



Ảnh hưởng của giới tính nhân sự quản lý cấp cao đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp

NGUYỄN BÁ PHONG^a, NGUYỄN VĂN PHONG^a, NGUYỄN THỊ MỸ PHƯƠNG^a,
ĐẶNG THỊ THANH TRÚC^a, TRẦN QUỐC TRUNG^{a,*}

^a Trường Đại học Ngoại thương – Cơ sở II tại TP. Hồ Chí Minh

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 02/08/2022 Ngày nhận lại: 23/11/2022 Duyệt đăng: 24/11/2022 Mã phân loại JEL: G34. Từ khóa: Giới tính; CEO; Hội đồng quản trị; Điều chỉnh cấu trúc vốn; Cấu trúc vốn; Việt Nam. Keywords: Gender; CEO;	Bài viết này nghiên cứu về ảnh hưởng của giới tính nhân sự quản lý cấp cao đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Với mẫu gồm 599 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2008–2020, kết quả nghiên cứu cho thấy doanh nghiệp có CEO là nữ và tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị càng lớn thì có độ điều chỉnh cấu trúc vốn hướng đến mục tiêu càng cao. Bên cạnh đó, các phân tích mở rộng cho thấy quy mô của doanh nghiệp cũng ảnh hưởng đến mối quan hệ này, các doanh nghiệp có quy mô nhỏ thì mối quan hệ càng chặt chẽ. Abstract This paper investigates how top managers' gender affects the adjustment speed of capital structure. With a sample of 599 firms listed in the Vietnamese stock market, the authors find that firms with female CEOs and a higher proportion of female in board members have higher adjustment speed of capital structure. Besides, our additional analysis shows that this relationship is stronger in small firms.

* Tác giả liên hệ.

Email: nguyenvanphong2011116531@ftu.edu.vn (Nguyễn Văn Phong), nguyenthimypuong2011116537@ftu.edu.vn (Nguyễn Thị Mỹ Phương), dangthithanhtruc2011116607@ftu.edu.vn (Đặng Thị Thanh Trúc), tranquocchung.cs2@ftu.edu.vn (Trần Quốc Trung).

Trích dẫn bài viết: Nguyễn Bá Phong, Nguyễn Văn Phong, Nguyễn Thị Mỹ Phương, Đặng Thị Thanh Trúc, & Trần Quốc Trung. (2022). Ảnh hưởng của giới tính nhân sự quản lý cấp cao đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 33(12), 04–20.

Board of directors;
Capital structure
adjustment;
Capital structure;
Vietnam.

1. Giới thiệu

Cấu trúc vốn là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp. Cấu trúc vốn được hiểu là cơ cấu giữa vốn chủ sở hữu và nợ mà một doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho các hoạt động kinh doanh, đầu tư và tăng trưởng cho tương lai của doanh nghiệp. Hầu hết các doanh nghiệp đang trong tình trạng kiệt quệ tài chính hoặc có rủi ro phá sản đều có một cấu trúc vốn không hợp lý dẫn đến sự suy giảm giá trị doanh nghiệp. Vì vậy, các doanh nghiệp có xu hướng theo đuổi một cấu trúc vốn tối ưu để tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn, tăng khả năng sinh lợi và giảm rủi ro mà doanh nghiệp sẽ gặp phải trong quá trình hoạt động (Frank & Goyal, 2009), từ đó tối đa hóa được giá trị của doanh nghiệp. Vì vậy, nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp là chủ đề thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu.

Nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến sự điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp cho đến nay chủ yếu tập trung vào các yếu tố trong môi trường kinh doanh như: Môi trường thể chế (Öztekın & Flannery, 2012; Touil & Mamoghli, 2020), chu kỳ kinh doanh (Drobetz & Wanzenried, 2006), đặc điểm thị trường (Frank & Goyal, 2004), và khủng hoảng kinh tế (Korkmaz & Erkol, 2021) hoặc các đặc điểm tài chính của doanh nghiệp như: Tốc độ tăng trưởng (Drobetz & Wanzenried, 2006), khả năng sinh lời và quy mô doanh nghiệp (Lemma & Negash, 2014), thỏa ước vay nợ (Devos và cộng sự, 2017), và tính thanh khoản (Ho và cộng sự, 2021). Tuy nhiên, chưa có nhiều nghiên cứu về đặc điểm của nhân sự quản lý cấp cao – những người ra quyết định quan trọng về cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Gần đây, Shan và cộng sự (2020) nghiên cứu tác động của trình độ học vấn của giám đốc điều hành (CEO) đến điều chỉnh cấu trúc vốn. Tiếp đó, nghiên cứu của Sardo và cộng sự (2022) cho thấy rằng lãnh đạo nữ ở các công ty gia đình có tác động tích cực đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn. Tuy vậy, nghiên cứu của Sardo và cộng sự (2022) chỉ giới hạn ở phạm vi công ty gia đình – loại hình doanh nghiệp có đặc điểm về quản trị, quy mô và quá trình ra quyết định kinh doanh khác biệt hẳn so với các doanh nghiệp niêm yết. Tại Việt Nam, các nghiên cứu về điều chỉnh cấu trúc vốn cũng chưa được thực hiện nhiều. Các nghiên cứu đã cho thấy việc điều chỉnh cấu trúc vốn của các doanh nghiệp Việt Nam phụ thuộc vào môi trường kinh tế vĩ mô (Trần Thị Mười, 2018), đặc điểm tài chính của doanh nghiệp (Lâm Đức Anh, 2021), tính thanh khoản (Phan Trần Minh Hưng, 2021), và cấu trúc sở hữu (Nguyễn Thu Hiền và cộng sự, 2016). Như vậy, cho đến hiện nay chưa có nghiên cứu nào nghiên cứu đầy đủ về vai trò của nữ CEO và nữ thành viên hội đồng quản trị trong vấn đề điều chỉnh cấu trúc vốn tại một quốc gia chịu sự ảnh hưởng nhiều của Nho giáo và đã có nhiều thành công trong quá trình thực hiện chính sách bình đẳng giới như Việt Nam. Vì vậy, nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu ảnh hưởng của giới tính nhân sự quản lý cấp cao (CEO và thành viên hội đồng quản trị) đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam để giải quyết khoảng trống nghiên cứu này.

Để thực hiện nghiên cứu, nhóm tác giả đã xây dựng mô hình điều chỉnh cấu trúc vốn tương thích với các nghiên cứu đã từng được thực hiện trước đây (Drobetz & Wanzenried, 2006; Ho và cộng sự, 2021). Mẫu nghiên cứu gồm 599 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam với 6.138 quan sát trong giai đoạn nghiên cứu từ năm 2008 đến năm 2020. Cả bốn phương pháp ước lượng OLS, FEM, REM và GMM được sử dụng nhằm khẳng định sự nhất quán của kết quả nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp có CEO là nữ và có số lượng thành viên hội đồng quản trị là nữ nhiều hơn sẽ có tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn cao hơn. Nghiên cứu của nhóm tác giả có đóng góp về mặt lý thuyết đó là đã chỉ ra được vai trò của giới tính nhân sự quản lý cấp cao (CEO và thành viên hội đồng quản trị) trong quyết định điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu bổ sung thêm nhận thức rằng sự khác biệt của giới tính có ảnh hưởng đến quyết định tài chính của doanh nghiệp. Về mặt thực tiễn, vấn đề điều chỉnh cấu trúc vốn có thể không có nhiều ý nghĩa đối với các doanh nghiệp Việt Nam trong bối cảnh phần lớn nguồn vốn vay của các doanh nghiệp vẫn là từ các ngân hàng thương mại, thị trường trái phiếu còn nhiều hạn chế so với các nước trong khu vực, tỷ lệ nợ của các doanh nghiệp Việt Nam hiện cao hơn nhiều so với trung bình của khu vực. Tuy nhiên, nghiên cứu này góp phần khẳng định tầm quan trọng của nữ giới trong hoạt động kinh doanh nói chung, đặc biệt là vai trò của nữ lãnh đạo trong doanh nghiệp Việt Nam và thúc đẩy bình đẳng giới trong các doanh nghiệp, tổ chức, xóa bỏ các rào cản mang tính định kiến đối với nữ giới khi tham gia vào đội ngũ quản lý cấp cao.

