

Giới tính, sở hữu nhà nước và thành quả công ty

HOÀNG THỊ PHƯƠNG THẢO

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - phuongthao@ueh.edu.vn

PHÙNG ĐỨC NAM

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - ducnam@ueh.edu.vn

HOÀNG THỊ PHƯƠNG ANH

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - anhtcdn@ueh.edu.vn

Ngày nhận:

21/05/2015

Ngày nhận lại:

05/08/2015

Ngày duyệt đăng:

24/08/2015

Mã số:

0515-M12-V11

Tóm tắt

Nghiên cứu này nhằm tìm hiểu mối quan hệ giữa đa dạng hoá giới tính trong bộ máy quản trị doanh nghiệp và thành quả công ty. Tác giả sử dụng bộ dữ liệu bảng được thu thập từ các báo cáo tài chính đã kiểm toán của 699 công ty phi tài chính được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) giai đoạn 2007–2013 để phân tích. Kết quả nghiên cứu cho thấy: (1) CEO là nữ giới có xu hướng chấp nhận rủi ro thấp hơn so với CEO là nam giới, nhưng lại tạo ra thành quả cao hơn; (2) Tỷ lệ nữ giới trong hội đồng quản trị không có tác động cải thiện thành quả công ty; và (3) Sở hữu nhà nước đóng vai trò quan trọng trong mối quan hệ giữa đa dạng hoá giới tính và thành quả công ty.

Từ khóa:

CEO, giới tính, sở hữu nhà nước, thành quả công ty.

Keywords:

CEO, gender, state ownership, performance

Abstract

This paper examines the nexus between gender diversity in corporate governance and firm performance. Using a sample of 699 companies between 2007 and 2013, we argue that female executives tend to take less risk while affecting firm performance better than their male counterparts. In addition, the percentage of female board members is found not to improve firm value, and state ownership plays a major part in the gender–performance relation.

1. Giới thiệu

Sự đa dạng giới tính trong ban quản trị là một vấn đề được rất nhiều học giả trên thế giới tập trung nghiên cứu. Khi bình đẳng giới ngày càng được cải thiện trong xã hội thì vấn đề này lại càng được quan tâm hơn bao giờ hết. Các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới chủ yếu ủng hộ cho vai trò tích cực của nữ giới trong quản trị doanh nghiệp. Ở VN, bình đẳng giới vẫn chưa phổ biến rộng rãi, đặc biệt là trong lĩnh vực quản trị cấp cao. Trong bối cảnh nền kinh tế VN đang trong giai đoạn phát triển sau đổi mới, đặc biệt với những doanh nghiệp nhà nước đã tiến hành cổ phần hoá, vấn đề quản trị doanh nghiệp và nâng cao chất lượng đội ngũ quản trị là một trong những vấn đề bức thiết hơn bao giờ hết. Những hàm ý đưa ra từ nghiên cứu về tác động của sự đa dạng giới tính trong hoạt động quản trị có thể mang lại lợi ích to lớn cho các doanh nghiệp cũng như các cổ đông và nhà đầu tư trên thị trường. Kết quả rút ra từ nghiên cứu có thể giúp đề xuất kiến nghị xây dựng bộ máy quản trị tối ưu, giúp nâng cao chất lượng của bộ máy quản lí, nâng cao chất lượng doanh nghiệp, đóng góp vào sự phát triển chung của toàn thị trường. Ngoài ra, bằng chứng về tác động của nữ giới trong hoạt động quản trị còn có thể góp phần nâng cao nhận thức của xã hội về vai trò của nữ giới, góp phần thúc đẩy bình đẳng giới trong xã hội.

Mặc dù việc nghiên cứu tác động của sự đa dạng giới tính lên thành quả và giá trị doanh nghiệp mang nhiều ý nghĩa thực tiễn to lớn nhưng đến nay ở VN các nghiên cứu về vấn đề này vẫn chưa phong phú. Tại VN mới chỉ có nghiên cứu của Hoàng Cẩm Trang & Võ Văn Nhị (2014) đã tìm hiểu ảnh hưởng của thành viên nữ trong hội đồng quản trị lên hiệu quả hoạt động của các công ty. Tuy nhiên, các bằng chứng lại chưa nhất quán giữa các thước đo thành quả khác nhau. Ngoài ra, nghiên cứu của họ cũng chưa xem xét đến vai trò của nữ giới ở vị trí lãnh đạo cấp cao cũng như vai trò của sở hữu nhà nước trong mối tương quan này. Do vậy, nghiên cứu này được tiến hành để bổ sung thêm khía cạnh còn thiếu. Mục tiêu của nghiên cứu nhằm làm rõ mối quan hệ giữa sự đa dạng hoá giới tính trong hoạt động quản trị và thành quả công ty. Cụ thể, nghiên cứu sẽ trả lời các câu hỏi sau:

- Giới tính của các thành viên trong hội đồng quản trị có ảnh hưởng như thế nào đến thành quả doanh nghiệp?

- Thành quả và rủi ro của công ty có CEO là nữ giới khác biệt như thế nào so với công ty có CEO là nam giới?

- Sở hữu nhà nước đóng vai trò gì trong mối tương quan giữa giới tính và thành quả công ty?

2. Cơ sở lý thuyết và mô hình nghiên cứu

2.1. Khung lý thuyết nền tảng

Vấn đề nữ giới và hoạt động của doanh nghiệp đã được nghiên cứu từ khá sớm nhưng chủ yếu ở các nước phát triển. Các lập luận về vai trò tích cực của nữ giới trong hội đồng quản trị đối với doanh nghiệp cũng như vai trò của sở hữu nhà nước đối với mối quan hệ này đều được đúc kết từ lý thuyết đại diện.

