

MỐI QUAN HỆ GIỮA TẬP TRUNG QUYỀN SỞ HỮU VÀ CHẤT LƯỢNG THU NHẬP: NGHIÊN CỨU TẠI VIỆT NAM

● ĐINH THỊ THU HIỀN - HOÀNG THỊ PHƯƠNG ANH
- ĐINH THỊ THU HÀ - NGUYỄN THỊ THƠM

TÓM TẮT:

Nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa tập trung quyền sở hữu và chất lượng thu nhập của các công ty trong chỉ số VN100 được niêm yết trong giai đoạn 2017-2022 trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. Kết quả nghiên cứu cho thấy, các công ty có tập trung quyền sở hữu cao sẽ có tính ổn định của thu nhập càng cao hay chất lượng thu nhập của công ty càng cao, dẫn đến các thông tin được cung cấp trong các báo cáo tài chính là các thông tin có giá trị để sử dụng cho các mô hình định giá, đặc biệt là yếu tố thu nhập. Ngoài ra, không tìm thấy tác động của tập trung quyền sở hữu đến chất lượng thu nhập ở môi trường doanh nghiệp Việt Nam.

Từ khóa: chất lượng thu nhập, tập trung quyền sở hữu, tính ổn định của thu nhập, tính thận trọng trong ghi nhận thông tin kế toán.

1. Đặt vấn đề

Các nhà đầu tư thường phải phân tích nhiều thông tin tài chính trước khi đưa ra quyết định đầu tư chính xác. Thông tin quan trọng nhất đến từ các báo cáo tài chính, đặc biệt là báo cáo thu nhập. Thu nhập cung cấp thông tin về thành quả hoạt động của doanh nghiệp (Dechow, 1994), định giá các dự án đầu tư tiềm năng (Bushman & Smith, 2003) và ảnh hưởng lớn đến quyết định tài chính (Schipper và Vincent, 2003; Francis et. al., 2004). Vì vậy, chất lượng thu nhập là vấn đề quan trọng nhất của báo cáo tài chính, không chỉ phản ánh chất lượng số liệu mà còn phản ánh chất lượng tổng thể báo cáo tài chính (Mohammady, 2010; Ewert & Wagenhofer, 2011). Theo Velury & Jenkins (2006), chất lượng thu nhập liên quan đến sự hữu ích của thông tin kế toán.

Trong bối cảnh thị trường Việt Nam đang phát

triển với nhiều khiếm khuyết như quyền lợi nhà đầu tư nhỏ lẻ chưa đảm bảo, tính minh bạch thông tin chưa cao và ảnh hưởng lớn từ Nhà nước, tác giả thực hiện nghiên cứu "Mối quan hệ của tập trung quyền sở hữu với chất lượng thu nhập: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. Nghiên cứu này nhằm cung cấp thêm một yếu tố để nhà đầu tư xem xét khi xác định chất lượng thu nhập của doanh nghiệp, từ đó đánh giá độ tin cậy của thông tin kế toán được công bố trong quá trình đưa ra quyết định.

2. Tổng quan các nghiên cứu trước đây

Mức độ tập trung quyền sở hữu cao có thể kiểm soát mâu thuẫn giữa nhà quản trị và cổ đông, nhưng cổ đông lớn có thể gây ra chi phí cho cổ đông khác, gọi là hiệu ứng quyền lực cá nhân. Warfield et. al. (1995) tìm hiểu ảnh hưởng của sở hữu quản lý đến chất lượng thu nhập của 1348 công ty Mỹ (1988-1990), kết quả cho thấy sở hữu quản lý tăng thì chất

lượng thu nhập cũng tăng do giảm mâu thuẫn và hạn chế thao túng thu nhập.

Fan & Wong (2002) nghiên cứu 977 công ty ở 7 quốc gia Đông Á (1991-1995) và thấy các công ty có mức độ tập trung quyền sở hữu thấp cung cấp thông tin thu nhập hữu ích hơn. Wang (2006) nghiên cứu 542 công ty gia đình trong S&P500 (1994-2002) và kết luận công ty gia đình có tỷ lệ sở hữu cao báo cáo các khoản dồn tích bất thường cao hơn. Givoly et. al. (2010) nghiên cứu 531 công ty từ Compustat (1978-2003) cho thấy các nhà quản trị công ty phát hành cổ phiếu có động cơ thao túng thu nhập, làm giảm chất lượng báo cáo thu nhập.