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

Giới tính mô tả vai trò, hành vi và danh tính do xã hội kiến tạo của nữ giới và nam giới (Coen & Banister, 2012), giới tính ảnh hưởng đến cách mỗi người nhận thức về bản thân và những người xung quanh, cách họ cư xử và tương tác cũng như sự phân phối quyền lực và tài nguyên trong xã hội (Heidari và cộng sự, 2016). Tại Việt Nam, từ xưa quan niệm đàn ông xây nhà, đàn bà xây tổ ấm thể hiện rõ vai trò của nam giới và nữ giới trong các hoạt động xã hội, điều này đã gán trong tiềm thức của mỗi người về trách nhiệm, bổn phận của họ. Cụ thể hơn, trong hầu hết nền văn hóa, đàn ông chứ không phải phụ nữ, đặc biệt trong các xã hội sơ khai, tham gia vào việc săn bắt và chiến tranh, phụ nữ thường làm những việc nuôi dưỡng con cái. Từ đó, lập luận rằng đàn ông có những cơ sở sinh học hướng về sự hung hăng, hiếu chiến, còn điều này ít thấy ở người phụ nữ. Bên cạnh đó, quan niệm của xã hội về phụ nữ xưa đó là công dung ngôn hạnh, cho đến ngày nay, ít nhiều quan niệm này vẫn còn ảnh hưởng trong tiềm thức của nhiều người. Từ đó, tạo nên tính cách mà mọi người thường gọi là chuẩn mực của người phụ nữ phải có đó là dịu dàng, đẹp cả người lẫn nét, đoan trang, kỷ lưỡng. Chính áp lực tuân thủ các chuẩn mực về giới mà gia đình, xã hội đã tạo ra có thể hạn chế thành tựu kinh tế của phụ nữ và khiến họ không sẵn sàng phấn đấu nhiều hơn, hay họ sợ rủi ro hơn (Faccio và cộng sự, 2016). Hay nói cách khác, văn hóa địa phương và chuẩn mực xã hội đã hạn chế phụ nữ phát huy tiềm năng của họ (Ullah và cộng sự, 2020a). Chính vì thế, trong hầu hết các trường hợp họ thường suy xét kỹ lưỡng hơn trước khi đưa ra những quyết định. Trong nghiên cứu của Faccio và cộng sự (2016), có hai vấn đề chính ảnh hưởng đến những quyết định lựa chọn rủi ro của nữ giới, thứ nhất họ phải lo lắng việc chăm sóc gia đình, và thứ hai là họ phải lo lắng về tài chính cá nhân.

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm cho thấy rằng các nữ CEO được coi là thận trọng hơn trong việc đưa ra các quyết định quan trọng (Huang & Kisgen, 2013). Nghiên cứu của Huang và Kisgen (2013) cho thấy nữ giám đốc tài chính có ít thương vụ mua lại hơn nhưng hiệu quả cao hơn khoảng 2% so

với giám đốc tài chính nam. Các nữ giám đốc tài chính cũng phát sinh nợ ít hơn và mức vay thấp hơn so với nam giám đốc tài chính, điều đó minh chứng cho việc nữ giới sợ rủi ro hơn so với nam giới. Khan và Vieito (2013) thực hiện nghiên cứu với mẫu là các doanh nghiệp Mỹ trong giai đoạn 1992–2004 và thấy rằng các doanh nghiệp được điều hành bởi các nữ CEO có hiệu quả kinh doanh tương tự, nhưng rủi ro thấp hơn so với doanh nghiệp được điều hành bởi các nam CEO. Nghiên cứu của Zeng và Wang (2015) cũng cho thấy rằng các CEO nữ bảo thủ hơn các CEO nam và vì vậy, doanh nghiệp của họ nắm giữ tiền mặt cao hơn. Không thích rủi ro sẽ làm dẫn đến sự biến động thu nhập thấp hơn và khả năng tồn tại của doanh nghiệp dài hơn (Faccio và cộng sự, 2016). Nhiều bằng chứng thực nghiệm cho thấy các thành viên hội đồng quản trị là nữ thường giám sát chặt chẽ hơn so với các thành viên nam và do đó, họ tích cực hơn trong việc tham gia các ủy ban giám sát hoặc yêu cầu tiêu chuẩn kiểm toán cao hơn (Adams & Ferreira, 2009; Gul và cộng sự, 2011).

CEO và hội đồng quản trị có vai trò khác nhau trong doanh nghiệp xét ở khía cạnh quản trị công ty (Corporate Governance), trong đó, CEO là người điều hành và hội đồng quản trị là cơ quan giám sát, tư vấn, định hướng (Ullah và cộng sự, 2020b). Tuy nhiên, đặc điểm giới tính của cả nữ CEO và nữ thành viên hội đồng quản trị trong trường hợp này đều thể hiện sự tương đồng trong tác động đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu. Những nghiên cứu đã được thực hiện về tâm lý học và hành vi trong quản trị đều cho thấy nữ lãnh đạo không thích rủi ro và thận trọng hơn trong hành vi của mình, họ ít có khả năng thể hiện sự tự tin thái quá và có xu hướng ưa chuộng sự ổn định hơn là sự mạo hiểm (Khaw và cộng sự, 2016; Mirza và cộng sự, 2020). Vì vậy, họ có xu hướng theo đuổi cấu trúc vốn mục tiêu cao hơn so với nam giới. Bên cạnh đó, chính vì sự kỷ lưỡng và không thích phiêu lưu, những quyết định của nữ lãnh đạo mang lại sự an toàn của doanh nghiệp, làm giảm nguy cơ phá sản (Faccio và cộng sự, 2016). Vì vậy, nữ lãnh đạo có uy tín hơn trước các nhà đầu tư, các ngân hàng và dễ huy động vốn hơn nên sẽ có thể điều chỉnh cấu trúc vốn một cách tối ưu và linh hoạt hơn. Trên những cơ sở đó, nhóm tác giả phát triển giả thuyết là các nhân sự quản lý cấp cao là nữ sẽ có xu hướng mong muốn doanh nghiệp có cấu trúc vốn tối ưu và sẽ ra quyết định điều chỉnh nhanh hơn để cấu trúc vốn đạt được mức tối ưu so với các lãnh đạo là nam giới.