Lý thuyết đại diện đề cập đến vấn đề xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và các cổ đông. Vấn đề đại diện xuất hiện khi nhà quản lý có những quyết định không vì lợi ích của cổ đông, dẫn đến tổn hại lợi ích của cổ đông và doanh nghiệp. Fama & Jensen (1983) cho rằng sự quản lý và kiểm soát hiệu quả của hội đồng quản trị sẽ là nhân tố chính giúp giảm thiểu những xung đột lợi ích đó. Dựa trên lý thuyết này, Hampel (1998) phát hiện sự gia tăng số lượng phụ nữ trong hội đồng quản trị sẽ khiến cho việc ra quyết định của hội đồng quản trị không bị chi phối bởi một cá nhân riêng lẻ, từ đó làm giảm chi phí đại diện và tăng giá trị doanh nghiệp. Nhiều bằng chứng thực nghiệm đã chỉ ra các giám đốc là nữ giới có xu hướng năng động hơn trong hoạt động kiểm soát (Gul & cộng sự, 2008; Adams & Ferreira, 2009). Ngoài ra, nghiên cứu của Huse & Solberg (2006) cho thấy các hội đồng quản trị có sự đa dạng hoá giới tính sẽ nâng cao chất lượng tranh luận về những vấn đề phức tạp mà các hội đồng quản trị chỉ có nam giới không có được.

Cũng bắt nguồn từ lý thuyết đại diện, các phân tích về tác động của sở hữu nhà nước lên mối quan hệ giữa đa dạng hoá giới tính và thành quả công ty cho rằng sở hữu nhà nước có thể làm tăng tính bất cân xứng thông tin. Nếu xem cổ đông nhà nước là cổ đông kiểm soát thì cổ đông kiểm soát có thể tận dụng lợi thế của mình và làm gia tăng bất cân xứng thông tin (Jay & cộng sự, 2010). Bất cân xứng thông tin gia tăng sẽ bù trừ tác động làm giảm chi phí đại diện của nữ giới và làm giảm tác động tích cực của nữ giới lên thành quả công ty. Ngoài ra, cổ đông nhà nước thường tập trung vào các mục tiêu chính trị thay vì mục tiêu kinh tế (Chen & cộng sự, 2006); điều này dẫn đến việc hạn chế vai trò tích cực của nữ giới đối với thành quả công ty.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

2.2.1. Giới tính của thành viên hội đồng quản trị và thành quả công ty

Ứng hộ cho lập luận ở trên, Carter & cộng sự (2003) với mẫu gồm 638 doanh nghiệp từ danh sách Fortune năm 1997 cũng tìm thấy tác động tích cực của việc đa dạng hoá giới tính trong hội đồng quản trị và giá trị doanh nghiệp. Erhardt & cộng sự (2003) nghiên cứu 112

doanh nghiệp lớn tại Mỹ trong giai đoạn 1993–1998 cũng tìm thấy mối tương quan dương giữa số lượng nữ trong hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi đo lường bằng chỉ số ROI và ROA. Marinova & cộng sự (2010) nghiên cứu các doanh nghiệp Hà Lan và Đan Mạch cũng tìm ra kết quả tương tự: Việc gia tăng số lượng nữ giới trong hội đồng quản trị sẽ có tác động tích cực lên khả năng sinh lợi và giá chứng khoán của công ty.

Khan & Vieito (2013) dựa trên mẫu là các doanh nghiệp Mỹ trong giai đoạn 1992–2004 phát hiện hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp được điều hành bởi các nữ CEO ngang bằng với các doanh nghiệp được điều hành bởi các nam CEO nhưng mức độ rủi ro mà doanh nghiệp có nữ CEO thì thấp hơn. Nghiên cứu của Huang & Kisgen (2013) ủng hộ cho lập luận này khi nhận thấy nam giới có xu hướng quá tự tin hơn so với nữ giới; và dẫn đến việc thực hiện các hoạt động mang tính rủi ro cao. Gần đây nhất, Liu & cộng sự (2014) đã tiến hành nghiên cứu dựa trên mẫu 2.000 doanh nghiệp niêm yết tại thị trường mới nổi là Trung Quốc giai đoạn 1999–2011 và tìm ra bằng chứng thực nghiệm giải thích sự đa dạng hoá giới tính trong hội đồng quản trị giúp nâng cao thành quả hoạt động của doanh nghiệp Trung Quốc.

Tuy nhiên, bất chấp các nghiên cứu ủng hộ rộng rãi cho việc đa dạng giới tính trong hội đồng quản trị, một số nghiên cứu khác đưa ra bằng chứng bác bỏ lập luận này. Sử dụng mẫu gồm 200 doanh nghiệp lớn tại Mỹ, Shrader & cộng sự (1997) không tìm thấy mối quan hệ nào có ý nghĩa thống kê giữa việc phụ nữ tham gia vào các cấp lãnh đạo và thành quả công ty. Ponnu (2008) sử dụng thước đo ROE và ROA cũng không tìm ra bằng chứng cho thấy việc đa dạng hoá giới tính tác động lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Carter & cộng sự (2010) sử dụng phương pháp hồi quy 3 giai đoạn (3SLS) dựa trên doanh nghiệp S&P 500 trong giai đoạn 1998–2002 giải thích số lượng nữ thành viên trong hội đồng quản trị không có mối tương quan với chỉ số Tobin Q và ROA. Thậm chí ở chiều ngược lại, Dobbin & Jung (2011) còn tìm thấy bằng chứng về mối tương quan âm giữa số lượng phụ nữ trong hội đồng quản trị và chỉ số Tobin Q của doanh nghiệp.

