

Ảnh hưởng của thành viên nữ trong hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết

Hoàng Cẩm Trang

Trường Đại học Tôn Đức Thắng - camtrang79@yahoo.com

Võ Văn Nhị

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - nhi_vo1958@yahoo.com

Ngày nhận: 06/09/2014 Ngày nhận lại: 08/10/2014 Ngày duyệt đăng: 01/12/2014 Mã số: 0914-M-05	Tóm tắt Nghiên cứu này xem xét ảnh hưởng của thành viên nữ trong hội đồng quản trị (HDQT) đến hiệu quả hoạt động của 100 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Hà Nội (HNX). Đây là những công ty có giá trị thị trường lớn nhất, đại diện cho 89,74% tổng giá trị vốn hóa thị trường VN tại thời điểm 31/12/2013. Hiệu quả hoạt động của các công ty này được đo lường dựa vào giá trị kế toán và giá trị thị trường của công ty. Kết quả nghiên cứu cho thấy phần trăm của phụ nữ trong HDQT có tương quan dương với hiệu quả hoạt động công ty dựa vào giá trị thị trường nhưng không ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động công ty theo giá trị kế toán. Ngoài ra, nghiên cứu còn phát hiện khi số thành viên nữ trong HDQT từ 3 thành viên trở lên sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động công ty theo giá trị thị trường và giá trị kế toán.
Từ khóa: Thành viên nữ trong hội đồng quản trị, hiệu quả hoạt động công ty. Keywords: Female members in boards of directors, firm performance.	Abstract This paper investigates the impact of female members in board of directors on firm performance of top 100 listed firms on Hồ Chí Minh and Hà Nội stock exchanges, representing 89.74% of the overall market capitalization in Vietnam on Dec. 31, 2013. Measurement of firm performance is based on firms' book value and market value. We find that presence of female directors only has a positive relationship with firm performance regarding its market value and produces no effect on the firm performance based on its book value. Additionally, this study also finds that firms with boards including three or more female directors may improve the firm performance in terms of both book and market values.

1. MỞ ĐẦU

Sự đa dạng giới tính trong ban điều hành công ty đang là vấn đề nhận được nhiều sự quan tâm gần đây. Khảo sát của Deloitte (2013) “Phụ nữ trong ban điều hành: Một khía cạnh toàn cầu” về khuynh hướng đa dạng giới tính của 25 nước trên thế giới cho thấy một số nước đã có các điều luật quy định tỉ lệ của phụ nữ trong ban điều hành công ty. Cụ thể, Na Uy quy định tỷ lệ này tối thiểu 40% và các công ty sẽ bị phạt với mức cao nhất là buộc phải ngừng hoạt động nếu không tuân thủ quy định này. Đây là nước đầu tiên quy định trong văn bản pháp luật (2005) về tỉ lệ giới tính trong ban điều hành công ty. Tương tự, tỉ lệ này ở Tây Ban Nha là 40% từ năm 2015; Hà Lan 30% từ năm 2016; Pháp 20% từ năm 2014 và 40% từ năm 2017; Canada 20% từ năm 2015 và 40% từ năm 2018; Bỉ quy định tối thiểu 1/3 thành viên nữ trong ban điều hành công ty từ năm 2011; Malaysia 30% từ năm 2011, và Ấn Độ quy định ít nhất một phụ nữ trong ban điều hành công ty từ năm 2012. Brazil cũng đang thiết lập tỉ lệ quy định là 40% từ năm 2022 (Deloitte, 2013).

Để đánh giá hệ thống quản trị doanh nghiệp, Tổ chức Hợp tác và Phát triển kinh tế (OECD) đưa ra 5 tiêu chí đó là: Quyền cổ đông, đối xử bình đẳng với cổ đông, vai trò của các bên liên quan, minh bạch công bố thông tin, và trách nhiệm của HĐQT/ban kiểm soát. Trong đó, thành phần HĐQT là biến số quan trọng ảnh hưởng trực tiếp đến chất lượng hệ thống quản trị doanh nghiệp. Báo cáo đánh giá quản trị doanh nghiệp VN gần nhất do Tổ chức Tài chính Quốc tế (IFC), một thành viên của nhóm Ngân hàng Thế giới (WB) công bố năm 2012 chỉ ra nhóm các công ty đạt điểm quản trị doanh nghiệp cao nhất có nhiều thành viên nữ trong HĐQT hơn nhóm các công ty với điểm quản trị thấp nhất (IFC, 2012).