Giả thuyết H₁: CEO là nữ có tác động tích cực đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Giả thuyết H₂: Tỷ lệ thành viên hội đồng quản trị là nữ có tác động tích cực đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Các lý thuyết về cấu trúc vốn và các nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nước cho thấy rằng có nhiều yếu tố khác nhau có thể tác động đến cấu trúc vốn. Trong khuôn khổ nghiên cứu này, nhóm tác giả xem giới tính của CEO, tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị là các biến độc lập và bổ sung các biến kiểm soát về đặc điểm của CEO (trình độ học vấn và chuyên môn) và đặc điểm của doanh nghiệp (khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp, tính thanh khoản, tốc độ tăng trưởng, tỷ lệ tài sản hữu hình, và tuổi của doanh nghiệp). Tương tự như nghiên cứu của Drobetz và Wanzenried (2006), Ho và cộng sự (2021), nhóm tác giả thiết lập mô hình nghiên cứu như sau:

Cấu trúc vốn tối ưu mục tiêu của doanh nghiệp i trong thời gian t , được ký hiệu LV_{it} , là một hàm tuyến tính của một chuỗi L biến giải thích Y_{jit} (với $j = 1, 2, \dots, L$):

$$LV_{it}^* = \sum_{j=1}^L \alpha_j Y_{jit} \quad (1)$$

Nếu không có sự xung đột, tỷ lệ đòn bẩy quan sát được của doanh nghiệp i ở thời điểm t (LV_{it}) nên bằng tỷ lệ đòn bẩy mục tiêu (LV_{it}^*). Phương trình (1) mô tả ước tính về tỷ lệ đòn bẩy mục tiêu của mỗi doanh nghiệp, được xác định là tỷ lệ nợ mà các doanh nghiệp sẽ lựa chọn khi không có sự bất cân xứng về thông tin và các yếu tố chi phí điều chỉnh, giao dịch. Tuy nhiên, doanh nghiệp có thể điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu từng phần khi chi phí điều chỉnh là tốn kém, được thiết lập như sau:

$$(LV_{it} - LV_{it-1}) = \delta_{it}(LV_{it}^* - LV_{it-1}) \quad (2)$$

Ở đây, δ_{it} quy định tốc độ điều chỉnh của tỷ lệ đòn bẩy mục tiêu, bắt đầu từ tỷ lệ của năm trước (LV_{it-1}). Sự tồn tại của chi phí điều chỉnh được thể hiện bởi việc giới hạn $|\delta_{it}| < 1$, điều này thể hiện khi LV_{it} tiến đến LV_{it}^* thì t tiến đến ∞ . Ngược lại, nếu $\delta_{it} = 1$, khi đó tất cả các điều chỉnh sẽ được thực hiện ngay lập tức và tỷ lệ đòn bẩy của doanh nghiệp luôn ở mức mục tiêu. Khi có chi phí điều chỉnh, tức mong đợi $\delta_{it} < 1$, khi đó, một doanh nghiệp sẽ không hoàn toàn điều chỉnh theo gian đoạn $t-1$ đến t . Cuối cùng, nếu $\delta_{it} > 1$, khi đó, một doanh nghiệp sẽ đang điều chỉnh hơn mức cần thiết và vẫn chưa đạt đến cấu trúc vốn mục tiêu.

Để giải thích tốc độ điều chỉnh, giả định rằng δ_{it} thay đổi theo thời gian và là một hàm tuyến tính của một số hạng không đổi và một số biến giải thích đã được xác định. Các đặc điểm về giới tính của nhân sự quản lý cấp cao ảnh hưởng đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn được ký hiệu bằng đại lượng vô hướng Q_{it} theo phương trình sau:

$$\delta_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} \quad (3)$$

Để các ước tính có thể xử lý được, các yếu tố quyết định khác nhau của tốc độ điều chỉnh được áp dụng riêng biệt tại một thời điểm. Vì thế, Q_{it} không phải là một vectơ mà là một đại lượng vô hướng. Trong trường hợp các biến giới tính của nhân sự quản lý cấp cao quyết định tốc độ điều chỉnh, quy trình này sẽ tránh được những vấn đề đa cộng tuyến tiềm ẩn.

Viết lại phương trình (2), xử lý cấu trúc vốn mục tiêu LV_{it}^* như là một phương trình tuyến tính phụ thuộc vào các yếu tố quyết định cấu trúc vốn theo phương trình (1) và thay thế các đặc điểm kỹ thuật tuyến tính từ phương trình (3), ta có:

$$\begin{aligned} LV_{it} &= (1 - \delta_{it})LV_{it-1} + \delta_{it}LV_{it}^* + u_{it} \\ &= (1 - \beta_0 - \beta_1 Q_{it})LV_{it-1} + (\beta_0 + \beta_1 Q_{it}) \times \left(\sum_{j=1}^L \alpha_j Y_{jit} \right) + u_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

Trong đó, u_{it} là sai số thống kê với giá trị trung bình bằng 0 và phương sai không đổi. Khai triển phương trình (4) và lưu ý các ước tính đều được thực hiện với dữ liệu bảng, nhóm tác giả thu được phương trình dùng để nghiên cứu thực nghiệm như sau:

$$LV_{it} = (1 - \beta_0)LV_{it-1} - \beta_1 Q_{it} LV_{it-1} + \beta_0 \sum_{j=1}^L \alpha_j Y_{jit} + \beta_1 \sum_{j=1}^L \alpha_j Q_{it} Y_{jit} + \gamma_t + f_i + u_{it}$$

Trong đó: LV_{it} : Tỷ lệ đòn bẩy mục tiêu của năm t ;

LV_{it-1} : Tỷ lệ đòn bẩy mục tiêu của năm $t-1$;

Q_{it} : Tập hợp các biến độc lập bao gồm giới tính của CEO (ceo_gen), tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị ($female$);

Y_{jit} : Tập hợp các biến kiểm soát bao gồm biến giả đại diện trình độ học vấn của CEO là đại học (ceo_dh), biến giả đại diện trình độ học vấn sau đại học của CEO (ceo_sd), chuyên môn kinh tế của CEO (ceo_eco), khả năng sinh lời (roa), quy mô doanh nghiệp (size), tính thanh khoản (liq), tốc độ tăng trưởng (grow), tỷ lệ tài sản hữu hình (tang), và tuổi của doanh nghiệp (fage);

u_{it} : Thành phần phương sai của mô hình; Và β_1 : Hệ số thể hiện sự tương tác giữa các biến quyết định tốc độ điều chỉnh (Q_{it}) và tỷ lệ đòn bẩy trễ (LV_{it-1}). Chú ý rằng, *dấu trước hệ số β_1 là dấu âm nên kết quả hồi quy thu được sẽ được kết luận với dấu ngược lại*. Các CEO có trình độ học vấn cao và chuyên môn kinh tế thường tự tin và quyết đoán hơn; vì vậy, điều chỉnh cấu trúc vốn nhanh hơn. Các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao có thể dùng nhiều đòn bẩy (do tiếp cận vốn tốt hơn) hoặc ít đòn bẩy (do có đủ tiền cho đầu tư). Các doanh nghiệp có quy mô lớn, tính thanh khoản cao, tăng trưởng tốt, nhiều tài sản hữu hình và có nhiều năm hoạt động kinh doanh sẽ tiếp cận được vốn dễ hơn, chi phí vay thấp hơn nên có xu hướng dùng nhiều đòn bẩy.