Sousa & Galdi (2016) nghiên cứu mối quan hệ giữa tập trung quyền sở hữu và chất lượng thu nhập của các công ty trên Sàn giao dịch chứng khoán Sao Paolo (1999-2014) và phát hiện rằng sự thận trọng trong ghi nhận thông tin kế toán tăng khi quyền sở hữu tập trung cao, nhưng có thể làm sai lệch thông tin thị trường, dẫn đến thu nhập kém ổn định và không đáng tin cậy để định giá.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nguồn dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán và báo cáo thường niên của các công ty trong chỉ số VN100, niêm yết liên tục từ năm 2017-2022. Các báo cáo này được nhóm tác giả thu thập từ website của Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (hsx.vn). Mẫu nghiên cứu được chọn vì các công ty trong VN100 chiếm gần 90% giá trị vốn hóa và đại diện khoảng 80% giá trị giao dịch của toàn thị trường, khắc phục hạn chế của chỉ số VN-Index về sự chi phối của một số cổ phiếu lớn và cổ phiếu có thanh khoản thấp.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Nhằm xem xét tính ổn định của thu nhập tương lai liên quan, mức độ tập trung quyền sở hữu đến thu nhập hiện tại, chúng tôi kế thừa nghiên cứu của Sousa và Galdi (2016) với mô hình nghiên cứu như sau:

$$Earn_t = \alpha + \beta_1 Earn_{t-1} + \beta_2 Conc_{A,it} + \beta_3 (Conc_{A,it} * Earn_t) \varepsilon_{t+1} \quad (1)$$

Trong đó: Thu nhập kỳ tiếp theo $Earn_{t+1}$ được tính bằng thu nhập tương lai của năm $t+1$ chia cho giá trị tổng tài sản của năm $t+1$. Thu nhập hiện tại $Earn_{t-1}$ được tính bằng công thức thu nhập ròng sau

thuế của năm t chia cho giá trị tổng tài sản của năm t . Biến tập trung quyền sở hữu ($Conc_{A,it}$) được đo lường bằng phần trăm tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn nhất ($Conc_1$). Biến tương tác giữa lợi nhuận với tập trung quyền sở hữu của doanh nghiệp ($Conc_{A,it} * Earn_t$) dùng để đo lường mức độ gia tăng tính ổn định của thu nhập tương lai bị tác động bởi tập trung quyền sở hữu.

Nhằm phân tách biến thu nhập thành hai thành phần là dòng tiền và tổng dồn tích nhằm kiểm tra tính ổn định của hai thành phần này trong thu nhập, chúng tôi kế thừa nghiên cứu của Sousa và Galdi (2016) tiến hành thêm vào biến mức độ tập trung quyền sở hữu cho mô hình (1).

Mô hình nghiên cứu mở rộng như sau:

$$Earn_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 ACC_t + \beta_2 FCO_t + \beta_3 Conc_{A,it} + \beta_4 (Conc_{A,it} * ACC_t) + \beta_5 (Conc_{A,it} * CFO_t) + \varepsilon_{t+1} \quad (2)$$

Biến tổng dồn tích (ACC_t) được tính bằng cách lấy giá trị tổng dồn tích ($TACC$) của năm t chia cho giá trị tổng tài sản của năm t . Theo Sousa và Galdi (2016), tổng dồn tích được tính bằng công thức:

$$TACC = (\Delta CA - \Delta Cash) - (\Delta CL - \Delta STD - \Delta TP) - Dep$$

Với: ΔCA là thay đổi trong tài sản ngắn hạn, $\Delta Cash$ là thay đổi trong tiền mặt và khoảng tương đương tiền, ΔCL là thay đổi trong nợ ngắn hạn, ΔSTD là thay đổi trong tổng nợ, ΔTP là thay đổi trong thuế thu nhập phải trả, Dep là khấu hao.

Biến dòng tiền (CFO) là thành phần tài chính được tách ra từ thu nhập cùng với thành phần phi tài chính (tổng dồn tích (ACC)). Được tính bằng chênh lệch giữa thu nhập và dồn tích.

Biến tương tác giữa tập trung quyền sở hữu và tổng dồn tích ($Conc_{A,it} * ACC_t$) và Biến tương tác giữa tập trung quyền sở hữu và dòng tiền ($Conc_{A,it} * CFO_t$) dùng để đo lường mối quan hệ giữa tập trung quyền sở hữu và tính ổn định của thu nhập.