Ngày nay, sự gia tăng của phụ nữ trong ban điều hành công ty đã cho thấy những tiến bộ trong quyền của phụ nữ và sự tham gia của phụ nữ vào các hoạt động kinh tế nhưng vẫn chưa thể hiện rõ vai trò của thành viên nữ trong HĐQT có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động công ty hay không. Do đó, tác giả xem xét mối quan hệ này trong mẫu 100 công ty niêm yết trên HOSE và HNX có giá trị thị trường lớn nhất. Thành viên nữ trong HĐQT được đo lường bởi 2 yếu tố: (1) Phần trăm của thành viên nữ trong HĐQT; và (2) Một biến giả biểu hiện sự hiện diện của 3 thành viên nữ trở lên như là số lượng tới hạn (Critical Mass) (Konrad & Kramer, 2008; Kramer & cộng sự, 2006). Hiệu quả hoạt động của công ty trong nghiên cứu được đo lường dựa vào giá trị kế toán với 3 tiêu chí: Tỉ số lợi nhuận trên tài sản (ROA), tỉ số lợi nhuận trên vốn chủ

sở hữu (ROE), và tỉ suất sinh lời trên vốn dài hạn (ROCE). Hiệu quả hoạt động của công ty cũng được đo lường dựa vào giá trị thị trường của công ty là Tobin's Q (Q). Kết quả của nghiên cứu giúp cho các cơ quan chức năng trong việc hướng tới xác định tỉ lệ quy định phù hợp về số thành viên nữ trong HĐQT các công ty niêm yết; từ đó nâng cao chất lượng của hệ thống quản trị công ty và hiệu quả hoạt động công ty.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

2.1. Cơ sở lý thuyết

Giới tính trong HĐQT đang là vấn đề được tranh luận khá nhiều. Các nhà nghiên cứu ủng hộ sự hiện diện của thành viên nữ trong HĐQT vì phụ nữ có hiểu biết và nắm bắt rất tốt về xu hướng thị trường tiêu dùng và tâm lý khách hàng để đưa ra chiến lược không những cải thiện hoạt động tài chính mà còn giúp ích cho hoạt động xã hội, và cộng đồng (Burke, 2003; Stephenson, 2004). Một số nghiên cứu phát hiện thành viên nữ mang đến nhiều cải tiến và ra quyết định có chất lượng cao hơn. Sự thay đổi quan điểm của xã hội về nữ giới cũng như những quy định pháp luật về bình đẳng giới đã có tác động tích cực trong việc tăng số phụ nữ trong các ban điều hành công ty (Adams & Ferreira, 2009; Kang & cộng sự, 2007). Tuy nhiên, tỉ lệ khá thấp của thành viên nữ trong ban điều hành vẫn tồn tại ở nhiều nơi bao gồm cả nước phát triển và đang phát triển. Theo báo cáo của Deloitte (2013), tỉ lệ này năm 2011 ở Anh là 15% đối với 100 công ty niêm yết có giá trị vốn hóa lớn nhất (chỉ số FTSE 100), Tây Ban Nha là 11,9% đối với 35 công ty niêm yết có giá trị vốn hóa lớn nhất (chỉ số IBEX 35), Ý là 6% đối với các công ty niêm yết có giá trị vốn hóa lớn nhất, ở Hồng Kông là 9,4% đối với mẫu của 75 công ty niêm yết, Ấn Độ 5%, Malaysia 6%, và Singapore 7%. Adams & Ferreira (2009) chỉ ra tỉ lệ thấp của phụ nữ trong HĐQT ở các công ty thể hiện sự hiện diện của phụ nữ trong HĐQT như là để hợp thức hóa việc đa dạng giới tính chứ không có ảnh hưởng trong ban điều hành công ty. Hạn chế này, do đó làm giảm ảnh hưởng của thành viên nữ trong HĐQT đối với việc nâng cao hiệu quả hoạt động công ty.

Các nghiên cứu thực chứng cho thấy mối quan hệ giữa giới tính trong HĐQT và hoạt động công ty có kết quả không đồng nhất. Một số tìm thấy mối quan hệ dương giữa đa dạng giới tính (được đo lường chủ yếu bằng phần trăm thành viên nữ trong HĐQT) và hoạt động tài chính công ty (Campbell & Mínguez-Vera, 2008; Carter & cộng sự, 2003; Mahadeo & Soobaroyen, 2012), trong khi số khác lại không tìm thấy mối quan hệ này (Marinova & cộng sự, 2010; Rose, 2007; Siti Norwahida & cộng sự, 2012) hay tìm thấy mối quan hệ âm (Adams & Ferreira, 2009; Bøhren & Strøm, 2007).

