

ẢNH HƯỞNG CỦA LÃNH ĐẠO NỮ ĐẾN RỦI RO CÔNG TY: NGHIÊN CỨU TẠI VIỆT NAM

IMPACT OF FEMALE DIRECTORSHIP ON FIRM RISKS: EVIDENCE FROM VIETNAM

Nguyễn Thị Nam Thanh, Võ Thị Thuý Anh

Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng; thanhhtn@due.edu.vn, vothuyanh@due.edu.vn

Tóm tắt - Nghiên cứu sử dụng dữ liệu các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh để xem xét ảnh hưởng của các lãnh đạo nữ đến rủi ro công ty trên phương diện biến thiên lợi nhuận và rủi ro vốn cổ phần (gồm rủi ro thị trường, rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống). Kết quả cho thấy, việc tăng tỷ lệ nữ trong hội đồng quản trị (HDQT) không ảnh hưởng đến rủi ro của công ty trong khi nữ chủ tịch HDQT và CEO nữ lại có ảnh hưởng với một số chỉ tiêu rủi ro nhất định. Cụ thể, chủ tịch HDQT là nữ sẽ góp phần gia tăng rủi ro đặc thù của từng công ty trong khi các CEO nữ lại làm giảm rủi ro hệ thống của cổ phiếu. Bên cạnh đó, các lãnh đạo nữ này đều không có ảnh hưởng đến biến động lợi nhuận và rủi ro thị trường của công ty. Bài viết bổ sung minh chứng cho các chiến lược hành động của Chính phủ nhằm hướng đến tăng cường bình đẳng giới trên mọi lĩnh vực.

Từ khóa - Đa dạng giới trong hội đồng quản trị; CEO nữ; nữ chủ tịch hội đồng quản trị; rủi ro công ty

Abstract - The paper studies the impact of female directors on firm risks in terms of earnings volatility and equity risk (including total risk, systematic risk and idiosyncratic risk) using a dataset of listed firms on Ho Chi Minh Stock Exchange. Empirical results show that higher percentage of women on board does not influence firm risks whereas female directors to some extent do matter the firms' equity risk. Specifically, chairwomen increase stocks' idiosyncratic risk whereas female CEOs reduce systemic risk of stocks. In addition, both chairwomen and female CEOs show no impact on earnings volatility and total risk of companies. The paper provides the state governance with additional empirical evidence to follow policies promoting gender equality throughout the country and aiming to achieve sustainable socio-economic development.

Key words - Board gender diversity; female CEOs; chairwoman; firm risk

1. Đặt vấn đề

Sự hiện diện của phụ nữ trong hội đồng quản trị (HDQT) công ty là chủ đề thu hút sự quan tâm chú ý của nhiều học giả nghiên cứu hiện nay. Các quốc gia như Bỉ, Pháp, Ý, Na Uy, Mỹ,... đã đưa ra các văn bản pháp lý quy định về tỷ lệ nữ tối thiểu trong cơ cấu quản trị nhằm đảm bảo sự cân bằng giữa nam và nữ trong các HDQT và giám sát hoạt động các công ty niêm yết. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của nữ giới đến rủi ro và thành quả hoạt động của công ty cũng khác nhau ở các quốc gia: Ảnh hưởng ngược chiều ở thị trường Na Uy [1]; ảnh hưởng ngược chiều [2, 3] hoặc không ảnh hưởng [4, 5, 6] trên thị trường Mỹ; Ảnh hưởng thuận chiều hoặc không ảnh hưởng ở thị trường Pháp [7]; Ảnh hưởng thuận chiều ở thị trường Singapore [8]. Trong thời gian qua, ở Việt Nam đã có một số tác giả thực hiện các đề tài liên quan đến phân tích tác động của việc đa dạng giới tính trong cơ cấu quản trị công ty đến hoạt động của công ty. Nghiên cứu của Hoàng Cẩm Trang và Võ Văn Nhị [9] trên 100 công ty có giá trị thị trường lớn nhất trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam cho thấy, tỷ lệ phụ nữ trong HDQT công ty làm tăng giá trị thị trường nhưng lại không ảnh hưởng đến lợi nhuận kế toán của công ty. Nguyễn Văn Tuấn và cộng sự [10] cũng chứng minh việc tăng tỷ lệ nữ trong HDQT góp phần làm tăng giá trị Tobin's Q của công ty. Nghiên cứu của Hoàng Thị Phương Thảo và cộng sự [11] cho thấy, CEO nữ có xu hướng ngại rủi ro hơn CEO nam nhưng lại có thành quả cao hơn và tỷ lệ nữ trong HDQT không có tác động cải thiện thành quả công ty. Tuy nhiên, Hoàng Thị Phương Thảo và cộng sự [11] chỉ xem xét sự khác biệt trong mức độ chấp nhận rủi ro giữa CEO nam và CEO nữ dựa trên kiểm định trị thống kê T trên giá trị trung bình của đòn bẩy và độ lệch chuẩn tỷ suất sinh lời của cổ phiếu công ty. Có thể thấy, kết quả nghiên cứu thực nghiệm về chủ đề này chưa đồng nhất, và các nghiên cứu tại thị trường Việt Nam chưa tập trung đi sâu vào phân

tích mức độ ảnh hưởng của phụ nữ khi nắm giữ vị trí lãnh đạo cấp cao là chủ tịch HDQT đến rủi ro của công ty trên thị trường, chưa lượng hóa tầm ảnh hưởng của đa dạng giới cũng như các lãnh đạo nữ đến rủi ro công ty. Do đó, nghiên cứu này là một sự bổ sung trên khía cạnh thực nghiệm về mối quan hệ này trong phạm vi một quốc gia. Cụ thể, nghiên cứu hướng đến trả lời các câu hỏi sau: Thứ nhất, đa dạng giới tính trong HDQT có ảnh hưởng đến rủi ro công ty tại Việt Nam?; Thứ hai, rủi ro của những công ty do phụ nữ làm chủ tịch HDQT hoặc giám đốc điều hành có khác biệt so với các công ty do nam giới đảm nhiệm?