2.2.2. Đa dạng hoá giới tính, cấu trúc sở hữu và thành quả công ty

Bằng chứng trái ngược từ rất nhiều thị trường đã mở ra những hướng nghiên cứu mới liên quan đến vai trò của nữ giới và thành quả công ty liên quan đến cấu trúc sở hữu. Một trong những vấn đề nhận được sự quan tâm đó là liệu cấu trúc sở hữu có thể hiện vai trò điều tiết của mình trong mối quan hệ này, dẫn đến ở một số thị trường với những cấu trúc sở hữu đặc trưng khác nhau có thể dẫn đến mối tương quan khác nhau giữa sự đa dạng hoá giới tính trong hội đồng quản trị và thành quả công ty. Các bằng chứng cho đến lúc này tập trung chủ

yếu vào sở hữu nhà nước và các kết quả khá nhất quán với nhau, trong đó sở hữu nhà nước có tác động tiêu cực trong mối quan hệ giữa tính đa dạng của hội đồng quản trị và thành quả công ty.

Wei & cộng sự (2015) tiến hành nghiên cứu tác động của các nữ thành viên hội đồng quản trị lên hiệu quả hoạt động và hệ thống quản trị của doanh nghiệp Trung Quốc bằng cách chia mẫu của họ thành hai nhóm; nhóm 1 bao gồm các công ty có tỉ lệ sở hữu nhà nước và tổ chức, và nhóm 2 là các công ty còn lại. Wei & cộng sự (2015) tìm thấy bằng chứng giải thích mối tương quan âm giữa tỉ lệ nữ trong hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thuộc nhóm 1 khi đo lường bằng ROS và ROA. Đối với nhóm 2 thì các tác giả lại tìm thấy sự tương quan dương giữa sự hiện diện của phụ nữ trong hội đồng quản trị và hiệu quả của doanh nghiệp được đo lường bằng chỉ số ROS và ROA. Liu & cộng sự (2014) sử dụng 16.964 quan sát tại các doanh nghiệp Trung Quốc từ năm 1999–2011 và phát hiện khi phụ nữ trong hội đồng quản trị của công ty có tỉ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức ngoài nhà nước chiếm ưu thế thì có tác động tích cực lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp so với công ty có tỉ lệ sở hữu của các cổ đông nhà nước.

2.3. Mô hình nghiên cứu

Cho đến nay các nghiên cứu vẫn còn tranh luận về vai trò của nữ giới trong hội đồng quản trị và tác động của nó lên thành quả công ty. Tuy có nhiều kết quả mâu thuẫn song không thể phủ nhận một thực tế là nữ giới đang ngày càng thể hiện vai trò quan trọng hơn trong bộ máy lãnh đạo ở cả cấp độ quốc tế, quốc gia hay doanh nghiệp. Bình đẳng giới đang là xu hướng tất yếu và phụ nữ ngày càng có nhiều cơ hội và động lực để khẳng định mình. Do đó, thống nhất với các nghiên cứu của Cater & cộng sự (2010) và đặc biệt là nghiên cứu của Liu & cộng sự (2014) trên một thị trường có nhiều điểm tương đồng với VN là Trung Quốc, tác giả đề xuất một mối tương quan cùng chiều giữa sự đa dạng hoá giới tính trong hội đồng quản trị và thành quả công ty, được cụ thể hoá bằng các giả thuyết sau:

H1: Tỉ lệ nữ giới trong hội đồng quản trị có tương quan dương với thành quả công ty

H2: CEO là nữ giới giúp gia tăng thành quả công ty hơn so với CEO là nam giới

Nhiều nghiên cứu cũng chỉ ra phụ nữ có xu hướng chấp nhận ít rủi ro hơn so với nam giới khi nắm giữ cương vị lãnh đạo doanh nghiệp, cùng với việc nữ giới thường tạo ra thành quả tốt hơn hay chí ít cũng bằng nam giới thì việc chấp nhận ít rủi ro hơn sẽ đem lại lợi ích cao hơn cho doanh nghiệp. Thống nhất với nghiên cứu của Khan & Veito (2011) và Huang & Kising (2012), tác giả đề xuất giả thuyết sau:

H3: CEO là nữ giới sẽ chấp nhận ít rủi ro hơn CEO là nam giới

Bên cạnh đó, với đặc trưng sở hữu nhà nước ở các nền kinh tế mới nổi, vai trò của nữ giới trong hội đồng quản trị cũng như tác động của sự đa dạng hoá giới tính lên thành quả công ty có thể bị tác động bởi cấu trúc sở hữu đặc thù này. Nhất quán với nghiên cứu của Liu & cộng sự (2014), tác giả đề xuất các giả thuyết sau:

H4: Tác động của sự đa dạng hoá giới tính lên thành quả công ty ở các công ty có sở hữu nhà nước sẽ yếu hơn so với các công ty không có sở hữu nhà nước

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu này được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX giai đoạn 2007–2013. Các chỉ số tài chính tổng hợp, số liệu thống kê giao dịch bao gồm giá chứng khoán và vốn hoá thị trường được cung cấp bởi Công ty cổ phần chứng khoán Tài Việt. Tác giả loại bỏ khỏi mẫu các công ty không có đầy đủ báo cáo về ban quản trị. Ngoài ra, các giá trị bất thường của mỗi biến cũng được xử lý thông qua phương pháp Winsorize. Mẫu cuối cùng là dữ liệu bảng với 3.267 quan sát theo năm của 699 công ty.