Adhikary & Hoang (2014) sử dụng mẫu công ty tại VN để xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc của HĐQT trong đó có phần trăm thành viên nữ trong HĐQT và hiệu quả hoạt động của 58 công ty niêm yết trên HOSE từ 2007-2009. Trong nghiên cứu này, bên cạnh yếu tố đa dạng giới tính trong HĐQT đo lường bằng phần trăm thành viên nữ trong HĐQT, tác giả còn xem xét tìm ra ngưỡng nhất định về số thành viên nữ trong HĐQT để tăng hiệu quả hoạt động công ty. Mẫu nghiên cứu của tác giả là Top 100 công ty niêm yết trên cả HOSE và HNX; từ đó cho cái nhìn toàn diện hơn về thị trường chứng khoán VN. Adhikary & Hoang (2014) sử dụng 3 chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động công ty (ROA, ROE, Tobin's Q); do đó, tác giả đề xuất sử dụng thêm tiêu chí tỉ suất sinh lời trên vốn dài hạn (ROCE). ROCE cho cái nhìn rộng hơn về hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp so với ROE, do chỉ tính riêng trên nguồn vốn chủ sở hữu. Atrill (2013) cho thấy ROCE được xem là “đo lường nền tảng của hiệu quả hoạt động công ty”. Chỉ số này đã được sử dụng trong nhiều nghiên cứu để đo lường hiệu quả hoạt động công ty (Odel, 2014; Sarkar & Sarkar, 2013). Bên cạnh đó, báo cáo của Mekong Capital (2003) chỉ ra rằng những công ty có quản trị tốt thì có nhiều khả năng hơn để đưa ra những quyết định và thực hiện các biện pháp kiểm soát nhằm đem lại ROCE cao nhất cho cổ đông.

Lí thuyết phụ thuộc nguồn lực (Resource Dependence Theory) quan niệm công ty là một hệ thống mở và nó phụ thuộc vào nguồn lực bên ngoài (Pfeffer & Salancik, 1978). Lí thuyết này nhấn mạnh ban điều hành công ty đóng vai trò quan trọng trong việc quản lí nguồn lực bên ngoài, giảm sự không chắc chắn và rủi ro liên quan đến môi trường kinh doanh. Pfeffer & Salancik (1978) làm rõ ba nguồn quan trọng nhất do ban điều hành mang lại là sự tư vấn, tính tuân thủ pháp luật, và kênh thông tin giữa công ty và các tổ chức bên ngoài. Theo lập luận này, sự hiện diện của phụ nữ trong ban điều hành được mong đợi vì họ đem lại nguồn lực dồi dào cho công ty chẳng hạn như uy tín, tính tuân thủ pháp luật, kĩ năng, kiến thức, sự kết nối với những nguồn lực phụ thuộc từ bên ngoài tốt hơn so với nam giới. Điều này mang lại lợi ích cho công ty trong việc giảm rủi ro liên quan đến môi trường kinh doanh. Hillman & cộng sự (2007) làm rõ một công ty có khuynh hướng chắc chắn chọn thành viên nữ trong HĐQT không những để họ đưa ra lời khuyên và tư vấn mà còn bởi tính hợp pháp và những nguồn lực dồi dào mà thành viên này mang lại cho công ty.

Dựa vào lí thuyết phụ thuộc nguồn lực, tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu sau:

H1: Phần trăm của thành viên nữ trong HĐQT có quan hệ dương đến hiệu quả hoạt động công ty.

Các kết quả của những nghiên cứu trước không đồng nhất khi xem xét ảnh hưởng của giới tính lên hiệu quả hoạt động của công ty và được giải thích bởi lý thuyết mức tới hạn (Critical Mass Theory). Lý thuyết này cho rằng chỉ khi đạt được một ngưỡng nhất định thì tác động của một nhóm nhỏ chẳng hạn như phụ nữ trong ban điều hành mới trở nên rõ ràng hơn (Kramer & cộng sự, 2006). Kramer & cộng sự (2006) lập luận ban điều hành với 3 hoặc nhiều hơn số thành viên nữ có khả năng tác động tích cực và đóng góp cho quản trị công ty tốt hơn so với ban có ít hơn 3 thành viên nữ. Dựa vào đó, tác giả đưa ra giả thuyết sau:

H2: Công ty có 3 hoặc nhiều hơn số thành viên nữ trong HĐQT làm tăng hiệu quả hoạt động công ty.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Đo lường biến phụ thuộc và biến độc lập trong mô hình

Thành viên nữ trong HĐQT được đo lường bởi 2 thước đo:

- Phần trăm của thành viên nữ trong HĐQT (P_FEMALE) được đo lường bởi số thành viên nữ trong HĐQT chia cho số thành viên (gồm cả nam và nữ) trong HĐQT; và
- Một biến giả (D_FEMALE) nhận giá trị 1 nếu có 3 thành viên nữ trở lên trong HĐQT và ngược lại nhận giá trị là 0.