2. Cơ sở lý luận và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý luận

Lý thuyết đại diện liên quan đến xung đột lợi ích giữa nhà quản trị và chủ sở hữu công ty do sự phân chia giữa quyền sở hữu và quyền quản lý doanh nghiệp. Theo lý thuyết đại diện, các quyết định rủi ro của nhà quản lý có thể được kiểm soát thông qua các cơ chế quản trị doanh nghiệp khác nhau, cả về bên trong (cơ chế lương thưởng) lẫn bên ngoài (cơ chế giám sát) và ban giám đốc được xem là yếu tố quản trị công ty có tác động đặc biệt lớn đến các quyết định rủi ro của công ty [6, 12]. Sự hiện diện của phụ nữ trong HDQT và đặc biệt là các lãnh đạo nữ đã tăng cường hiệu quả giám sát và/hoặc xoa dịu, giảm thiểu mâu thuẫn lợi ích giữa các cổ đông, từ đó góp phần giảm thiểu các quyết định rủi ro và gia tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp [4]. Lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (resource dependency theory) liên quan đến lợi ích tiềm năng từ sự đa dạng các yếu tố nguồn lực trong HDQT. So với các đồng nghiệp nam, phụ nữ thường sở hữu mạng lưới các mối quan hệ xã hội đa dạng hơn, có bằng cấp cao hơn, kinh nghiệm phong phú đa dạng liên quan đến nhiều lĩnh vực khác nhau, nhanh chóng được bổ nhiệm vào các vị trí trong HDQT và có thể tăng cường sáng tạo, đổi mới trong giải quyết vấn đề. Do đó, họ chính là nguồn lực

mang lại hiệu quả hoạt động cho HĐQT và giúp công ty đạt được nhiều thành công hơn nữa [13]. Lý thuyết quản lý cấp cao (upper echelons theory) cho rằng, các quyết định chiến lược và hiệu quả hoạt động của một tổ chức đều là tấm gương phản chiếu một phần hình ảnh của các nhà quản trị [14]. Bao gồm, các giá trị về nhận thức, tuổi tác, kinh nghiệm nghề nghiệp, trình độ học vấn, vị thế xã hội, vị thế tài chính, ... và việc đa dạng những đặc điểm này có thể ảnh hưởng đến các quyết định của ban quản trị.

Tuy nhiên, dù việc đa dạng giới làm tăng hiệu quả của hoạt động giám sát nhưng vẫn có thể gây ảnh hưởng không tốt đến kết quả kinh doanh trong trường hợp việc giám sát trở nên quá mức cần thiết [2] và đặc biệt khi nữ giới có xu hướng ngại rủi ro hơn so với nam giới [6]. Faccio và cộng sự [3] cũng chứng minh CEO nữ có xu hướng ngại rủi ro hơn so với các đồng nghiệp nam và việc thay đổi trong quyết định bổ nhiệm nhân sự từ CEO nam sang CEO nữ (và ngược lại) liên quan đến sự sụt giảm (hoặc tăng lên) trong các quyết định rủi ro của công ty. Ngoài ra, nghiên cứu của Post và Byron [15] đã đưa ra nhận định mối quan hệ giữa quy mô thành viên nữ trong HĐQT và kết quả hoạt động của công ty bị chi phối một phần bởi môi trường thể chế ở quốc gia liên quan đến việc bảo vệ quyền lợi cho các cổ đông. Các công ty ở các quốc gia theo định hướng nền kinh tế thị trường và có môi trường thể chế thuận lợi cho nhà đầu tư tổ chức thường sẽ có cơ chế giám sát và quản trị công ty chặt chẽ và giá trị thị trường cao hơn. Do đó, việc gia tăng mức độ tham gia của phụ nữ vào HĐQT trở nên khó khăn, không cần thiết và gây ra tác động bất lợi đến hiệu quả hoạt động của công ty. Nekhili và cộng sự [16] cho rằng, tác động của lãnh đạo nữ đối với hoạt động của các công ty Pháp phụ thuộc vào cơ cấu sở hữu (các công ty gia đình so với các công ty không thuộc sở hữu gia đình). Nghiên cứu của Bennouri và cộng sự [7] trên mẫu dữ liệu của các công ty Pháp cho thấy, nước Pháp đặc trưng bởi môi trường thể chế còn nhiều bất cập, các điều khoản bảo vệ nhà đầu tư còn hạn chế, cơ chế sở hữu tập trung kết hợp với sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý trong nội bộ công ty, đã khiến cho việc đa dạng giới trong HĐQT công ty sẽ cải thiện lợi nhuận kế toán, nhưng sẽ ảnh hưởng không tốt đến giá trị thị trường của công ty. Là một quốc gia trong khu vực châu Á, Việt Nam cũng chịu ảnh hưởng phân biệt giới tính nhiều hơn so với các nước phương Tây, đồng thời môi trường thể chế vẫn còn nhiều bất cập trong việc bảo vệ nhà đầu tư và cơ chế quản trị công ty vẫn còn lỏng lẻo. Ngoài ra, sẽ có một số phụ nữ được bổ nhiệm là thành viên HĐQT trong trường hợp hoặc là công ty gia đình hoặc là có quan hệ huyết thống với chủ tịch HĐQT, thì sẽ không được xem trọng tiến trình ra quyết định quan trọng của công ty. Trong khi đó, để được bổ nhiệm vào các vị trí quản lý, điều hành công ty thì phụ nữ Việt Nam phải có biểu hiện tốt hơn rất nhiều so với nam giới để thay đổi những định kiến giới tính đã ăn sâu vào trong tư tưởng của xã hội và văn hoá doanh nghiệp. Tuy nhiên, cũng chính yếu tố văn hoá liên quan đến vai trò, trách nhiệm của phụ nữ trong gia đình cũng như sự khác biệt về rủi ro thất nghiệp và khả năng tìm kiếm việc làm ở nam và nữ, đã làm cho các CEOs nữ tại Việt Nam ít có động lực đưa ra các quyết định mạo hiểm. Mà thay vào đó sẽ có xu hướng an phận, duy trì kết quả hoạt động ổn định qua các năm để giữ vững vị trí trong công ty và có thời gian chăm sóc gia đình. Do đó, tác giả đưa ra giả thuyết như sau:

H1: Gia tăng tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT không có tác động đến rủi ro của công ty.

H2: Các CEOs nữ sẽ góp phần làm giảm rủi ro công ty tại Việt Nam.

Khác với CEO - người điều hành kinh doanh dưới sự ủy quyền của HĐQT, Chủ tịch HĐQT mới là người dẫn dắt HĐQT xây dựng chiến lược và hoạch định các chính sách đó, hỗ trợ Ban giám đốc nhằm giúp họ thực hiện tốt các chiến lược và kế hoạch đã vạch ra, nhằm thỏa mãn lợi ích cao nhất cho các cổ đông. Do đó, hoạt động của HĐQT rất phụ thuộc vào đặc điểm phong cách và kỹ năng của chủ tịch HĐQT [17]. Trên thực tế ở Việt Nam, có nhiều phụ nữ nắm giữ vị trí chủ tịch HĐQT và đem lại thành quả hoạt động không hề thua kém các công ty do nam giới điều hành như bà Cao Thị Ngọc Dung của Công ty Vàng bạc đá quý Phú Nhuận; Bà Nguyễn Thị Phương Thảo của Tập đoàn Sovico Holding (chủ sở hữu HD Bank và VietJet Air), và bà Thái Hương của Tập đoàn TH – ba phụ nữ đã xuất hiện trong Danh sách những Phụ nữ Quyền lực nhất châu Á năm 2016 của Forbes. Những phụ nữ có thể đảm nhiệm được vị trí chủ tịch HĐQT ở Việt Nam ngoài việc cực kỳ xuất sắc trên các phương diện kiến thức, kỹ năng, kinh nghiệm quản lý mà còn phải ngang hàng với nam giới trên khía cạnh chấp nhận và đương đầu rủi ro đồng thời duy trì và tối đa hoá hiệu quả hoạt động kinh doanh để đảm bảo lợi ích cho cổ đông. Do đó, các yếu tố thuộc về đặc điểm của chủ tịch HĐQT sẽ có tầm ảnh hưởng nhất định đến rủi ro công ty. Theo báo cáo điều tra của Công ty tài chính quốc tế IFC - thành viên của Ngân hàng Thế giới năm 2017, mức độ chấp nhận rủi ro rất tương đồng giữa các doanh nhân nam và nữ và phụ nữ có ý thức về rủi ro cao hơn, có xu hướng đo lường và phân tích rủi ro tỉ mỉ hơn, thay vì chỉ đơn giản làm theo trực giác [18]. Trên cơ sở những dẫn chứng và lập luận kể trên, tác giả đưa ra giả thuyết sau:

H3: Nữ chủ tịch HĐQT làm tăng rủi ro công ty tại Việt Nam.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Nguồn dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng mẫu quan sát là các công ty phi tài chính niêm yết trên sàn HNX từ năm 2006 đến năm 2017 - giai đoạn nền kinh tế trải qua nhiều biến động cũng như có sự thay đổi trong chính sách và chiến lược hành động của chính phủ để cải thiện bình đẳng giới trong nền kinh tế.

2.2.2. Xây dựng các biến và mô hình nghiên cứu

a. Biến phụ thuộc

Rủi ro của công ty (RISK) được đo lường trên 2 phương diện giá trị sổ sách – được thể hiện qua biến động lợi nhuận kế toán (RISK1), và giá trị thị trường – được thể hiện qua rủi ro vốn cổ phần, bao gồm rủi ro toàn bộ (RISK2), rủi ro hệ thống (RISK3), và rủi ro phi hệ thống (RISK4).

RISK1 - biến động lợi nhuận của công ty. Chỉ tiêu này được đo lường theo từng khoảng thời gian 5 năm chồng chéo nhau nhằm xem xét ảnh hưởng của việc ra quyết định năm nay lên hoạt động của những năm sau đó.

$$RISK1_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{i=1}^T \left(\frac{EBITDA_{i,t}}{Total\ Assets_{i,t}} - \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T \frac{EBITDA_{i,t}}{Total\ Assets_{i,t}} \right)^2}$$

Trong đó, T là tổng số năm quan sát công ty i trong năm

t và $T \geq 5$; $EBITDA_{i,t}$ là lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao của công ty i trong năm t.

RISK2 - Rủi ro toàn bộ được đo lường theo độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lời của giá cổ phiếu.