Trong phương trình (5), y_t : Hiệu ứng thời gian cụ thể; và f_t : Hiệu ứng doanh nghiệp được tạo ra bởi các biến giả thời gian theo năm và doanh nghiệp. Tác động cụ thể của doanh nghiệp là không quan sát được nhưng có tác động đáng kể đến cấu trúc vốn. Bên cạnh đó, các tác động thời gian thay đổi theo thời gian nhưng giống nhau đối với tất cả các doanh nghiệp trong một năm nhất định, chủ yếu là do các yếu tố của toàn nền kinh tế nằm ngoài tầm kiểm soát của doanh nghiệp.

Bảng 1.

Định nghĩa các biến

Ký hiệu	Tên biến	Định nghĩa	Nguồn tham chiếu
LV	Tỷ lệ đòn bẩy	Tỷ lệ tổng nợ/Tổng tài sản	Drobtetz và Wanzenried (2006), Ho và cộng sự (2021).
ceo_gen	Giới tính của CEO	Nam = 0, Nữ = 1	Sardo và cộng sự (2022), Ullah và cộng sự (2020a).
female	Tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị	Số thành viên nữ/Tổng số thành viên hội đồng quản trị	Adams và Ferreira (2009), Gul và cộng sự (2011).
ceo_dh	CEO có trình độ đại học	Nhận giá trị 1 khi CEO có bằng đại học, ngược lại nhận giá trị 0	Shan và cộng sự (2020).
ceo_sd	CEO có trình độ sau đại học	Nhận giá trị 1 khi CEO có bằng thạc sĩ trở lên, ngược lại nhận giá trị 0	
ceo_eco	Chuyên môn kinh tế của CEO	Ngành kinh tế = 1, không phải ngành kinh tế = 0	
roa	Khả năng sinh lời	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	Drobtetz và Wanzenried (2006), Ho và cộng sự (2021).
size	Quy mô doanh nghiệp	Logarit tổng tài sản của doanh nghiệp	
liq	Tính thanh khoản	Tỷ lệ tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	
grow	Tốc độ tăng trưởng	(Tài sản năm sau – Tài sản năm trước)/Tài sản năm trước	
tang	Tài sản hữu hình	Tỷ lệ tài sản cố định/Tổng tài sản	
fage	Tuổi của doanh nghiệp	Logarit tự nhiên của số năm từ khi thành lập đến năm 2020	

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu về bảng báo cáo tài chính được thu thập từ năm 2008 đến năm 2020 của 599 doanh nghiệp thông qua hệ thống dữ liệu tài chính FiinPro Platform được khai thác tại Trường Đại học Ngoại thương, thông tin về đặc điểm giám đốc điều hành, hội đồng quản trị được cung cấp bởi Công ty Cổ phần Tài Việt (Vietstock). Tuy nhiên, để phù hợp với mô hình và phương pháp nghiên cứu, nhóm tác giả tiến hành xử lý và loại bỏ một số doanh nghiệp cụ thể như sau:

- Các doanh nghiệp không có đầy đủ thông tin hoặc thông tin không hợp lệ sẽ bị loại trừ khỏi dữ liệu nghiên cứu để tránh làm ảnh hưởng đến chất lượng kết quả khảo sát và phân tích sau cùng.

- Loại bỏ tất cả các doanh nghiệp trong ngành tài chính - ngân hàng, vì các doanh nghiệp trong ngành này có các loại hình kinh doanh đặc thù riêng, có các quy định về quản trị doanh nghiệp cũng như theo quy định về lập và trình bày báo cáo hiện hành. Vì vậy, báo cáo tài chính của các doanh nghiệp trong ngành tài chính - ngân hàng không hoàn toàn phù hợp với báo cáo tài chính của các doanh nghiệp thuộc các ngành khác.

Sau khi làm sạch dữ liệu, nhóm tác giả thu được mẫu nghiên cứu cuối cùng gồm 599 doanh nghiệp với 6.138 quan sát trong giai đoạn nghiên cứu từ năm 2008 đến năm 2020. Nhóm tác giả dùng kỹ thuật loại bỏ các giá trị ngoại lai lớn nhất và nhỏ nhất (Winsorization) để loại bỏ các biến có giá trị quá khác biệt với các quan sát còn lại mà không thay đổi số quan sát. Vì giá trị ngoại lai thường là các giá trị lớn nhất hoặc nhỏ nhất trong biến nên đối với các quan sát có giá trị bé hơn bách phân vị (Percentile) thứ 3 sẽ được thay thế bằng giá trị ở bách phân vị thứ 3, và các giá trị lớn hơn bách phân vị thứ 97 sẽ được thay thế bằng giá trị bách phân vị thứ 97[†].

3.3. Kỹ thuật hồi quy

Nhóm tác giả sử dụng cả bốn phương pháp hồi quy OLS, FEM, REM và GMM để ước lượng phương trình thực nghiệm (5). Các nghiên cứu về kinh tế lượng cho thấy phương pháp OLS sẽ không hiệu quả khi không giải quyết được vấn đề nội sinh và sự buộc chặt giữa các đơn vị chéo trong bảng dữ liệu. Do đó, mô hình FEM để khắc phục và mô hình REM nhằm tìm kiếm sự khác biệt giữa hai phương pháp và ước lượng những yếu tố tác động không thể quan sát được của doanh nghiệp nhưng vẫn cần phải kiểm soát chúng trong khuôn khổ động. Tuy nhiên, có một vấn đề khác nảy sinh bởi các biến khi không ngoại sinh hoàn toàn. *Thứ nhất*, đòn bẩy có thể tác động ngược trở lại các biến độc lập như: Khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp, tính thanh khoản... *Thứ hai*, cả đòn bẩy và các biến độc lập có thể chịu sự tác động của một yếu tố nào đó khác. Cả đòn bẩy và các biến về đặc điểm tài chính của doanh nghiệp hiện tại (Khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp, tính thanh khoản...) đều có thể chịu tác động của giá trị đòn bẩy trong quá khứ. Các vấn đề nội sinh này sẽ được giải quyết bằng kỹ thuật ước lượng GMM hai bước hệ thống. Kỹ thuật này sẽ cung cấp các ước tính tham số nhất quán khi có sự tồn tại của các giá trị trễ và nhiễu hay giải quyết được vấn đề nội sinh trong mô hình. Phương trình (5) sẽ được thực hiện hồi quy thực nghiệm thông qua GMM, theo đó, độ trễ thứ hai sẽ được sử dụng nhằm đáp ứng được yêu cầu thống kê, đảm bảo sự nhất quán của các tham số. Ngoài ra, công cụ ước lượng GMM hai bước sẽ được sử dụng để suy luận các kết quả trong mô hình theo khuyến nghị của Arellano và Bond (1991). Công cụ này sẽ giúp đánh giá được tính phù hợp và hiệu quả của mô hình thông qua kiểm định Hansen và AR2, đồng thời, công cụ ước tính GMM cũng

[†] Nhóm tác giả đã thử hồi quy khi loại bỏ giá trị ngoại lai ở các cặp bách phân vị 5 và 95; 10 và 90 và đều nhận được các kết quả nghiên cứu chính tương tự.

sẽ loại bỏ được các hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan trong mô hình. Biến công cụ là các biến trễ 2 năm của biến tỷ lệ nợ và các biến đặc điểm tài chính của doanh nghiệp. Các biến giới tính CEO, tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị, trình độ học vấn CEO (đại học, sau đại học) và chuyên môn CEO là các biến ngoại sinh.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả của các biến trong mô hình hồi quy. Theo bảng số liệu, ta thấy biến tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (LV) của doanh nghiệp có giá trị trung bình là 0,485; giá trị nhỏ nhất là 0,074; và giá trị lớn nhất là 0,852. Điều này cho thấy có sự chênh lệch tương đối giữa tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của các doanh nghiệp trong mẫu dữ liệu. Giới tính của CEO (ceo_gen) có giá trị trung bình 0,931, do đó, nam giới sẽ chiếm phần lớn trong vị trí CEO của các doanh nghiệp trong mẫu dữ liệu được thu thập. Tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị (female) có giá trị trung bình đạt 0,139; giá trị lớn nhất là 0,5; và giá trị nhỏ nhất đạt 0, có thể thấy nữ giới chỉ chiếm một phần nhỏ trong hội đồng quản trị. CEO có trình độ học vấn là đại học chiếm phần lớn với 71,2%; CEO có trình độ sau đại học là 24,4%.