Hiệu quả hoạt động của công ty trong nghiên cứu này được đo lường dựa vào giá trị kế toán với 3 chỉ số đo lường:

- Tỷ số lợi nhuận trên tài sản (ROA): Dùng để đo lường hiệu quả hoạt động của công ty mà không quan tâm đến cấu trúc tài chính, được tính bằng cách lấy lợi nhuận sau thuế chia tổng tài sản bình quân. ROA càng cao thì càng tốt vì ROA cao hơn phản ánh lượng tiền kiếm được trên cùng một lượng vốn đầu tư là cao hơn.
- Tỷ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE): Phản ánh năng lực sử dụng đồng vốn của công ty để sinh lợi, được tính bằng cách lấy lợi nhuận sau thuế chia vốn chủ sở hữu bình quân. Tỷ lệ ROE càng cao càng chứng tỏ công ty sử dụng hiệu quả đồng vốn của cổ đông, nghĩa là công ty đã cân đối một cách hài hòa giữa vốn cổ đông với vốn đi vay để khai thác lợi thế cạnh tranh của mình trong quá trình huy động vốn, mở rộng

quy mô. Cho nên hệ số ROE càng cao thì các cổ phiếu càng hấp dẫn các nhà đầu tư hơn.

- Tỷ suất sinh lời trên vốn dài hạn (ROCE): Cho biết hiệu quả sử dụng vốn dài hạn trong doanh nghiệp bao gồm cả vốn tự có và vốn vay, được tính bằng công thức sau:

$$ROCE = \text{Lợi nhuận trước lãi và thuế} / (\text{tổng tài sản} - \text{nợ ngắn hạn})$$

ROCE càng cao chứng tỏ công ty sử dụng hiệu quả vốn dài hạn để tăng khả năng sinh lợi.

Hiệu quả hoạt động của công ty trong nghiên cứu này còn được đo lường dựa vào giá trị thị trường của công ty là Tobin's Q (Q). Chỉ số này đại diện cho cơ hội tăng trưởng của công ty, thể hiện khả năng tiếp cận thị trường vốn của doanh nghiệp và được tính như sau:

$$Q = (\text{Tổng nợ} + \text{giá trị vốn hóa thị trường}) / \text{tổng tài sản}$$

Doanh nghiệp có chỉ số Q lớn hơn 1 sẽ có động lực đầu tư cao hơn doanh nghiệp có chỉ số Q nhỏ hơn 1. Doanh nghiệp có chỉ số Q cao thường là doanh nghiệp hấp dẫn nhà đầu tư và có năng lực cạnh tranh tốt.

2.2.2. Mô hình hồi quy

Ngoài các biến phụ thuộc và độc lập, tác giả còn bổ sung thêm 2 biến kiểm soát trong mô hình để xem xét mối quan hệ giữa thành viên nữ trong HĐQT và hiệu quả hoạt động: Quy mô công ty (FIRMSIZE) được đo lường bởi logarit tự nhiên tổng tài sản tại thời điểm cuối năm tài chính; và tỷ lệ nợ của công ty (DEBT) được đo lường bằng tổng nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu tại thời điểm cuối năm tài chính.

Mô hình hồi quy cho giả thuyết H1:

$$FP_i = \alpha_0 + \alpha_1 P_FEMALE_i + \alpha_2 FIRMSIZE_i + \alpha_3 DEBT_i + \varepsilon_i$$

Mô hình hồi quy cho giả thuyết H2:

$$FP_i = \beta_0 + \beta_1 D_FEMALE_i + \beta_2 FIRMSIZE_i + \beta_3 DEBT_i + \varepsilon_i$$

Trong đó FP_i bao gồm 4 biến đo lường hiệu quả hoạt động cho công ty i : ROA, ROE, ROCE, và Q; P_FEMALE_i là phần trăm của thành viên nữ trong HĐQT công ty i ; D_FEMALE_i là biến giả nhận giá trị 1 nếu có 3 thành viên nữ trở lên trong HĐQT công ty i và ngược lại nhận giá trị 0; $FIRMSIZE_i$ là biến đo lường quy mô công ty i dựa vào tổng tài sản công ty; $DEBT_i$ là tỷ lệ nợ của công ty i .

2.2.3. Mẫu và dữ liệu

Mẫu là Top 100 công ty niêm yết trên HOSE và HNX có giá trị thị trường lớn nhất (1.045 nghìn tỉ đồng) và đại diện cho 89,74% tổng giá trị vốn hóa thị trường của VN tại thời điểm 31/12/2013. Tất cả số liệu tài chính của 100 công ty này được lấy từ báo cáo tài chính kết thúc năm 2013 trên website của các công ty chứng khoán. Dữ liệu về giới tính của thành viên HĐQT được lấy từ báo cáo thường niên năm 2013 của các công ty này trên website các công ty chứng khoán. Số liệu năm 2013 là số liệu mới nhất tại thời điểm của nghiên cứu, do đó phản ánh rõ hơn thực trạng hiện nay của các công ty niêm yết.

3. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Dữ liệu thu thập được từ 100 báo cáo thường niên năm 2013 của Top 100 công ty niêm yết trên HOSE và HNX cho thấy có 101 thành viên nữ trong tổng số 661 thành viên HĐQT trong mẫu 100 công ty tác giả nghiên cứu, chiếm tỉ lệ 15,28%. Tỉ lệ này khá cao so với Hồng Kông 9,4%, Ấn Độ 5%, Malaysia 6%, New Zealand 7,5%, và Singapore 7% (Deloitte, 2013). Nhưng tỉ lệ này khá thấp so với Phần Lan 27%, Pháp 22,5%, Na Uy 42% (Deloitte, 2013). Bảng 1 cũng cho thấy 39 công ty trong mẫu không có thành viên nữ trong HĐQT, chiếm tỉ lệ 39% và số công ty có từ 3 thành viên nữ trở lên trong HĐQT là 10 công ty chiếm tỉ lệ 10%.

Bảng 1. Giới tính của thành viên HĐQT

Giới tính	Số thành viên	Phần trăm (%)
Nữ	101	15,28
Nam	560	84,72
Tổng cộng	661	100
Chi tiết thành viên nữ trong HĐQT		Số công ty
Không có thành viên nữ		39
1 thành viên nữ		36
2 thành viên nữ		15
3 thành viên nữ trở lên		10
Tổng cộng		100

Nguồn: Tính toán của tác giả dựa vào báo cáo thường niên

Bảng 2 mô tả thống kê các biến được sử dụng trong mô hình. Giá trị nhỏ nhất của ROA, ROE, ROCE mang giá trị âm cho thấy mặc dù nằm trong Top 100 công ty niêm yết nhưng vẫn có công ty bị lỗ trong năm tài chính 2013.

Bảng 2. Mô tả thống kê

Biến	ROA	ROE	ROCE	Q	P_FEMALE	D_FEMALE	FIRMSIZE	DEBT
Giá trị lớn nhất	0,307	0,542	0,496	5,466	0,800	1,000	8,760	16,108
Giá trị nhỏ nhất	-0,119	-1,154	-0,380	0,653	0,000	0,000	5,800	0,033
Trung bình	0,067	0,123	0,159	1,395	0,153	0,100	6,781	2,211
Độ lệch chuẩn	0,072	0,170	0,129	0,758	0,164	0,302	0,661	3,240

Nguồn: Tính toán của các tác giả

Hệ số tương quan giữa các biến được trình bày ở Bảng 3 thể hiện các biến đo lường hiệu quả hoạt động công ty theo giá trị kế toán và giá thị trường (ROA, ROE, ROCE, và Q) có mối tương quan với nhau theo từng cặp với mức ý nghĩa 1%. Bảng 3 cũng làm rõ Q (đo lường hiệu quả hoạt động dựa vào giá thị trường) có mối tương quan với cả P_FEMALE và D_FEMALE ở mức ý nghĩa 1% và hệ số tương quan lần lượt là 0,368 và 0,406; trong khi đó chỉ có ROE và ROCE có mối tương quan với D_FEMALE nhưng với mức ý nghĩa 10%. Hệ số tương quan giữa các biến độc lập và biến kiểm soát trong mô hình không có cặp nào lớn hơn 0,8 với hệ số cao nhất là 0,767 giữa FIRMSIZE và DEBT. Do đó khi sử dụng mô hình hồi quy, sẽ ít có khả năng gặp hiện tượng đa cộng tuyến (Multicollinearity). Tác giả cũng kiểm định lại bằng cách sử dụng hệ số phóng đại phương sai (VIF: Variance Inflation Factor) khi chạy hồi quy và kết quả cho thấy không có hiện tượng đa cộng tuyến ($VIF < 5$) với giá trị trung bình của VIF được trình bày ở Bảng 4 và 5.

Bảng 3. Ma trận tương quan

	ROA	ROE	ROCE	Q	P_FEMALE	D_FEMALE	FIRMSIZE	DEBT
ROA	1							
ROE	0,727*** (0,000)	1						
ROCE	0,848*** (0,000)	0,847*** (0,000)	1					

Q	0,571*** (0,000)	0,331*** (0,001)	0,447*** (0,000)	1			
P_FEMALE	0,056 (0,580)	0,046 (0,647)	0,051 (0,617)	0,368*** (0,000)	1		
D_FEMALE	0,126 (0,211)	0,170* (0,090)	0,174* (0,083)	0,406*** (0,000)	0,596*** (0,000)	1	
FIRMSIZE	-0,3162*** (0,001)	-0,078 (0,444)	-0,197** (0,049)	-0,130 (0,198)	0,030 (0,771)	0,090 (0,376)	1
DEBT	-0,436*** (0,000)	-0,327*** (0,001)	-0,304*** (0,002)	-0,242** (0,015)	0,033 (0,742)	0,078 (0,442)	0,767*** (0,000)

Ghi chú: p-value trong ngoặc đơn. *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% theo thứ tự. N = 100. *Nguồn*: Tính toán của tác giả