3.2. Mô hình thực nghiệm

Dựa trên các nghiên cứu của Adams & Ferreira (2009), Liu & cộng sự (2014) và Khan & Vieito (2013), tác giả đề xuất mô hình thực nghiệm tổng quát như sau:

$$FR_{it} = \beta_1 FR_{it-1} + \beta_2 Female_CEO_{it} + \beta_3 Female_ \%_{it} + \beta_4 CEOage_{it} + \beta_5 CEOeduc_{it} + \beta_6 CEOown_{it} + \beta_7 FirmSize_{it} + \beta_8 Leverage_{it} + \alpha_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Trong đó: FR_{it} là các biến đo lường thành quả công ty i tại thời điểm t . Thành quả công ty là một biến số rất khó để đo lường toàn diện nếu chỉ sử dụng một thước đo duy nhất. Các nghiên cứu trước đây đều sử dụng ít nhất hai thước đo thành quả khác nhau để tăng tính vững cho nghiên cứu. Các thước đo thường được lựa chọn là các thước đo về khả năng sinh lợi (ROA, ROE, ROI, ROS), các thước đo về giá trị thị trường (chỉ số Q của Tobin, tỉ số M/B) hoặc các thước đo liên quan đến tỉ suất sinh lợi cổ phiếu (tỉ suất sinh lợi thô, tỉ suất sinh lợi điều chỉnh rủi ro bằng các phương pháp khác nhau). Để tăng tính vững của nghiên cứu, tác giả sử dụng 4 thước đo thành quả khác nhau để đại diện cho thành quả công ty, bao gồm ROA, chỉ số Q của Tobin, tỉ suất sinh lợi thô và tỉ suất sinh lợi điều chỉnh thị trường. α_i đại

diện cho đặc tính không quan sát được và không thay đổi theo thời gian của từng công ty, λ là biến giả theo năm và ε là sai số của mô hình. Cách đo lường các biến còn lại sẽ được giải thích chi tiết trong Bảng 1.

Các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới đã chỉ ra tồn tại rất nhiều vấn đề nội sinh khi nghiên cứu về hội đồng quản trị. Vấn đề nội sinh có thể đến từ đặc tính riêng không quan sát được của từng công ty, hoặc đến từ mối tương tác qua lại giữa thành phần của hội đồng quản trị và thành quả công ty. Ngoài ra, thành quả của công ty về bản chất có thể mang tính động (tức là phụ thuộc vào thành quả của kì trước đó). Vì vậy, sử dụng mô hình ước lượng GMM cho dữ liệu bảng là phù hợp. Dựa trên nghiên cứu của Liu & cộng sự (2014), tác giả sử dụng phương pháp ước lượng GMM hệ thống hai bước để áp dụng cho nghiên cứu này. Để phương pháp ước lượng này hoạt động tốt, đòi hỏi phải kiểm định hiện tượng tự tương quan trong sai phân phần dư. Kiểm định Arellano-Bond được sử dụng để phát hiện tự tương quan. Giả thuyết H_0 của kiểm định này là không có hiện tượng tự tương quan. Và kết quả từ kiểm định phải cho thấy ít nhất không có tự tương quan bậc hai. Ngoài ra, kiểm định Hansen cũng được thực hiện để chấp nhận giả thuyết các biến công cụ là ngoại sinh. Tác giả sẽ trình bày các kiểm định này trong từng kết quả hồi quy.

Ngoài ra, để xem xét liệu có sự khác biệt trong mức độ chấp nhận rủi ro giữa CEO là nam giới và CEO là nữ giới, dựa trên nghiên cứu của Khan & Vieito (2013) và Huang & Kisgen (2013), tác giả sử dụng kiểm định khác biệt trong giá trị trung bình của yếu tố đòn bẩy và độ lệch chuẩn tỉ suất sinh lợi của cổ phiếu.

Bảng 1

Mô tả các biến

Tên biến	Kí hiệu	Cách đo lường
<i>Nhóm biến đo lường thành quả công ty</i>		
Chỉ số Q của Tobin	TobinQ	(Giá trị thị trường vốn cổ phần + Giá trị sổ sách của nợ)/Tổng tài sản
Tỉ suất sinh lợi trên tổng tài sản	ROA	Lãi ròng/Tổng tài sản
Tỉ suất sinh lợi thô	RawReturn	Tỉ suất sinh lợi hằng năm của cổ phiếu $(P_t - P_{t-1})/P_{t-1}$
Tỉ suất sinh lợi điều chỉnh thị trường	AdjReturn	Tỉ suất sinh lợi hằng năm của cổ phiếu trừ tỉ suất sinh lợi hằng năm của chỉ số thị trường tương

Tên biến	Kí hiệu	Cách đo lường
<i>Nhóm biến đo lường thành quả công ty</i>		
		ứng với sản mà cổ phiếu giao dịch (VN-Index hoặc HNX-Index)
<i>Các biến đặc điểm của hội đồng quản trị</i>		
Biến giả đại diện cho CEO là nữ giới	Female_CEO	Bằng 1 nếu công ty có CEO là nữ giới và bằng 0 trong trường hợp CEO là nam giới
Tỉ lệ nữ trong hội đồng quản trị	Female_%	Phần trăm số lượng thành viên nữ trong hội đồng quản trị
Tuổi tác của CEO	CEOage	Tuổi của CEO
Sở hữu của CEO	CEOown	Phần trăm sở hữu cổ phần của CEO
Trình độ học vấn của CEO	CEOeduc	Biến giả bằng 1 nếu CEO có bằng thạc sĩ trở lên, và bằng 0 trong trường hợp ngược lại
<i>Nhóm biến kiểm soát</i>		
Quy mô công ty	FirmSize	Logarit tổng tài sản
Đòn bẩy	Leverage	Nợ dài hạn/Tổng tài sản

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Kết quả nghiên cứu

4.1.1. Thống kê mô tả

Phần này trình bày các giá trị thống kê mô tả của mẫu quan sát. Bảng 2 trình bày các chỉ tiêu thống kê phổ biến của các biến trong mô hình.