Bảng 2.

Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
LV	6.138	0,485	0,219	0,074	0,852
ceo_gen	6.138	0,931	0,253	0,000	1,000
female	6.138	0,139	0,157	0,000	0,500
ceo_dh	6.138	0,712	0,453	0,000	1,000
ceo_sd	6.138	0,244	0,429	0,000	1,000
ceo_eco	6.138	0,545	0,498	0,000	1,000
roa	6.138	0,066	0,063	-0,035	0,240
size	6.138	27,050	1,430	24,353	30,253
liq	6.138	2,119	1,785	0,574	8,870
grow	6.138	0,116	0,229	-0,227	0,822
tang	6.138	0,263	0,207	0,006	0,778
fage	6.138	3,020	0,646	1,609	4,043

Bên cạnh đó, khả năng sinh lời (roa) có giá trị trung bình 0,066; giá trị nhỏ nhất là -0,035; lớn nhất là 0,240. Tính thanh khoản (liq) có giá trị trung bình 2,119 với độ lệch chuẩn 1,785; giá trị lớn nhất có giá trị 8,870; và giá trị nhỏ nhất là 0,574. Sự chênh lệch giữa doanh nghiệp có khả năng thanh toán tốt nhất và xấu nhất khá lớn. Giữ tỷ số thanh toán hiện hành cao là một chính sách nhằm hạn chế rủi ro thanh khoản, đồng thời đem lại niềm tin cho cổ đông và nhà cung cấp khi họ nhìn thấy nguồn lực tài chính vững mạnh của doanh nghiệp. Tỷ lệ tài sản hữu hình (tang) trung bình là 0,263; giá trị nhỏ nhất là 0,006; và giá trị lớn nhất là 0,778.

4.2. Kết quả hồi quy và thảo luận

Kết quả hồi quy ở Bảng 3 cho thấy tác động của giới tính của CEO đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 5% ở cả 4 kỹ thuật ước lượng khác nhau. Ở phương trình (5), dấu trước các hệ số của biến tương tác quy định tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn là âm nên kết quả thực nghiệm được đối dấu để phù hợp với ý nghĩa kinh tế. Ví dụ, hệ số hồi quy của biến tương tác giữa giới tính CEO (ceo_gen) và LV_{it-1} ở mô hình GMM là $-0,061$, thì tức là ceo_gen tác động cùng chiều đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn với độ lớn của hệ số là $0,061$. Vì ceo_gen là biến giả nhận giá trị là 0 đối với CEO nam và 1 đối với CEO nữ, nên kết quả nghiên cứu này cho thấy các doanh nghiệp có CEO nữ sẽ điều chỉnh cấu trúc vốn nhanh hơn và linh hoạt hơn đến cấu trúc vốn mục tiêu so với doanh nghiệp có CEO nam. Kết quả này phù hợp với giả thuyết H_1 . Bên cạnh đó, Bảng 3 cũng cho thấy tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị có mối quan hệ cùng chiều với tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn với mức ý nghĩa 1% và đều có ý nghĩa thống kê ở cả 4 mô hình. Tiến hành đối dấu theo phương trình (5) thì hệ số hồi quy của biến tương tác giữa female và LV_{it-1} ở tất cả các mô hình hồi quy đều mang dấu dương. Điều này cho thấy trong hội đồng quản trị mà tỷ lệ thành viên nữ càng nhiều thì tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn càng nhanh. Kết quả nghiên cứu này hoàn toàn phù hợp với kết quả nhóm tác giả vừa tìm thấy là doanh nghiệp có CEO là nữ thì tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn nhanh hơn. Các kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả cũng phù hợp với các nghiên cứu về lãnh đạo nữ trong doanh nghiệp như: Adams và Ferreira (2009), Gul và cộng sự (2011), Khan và Vieito (2013), Zeng và Wang (2015). Các nghiên cứu trước đây đều chỉ ra rằng nữ lãnh đạo có xu hướng ưa thích sự an toàn, ổn định và hạn chế rủi ro. Vì vậy, doanh nghiệp có CEO và nhiều thành viên hội đồng quản trị là nữ sẽ hướng đến cấu trúc vốn tối ưu nhiều hơn để đảm bảo tính ổn định và tối ưu như đặc điểm tính cách của họ. Hơn nữa, chính vì nữ lãnh đạo ưa chuộng sự an toàn nên doanh nghiệp của họ có rủi ro thấp hơn so với doanh nghiệp có lãnh đạo là nam giới (Faccio và cộng sự, 2016). Với đặc điểm giới tính này, doanh nghiệp có CEO là nữ và nhiều thành viên hội đồng quản trị là nữ sẽ có uy tín hơn trước các nhà đầu tư, các ngân hàng có sự linh hoạt hơn, chủ động hơn để có thể điều chỉnh cấu trúc vốn một cách tối ưu.

Kết quả từ Bảng 3 cũng cho thấy rằng biến giả đại diện cho chuyên môn kinh tế của CEO (ceo_eco) có tác động cùng chiều (sau khi đối dấu) đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn với ý nghĩa thống kê ở mức 5% với phương pháp hồi quy GMM và mức ý nghĩa thống kê 10% ở phương pháp hồi quy OLS. Điều này hàm ý rằng CEO có chuyên môn về kinh tế sẽ xử lý thông tin tốt hơn, kỹ lưỡng hơn và dự đoán tốt hơn; vì vậy, họ đưa ra các quyết định điều chỉnh cấu trúc vốn quyết đoán và nhanh hơn. Khả năng sinh lời (roa) của doanh nghiệp có ý nghĩa thống kê là 1% và biến này có tác động ngược chiều đến đòn bẩy tài chính. Các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao sẽ có nhiều hơn nguồn vốn từ lợi nhuận giữ lại và vì vậy, tỷ lệ nợ giảm xuống. Quy mô doanh nghiệp (size) có tác động cùng chiều đến tỷ lệ nợ ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy quy mô của doanh nghiệp càng lớn thì tỷ lệ nợ càng cao. Điều này cũng phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn. Quy mô lớn hơn có mức độ bao phủ thông tin cao hơn, được công bố rộng rãi và do đó tiếp cận nợ dễ dàng hơn với chi phí thấp hơn, nên doanh nghiệp vay được nhiều hơn. Tính thanh khoản (liq) của doanh nghiệp có ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ lệ nợ. Doanh nghiệp có tính thanh khoản cao có thể là do nhiều tiền mặt và các khoản tương đương tiền, vì thế, họ sẽ ưu tiên sử dụng những vốn nội bộ này thay vì vay nợ bên ngoài. Tốc độ tăng trưởng (grow) của doanh nghiệp tác động tích cực đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp, do các doanh nghiệp với tốc độ tăng trưởng cao dễ dàng tiếp cận nguồn tài trợ mới vì tạo được niềm tin cho các chủ nợ. Các biến còn lại có ý nghĩa thống kê không thống nhất ở các mô hình hồi quy nên các tác động chưa đủ tin cậy để phân tích.