Các mô hình nghiên cứu trên, chúng tôi sẽ sử dụng phương pháp GMM nhằm xử lý vấn đề nội sinh do biến $Conc_A$ tạo ra.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Kết quả cho thấy mức độ tập trung quyền sở hữu ở Việt Nam cao, với tỷ lệ cổ phiếu được nắm giữ bởi cổ đông lớn nhất ($Conc_1$) trung bình là

Bảng 1. Bảng thống kê mô tả của các biến trong mô hình

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
$Earn_t$	576	0,070	0,085	-0,853	0,416
$Earn_t/P_{t-1}$	576	0,098	0,215	-3,135	1,702
$Conc_1$	576	0,358	0,206	0,042	0,985
$Conc_3$	576	0,530	0,216	0,110	0,995
RE_t	576	0,146	0,540	-0,720	4,639
ACC_t	576	-0,003	0,173	-1,144	1,699
CFO_t	576	0,073	0,180	-1,656	0,846

Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata 13

35,09%, cao hơn gấp đôi so với kết quả của Sousa và Galdi (2016) cho thấy mức độ tập trung quyền sở hữu ở Brazil. Tuy nhiên, tỷ lệ cổ phiếu được nắm giữ bởi 3 cổ đông lớn nhất ($Conc_3$) trung bình là 53%, thấp hơn so với tỷ lệ cổ phiếu trung bình của năm cổ đông lớn nhất ($Conc_5$) ở Brazil là 67%. Điều này cho thấy ở Brazil, cổ phiếu được nắm giữ khá đồng đều (trung bình khoảng 11% so với cổ đông lớn nhất là 16%), trong khi ở Việt Nam, tỷ lệ cổ phần nắm giữ giữa các cổ đông lớn nhất chênh lệch khá lớn (trung bình 16% so với cổ đông lớn nhất là 35%). Tỷ lệ thu nhập trung bình ($Earn_t$) ở Việt Nam là 7%, cao hơn nhiều so với tỷ lệ 0,5% của các công ty ở Brazil theo nghiên cứu của Sousa và Galdi (2016).

4.2. Ma trận hệ số tương quan

Qua Bảng 2 thể hiện kết quả ma trận hệ số tương quan cho thấy giá trị tương quan giữa các biến khá thấp, chứng tỏ các biến trong mô hình không có dấu hiệu đa cộng tuyến.

4.3. Phân tích tác động của tính ổn định của thu nhập tương lai đến thu nhập hiện tại

Để kiểm tra tác động của tập trung quyền sở hữu, cụ thể là tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất và của ba cổ đông lớn nhất lên tính ổn định của thu nhập, chúng tôi sử dụng mô hình GMM. Kết quả trong Bảng 3 cho thấy một mối quan hệ cùng chiều giữa lợi nhuận hiện tại và lợi nhuận tương lai, với độ tin cậy 99% cho cả 2 mức độ đo lường tỷ lệ tập trung quyền sở hữu. Điều này phù hợp với kỳ vọng

Bảng 2. Bảng ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình

	$Earn_t$	$Earn_t/P_{t-1}$	$Conc_1$	$Conc_3$	RE_t	D_t	ACC_t	CFO_t	$Firmsize_t$
$Earn_t$	1,0000								
$Earn_t/P_{t-1}$	0,5863	1,0000							
$Conc_1$	0,1082	-0,0648	1,0000						
$Conc_3$	0,1741	-0,0358	0,8927	1,0000					
RE_t	0,1286	0,2798	-0,0374	0,0163	1,0000				
D_t	-0,1208	-0,1625	0,0375	0,0249	-0,5949	1,0000			
ACC_t	0,1678	0,1871	-0,0819	-0,0893	0,0302	0,0039	1,0000		
CFO_t	0,3146	0,0990	0,1303	0,1689	-0,0321	-0,0612	-0,8830	1,0000	
$Firmsize_t$	-0,0193	-0,0498	0,0026	-0,0295	-0,0681	0,0398	0,0698	-0,0764	1,000

Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata 13

Bảng 3. Kết quả hồi quy tác động của tính ổn định của thu nhập tương lai đến thu nhập hiện tại