Bảng 2

Thống kê mô tả

	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Min	Max
TobinQ	3.267	1,04	0,39	0,59	2,21
ROA	3.269	0,06	0,06	-0,02	0,21
RawReturn	2.813	0,06	0,61	-0,75	1,59
AdjReturn	2.813	0,09	0,43	-0,51	1,19
Female_CEO	3.262	0,06	0,24	0	1

	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Min	Max
Female_ %	3.276	0,13	0,16	0	0,8
CEOown	2.847	0,05	0,09	0	0,75
CEOage	3.178	48,47	7,85	24	71
CEOeduc	3.276	0,18	0,38	0	1
FirmSize	3.269	26,7	1,47	21,27	31,55
Leverage	3.269	0,1	0,13	0	0,43

Nguồn: Kết quả tính toán từ dữ liệu điều tra của nhóm tác giả

Bảng 2 cho thấy tỉ lệ nữ giới trong hội đồng quản trị trung bình là 13% với giá trị lớn nhất là 80%. Giá trị này dường như cao hơn khi so với nền kinh tế với nhiều điểm tương đồng là Trung Quốc – tỉ lệ nữ giới trung bình trong hội đồng quản trị là 10,2% và giá trị lớn nhất là 70% (Liu & cộng sự, 2014). Tính trên trung bình, tỉ lệ các công ty có CEO là nữ chiếm khoảng 6%.

Bảng 3 thể hiện ma trận tương quan giữa các biến số trong mô hình. Không có tương quan nào giữa hai biến độc lập vượt quá 0,33; điều này cho thấy không có vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng có thể xuất hiện trong mô hình. Ngoài ra, một điểm đáng lưu ý là ngoại trừ tỉ suất sinh lợi thô và tỉ suất sinh lợi điều chỉnh thị trường có tương quan cao, các thước đo thành quả dựa trên chỉ số Q của Tobin, ROA và tỉ suất sinh lợi có tương quan không vượt quá 0,5. Điều này cho thấy các thước đo thành quả trên không hẳn là sự thay thế hoàn hảo cho nhau và việc sử dụng các thước đo thành quả khác nhau có thể đưa đến những kết luận khác nhau. Dưới đây tác giả sẽ trình bày các kết quả chính rút ra từ mô hình.

Bảng 3

Ma trận hệ số tương quan

	TobinQ	ROA	RawReturn	AdjReturn	FemaleCEO	Female %	CEOage	CEOeduc	CEOown	FirmSize	Leverage
TobinQ	1										
ROA	0,5	1									
RawReturn	0,43	0,25	1								
AdjReturn	0,38	0,32	0,84	1							

	TobinQ	ROA	RawReturn	AdjReturn	FemaleCEO	Female %	CEOage	CEOeduc	CEOown	FirmSize	Leverage
Female_CEO	0,12	0,11	0,02	0,01	1						
Female_%	0,07	0,09	0,02	0,01	0,34	1					
CEOage	0,03	0,13	0,03	0,03	0,01	0,09	1				
CEOeduc	-0,03	-0,03	0,01	-0,01	-0,02	0	-0,12	1			
CEOown	-0,01	-0,09	-0,05	-0,07	0,06	0,14	0,03	-0,04	1		
FirmSize	0,06	-0,05	-0,03	-0,09	0,07	0,01	0,01	0,08	0,04	1	
Leverage	-0,02	-0,23	-0,03	-0,05	-0,03	-0,08	0,02	-0,02	-0,04	0,3	1

Nguồn: Kết quả tính toán từ dữ liệu điều tra của tác giả

4.1.2. Kết quả thực nghiệm

Phần này sẽ trình bày các kết quả liên quan đến tác động của giới tính thành viên hội đồng quản trị lên thành quả công ty. Tác giả sẽ trình bày bốn phương trình hồi quy với biến phụ thuộc đo lường thành quả công ty bao gồm chỉ số Q của Tobin, ROA, tỉ suất sinh lợi thô và tỉ suất sinh lợi đã điều chỉnh thị trường. Biến độc lập quan tâm chính ở đây bao gồm hai biến, một là biến giả Female_CEO đại diện cho sự xuất hiện của nữ giới trong vai trò lãnh đạo, và hai là tỉ lệ nữ trong hội đồng quản trị (Female_%). Ngoài ra, như đã trình bày ở trên, sở hữu nhà nước có thể tác động lên mối tương quan mà chúng ta quan tâm. Do đó, tác giả chia mẫu nghiên cứu làm hai mẫu nhỏ: Một mẫu gồm các công ty có sở hữu nhà nước, và mẫu còn lại là các công ty không có sở hữu nhà nước. Kết quả cho thấy có rất nhiều điều đáng chú ý.

Bảng 4

Giới tính và thành quả công ty ở các công ty không có sở hữu nhà nước

	(1)	(2)	(3)	(4)
	TobinQ	ROA	RawReturn	AdjReturn
TobinQ _{t-1}	0,646*** (8,056) [0,080]			
ROA _{t-1}		0,646***		

	(1)	(2)	(3)	(4)
	TobinQ	ROA	RawReturn	AdjReturn
		(9,942)		
		[0,065]		
RawReturn _{t-1}			-0,087	
			(-1,160)	
			[0,075]	
AdjReturn _{t-1}				0,037
				(0,500)
				[0,074]
Female_CEO _t	0,145*	0,052*	0,495**	0,420**
	(1,728)	(1,732)	(2,253)	(2,126)
	[0,084]	[0,030]	[0,220]	[0,198]
Female_% _t	0,073	-0,039	-0,012	-0,130
	(0,643)	(-0,956)	(-0,037)	(-0,442)
	[0,114]	[0,041]	[0,327]	[0,294]
CEOage _t	0,005	0,001	0,012**	0,008*
	(1,519)	(1,026)	(2,253)	(1,666)
	[0,003]	[0,001]	[0,005]	[0,005]
CEOeduc _t	-0,012	0,003	-0,080	-0,064
	(-0,336)	(0,289)	(-0,769)	(-1,045)
	[0,036]	[0,012]	[0,104]	[0,061]
CEOown _t	-0,027	-0,026	-0,487	-0,599
	(-0,212)	(-0,578)	(-1,174)	(-1,462)
	[0,128]	[0,046]	[0,415]	[0,410]
FirmSize	0,004	-0,002	-0,013	-0,037**
	(0,447)	(-1,152)	(-0,601)	(-2,072)
	[0,008]	[0,001]	[0,022]	[0,018]
Leverage	0,071	-0,008	-0,255	-0,145
	(0,984)	(-0,545)	(-1,180)	(-0,734)
	[0,072]	[0,014]	[0,216]	[0,197]