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy với biến phụ thuộc lần lượt là ROA, ROE, ROCE, và Q; biến độc lập là P_FEMALE để kiểm chứng giả thuyết H1 trong nghiên cứu. Kết quả hồi quy thể hiện 4 mô hình phù hợp với tập dữ liệu với mức ý nghĩa $p < 0,05$. Mặc dù các hệ số ước lượng của biến P_FEMALE là dương trong cả bốn mô hình hồi quy ở Bảng 4 nhưng chỉ có mô hình hồi quy với biến phụ thuộc Q là có ý nghĩa thống kê ở mức $p < 0,01$. Như vậy giả thuyết H1 chỉ được chấp nhận một phần, tức là phần trăm của thành viên nữ trong HĐQT có quan hệ dương với hiệu quả hoạt động công ty được đo lường bằng giá thị trường (Tobin's Q) nhưng không có ý nghĩa thống kê trong mối quan hệ với hiệu quả hoạt động công ty được đo lường theo giá trị kế toán (ROA, ROE, và ROCE).

Bảng 4. Kết quả hồi quy OLS xem xét ảnh hưởng của phần trăm thành viên nữ trong HĐQT tới hiệu quả hoạt động công ty

	ROA		ROE		ROCE		Q	
	Coef.	P>t	Coef.	P>t	Coef.	P>t	Coef.	P>t
P_FEMALE	0,031	0,444	0,058	0,547	0,048	0,534	1,741***	0,000
FIRMSIZE	0,005	0,760	0,109***	0,004	0,017	0,567	0,152	0,352
DEBT	-0,011***	0,001	-0,034***	0,000	-0,015**	0,015	-0,083**	0,014

cons	0,053	0,597	-0,546	0,025	0,069	0,717	0,284	0,787
R ²	0,1959		0,1836		0,0992		0,2076	
R ² hiệu chỉnh	0,1708		0,1581		0,071		0,1828	
Thống kê F	7,80***		7,20***		3,52**		8,38***	
p-value	0,000		0,000		0,018		0,000	
Giá trị trung bình VIF	1,95		1,95		1,95		1,95	

Ghi chú: *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% theo thứ tự. N = 100.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy với biến phụ thuộc lần lượt là ROA, ROE, ROCE, và Q; biến độc lập là D_FEMALE để kiểm chứng giả thuyết H2. Kết quả hồi quy thể hiện 4 mô hình phù hợp với tập dữ liệu với mức ý nghĩa $p < 0,01$. Bảng 5 cho thấy tất cả các hệ số ước lượng của biến D_FEMALE đều dương và có ý nghĩa thống kê trong cả bốn mô hình hồi quy ở Bảng 5. Trong đó, mô hình hồi quy với biến phụ thuộc là Q có mức ý nghĩa thống kê cao nhất $p < 0,01$, tiếp đến là ROE và ROCE đều có mức ý nghĩa thống kê là $p < 0,05$, thấp nhất là ROA với mức ý nghĩa thống kê $p < 0,10$. Như vậy giả thuyết H2 được chấp nhận, nghĩa là khi số thành viên nữ trong HĐQT từ 3 thành viên trở lên sẽ tăng hiệu quả hoạt động công ty được đo lường bằng cả giá thị trường (Tobin's Q) và giá trị kế toán (ROA, ROE, và ROCE).

Bảng 5. Kết quả hồi quy OLS xem xét ảnh hưởng của sự hiện diện từ 3 thành viên nữ trở lên trong HĐQT tới hiệu quả hoạt động công ty

	ROA		ROE		ROCE		Q	
	Coef.	P>t	Coef.	P>t	Coef.	P>t	Coef.	P>t
D_FEMALE	0,038*	0,081	0,104**	0,045	0,084**	0,042	1,067***	0,000
FIRMSIZE	0,004	0,817	0,105***	0,005	0,014	0,623	0,121	0,449
DEBT	-0,011***	0,001	-0,034***	0,000	-0,015**	0,013	-0,083**	0,012
cons	0,063	0,530	-0,524**	0,028	0,087	0,644	0,655	0,524
R ²	0,2164		0,2144		0,134		0,2448	
R ² hiệu chỉnh	0,1919		0,1898		0,1069		0,2212	
Thống kê F	8,84***		8,73***		4,95***		10,37***	

p-value	0,000	0,000	0,003	0,000
Giá trị trung bình VIF	1,96	1,96	1,96	1,96

Ghi chú: *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% theo thứ tự. N = 100.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 4 và 5 cũng chỉ ra rằng biến kiểm soát DEBT có hệ số ước lượng âm và các mức ý nghĩa thống kê $p < 0,05$ trong tất cả 8 mô hình hồi quy ở hai bảng này. Điều đó cho thấy tỉ lệ nợ của công ty có mối quan hệ nghịch với hiệu quả hoạt động của công ty. Trong khi đó biến kiểm soát FIRMSIZE có hệ số ước lượng dương và có ý nghĩa thống kê ở mức $p < 0,01$ chỉ trong mô hình với biến phụ thuộc là ROE. Chứng tỏ quy mô của công ty càng lớn thì năng lực sử dụng đồng vốn của công ty để sinh lợi càng cao.

4. THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Kết quả hồi quy ở Bảng 4 xem xét ảnh hưởng của phần trăm thành viên nữ trong HĐQT tới hiệu quả hoạt động công ty cho thấy phần trăm của thành viên nữ trong HĐQT có quan hệ dương với hiệu quả hoạt động công ty đo lường bằng giá thị trường (Tobin's Q) nhưng không có ý nghĩa thống kê trong mối quan hệ với hiệu quả hoạt động công ty được đo lường theo giá trị kế toán (ROA, ROE, và ROCE). Kết quả này chỉ ra rằng lí thuyết phụ thuộc nguồn lực chỉ giải thích được một phần trong mối quan hệ giữa phần trăm thành viên nữ trong HĐQT và hiệu quả hoạt động công ty. Siti Norwahida & cộng sự (2012) khi xem xét mối quan hệ giữa phần trăm nữ thành viên HĐQT và ROE trong 300 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Malaysia kiểm chứng không có mối quan hệ giữa 2 yếu tố này. Trong khi đó, Campbell & Mínguez-Vera (2008) phân tích phần trăm của thành viên nữ trong HĐQT có quan hệ dương với hiệu quả hoạt động công ty được đo lường bằng giá thị trường (Tobin's Q) tại 68 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Tây Ban Nha từ năm 1995-2000. Tổng hợp các kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ dương giữa P_FEMALE và Q được tìm thấy nhiều hơn trong nghiên cứu thực chứng so với mối quan hệ âm giữa 2 biến này. Kết quả của tác giả tương tự như kết quả nghiên cứu của Adhikary & Hoang (2014) sử dụng mẫu gồm 58 công ty niêm yết trên HOSE từ 2007-2009 và không tìm thấy mối quan hệ giữa phần trăm nữ thành viên HĐQT và hiệu quả hoạt động công ty theo giá trị kế toán (ROA, ROE) nhưng phần trăm nữ thành viên HĐQT lại có quan hệ dương hiệu quả hoạt động công ty theo giá thị trường (Tobin's Q).

Kết quả hồi quy ở Bảng 5 xem xét ảnh hưởng của sự hiện diện từ 3 thành viên nữ trở lên trong HĐQT tới hiệu quả hoạt động công ty cho thấy khi số thành viên nữ trong HĐQT từ 3 thành viên trở lên sẽ tăng hiệu quả hoạt động công ty đo lường bằng cả giá thị trường (Tobin's Q) và giá trị kế toán (ROA, ROE, và ROCE). Kết quả này cho thấy lý thuyết mức tới hạn giải thích được mối quan hệ giữa sự hiện diện từ 3 thành viên nữ trở lên trong HĐQT và hiệu quả hoạt động công ty tức là ảnh hưởng tích cực của phụ nữ trong HĐQT trở nên rõ ràng hơn ở ngưỡng của số thành viên nữ từ 3 trở lên. Catalyst (2007) cũng chứng minh hiệu quả hoạt động của công ty đo lường bằng ROE cao hơn trong những công ty có từ 3 thành viên nữ trở lên trong HĐQT với mẫu 520 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Mỹ.

5. KẾT LUẬN

Nghiên cứu này sử dụng mẫu gồm 100 công ty niêm yết trên HOSE và HNX, đại diện cho 89,74% tổng giá trị vốn hóa thị trường của VN tại thời điểm 31/12/2013 để xem xét ảnh hưởng của thành viên nữ trong HĐQT đến hiệu quả hoạt động công ty. Kết quả tìm thấy phần trăm của thành viên nữ trong HĐQT có quan hệ dương với hiệu quả hoạt động công ty theo giá thị trường (Tobin's Q) nhưng không có ý nghĩa thống kê trong mối quan hệ với hiệu quả hoạt động công ty đo lường theo giá trị kế toán (ROA, ROE, và ROCE). Do đó lý thuyết phụ thuộc nguồn lực chỉ giải thích được một phần trong việc xem xét mối quan hệ giữa phần trăm của thành viên nữ trong HĐQT và hiệu quả hoạt động công ty. Nghiên cứu của tác giả một lần nữa khẳng định khi có sự hiện diện từ 3 thành viên nữ trở lên trong HĐQT thì hiệu quả hoạt động công ty theo giá thị trường và giá trị kế toán sẽ tăng lên. Kết quả này chỉ ra rằng lý thuyết mức tới hạn giải thích được đầy đủ mối quan hệ giữa sự hiện diện từ 3 thành viên nữ trở lên trong HĐQT và hiệu quả hoạt động công ty.