RISK3 - Rủi ro hệ thống (beta), là hệ số hồi quy của tỷ suất lợi tức trên danh mục thị trường (sử dụng chỉ số VN-Index) được tính toán theo mô hình thị trường.

RISK4 - Rủi ro phi hệ thống, được đo lường bằng độ lệch chuẩn của phần dư từ mô hình thị trường (ϵ_{it}).

b. Biến độc lập

Đa dạng giới (BGD) được đo lường bằng tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT. Nữ chủ tịch HĐQT (FCHAIR) và CEO nữ (FCEO) là các biến giả, có giá trị bằng 1 nếu chủ tịch HĐQT hoặc CEO của công ty là nữ, ngược lại có giá trị là 0.

c. Biến kiểm soát

Các biến kiểm soát đặc thù của các công ty trong mẫu nghiên cứu bao gồm: Quy mô công ty (FS), đòn bẩy tài chính (LEV), cơ hội tăng trưởng (GROWTH), tỷ lệ tài sản cố định (TANG), tỷ suất sinh lời (ROA), quy mô HĐQT (BS), vị trí kiêm nhiệm (DUAL), thâm niên và trình độ học vấn của CEO (CEOEXP và CEOEDU), thâm niên và trình độ học vấn của chủ tịch HĐQT (CH_EXP và CH_EDU).

d. Mô hình nghiên cứu

$$RISK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * FCHAIR_{i,t} + \beta_2 * FCEO_{i,t} + \beta_3 * BGD_{i,t} + \beta_4 * CONTROL_{i,t} + u_{i,t}$$

Các quan sát được loại bỏ ở phân vị 1% và 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến hoặc thay thế bằng các giá trị thích hợp nhằm hạn chế ảnh hưởng của các quan sát ngoại vi. Mô hình được ước lượng với sai số chuẩn để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất và sai số chuẩn theo cụm mỗi công ty để giải quyết vấn đề tự tương quan khi tính giá trị thống kê t.

3. Kết quả nghiên cứu

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

Các biến nghiên cứu có kết quả thống kê mô tả như trong Bảng 1. Các công ty có tỷ lệ thành viên nữ trong

HĐQT đạt bình quân ở mức 14,3%. Tuy nhiên, tỷ lệ lãnh đạo nữ bình quân trong toàn mẫu khá thấp, chỉ khoảng 10,1 % số công ty trong mẫu có giám đốc điều hành là nữ và 11,4% số công ty có nữ chủ tịch HĐQT. Bên cạnh đó, biến động lợi nhuận giữa các công ty niêm yết có sự chênh lệch khá lớn (trung bình mẫu đạt 4,2% với độ lệch chuẩn là 3,4%). Đối với rủi ro toàn bộ (RISK2), các công ty trong mẫu có độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lời trên giá cổ phiếu bình quân khoảng 2,7 và độ lệch chuẩn của giá trị này khá thấp ở mức 0,8. Beta trung bình ở mức 0,72 với độ lệch chuẩn 0,4, điều này cho thấy mức độ nhạy cảm của cổ phiếu các công ty trong mẫu với thị trường có sự khác biệt khá lớn. Rủi ro phi hệ thống trung bình của các công ty trong mẫu ở mức 0,024 và độ lệch chuẩn tương đối nhỏ ở mức 0,007, cho thấy những rủi ro đặc thù riêng biệt mà các công ty trong mẫu đối mặt có sự khác biệt không đáng kể.

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Variables	Obs	Mean	Std. Dev.
RISK1	1935	0,042	0,034
RISK2	2267	2,742	0,800
RISK3	2332	0,721	0,403
RISK4	2332	0,024	0,007
BGD	2684	0,143	0,162
FCHAIR	2671	0,114	0,318
FCEO	2663	0,101	0,301
CH_EXP	2517	1,409	1,000
CEOEXP	2580	1,355	0,971
CH_EDU	2488	4,175	0,786
CEOEDU	2633	4,249	0,724
BS	2976	5,033	2,130
DUAL	2671	0,346	0,476
ROA	2875	0,072	0,076
FS	2880	27,628	1,273
TANG	2875	0,267	0,222
LEV	2875	0,481	0,217
GROWTH	2732	0,337	1,007

Hệ số tương quan Pearson giữa các biến cho thấy, mức độ tương quan thấp, do vậy có thể loại bỏ khả năng đa cộng tuyến trong các phân tích hồi quy của mô hình nghiên cứu (Hình 1).