Biến	% cổ phần nắm giữ bởi cổ đông lớn nhất	% cổ phần nắm giữ bởi ba cổ đông lớn nhất
Earn	0,716*** (3,38)	0,270*** (4,73)
Conc ₁	-0,104** (-3,25)	
Conc ₁ *Earn	1,247*** (3,16)	
Conc ₃		-0,109*** (-12,20)
Conc ₃ *Earn		1,440*** (17,65)
AR(1)	0,083	0,075
AR(2)	0,106	0,118
Sargan test	0,146	0,000
Hansen test	0,679	0,244

Chú thích: ***, **, * lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%, trong ngoặc là hệ số z

Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata 13

ban đầu, chỉ ra rằng dòng thu nhập của công ty ổn định và thu nhập hiện tại có thể được dùng để ước đoán thu nhập tương lai, do đó là một chỉ số tốt trong các mô hình định giá (Sloan, 1996; Francis et. al., 2004). Tuy nhiên, hệ số đo lường tác động của tập trung quyền sở hữu lại có mối quan hệ ngược chiều với thu nhập tương lai, đúng như kỳ vọng cấu trúc quyền sở hữu tập trung sẽ ảnh hưởng không tốt đến thu nhập tương lai.

Biến tương tác giữa mức độ tập trung quyền sở hữu và thu nhập hiện tại cho thấy mối tương quan dương với thu nhập tương lai, ám chỉ rằng cấu trúc tập trung quyền sở hữu ảnh hưởng đến tính ổn định của thu nhập. Cấu trúc vốn của các công ty Việt Nam thường có cổ đông nhà nước nắm giữ tỷ lệ lớn, dẫn đến mức độ tập trung quyền sở hữu cao. Kết luận này củng cố nghiên cứu của Hoang, Abeysekera và Ma (2016) rằng sở hữu nhà nước đem lại chất lượng thu nhập tốt hơn.

4.4. Mô hình mở rộng tác động của tính ổn định của thu nhập tương lai liên quan đến thu nhập hiện tại

Nhằm đo lường ảnh hưởng của tập trung quyền

Bảng 4. Kết quả nghiên cứu mô hình mở rộng tác động của tính ổn định của thu nhập tương lai liên quan đến thu nhập hiện tại

Biến	% cổ phần nắm giữ bởi cổ đông lớn nhất	% cổ phần nắm giữ bởi ba cổ đông lớn nhất
ACC	0,997*** (228,01)	0,997*** (206,01)
CFO	0,998*** (125,04)	0,998*** (167,70)
Conc ₁	-0,003 (-0,27)	
Conc ₁ *ACC	0,004 (0,47)	
Conc ₁ *CFO	-0,006 (0,31)	
Conc ₃		-0,001 (-0,22)
Conc ₃ *ACC		0,003 (0,62)
Conc ₃ *CFO		0,002 (0,23)
AR(1)	0,025	0,000
AR(2)	0,760	0,317
Sargan test	0,428	0,473
Hansen test	0,483	0,490

Chú thích: ***, **, * lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%, trong ngoặc là hệ số z

Nguồn: Kết quả tổng hợp từ phần mềm Stata 13

sở hữu đến tính ổn định của thu nhập đo lường bằng tổng tích lũy và dòng tiền, chúng tôi tiến hành xử lý mô hình hồi quy (2) theo phương pháp GMM nhằm loại bỏ tác động nội sinh của biến $Conc_A$. Kết quả nghiên cứu được thể hiện trong Bảng 4 cho thấy hệ số hồi quy của các khoản tích lũy nhỏ hơn hệ số hồi quy của dòng tiền ở mức ý nghĩa 1% cho cả 2 trường hợp. Theo Sousa và Galdi (2016), việc $\beta_2 > \beta_1$ chứng tỏ yếu tố thu nhập có tính ổn định cao hơn yếu tố dòng tiền và do vậy, yếu tố thu nhập là yếu tố được yêu thích hơn để đưa vào mô hình định giá.