Bảng 3.

Ảnh hưởng của giới tính nhân sự quản lý cấp cao đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp

Biến nghiên cứu	(1) OLS	(2) FE	(3) RE	(4) GMM
LV _{it-1}	0,712*** [19,29]	0,437*** [10,64]	0,670*** [17,68]	0,810*** [79,64]
ceo_gen x LV _{it-1}	-0,061** [-2,26]	-0,063** [-2,14]	-0,062** [-2,21]	-0,003 [-0,25]
female x LV _{it-1}	-0,109*** [-2,81]	-0,092** [-2,11]	-0,116*** [-2,91]	-0,171*** [-18,49]
ceo_dh x LV _{it-1}	0,010 [0,36]	0,000 [0,01]	0,013 [0,45]	-0,056*** [-6,50]
ceo_sd x LV _{it-1}	0,008 [0,28]	0,001 [0,02]	0,011 [0,36]	-0,064*** [-6,93]
ceo_eco x LV _{it-1}	-0,021* [-1,74]	0,020 [1,47]	-0,017 [-1,33]	-0,006 [-1,03]
roa	-0,566*** [-5,61]	-0,648*** [-6,27]	-0,627*** [-6,15]	-0,686*** [-23,88]
size	0,005*** [2,81]	0,040*** [13,66]	0,007*** [3,86]	0,004*** [7,78]
liq	-0,020*** [-5,26]	-0,031*** [-8,08]	-0,022*** [-5,75]	-0,018*** [-25,99]
grow	0,219*** [8,58]	0,198*** [8,24]	0,220*** [8,75]	0,257*** [51,14]
tang	-0,011 [-0,41]	-0,052 [-1,40]	-0,017 [-0,58]	-0,024*** [-3,04]
fage	0,020** [2,02]	0,002 [0,17]	0,019* [1,84]	0,038*** [13,86]
ceo_gen x roa	0,171*** [2,75]	0,118* [1,69]	0,172*** [2,69]	0,270*** [12,66]
ceo_gen x size	-0,002** [-2,14]	-0,002 [-1,38]	-0,002** [-2,07]	-0,000 [-1,23]
ceo_gen x liq	0,006** [2,03]	0,008*** [2,90]	0,006** [2,00]	0,007*** [9,90]
ceo_gen x grow	-0,032* [-1,86]	-0,025 [-1,57]	-0,033* [-1,95]	-0,081*** [-20,42]
ceo_gen x tang	0,011 [0,55]	0,030 [1,13]	0,016 [0,73]	0,009* [1,81]
ceo_gen x fage	0,003 [0,47]	-0,007 [-0,77]	0,003 [0,39]	-0,007*** [-4,27]
female x roa	0,185* [1,90]	-0,033 [-0,31]	0,170* [1,70]	0,292*** [8,60]
female x size	0,002 [-0,12]	-0,000 [0,91]	0,002 [-0,07]	-0,000 [-1,02]
female x liq	-0,011*** [-2,62]	-0,004 [-0,98]	-0,010** [-2,41]	-0,014*** [-15,01]

Biến nghiên cứu	(1) OLS	(2) FE	(3) RE	(4) GMM
female x grow	−0,048* [−1,79]	−0,024 [−0,94]	−0,047* [−1,77]	−0,079*** [−10,70]
female x tang	−0,022 [−0,74]	−0,041 [−1,07]	−0,026 [−0,82]	−0,041*** [−2,83]
female x fage	0,003 [0,28]	0,025* [1,89]	0,006 [0,57]	0,034*** [10,20]
ceo_dh x roa	−0,100 [−1,24]	−0,110 [−1,38]	−0,089 [−1,10]	−0,149*** [−7,21]
ceo_dh x size	−0,011 [1,42]	0,007 [−0,00]	−0,008 [1,13]	−0,028*** [13,52]
ceo_dh x liq	0,000 [0,29]	−0,001 [−0,57]	0,000 [0,13]	0,002*** [4,41]
ceo_dh x grow	−0,015 [−0,77]	−0,031* [−1,69]	−0,017 [−0,88]	0,010** [2,47]
ceo_dh x tang	−0,024 [−1,11]	−0,032 [−1,23]	−0,028 [−1,24]	−0,000 [−0,04]
ceo_dh x fage	−0,011 [−1,43]	0,007 [0,86]	−0,008 [−1,06]	−0,028*** [−12,19]
ceo_sd x roa	−0,228*** [−2,64]	−0,205** [−2,39]	−0,215** [−2,48]	−0,273*** [−13,76]
ceo_sd x size	0,002 [1,60]	−0,007 [−0,01]	0,002 [1,29]	0,004*** [12,73]
ceo_sd x liq	0,001 [0,55]	0,003 [1,02]	0,002 [0,58]	−0,003*** [−5,35]
ceo_sd x grow	−0,031 [−1,47]	−0,051*** [−2,58]	−0,033 [−1,61]	−0,006 [−1,22]
ceo_sd x tang	−0,032 [−1,36]	−0,029 [−1,04]	−0,036 [−1,48]	−0,015*** [−2,59]
ceo_sd x fage	−0,011 [−1,30]	0,007 [0,74]	−0,008 [−0,95]	−0,019*** [−8,39]
ceo_eco x roa	0,086*** [2,65]	0,036 [1,04]	0,082** [2,48]	0,120*** [9,85]
ceo_eco x size	0,000 [1,01]	−0,001* [−1,65]	0,000 [0,70]	0,000* [1,73]
ceo_eco x liq	−0,004*** [−3,13]	−0,003* [−1,91]	−0,004*** [−3,03]	−0,002*** [−4,80]
ceo_eco x grow	0,005 [0,59]	0,011 [1,44]	0,006 [0,75]	−0,016*** [−6,18]
ceo_eco x tang	−0,024*** [−2,62]	−0,002 [−0,15]	−0,023** [−2,31]	−0,049*** [−16,28]
ceo_eco x fage	−0,000 [−0,12]	0,003 [0,91]	−0,000 [−0,07]	−0,001 [−1,02]

Biến nghiên cứu	(1) OLS	(2) FE	(3) RE	(4) GMM
Giá trị p của kiểm định Wald		0,000	0,000	
Giá trị p của kiểm định Hausman		0,000		
Giá trị p của kiểm định F	0,000		0,000	
Giá trị p của kiểm định F mô hình ảnh hưởng cố định		0,000		
Biến giả theo năm	Có	Có	Có	Có
Biến giả theo ngành	Có	Có	Có	Có
Số lượng công cụ				949
Số lượng quan sát	6.138	6.138	6.138	6.138
Số lượng nhóm		599	599	599
Giá trị p của kiểm định Hansen				1,000
Giá trị p của kiểm định AR(2)				0,947

Ghi chú: Các số liệu trong ngoặc vuông [] là thống kê t;

*, **, ***, lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

4.3. Tác động của giới tính nhân sự quản lý cấp cao đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn theo quy mô doanh nghiệp