	RISK1	RISK2	RISK3	RISK4	BGD	FCHAIR	FCEO	CH_EXP	CEOEXP	CH_EDU	CEOEDU	BS	DUAL	ROA	FS	TANG	LEV	GROWTH
RISK1	1																	
RISK2	0.0662*	1																
RISK3	0.00269	0.219***	1															
RISK4	0.0249	0.691***	-0.190***	1														
BGD	-0.0240	-0.0521	-0.0843**	-0.0743*	1													
FCHAIR	-0.0610*	-0.0449	-0.110***	-0.0561	0.409***	1												
FCEO	-0.0563	0.0168	-0.0943**	-0.0286	0.354***	0.506***	1											
CH_EXP	-0.117***	-0.0545	-0.0482	-0.0538	0.0734*	0.0769*	0.0639*	1										
CEOEXP	-0.114***	-0.0808**	-0.0844**	-0.0665*	0.109***	0.136***	0.178***	0.405***	1									
CH_EDU	-0.0664*	-0.0243	0.0160	-0.00774	-0.0356	-0.00467	-0.0204	-0.0300	0.0150	1								
CEOEDU	-0.0135	0.00137	0.0825**	-0.0137	-0.0259	-0.0227	-0.139***	-0.0157	-0.0260	0.551***	1							
BS	-0.0307	-0.0532	-0.0183	-0.0748*	0.0396	-0.0762*	0.00378	0.0721*	0.0348	0.111***	0.0509	1						
DUAL	0.000338	0.0359	-0.0212	0.0113	0.143***	0.0812**	0.166***	0.236***	0.341***	0.0902**	-0.0385	0.0355	1					
ROA	0.200***	-0.138***	-0.129***	-0.237***	0.0576	0.0787**	0.0616*	-0.0318	-0.0281	-0.0155	-0.0390	-0.0000462	0.0118	1				
FS	-0.118***	-0.181***	0.285***	-0.324***	0.0109	0.0214	0.0544	0.0767*	0.0415	0.00114	0.104***	0.198***	0.00802	-0.122***	1			
TANG	0.0346	-0.0547	-0.0773*	-0.00805	-0.130***	-0.155***	-0.0442	-0.170***	-0.131***	-0.00877	-0.0527	0.0810**	-0.209***	-0.00870	0.0183	1		
LEV	-0.0441	0.0986**	0.126***	0.133***	-0.125***	-0.0505	-0.0517	0.0191	0.00123	-0.0104	0.0558	0.01000	0.0635*	-0.506***	0.331***	-0.0920**	1	
GROWTH	0.0383	0.0753*	0.0630*	0.0568	0.0494	-0.0173	0.0458	-0.0110	-0.0318	-0.0203	0.0373	-0.0334	0.00819	0.0854***	0.0930**	-0.0297	0.0483	1

Hình 1. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

3.2. Kết quả thực nghiệm

3.2.1. Kết quả hồi quy theo mô hình ảnh hưởng cố định

Tác giả sử dụng phương pháp ảnh hưởng cố định (FEM) để hồi quy dữ liệu nghiên cứu, do phương pháp này cho phép nắm bắt tất cả các ảnh hưởng đặc biệt đến một đối tượng cụ thể và không thay đổi theo thời gian, tách các ảnh hưởng này ra khỏi các biến giải thích để ước lượng ảnh hưởng thực của các biến giải thích lên biến phụ thuộc. Để loại bỏ sự không đồng nhất không quan sát được và không thay đổi theo thời gian, tác giả cố kiểm soát ảnh hưởng cố định năm và công ty trong các mô hình hồi quy.

Bảng 2. Lãnh đạo nữ và rủi ro công ty (FEM)

VARIABLES	(1) RISK1	(2) RISK2	(3) RISK3	(4) RISK4
BGD	0,005 (0,017)	0,003 (0,225)	0,035 (0,088)	-0,002 (0,002)
FCHAIR	-0,017 (0,016)	0,070 (0,104)	-0,037 (0,049)	0,002** (0,001)
FCEO	-0,007 (0,007)	0,036 (0,181)	-0,110** (0,044)	0,001 (0,001)
CH_EDU	-0,000 (0,002)	-0,043 (0,066)	0,004 (0,025)	-0,000 (0,000)
CEOEDU	0,005 (0,004)	-0,057 (0,055)	0,052** (0,025)	-0,001* (0,000)
CH_EXP	0,001 (0,001)	-0,065** (0,027)	-0,008 (0,011)	-0,000* (0,000)
CEOEXP	-0,000 (0,001)	-0,015 (0,025)	-0,007 (0,011)	-0,000 (0,000)
BS	0,004** (0,002)	-0,008 (0,025)	-0,014** (0,007)	-0,000 (0,000)
DUAL	-0,000 (0,003)	0,029 (0,077)	0,020 (0,029)	-0,000 (0,000)
LEV	0,043*** (0,015)	0,687*** (0,216)	-0,418*** (0,093)	0,009*** (0,002)
FS	-0,015*** (0,005)	-0,281*** (0,070)	0,177*** (0,029)	-0,003*** (0,001)
TANG	-0,004 (0,011)	0,061 (0,211)	-0,016 (0,081)	0,002 (0,002)
GROWTH	0,001 (0,001)	0,053** (0,024)	-0,002 (0,008)	0,000*** (0,000)
ROA	0,103*** (0,027)	0,260 (0,487)	-0,241 (0,201)	0,002 (0,003)
Constant	0,383*** (0,133)	10,883*** (1,940)	-3,914*** (0,781)	0,117*** (0,016)
Observations	1,298	1,978	2,035	2,035
R-squared	0,103	0,234	0,397	0,159
Number of id	259	270	279	279
Firm FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Robust	YES	YES	YES	YES

*, **, *** thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Kết quả hồi quy trong Bảng 2 cho thấy, tỷ lệ phụ nữ trong HĐQT công ty không có ảnh hưởng đến rủi ro của công ty. Kết quả này đã khẳng định giả thiết H1 đã được tác giả đề xuất trước đó. Trong khi đó, nữ chủ tịch HĐQT và CEO nữ lại có ảnh hưởng với một số chỉ tiêu nhất định. Cụ thể, khi chủ tịch HĐQT công ty là phụ nữ sẽ góp phần

giảm rủi ro đặc thù của từng công ty (hệ số hồi quy dương 0,002 và có ý nghĩa thống kê). Ngược lại, hệ số hồi quy âm và có ý nghĩa thống kê của biến FCEO ở mô hình (3) thể hiện các CEO nữ có xu hướng làm giảm rủi ro hệ thống của cổ phiếu. Tuy nhiên, giá trị của các hệ số hồi quy đều rất thấp, cho thấy mức ảnh hưởng của các lãnh đạo nữ đến rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống của công ty cũng không đáng kể. Kết quả hồi quy của mô hình (1) và (2) đều cho thấy, các lãnh đạo nữ này đều không có ảnh hưởng đến biến động lợi nhuận và rủi ro toàn bộ của công ty.