5. Kết luận

Bài nghiên cứu này dựa trên công trình của Sousa & Galdi (2016) về mối quan hệ giữa tập trung quyền sở hữu và chất lượng thu nhập tại Brazil. Tác giả cho rằng doanh nghiệp Việt Nam có mức độ tập trung quyền sở hữu cao và khả năng bảo vệ cổ đông nhỏ lẻ yếu kém, ủng hộ giả thuyết nhu cầu (nhu cầu của nhà đầu tư đối với chất lượng báo cáo thu nhập khiến chất lượng thu

nhập tăng). Nghiên cứu sử dụng 2 thước đo chất lượng thu nhập là tính ổn định của thu nhập và tính thận trọng trong ghi nhận thu nhập kế toán. Kết luận nghiên cứu như sau:

(1) Tập trung quyền sở hữu ảnh hưởng đến tính ổn định của thu nhập. Ở Việt Nam, tập trung quyền sở hữu cao dẫn đến thu nhập ổn định hơn, cho thấy các công ty có chất lượng thu nhập cao và báo cáo thông tin đáng tin cậy, đặc biệt thích hợp cho các

mô hình định giá. Điều này do cổ đông nhà nước nắm giữ cổ phần cao, đảm bảo doanh nghiệp hoạt động ổn định và tạo sự yên tâm cho nhà đầu tư khác, khiến họ ít quan tâm đến chất lượng báo cáo;

(2) Tập trung quyền sở hữu không ảnh hưởng đến tính thận trọng trong ghi nhận thông tin kế toán. Tác giả nhận định mô hình đo lường tính bất cân xứng trong ghi nhận thông tin kế toán không phù hợp với các công ty ở Việt Nam ■

Lời cảm ơn:

Nghiên cứu này là sản phẩm của đề tài số 01/T2023.05.2/HĐ-HTQLKH được tài trợ bởi Trường Đại học Mở TP. Hồ Chí Minh

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Ewert, Ralf & Wagenhofer, Alfred (2011). Earnings Quality Metrics and What They Measure. [Online] Available at <https://ssrn.com/abstract=1697042>.
2. Fan, J.P., & Wong, T.J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 401-425.
3. Francis, J., Lafond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2004). Cost of Equity and Earnings Attributes. *Accounting Review - ACCOUNT REV.*, 79, 967-1010.
4. Givoly, D., Hayn, C. K. & Katz, S. P. (2010). Does Public Ownership of Equity Improve Earnings Quality? *The Accounting Review*, 85(1), 195-225.
5. Mohammady, Ahmad (2010). Earnings Quality Constructs and Measures. [Online] Available at <https://ssrn.com/abstract=1678461>.
6. Patricia M. Dechow, (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), 3-42.
7. R. Bushman & A. Smith (2003). Transparency, financial accounting information and corporate governance. *FRBNY Econ. Policy Rev.*, 9, 65-87.
8. Sloan, R.G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.
9. Sousa, E.F. & Galdi, F.C. (2016). The relationship between equity ownership concentration and earnings quality: evidence from Brazil. *Revista de Administração (São Paulo)*, 51, 331-341.
10. Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting horizons*, 17, 97-110.
11. Velury, Uma & Jenkins, David. (2006). Institutional ownership and the quality of earnings. *Journal of Business Research*, 59, 1043-1051.
12. Wang, D, (2006). Founding Family Ownership and Earnings Quality. *Journal of Accounting Research*, 44(3), 619-656.
13. Warfield, T. D., Wild, J. J., & Wild, K. L. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of accounting and economics*, 20(1), 61-91.

Ngày nhận bài: 10/4/2024

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 26/4/2024

Ngày chấp nhận đăng bài: 12/5/2024

Thông tin tác giả:

1. ĐINH THỊ THU HIỀN¹

2. HOÀNG THỊ PHƯƠNG ANH²

3. ĐINH THỊ THU HÀ^{3,*}

4. NGUYỄN THỊ THƠM²

¹Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh

²Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

³Trường Đại học Thái Bình Dương

**THE RELATIONSHIP BETWEEN OWNERSHIP
CONCENTRATION AND INCOME QUALITY:
A CASE STUDY OF LISTED VIETNAMESE COMPANIES**

- DINH THI THU HIEN¹
- HOANG THI PHUONG ANH²
- DINH THI THU HA³
- NGUYEN THI THOM²

¹Ho Chi Minh City Open University

²University of Economics Ho Chi Minh City

³Thai Binh Duong University

ABSTRACT:

This study investigated the relationship between ownership concentration and income quality of listed Vietnamese companies in the V100 Index of the Ho Chi Minh City Stock Exchange (HoSE) during the period 2017 - 2022. The study's results showed that companies with high ownership concentration tend to have higher income stability or higher income quality, resulting in the information provided in financial reports being valuable in pricing models, especially income factors. Additionally, the study found that ownership concentration does not impact income quality in the Vietnamese business environment.

Keywords: income quality, ownership concentration, income stability, conservatism in accounting information recognition.