Theo Zona và cộng sự (2013), quy mô doanh nghiệp có thể tạo điều kiện hoặc hạn chế các hoạt động của doanh nghiệp, chẳng hạn như: Việc ra quyết định, xử lý thông tin nhóm và đổi mới doanh nghiệp. Do đó, nhóm tác giả quyết định phân tích mối quan hệ giữa giới tính nhân sự quản lý cấp cao với tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn phân theo quy mô của doanh nghiệp. Nhóm tác giả chia mẫu dữ liệu thành ba phần tương ứng với quy mô nhỏ, vừa và lớn. Những quan sát được xem là quy mô nhỏ nếu logarit tự nhiên của tổng tài sản bé hơn bách phân vị thứ 25, quan sát được xem là quy mô vừa nếu logarit tự nhiên của tổng tài sản nằm trong khoảng bách phân vị thứ 25 và 75, những quan sát lớn hơn bách phân vị thứ 75 được xem là quy mô lớn. Kết quả hồi quy tại Bảng 4 cho thấy đối với những doanh nghiệp nhỏ, hệ số hồi quy của biến tương tác giữa giới tính của CEO (ceo_gen) và LV_{it-1} có xu hướng ý nghĩa thống kê tốt hơn^{*}. Điều này cho thấy rằng doanh nghiệp nhỏ có CEO nữ có tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn nhanh hơn so với các CEO nam ở trong các mô hình hồi quy OLS, FE, RE. Điều này có thể là do các doanh nghiệp nhỏ có thể thực hiện các sáng tạo, đổi mới nhanh hơn và ra quyết định nhanh hơn. Đối với những doanh nghiệp vừa và lớn, những đặc điểm của CEO không còn tác động rõ rệt đến cấu trúc vốn, mặc dù dấu của kết quả hồi quy thể hiện những tác động như kỳ vọng, tuy nhiên các hệ số p-value không còn phù hợp. Bởi lẽ những doanh nghiệp vừa và lớn thì quy trình ra quyết định của CEO có thể bị kiểm soát và quá trình thực thi có thể phức tạp hơn do có sự tham gia của nhiều bên, nhiều tầng quản lý làm giảm đi sự linh hoạt của CEO đến các quyết định của doanh nghiệp.

^{*} Để trình bày kết quả ngắn gọn thuận tiện cho người đọc, nghiên cứu chỉ trình bày kết quả hồi quy của các biến chính.

Bảng 4.

Ảnh hưởng của giới tính nhân sự quản lý cấp cao đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn theo quy mô doanh nghiệp

Biến nghiên cứu	Doanh nghiệp nhỏ				Doanh nghiệp vừa				Doanh nghiệp lớn			
	OLS	FE	RE	GMM	OLS	FE	RE	GMM	OLS	FE	RE	GMM
LV_{it-1}	0,724*** [11,19]	0,488*** [7,86]	0,625*** [10,09]	0,716*** [19,40]	0,787*** [21,84]	0,472*** [11,45]	0,669*** [17,94]	0,855*** [87,95]	0,678*** [11,62]	0,454*** [6,78]	0,646*** [10,96]	0,864*** [22,45]
$ceo_gen \times LV_{it-1}$	— 0,497*** [−6,34]	— 0,372*** [−5,11]	— 0,442*** [−5,98]	−0,039 [−0,72]	−0,048 [−1,19]	−0,068 [−1,55]	−0,045 [−1,05]	0,044*** [3,36]	−0,113** [−2,48]	−0,000 [−0,001]	−0,082* [−1,73]	−0,165*** [−4,33]
$female \times LV_{it-1}$	−0,079 [−0,91]	−0,026 [−0,28]	−0,118 [−1,33]	— 0,183*** [−2,80]	−0,122** [−2,25]	−0,044 [−0,71]	−0,119** [−2,04]	−0,181*** [−6,96]	0,145* [1,94]	−0,122 [−1,38]	0,064 [0,80]	0,100*** [2,59]
$ceo_dh \times LV_{it-1}$	−0,056 [−0,85]	−0,128** [−2,08]	−0,097 [−1,56]	−0,036 [−0,85]	−0,010 [−0,26]	−0,020 [−0,48]	−0,011 [−0,29]	−0,083*** [−6,53]	0,130** [2,25]	0,016 [0,24]	0,101* [1,72]	−0,054 [−1,24]
$ceo_sd \times LV_{it-1}$	0,107 [1,52]	0,014 [0,21]	0,055 [0,82]	0,167*** [3,65]	−0,050 [−1,22]	−0,056 [−1,24]	−0,050 [−1,18]	−0,180*** [−12,82]	0,097 [1,57]	−0,032 [−0,46]	0,055 [0,89]	−0,086** [−2,14]
$ceo_eco \times LV_{it-1}$	−0,025 [−0,84]	−0,001 [−0,02]	−0,014 [−0,46]	−0,046* [−1,66]	0,010 [0,57]	0,022 [1,15]	0,006 [0,36]	0,028*** [2,80]	−0,078*** [−3,49]	0,032 [1,21]	−0,057** [−2,36]	−0,064*** [−4,36]
Giá trị p của kiểm định Wald		0,000	0,000			0,000	0,000			0,000	0,000	
Giá trị p của kiểm định Hausman		0,000				0,000				0,000		
Giá trị p của kiểm định F	0,000		0,000		0,000		0,000		0,000		0,000	

Biến nghiên cứu	Doanh nghiệp nhỏ				Doanh nghiệp vừa				Doanh nghiệp lớn			
	OLS	FE	RE	GMM	OLS	FE	RE	GMM	OLS	FE	RE	GMM
Giá trị p của kiểm định F mô hình ảnh hưởng cố định		0,000				0,000				0,000		
Biến giả theo năm	Có	Không	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Không	Có	Có
Biến giả theo ngành	Có	Không	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Không	Có	Có
Số lượng công cụ				783				900				810
Số lượng quan sát	1.534	1.534	1.534	1.534	3.070	3.070	3.070	3.070	1.534	1.534	1.534	1.534
Số lượng nhóm		227	227	227		435	435	435		228	228	228
Giá trị p của kiểm định Hansen				1,000				1,000				1,000
Giá trị p của kiểm định AR(2)				0,385				0,148				0,059

Ghi chú: Các số liệu trong ngoặc vuông [] là thống kê t.

*, **, ***, lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

5. Kết luận và hàm ý quản trị

Bài viết này nghiên cứu về ảnh hưởng của giới tính nhân sự quản lý cấp cao đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Với mẫu gồm 599 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2008–2020, kết quả nghiên cứu cho thấy doanh nghiệp có CEO là nữ và tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị càng lớn thì có độ điều chỉnh cấu trúc vốn hướng đến mục tiêu càng cao. Bên cạnh đó, các phân tích mở rộng cho thấy quy mô của doanh nghiệp cũng ảnh hưởng đến mối quan hệ này, các doanh nghiệp có quy mô nhỏ thì mối quan hệ càng chặt chẽ. Kết quả nghiên cứu đã mang đến những hàm ý chính sách như sau:

- *Thứ nhất*, doanh nghiệp cần tận dụng lợi thế về uy tín của các nhà quản trị nữ trong điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Dựa trên kết quả nghiên cứu có thể thấy nhà quản trị nữ cũng như số lượng thành viên nữ trong hội đồng quản trị có ảnh hưởng tích cực đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn. Các nhân sự quản lý cấp cao là nữ được đánh giá là kỹ lưỡng và đáng tin cậy hơn. Do đó, xây dựng đội ngũ các nhà quản trị với tỷ lệ nam nữ hợp lý sẽ ảnh hưởng nhiều đến giá trị hoạt động của doanh nghiệp vì các nhà quản trị nữ dễ dàng tiếp cận hơn với nợ và vốn chủ sở hữu.