3.2.2. Kiểm định tính bền vững của kết quả

Với kết quả thực nghiệm có ý nghĩa thống kê trong các mô hình hồi quy, phương pháp ảnh hưởng cố định vẫn có thể gặp phải vấn đề nội sinh làm thiên lệch kết quả. Chính vì thế, để kiểm tra tính bền vững của kết quả, các mô hình nghiên cứu được xem xét thêm các biến trễ của biến phụ thuộc nhằm xem xét liệu rủi ro công ty năm nay có bị ảnh hưởng bởi rủi ro của năm trước đó hay không. Các mô hình nghiên cứu đều được kiểm soát ảnh hưởng cố định năm và công ty. Có thể thấy rằng, sau khi kiểm soát vấn đề nội sinh trong mô hình thì kết quả hồi quy trong Bảng 3 cho thấy không tồn tại ảnh hưởng của đa dạng giới và lãnh đạo nữ đối với rủi ro công ty. Mặc dù, không có sự bền vững trong kết quả hồi quy, nhưng kết quả trong Bảng 3 giúp khẳng định thêm cho kết quả nghiên cứu rằng, mức ảnh hưởng của phụ nữ đối với rủi ro công ty tại Việt Nam là không đáng kể do chịu ảnh hưởng sâu sắc bởi đặc điểm văn hoá, xã hội của khu vực phương Đông.

4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Trong bối cảnh thực tiễn thị trường Việt Nam cùng với rào cản về phân biệt giới tính trong xã hội, thì việc tăng tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT công ty thường chỉ mang tính chất hình thức hoặc rơi vào trường hợp các công ty gia đình. Do đó, những phụ nữ này sẽ không tham gia hoặc không có khả năng tác động đến tiến trình ra quyết định quan trọng của công ty, và từ đó không tác động đến rủi ro của công ty.

Bảng 3. Lãnh đạo nữ và rủi ro công ty (Lagged dependent variable)

VARIABLES	(1) RISK1	(2) RISK2	(3) RISK3	(4) RISK4
Lagged RISK	0,494*** (0,041)	0,196*** (0,042)	0,216*** (0,026)	0,239*** (0,030)
BGD	0,009 (0,011)	-0,065 (0,221)	0,018 (0,094)	-0,002 (0,002)
FCHAIR	-0,010 (0,007)	-0,039 (0,085)	-0,018 (0,045)	0,001 (0,001)
FCEO	-0,002 (0,004)	0,084 (0,156)	-0,067 (0,047)	0,001 (0,001)
CH_EDU	-0,000 (0,002)	-0,070 (0,051)	0,008 (0,025)	-0,000 (0,000)
CEOEDU	0,001 (0,002)	-0,042 (0,046)	0,045** (0,020)	-0,001 (0,000)
CH_EXP	-0,001 (0,001)	-0,051** (0,026)	-0,006 (0,011)	-0,000* (0,000)
CEOEXP	0,001 (0,001)	-0,019 (0,023)	-0,005 (0,010)	-0,000 (0,000)
BS	0,002 (0,001)	-0,003 (0,022)	-0,005 (0,007)	-0,000 (0,000)

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	RISK1	RISK2	RISK3	RISK4
DUAL	-0,001 (0,002)	0,020 (0,076)	0,008 (0,027)	-0,000 (0,000)
LEV	0,022** (0,009)	0,544*** (0,200)	-0,404*** (0,091)	0,007*** (0,002)
FS	-0,011*** (0,003)	-0,235*** (0,061)	0,161*** (0,029)	-0,003*** (0,001)
TANG	-0,011 (0,008)	-0,096 (0,202)	0,020 (0,082)	0,001 (0,002)
GROWTH	0,000 (0,001)	0,030 (0,022)	-0,004 (0,009)	0,000 (0,000)
ROA	0,068*** (0,018)	-0,295 (0,398)	-0,083 (0,200)	-0,003 (0,003)
Constant	0,306*** (0,076)	8,955*** (1,805)	-4,229*** (0,799)	0,098*** (0,015)
Observations	1,219	1,739	1,786	1,786
R-squared	0,373	0,277	0,431	0,198
Number of id	256	268	277	277
Firm FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Robust	YES	YES	YES	YES