	(1)	(2)	(3)	(4)
	TobinQ	ROA	RawReturn	AdjReturn
_cons	0,011 (0,059) [0,192]	0,024 (0,631) [0,038]	0,013 (0,022) [0,615]	0,620 (1,195) [0,519]
Year controlled	Có	Có	Có	Có
Số quan sát	629	433	628	628
Wald chi-squared	376,860 (0,000)	239,501 (0,000)	603,527 (0,000)	56,127 (0,000)
AR1	-1,906 (0,057)	-1,844 (0,065)	-2,666 (0,008)	-3,172 (0,002)
AR2	-1,277 (0,202)	-0,025 (0,980)	-1,106 (0,269)	-0,834 (0,404)
Hansen test	123,722 (0,211)	47,940 (0,596)	122,629 (0,232)	137,735 (0,156)

Ghi chú: Hệ số ở dòng đầu tiên là hệ số hồi quy, con số trong ngoặc (.) là thống kê t, con số trong ngoặc [...] là sai số chuẩn.

*, **, ***: có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Kết quả tính toán từ dữ liệu điều tra của nhóm tác giả

Kết quả từ Bảng 4 cho thấy ở cả bốn thước đo thành quả khác nhau, trên mẫu các công ty không có sở hữu nhà nước, việc công ty có CEO là nữ sẽ tác động tích cực lên thành quả công ty. Sự cải thiện này xuất hiện ở cả các thước đo dựa trên giá trị kế toán và giá trị thị trường.

Bảng 5

Giới tính và thành quả công ty ở các công ty có sở hữu nhà nước

	(1)	(2)	(3)	(4)
	TobinQ	ROA	RawReturn	AdjReturn
TobinQ _{t-1}	0,743*** (10,886) [0,068]			
ROA _{t-1}		0,722*** (14,323) [0,050]		

	(1)	(2)	(3)	(4)
	TobinQ	ROA	RawReturn	AdjReturn
RawReturn _{t-1}			-0,003 (-0,036) [0,077]	
AdjReturn _{t-1}				0,080 (1,084) [0,074]
Female_CEO _t	0,048 (0,610) [0,078]	0,020 (0,916) [0,022]	0,002 (0,015) [0,120]	-0,020 (-0,154) [0,131]
Female_% _t	-0,054 (-0,581) [0,092]	0,004 (0,166) [0,025]	0,134 (0,661) [0,202]	-0,146 (-0,730) [0,200]
CEOage _t	0,004* (1,909) [0,002]	0,001* (1,814) [0,001]	0,006* (1,760) [0,004]	-0,002 (-0,564) [0,004]
CEOeduc _t	0,014 (0,551) [0,026]	0,019** (2,299) [0,008]	0,058 (0,801) [0,072]	-0,064 (-0,962) [0,067]
CEOown _t	-0,200 (-1,044) [0,192]	-0,031 (-0,458) [0,068]	0,247 (0,513) [0,481]	0,179 (0,315) [0,569]
FirmSize _t	0,008 (1,328) [0,006]	0,001 (0,925) [0,001]	-0,004 (-0,352) [0,011]	-0,028** (-2,565) [0,011]
Leverage _t	-0,035 (-0,717) [0,049]	-0,009 (-0,843) [0,011]	0,032 (0,256) [0,123]	-0,004 (-0,032) [0,127]
_cons	-0,096 (-0,578) [0,166]	-0,087* (-1,894) [0,046]	-0,027 (-0,078) [0,351]	0,920** (2,558) [0,359]
Year controlled	Có	Có	Có	Có
Observations	1099	806	1099	1099
Wald chi-squared	702,355 (0,000)	632,114 (0,000)	838,704 (0,000)	45,544 (0,000)
ARI	-3,614 (0,000)	-4,335 (0,000)	-4,205 (0,000)	-4,613 (0,000)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	TobinQ	ROA	RawReturn	AdjReturn
AR2	-0,550 (0,583)	-0,953 (0,341)	-0,725 (0,469)	-0,009 (0,993)
Hansen test	128,605 (0,182)	43,802 (0,753)	103,458 (0,771)	135,430 (0,247)

Ghi chú: Hệ số ở dòng đầu tiên là hệ số hồi quy, con số trong ngoặc (.) là thống kê t, con số trong ngoặc [.] là sai số chuẩn.

*, **, ***: có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Kết quả tính toán từ dữ liệu điều tra của nhóm tác giả

Ngược lại, trên mẫu các công ty có sở hữu nhà nước (Bảng 5) tác giả không tìm thấy bất cứ kết quả có ý nghĩa thống kê nào về tác động của sự đa dạng hoá giới tính trong hội đồng quản trị và thành quả công ty, kể cả cấp độ tỉ lệ nữ giới trong hội đồng quản trị và vai trò lãnh đạo của nữ giới.

