, no. 3, pp. 301–325, 2002.
- [11] J. R. Francis, E. L. Maydew, and H. C. Sparks, "The Role of Big 6 Auditors in the Credible Reporting of Accruals", *Auditing*, vol. 18, no. 2, pp. 17-34, 1999.
- [12] G. Gabrielsen, J. D. Gramlich, and T. Plenborg, "Managerial Ownership, Information Content of Earnings, and Discretionary Accruals in a non-US Setting", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 29, no. 7-8, pp. 967-988, 2002.
- [13] T. T. Thu, Do. T. H Yen, and V. K. Nhan, "The impact of foreign ownership, corporate governance on earning management: Fuzzy-set qualitative comparative analysis", *Cogent Business & Management*, vol. 10, no. 3, pp. 2247869, 2023.
- [14] T. M. Dung and D. N. Hung, "The impact of ownership structure on earnings management: The case of Vietnam". *SAGE Open*, vol. 11, no. 3, pp. 1–14, 2021.
- [15] N. Quynh, M. H. Kim, and S. Ali, "Corporate governance and earnings management: Evidence from Vietnamese listed firms", *International Review of Economics & Finance*, vol. 89, pp. 775-801, 2024.
- [16] N. H. Anh, L. Q. Lien, and V. T. K Anh, "Ownership structure and earning management: Empirical evidence from Vietnam", *Cogent Business & Management*, vol. 8, no. 1, pp. 1908006, 2021.
- [17] K. Schiper, "Commentary on Earning Management", *Accounting on Horizons*, vol. 3, no. 4, pp. 91-102, 1989.
- [18] P. M. Healy and J. M. Wahlen, "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting", *Accounting Horizons*, vol. 13, pp. 365-383, 1999.
- [19] W. R. Scott, *Financial Accounting theory*, 3rd edition. NJ: Prentice Hall, 2003.
- [20] P. Dechow and D. J. Skinner, "Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators", *Accounting Horizons*, vol. 14, no. 2, pp. 235-250, 2000.
- [21] M. C. Jensen and W. H. Meckling, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305– 360, 1967.
- [22] M. Dahlquist and G. Robertson, "Direct foreign ownership, institutional investors and firm characteristics", *Journal of Financial Economics*, vol. 59, no. 1, pp. 413–440, 2001.
- [23] M. Ferreira and P. Matos, "The Colors of investors' Money: The Role of Institutional Investors around the World", *Journal of Financial Economics*, vol. 88, no. 3, pp. 499– 533, 2008.
- [24] N. Klai and A. Omri, "Corporate governance and financial reporting quality: The case of the Tunisian firms", *International Business Research*, vol. 4, no. 1, pp. 158–166, 2011.
- [25] J. Aharony, C. J. Lee, and T. J. Wong, "Financial packaging of IPO firms in China", *Journal of Accounting Research*, vol. 38, no. 1, pp. 103–126, 2000.
- [26] H. Chen, J. Z. Chen, G. J. Lobo, and Y. Wang, "Effects of audit quality on earnings management and cost of equity capital: Evidence from China", *Contemporary Accounting Research*, vol. 28, pp. 892–925, 2011.
- [27] L. Brandt and H. Li, "Bank discrimination in transition economies: Ideology, information, or incentives?", *Journal of Comparative Economics*, vol. 31, pp. 387–413, 2003
- [28] J. P. H. Fan, T. J. Wong, and T. Zhang, "Politically connected CEOs, corporate governance, and post- IPO performance of China's newly partially privatized firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 84, pp. 330–357, 2007.
- [29] A. Shleifer, "State versus Private Ownership", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 12, no. 4, pp. 133–150, 1998.
- [30] J. P. Fan and T. Wong, "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia", *Journal of Accounting and Economics*, vol.33, pp. 401-425, 2002.
- [31] J. Jones, "Earnings management during import relief investigations", *Journal of Accounting Research*, vol. 29, no. 2, pp.193–223, 1991.
- [32] P. M. Dechow, R. G. Sloan, and A. P. Sweeney, "Detecting earnings management", *The Accounting Review*, vol. 70, no. 2, pp. 193–225, 1995.
- [33] R. Kasznik, "On the association between voluntary disclosure and earnings management", *Journal of Accounting Research* 37, vol. 1, pp. 57-81, 1999.
- [34] S. P. Kothari, A. J. Leone, and C. E. Wasley, "Performance matched discretionary accrual measures", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, no. 1, pp. 163-197, 2005.
- [35] N. A. Hien and P. T. Trung, "Testing and identifying research models of earning management behavior of listed companies in Vietnam", *Journal of Science and Technology Development*, vol. 18, no. 3, pp. 81 – 93, 2015.