- *Thứ hai*, doanh nghiệp cần tạo cơ chế bình đẳng để nhân viên nữ phát triển và nắm giữ các vị trí lãnh đạo tại doanh nghiệp, loại bỏ các rào cản mang tính định kiến đối với nữ giới trong hoạt động quản lý. Thực tế cho thấy nữ giới ít khi được bổ nhiệm vị trí CEO và tỷ lệ nữ giới trong hội đồng quản trị của các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay khá thấp. Để một doanh nghiệp có CEO nữ đạt năng lực quản trị tốt và tăng tỷ lệ nữ trong hội đồng quản trị, trước hết, các công ty cần xây dựng văn hóa doanh nghiệp hướng tới bình đẳng giới vì từ trước đến nay vẫn còn những rào cản nhất định hạn chế phụ nữ phát huy tối đa năng lực của họ. Do đó, việc này sẽ giúp công ty đánh giá nam và nữ một cách khách quan và bình đẳng, từ đó mang đến cho phụ nữ có nhiều cơ hội hơn để tiếp cận vào những vị trí này. Cụ thể hơn, phải đảm bảo rằng phụ nữ được giao các trách nhiệm tương tự như nam giới trong sự nghiệp của họ hoặc thực hiện một kế hoạch đào tạo đặc biệt, bằng cách các bộ phận, chương trình đào tạo của công ty có thể trực tiếp giúp đỡ các nữ nhân viên tài năng và có tiềm năng, cung cấp cho họ cơ hội việc làm để tăng năng lực quản trị cũng như mở rộng mối quan hệ.

Lời cảm ơn

Bài viết này là sản phẩm của đề tài khoa học và công nghệ cấp Cơ sở của Trường Đại học Ngoại thương, mã số NTCS2021-25.

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. doi: 10.1016/j.jfineco.2008.10.007
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297.
- Coen, S., & Banister, E. (2012). *What a Difference Sex and Gender Make: A Gender, Sex and Health Research Casebook*. Canada: CIHR Institute of Gender and Health.

- Devos, E., Rahman, S., & Tsang, D. (2017). Debt covenants and the speed of capital structure adjustment. *Journal of Corporate Finance*, 45, 1–18.
- Drobetz, W., & Wanzenried, G. (2006). What determines the speed of adjustment to the target capital structure?. *Applied Financial Economics*, 16(13), 941–958. doi: 10.1080/09603100500426358
- Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193–209. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2004). The effect of market conditions on capital structure adjustment. *Finance Research Letters*, 1(1), 47–55.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important?. *Financial Management*, 38(1), 1–37.
- Gul, F. A., Srinidhi, B., & Ng, A. C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices?. *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 314–338. doi: 10.1016/j.jacceco.2011.01.005
- Heidari, S., Babor, T. F., de Castro, P., Tort, S., & Curno, M. (2016). Sex and gender equity in research: Rationale for the SAGER guidelines and recommended use. *Gaceta Sanitaria*, 33(2), 203–210.
- Ho, L., Lu, Y., & Bai, M. (2021). Liquidity and speed of leverage adjustment. *Australian Journal of Management*, 46(1), 76–109.
- 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.
- Khan, W. A., & Vieito, J. P. (2013). CEO gender and firm performance. *Journal of Economics and Business*, 67, 55–66. doi: 10.1016/j.jeconbus.2013.01.003
- Khaw, K. L.-H., Liao, J., Tripe, D., & Wongchoti, U. (2016). Gender diversity, state control, and corporate risk-taking: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 39, 141–158. doi: 10.1016/j.pacfin.2016.06.002
- Korkmaz, T., & Erkol, A. Y. (2021). Capital structure adjustment speed: Evidence from Borsa Istanbul sub-sectors. In Burcu Adıgüzel Mercangöz (ed.), *Handbook of Research on Emerging Theories, Models, and Applications of Financial Econometrics* (pp. 437–456). Germany: Springer.
- Lâm Đức Anh. (2021). *Các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu của các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong giai đoạn 2015–2019*. Luận văn thạc sĩ, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.
- Lemma, T. T., & Negash, M. (2014). Determinants of the adjustment speed of capital structure: Evidence from developing economies. *Journal of Applied Accounting Research*, 15(1), 64–99.
- Mirza, S. S., Majeed, M. A., & Ahsan, T. (2020). Board gender diversity, competitive pressure and investment efficiency in Chinese private firms. *Eurasian Business Review*, 10(3), 417–440. doi: 10.1007/s40821-019-00138-5
- Nguyễn Thu Hiền, Trần Duy Thanh, Nguyễn Hải Ngân Hà, Võ Thị Thanh Nhân, & Nguyễn Tiến Thông. (2016). Quản trị công ty và quá trình điều chỉnh động cấu trúc vốn - Quan sát từ các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở TP.HCM*, 11(3), 71–86.

- Öztekin, Ö., & Flannery, M. J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 88–112. doi: 10.1016/j.jfineco.2011.08.014
- Phan Trần Minh Hưng. (2021). *Ảnh hưởng của thanh khoản cổ phiếu đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*. Luận án tiến sĩ, Đại học Đà Nẵng.
- Sardo, F., Vieira, E. S., & Serrasqueiro, Z. (2022). The role of gender and succession on the debt adjustments of family firm capital structure. *Eurasian Business Review*, 12(2), 349–372. doi: 10.1007/s40821-021-00186-w
- Shan, C. M., Ab Razak, N. H., Nassir, A. M., & Yahya, M. H. (2020). CEO age and the dynamic capital structure: Evidence from Malaysia. *Malaysian Journal of Business and Economics (MJBE)*, 2(2). doi: 10.51200/mjbe.v0i0.2106
- Touil, M., & Mamoghli, C. (2020). Institutional environment and determinants of adjustment speed to the target capital structure in the MENA region. *Borsa Istanbul Review*, 20(2), 121–143. doi: 10.1016/j.bir.2019.12.003
- Trần Thị Mười. (2018). *Các điều kiện kinh tế vĩ mô và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn - Bằng chứng ở Việt Nam*. Luận văn, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.
- Ullah, I., Majeed, M. A., Fang, H.-X., & Khan, M. A. (2020a). Female CEOs and investment efficiency: Evidence from an emerging economy. *Pacific Accounting Review*, 32(4), 443–474. doi: 10.1108/PAR-08-2019-0099
- Ullah, I., Zeb, A., Khan, M. A., & Xiao, W. (2020b). Board diversity and investment efficiency: Evidence from China. *Corporate Governance*, 20(6), 1105–1134. doi: 10.1108/CG-01-2020-0001
- Zeng, S., & Wang, L. (2015). CEO gender and corporate cash holdings. Are female CEOs more conservative?. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 22(4), 449–474. doi: 10.1080/16081625.2014.1003568
- Zona, F., Zattoni, A., & Minichilli, A. (2013). A contingency model of boards of directors and firm innovation: The moderating role of firm size. *British Journal of Management*, 24(3), 299–315.