Một lập luận khá phổ biến về sự khác biệt trong hành vi chấp nhận rủi ro giữa nam giới và nữ giới, đó là nam giới thường có xu hướng chấp nhận rủi ro nhiều hơn so với nữ giới. Điều này có thể bắt nguồn từ tâm lí tự tin quá mức của nam giới, trong khi phụ nữ thường có xu hướng thận trọng hơn. Tác giả sử dụng kiểm định khác biệt trong giá trị trung bình để làm rõ liệu điều này có xảy ra ở thị trường VN như các thị trường khác. Các đại diện cho hành vi chấp nhận rủi ro nhiều hơn đó là độ lệch chuẩn của tỉ suất sinh lợi, của thu nhập cao hơn, sử dụng đòn bẩy nhiều hơn, và tham gia các hoạt động M&A một cách thường xuyên hơn (Huang & Kisgen, 2013). Do hạn chế của dữ liệu, tác giả chỉ so sánh độ lệch chuẩn tỉ suất sinh lợi và đòn bẩy (với nhiều thước đo khác nhau) giữa hai nhóm công ty có CEO là nam và nữ.

Bảng 6

Giới tính và sự khác biệt trong hành vi chấp nhận rủi ro

	CEO_Nam	CEO_Nữ	Khác biệt (Nam-Nữ)	t-statistic
Stdev	0,033	0,029	0,004***	6,776
Số quan sát	3.053	196		
BTotallev	0,429	0,350	0,079***	4,813
Số quan sát	3.064	197		
MTotallev	3,028	1,160	1,868***	14,176
Số quan sát	3.069	197		

BLonglev	0,108	0,088	0,020*	2,020
Số quan sát	3.064	197		
MLonglev	0,670	0,247	0,422***	8,893
Số quan sát	3.069	197		

Ghi chú: Stdev: Độ lệch chuẩn tỉ suất sinh lợi cổ phiếu

BTotallev (BLonglev): Tỉ số giá trị tổng nợ (nợ dài hạn)/Tổng tài sản

MTotallev (MLonglev): Tỉ số giá trị tổng nợ (nợ dài hạn)/Giá trị thị trường vốn cổ phần

*, **, ***: Có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Kết quả tính toán từ dữ liệu điều tra của nhóm tác giả

Bảng 6 cho thấy tính trên trung bình, các công ty có CEO là nam giới sẽ có độ lệch chuẩn tỉ suất sinh lợi cao hơn so với các CEO là nữ giới. Khác biệt này có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Tương tự, với nhiều thước đo khác nhau về đòn bẩy (tỉ lệ tổng nợ/nợ dài hạn trên tổng tài sản và giá trị thị trường của vốn cổ phần), các kiểm định đều cho thấy CEO nam giới có xu hướng sử dụng nợ nhiều hơn so với CEO nữ giới. Điều này cho thấy nam giới có hành vi chấp nhận rủi ro cao hơn so với nữ giới, tuy nhiên thành quả đạt được dường như lại kém hơn.

4.2. Thảo luận

Từ các kết quả nghiên cứu ở trên, tác giả rút ra các kết luận chính như sau. Thứ nhất, CEO là nam giới có xu hướng chấp nhận rủi ro nhiều hơn CEO là nữ giới, điều này được thể hiện qua việc sử dụng đòn bẩy nhiều hơn và tạo ra độ biến động tỉ suất sinh lợi cổ phiếu cao hơn. Thứ hai, mặc dù chấp nhận rủi ro nhiều hơn nhưng dường như điều này lại xuất phát từ tâm lí quá tự tin vì hành vi chấp nhận rủi ro này không đem lại thành quả cao hơn, điều này phù hợp với lập luận về xu hướng quá tự tin ở CEO là nam giới so với CEO là nữ giới của Huang & Kisgen (2013).

Thứ hai, tính trên trung bình, các công ty không thuộc sở hữu nhà nước và có CEO là nữ giới sẽ tạo ra thành quả tốt hơn so với các công ty có CEO là nam giới. Kết quả này nhất quán qua cả bốn thước đo thành quả khác nhau dựa trên giá trị thị trường và giá trị kế toán. Tuy nhiên, ở các công ty có sở hữu nhà nước, tác giả không tìm thấy bằng chứng về tác động tích cực của nữ giới lên thành quả công ty. Điều này phù hợp với nhận định ban đầu của tác giả, đó là sở hữu nhà nước có thể hạn chế vai trò của nữ giới do các công ty có sở hữu nhà nước có thể có các quyết định tài chính bị ảnh hưởng bởi mục đích chính trị

thay vì kinh tế, và do đó điều này hạn chế vai trò tích cực của nữ giới trong hội đồng quản trị. Kết quả này khá nhất quán với bằng chứng từ Liu & cộng sự (2014).

Thứ ba, đối với tỉ lệ nữ trong hội đồng quản trị, tác giả không tìm thấy bằng chứng về việc tỉ lệ nữ trong hội đồng quản trị càng cao thì càng cải thiện thành quả công ty. Kết quả này hoàn toàn không có mâu thuẫn bởi khi nhìn vào mẫu dữ liệu, có một tỉ lệ đáng kể các công ty được sở hữu bởi những thành viên trong cùng một gia đình. Điều này dẫn đến tỉ lệ nữ trong các công ty cao có thể là do các thành viên nữ trong gia đình, và điều này có thể chỉ mang tính sở hữu hình thức và không có tác động lên thành quả công ty. Tuy nhiên, nếu lãnh đạo của công ty là nữ giới, tức nữ giới có quyền điều hành trực tiếp và có vai trò quyết định trong hoạt động của doanh nghiệp thì lúc này thành quả của công ty sẽ được cải thiện.