*, **, *** thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Tuy nhiên, trong trường hợp lãnh đạo của công ty là nữ giới, tức là những người phụ nữ này có quyền điều hành, quản lý trực tiếp và có vai trò quyết định trong hoạt động của công ty, thì lúc này rủi ro của công ty sẽ bị ảnh hưởng trong một vài trường hợp nhất định. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng của các lãnh đạo nữ này đến rủi ro công ty nhìn chung là tương đối yếu. Việt Nam với đặc thù là quốc gia trong khu vực châu Á, nên cũng phần nào bị ảnh hưởng bởi bất bình đẳng giới trong rất nhiều mặt của đời sống kinh tế xã hội. Phụ nữ Việt Nam phải làm việc chăm chỉ hơn và thể hiện tốt hơn nam giới để có được vị trí như nam giới trong bộ máy quản trị công ty. Đặc biệt, đối với những phụ nữ đảm nhiệm được vị trí chủ tịch HĐQT công ty thì họ phải là những người cực kỳ xuất sắc, nổi trội hơn hẳn nam giới về kiến thức, kỹ năng kinh nghiệm quản lý và cả khả năng chấp nhận và đương đầu với rủi ro. Do đó, trong khi các CEO nữ có xu hướng nhạy cảm hơn với những biến động vĩ mô trên thị trường thì đặc điểm của chủ tịch HĐQT lại có tầm quan trọng nhất định đến hoạt động quản trị của công ty và từ đó ảnh hưởng đến rủi ro phi hệ thống của từng công ty. Tuy nhiên, mặc dù trong bối cảnh toàn cầu hóa, cùng với ảnh hưởng từ truyền thông và các chính sách của chính phủ để hạn chế bất bình đẳng giới, gia tăng mức độ tham gia kinh tế cũng như địa vị xã hội của phụ nữ, giảm thiểu sự khác biệt trong cơ hội và thách thức mà phụ nữ và nam giới phải đối mặt trong quản trị công ty, thì các yếu tố không chính thống thuộc về đặc điểm văn hóa, xã hội tồn tại lâu đời ở các quốc gia khu vực phương Đông vẫn có ảnh hưởng nhất định đến hành vi của phụ nữ trong quản trị công ty. Tư tưởng quan niệm xã hội ở các nước châu Á nói chung và Việt Nam nói riêng vẫn chưa đề cao, ghi nhận nhiều vai trò và sự đóng góp của nữ giới và thậm chí tồn tại định kiến trong cách nhìn nhận của xã hội về năng lực của phụ nữ trong vai trò quản lý, lãnh đạo công ty cũng ít nhiều ăn sâu vào văn hóa doanh nghiệp. Chính

những rào cản trong tư tưởng phân biệt giới tính đã đặt ra những chuẩn mực riêng trong quan niệm xã hội về vị trí mà phụ nữ nên tập trung vào là làm mẹ, làm vợ, chăm sóc vun vén gia đình hơn là phát triển sự nghiệp. Bên cạnh đó, chính những rào cản tư tưởng phân biệt giới tính trong quan niệm xã hội đã dẫn đến sự khác biệt về rủi ro thất nghiệp, khả năng tìm kiếm việc làm cũng phần nào tác động đến động lực mục tiêu làm việc và các quyết định mạo hiểm của phụ nữ. Do đó, trong tình huống phải cân bằng giữa hiệu quả quản lý, cố gắng duy trì ổn định và tối đa hóa kết quả hoạt động kinh doanh qua các năm để đảm bảo lợi ích của cổ đông, giữ vững vị trí trong công ty, đồng thời vẫn phải ưu tiên giành thời gian chăm sóc gia đình, con cái, thì hành vi của lãnh đạo nữ trong công ty ở Việt Nam, bao gồm cả chủ tịch HĐQT và giám đốc điều hành sẽ có tác động không đáng kể, hay thậm chí là không tác động rủi ro của công ty tại Việt Nam. Kết quả này đã khẳng định khi tác giả sử dụng các phương pháp hồi quy khác nhau và đưa thêm biến vào mô hình nghiên cứu. Ngoài ra, do Việt Nam là quốc gia đang phát triển, môi trường thể chế còn nhiều bất cập với cơ chế bảo vệ nhà đầu tư còn chưa chặt chẽ, thị trường chứng khoán còn non trẻ và khá nhạy cảm với các thay đổi từ môi trường vĩ mô, các sự kiện kinh tế, chính trị trong và ngoài nước cùng với tâm lý đầu tư bầy đàn khiến các nhà đầu tư thường có xu hướng tập trung chú ý vào biến động thị trường hơn là các đặc điểm riêng biệt về quản trị công ty, vì vậy ảnh hưởng của các lãnh đạo nữ đến rủi ro vốn cổ phần của công ty trên thị trường sẽ không đáng kể.

5. Hàm ý chính sách

Kết quả nghiên cứu cho thấy yếu tố thuộc về đặc điểm giới tính của nhà quản trị có ảnh hưởng nhất định đến rủi ro vốn cổ phần của công ty. Dựa trên các kết quả thu được từ nghiên cứu cùng với kết hợp tham khảo những định hướng, mục tiêu, chiến lược của Chính phủ trong việc thúc đẩy bình đẳng giới, tác giả đề xuất một số kiến nghị cho các bên hữu quan như sau. Về phía chính phủ và các bộ ngành liên quan, tác giả đề xuất nên tăng cường triển khai thúc đẩy chính sách khuyến khích bình đẳng giới trong tất cả các lĩnh vực và đặc biệt là lĩnh vực kinh tế. Kết quả nghiên cứu đã cho thấy, phụ nữ đang chiếm số lượng thấp trong HĐQT công ty và số lượng phụ nữ nắm giữ các vị trí lãnh đạo như giám đốc điều hành hay chủ tịch HĐQT trong doanh nghiệp cũng rất ít so với nam giới. Trong khi xét ở cả hai khía cạnh rủi ro lợi nhuận kế toán và rủi ro vốn cổ phần thì nữ giới hoặc không có ảnh hưởng hoặc dường như đang làm tốt hơn so với nam giới. Bên cạnh đó, việc thực thi chính sách áp đặt một tỷ lệ nữ tối thiểu trong HĐQT như các quốc gia trên thế giới, đã và đang làm không phải là giải pháp tốt để nâng cao bình đẳng giới và tăng cường vai trò của phụ nữ trong doanh nghiệp. Về phía doanh nghiệp, tác giả cho rằng doanh nghiệp cũng nên cân nhắc đến việc thực sự triển khai đa dạng giới trong quản trị công ty, thay vì tránh né hoặc chỉ thực hiện mang tính hình thức. Ngoài ra, các công ty cũng nên tạo điều kiện cho phụ nữ tham gia ứng tuyển và nắm giữ vị trí quản lý trong công ty, đặc biệt là các vị trí lãnh đạo cấp cao và nên thể hiện sự bình đẳng giới ngay trong quá trình tuyển dụng. Hành động này không những đáp

ứng yêu cầu bình đẳng giới từ phía Chính phủ, mà còn mang lại thuận lợi, tác động tích cực trong hiệu quả quản trị công ty và từ đó có thể giúp gia tăng lợi ích cho các cổ đông, cải thiện kết quả hoạt động của công ty.