Tuy nhiên, nghiên cứu này vẫn còn gặp phải một vài hạn chế. Trước hết là thước đo thành quả dựa trên tỉ suất sinh lợi cổ phiếu, do hạn chế về thời gian và dữ liệu, tác giả chưa đưa vào được các thước đo tỉ suất sinh lợi điều chỉnh rủi ro sử dụng các phương pháp khác như mô hình nhân tố thị trường hay mô hình ba nhân tố của Fama-French. Ngoài ra, ở khía cạnh hành vi chấp nhận rủi ro, tác giả mới chỉ xem xét được hai trong rất nhiều biến đại diện cho hành vi chấp nhận rủi ro. Đây có thể là những hướng để phát triển nghiên cứu về chủ đề này trong tương lai.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

5.1. Kết luận

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm kiểm định vai trò của nữ giới đối với thành quả doanh nghiệp, trong đó có xem xét tác động của sở hữu nhà nước lên mối tương quan này. Kết quả từ nghiên cứu cho thấy CEO là nữ giới sẽ gia tăng thành quả ở những công ty không thuộc sở hữu nhà nước. Bên cạnh đó, các công ty có CEO là nữ giới có xu hướng chấp nhận rủi ro ít hơn so với các công ty có CEO là nam giới. Tác giả không tìm thấy bằng chứng về tác động tích cực của tỉ lệ nữ giới trong hội đồng quản trị và thành quả công ty. Tóm lại, kết quả này ủng hộ cho vai trò lãnh đạo của nữ giới trong các doanh nghiệp không thuộc sở hữu nhà nước.

5.2. Kiến nghị và gợi ý chính sách

Kết quả nghiên cứu ủng hộ cho vấn đề bình đẳng giới trong xã hội nói chung và trong doanh nghiệp nói riêng. Với thái độ và hành vi thận trọng giúp làm giảm thiểu rủi ro trong

quản trị doanh nghiệp, đồng thời lại gia tăng thành quả công ty, tác giả cho rằng vai trò lãnh đạo của nữ giới nên được khuyến khích hơn trong xã hội. Cuối cùng, dựa trên các kết quả tìm được, tác giả đề xuất các kiến nghị cả về hai phía, bao gồm các nhà làm chính sách cũng như các doanh nghiệp như sau:

Đối với các nhà làm chính sách, tác giả kiến nghị nên có động thái khuyến khích bình đẳng giới trong tất cả các lĩnh vực, đặc biệt là lĩnh vực kinh tế bởi lẽ hiện tại số lượng nữ giới chiếm vai trò lãnh đạo trong doanh nghiệp còn khá khiêm tốn so với nam giới trong khi xét ở cả hai khía cạnh quản trị rủi ro và gia tăng thành quả, nữ giới dường như đang làm tốt hơn. Tuy nhiên, một chính sách áp đặt một tỉ lệ nữ giới tối thiểu trong ban quản trị không phải là một ý kiến hay vì bằng chứng thực nghiệm cho thấy tỉ lệ nữ không có tác động tích cực lên thành quả công ty. Mặt khác, một số quốc gia áp dụng quy định này đã cho thấy tác động tiêu cực khi các công ty miễn cưỡng đưa nữ giới vào ban quản trị chỉ để đáp ứng đủ yêu cầu.

Về khía cạnh doanh nghiệp, tác giả cũng đề xuất các công ty nên cân nhắc đến sự đa dạng hoá giới tính trong hội đồng quản trị, đặc biệt là khuyến khích nữ giới nắm vai trò lãnh đạo, thể hiện trong sự bình đẳng giới khi đưa ra các yêu cầu tuyển dụng ở vị trí lãnh đạo cấp cao. Điều này sẽ có tác dụng tích cực trong quản trị công ty, và xét cho cùng sẽ đem lại lợi ích giúp cải thiện thành quả doanh nghiệp ■

Tài liệu tham khảo

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.
- Carter, D. A., & Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38, 33-53.
- Carter, D. A., & D'Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, W. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance*, 18, 396-414.
- Chen, G., & Firth, M., Gao, D.N., & Rui, O. (2006). Ownership structure, corporate governance, and fraud: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 12, 424-448.
- Dobbin, F., & Jung, J. (2011). Corporate board gender diversity and stock performance: The competence gap or institutional investor bias? *North Carolina Law Review*, 89(3), 809-838.
- Erhardt, N., Werbel, J., & Shrader, C. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11, 102-111.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 1-31.

- Gul, F.A., Srinidhi, B., & Tsui, J. S. L. (2008). *Board diversity and the demand for higher audit effort*. Truy cập ngày 8/1/2015 từ [<http://ssrn.com/paper=1359450S.html>].
- Hampel, R. (1998). *Committee on corporate governance: Final report*. Gee Publishing, London.
- Hoàng Cẩm Trang & Võ Văn Nhị. (2014). Ảnh hưởng của thành viên nữ trong hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 290, 61-75.
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108(3), 822-839.
- Huse, M., & Solberg, A. (2006). How Scandinavian women make and can make contributions on corporate boards. *Women Management Review*, 21, 113-130.
- Jay, C. J., Heibatollah, S., & Haiyan, Z. (2010). The impacts of state ownership on information asymmetry: Evidence from an emerging market. *China Journal of Accounting Research*, 3(1), 443-465.
- Khan, W. A., & Vieito, J. P. (2013). CEO gender and firm performance. *Journal of Economics and Business*, 67, 55-66.
- Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China?, *Journal of Corporate Finance*, 28, 169-184.
- Marinova, J., Plantenga, J., & Remery, C. (2010), *Gender diversity and firm performance: Evidence from Dutch and Danish boardrooms*. Truy cập ngày 8/1/2015 từ [http://www.talentnaardetop.nl/uploaded_files/document/2010_Gender_Diversity_Evidence_Dutch_and_Danish_Boa.pdf].
- Ponnu, C. H. (2008). Corporate governance structure and the performance of Malaysia public listed companies. *International Review of Business Research Papers*, 4(2), 217-230.
- Shrader, C. B., Blackburn, V. B. & Iles, P. (1997). Women in management and firm financial value: An exploratory study. *Journal of Managerial Issues*, 9(3), 355-372.
- Wei, Z., Liu, Y., & Xie, F. (2015). CFO gender and earnings management: Evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1, 1-25