6. Kết luận

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của nữ giới trong quản trị công ty đã được nghiên cứu khá nhiều ở các quốc gia trên thế giới và cũng đã được thực hiện tại Việt Nam. Tuy nhiên, nghiên cứu này được tiến hành trên mẫu dữ liệu rộng hơn và nghiên cứu trên nhiều phương diện rủi ro khác nhau để khẳng định thêm về ảnh hưởng của phụ nữ nói chung và đặc biệt là các lãnh đạo nữ đến rủi ro công ty tại Việt Nam. Thứ nhất, nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng về việc tỷ lệ phụ nữ trong HĐQT có khả năng làm tăng hoặc giảm rủi ro của công ty tại Việt Nam. Thứ hai, CEO nữ có xu hướng nhạy cảm hơn với những biến động vĩ mô trong khi phụ nữ nắm giữ vị trí chủ tịch HĐQT thì lại có những ảnh hưởng nhất định làm gia tăng rủi ro đặc thù của từng công ty. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng của cả CEO nữ và nữ chủ tịch HĐQT đến từng loại rủi ro này rất yếu và cả hai lãnh đạo nữ này đều không tác động đến rủi ro lợi nhuận kế toán và rủi ro toàn bộ của công ty. Các kết quả nghiên cứu thực nghiệm này có thể là minh chứng ủng hộ cho các chiến lược hành động của Chính phủ nhằm hướng đến tăng cường bình đẳng giới trên mọi mặt của đời sống văn hoá kinh tế xã hội.

Lời cảm ơn: Nghiên cứu này được sự hỗ trợ kinh phí từ Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng cho đề tài khoa học và công nghệ, mã số T2019-04-44.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Ahern, K.R., Dittmar, A., “The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation”, *The Quarterly Journal of Economics*, 127, 2012, 137–197.
- [2] Adams, R.B., Ferreira, D., “Women in the boardroom and their impact on governance and performance”, *Journal of Financial Economics*, 94, 2009, 291–309.
- [3] Faccio, M., Marchica, M. T., Mura, R., “CEO gender and corporate risk-taking”, *Journal of Corporate Finance*, 39(C), 2016, 193–209.
- [4] Carter, D., Simkins, B., Simpson, W., “Corporate governance, board diversity, and firm value”, *Financial Review*, 38, 2003, 33–53.
- [5] Chapple, L., Humphrey, J.E., “Does board gender diversity have a financial impact? Evidence using stock portfolio performance” *Journal of Business Ethics*, 122(4), 2014, 709–723.
- [6] Sila, V., Gonzalez, A., Hagendorff, J., “Women on board: does boardroom gender diversity affect firm risk?”, *Journal of Corporate Finance*, 36, 2016, 26–53.
- [7] Bennouri, M., Chtioui, T., Nagati, H., Nekhili, M., “Female board directorship and firm performance: What really matters?”, *Journal of Banking and Finance*, 88, 2018, 267–291.
- [8] Terjesen, S., Sealy, R., and Singh, V., “Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda”, *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 2009, 320–337.
- [9] Hoàng Cẩm Trang, Võ Văn Nhị, “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, 2014, 61–75.
- [10] Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K., “Does boardroom gender diversity matter? Evidence from a transitional economy”, *International Review of Economics & Finance*, 37(C), 2015, 184–202.
- [11] Hoàng Thị Phương Thảo, Phùng Đức Nam, Hoàng Thị Phương Anh, “Giới tính, sở hữu nhà nước và thành quả công ty”, *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 26(8), 2015, 111–128.
- [12] Coles, J.L., Daniel, N.D., Naveen, L., “Managerial incentives and risk-taking”, *Journal of Financial Economics*, 79, 2006, 431–468.
- [13] Singh, V., Terjesen, S., Vinnicombe, S., “Newly appointed directors in the boardroom: how do women and men differ?”, *European Management Journal*, 26 (1), 2008, 48–58.
- [14] Hambrick, D.C., Mason, P.A., “Upper Echelons: The Organisation as a Reflection of its Top Managers”, *Academy of Management Review*, 9(2), 1984, 193–206.
- [15] Post, C., Byron, K., “Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis”, *Academy of Management Journal*, 58 (5), 2015, 1546–1571.
- [16] Nekhili, M., Chakroun, H., Chtioui, T., “Women’s leadership and firm performance: family versus nonfamily firms”, *Journal of Business Ethics*, 153(2), 2018, 291–316.
- [17] Gabrielsson, J., Huse, M., Minichilli, A., “Understanding the leadership role of the board Chairperson through a team production approach”, *International Journal of Leadership Studies*, 3(1), 2007, 21–39.
- [18] International Finance Corporation, *Women-owned enterprises in Vietnam: Perceptions & Potential*, 2017.

(BBT nhận bài: 11/11/2019, hoàn tất thủ tục phản biện: 04/12/2019)