6. KHUYẾN NGHỊ VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH

Quản trị trong các công ty niêm yết tốt cho phép các công ty thu được nhiều lợi ích từ sự phát triển đồng thời vẫn đáp ứng được sự thích nghi với các vấn đề xã hội. Thất bại trong việc duy trì hoạt động quản trị có hiệu quả có thể sẽ dẫn tới việc có ít cơ hội hơn cho công ty tiếp cận các thị trường vốn (Le, 2014). Le (2014) cũng đề xuất hoạt động quản trị công ty cần thích nghi, cải tiến và điều chỉnh liên tục cho phù hợp với bối cảnh kinh tế mới nhằm tăng khả năng cạnh tranh, và phải nhìn nhận quản trị công ty là “công việc đang làm” (Work in Progress) chứ không phải là “mô hình phù hợp tất cả” (Onesize-Fits-All).

Tại VN, quy chế quản trị công ty niêm yết được xây dựng theo quy định của Luật Doanh nghiệp (2005), Luật Chứng khoán (2006) và vận dụng những thông lệ quốc tế tốt nhất về quản trị công ty phù hợp với điều kiện của VN. Thông tư số 121/2012/TT-BTC ngày 26/7/2012 của Bộ Tài chính ban hành quy định về quản trị công ty áp dụng cho các công ty niêm yết chỉ ra HĐQT là cơ quan quản trị cao nhất trong một công ty, bảo vệ lợi ích của công ty, tài sản của cộng đồng, đảm bảo việc đầu tư thu lãi và mọi quyết định chiến lược hoạt động của công ty phải bắt nguồn hoặc được phê duyệt bởi HĐQT. Tuy nhiên, Thông tư này không đề cập đến vai trò cũng như ngưỡng (phần trăm) quy định về thành viên nữ trong hội đồng quản trị. Bộ Tài chính nên đề xuất bổ sung thêm quy định về phần trăm hay số thành viên nữ trong HĐQT từ đó nâng cao chất lượng của hệ thống quản trị công ty và hiệu quả hoạt động. Nhiều nước trên thế giới đã có các điều luật để quy định tỉ lệ của phụ nữ trong ban điều hành công ty chẳng hạn như ở Na Uy, Tây Ban Nha, Hà Lan, Pháp, Canada, Bỉ, Malaysia, và Ấn Độ (Deloitte 2013). Kết quả nghiên cứu cũng giúp các công ty trong việc cơ cấu giới tính của thành viên trong HĐQT để mang lại hiệu quả hoạt động cho công ty một cách tốt nhất. Các nhà đầu tư cũng có thể dựa vào kết quả của nghiên cứu này để xem như là một tiêu chí đánh giá công ty nhằm đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn.

7. HẠN CHẾ VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO

Mặc dù số liệu sử dụng trong nghiên cứu lấy ngày 31/12/2013 là thời điểm gần nhất cho việc có đầy đủ báo cáo tài chính năm 2013 và báo cáo thường niên năm 2013 của Top 100 công ty niêm yết trong mẫu nghiên cứu (theo quy định tại Thông tư 52/2012/TT-BTC, thời hạn công bố thông tin báo cáo tài chính năm đã được kiểm toán không quá 90 ngày kể từ ngày kết thúc năm tài chính và công bố thông tin về báo cáo thường niên chậm nhất là 20 ngày sau khi công bố báo cáo tài chính năm được kiểm toán). Tuy nhiên, nếu chỉ xem xét mối quan hệ giữa thành viên nữ trong HĐQT và hiệu quả hoạt động công ty cho năm 2013 thì chưa có cái nhìn trong dài hạn về mối quan hệ này. Các nghiên cứu sau có thể phát triển nghiên cứu với khoảng thời gian nhiều năm để có cái nhìn trong dài hạn về mối quan hệ giữa thành viên nữ trong HĐQT và hiệu quả hoạt động công ty ■

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.

- Adhikary, B. K., & Hoang, L. H. G. (2014), "Board Structure and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from Vietnam", *Ruhuna Journal of Management and Finance*, 1(1), 53-72.
- Atrill, P. (2013), *Financial Accounting for Decision Makers*, Harlow, Pearson.
- Böhren, Ø., & Strøm, R. Ø. (2007), "Aligned, Informed, and Decisive: Characteristics of Value-Creating Boards", EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper.
- Burke, R. J. (2003), "Women on Corporate Boards of Directors: The Timing is Right", *Women in Management Review*, 18(7), 346-348.
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008), "Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance", *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435-451.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003), "Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value", *Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Deloitte (2013), *Women in the Boardroom: A Global Perspective*, 3rd edition.
- Hillman, A. J., Shropshire, C. & Cannella, A. A. (2007), "Organizational Predictors of Women on Corporate Boards", *The Academy of Management Journal*, 50(4), 941-952.
- IFC (2012), *Báo cáo thể điểm quản trị công ty*, 3rd edition.
- Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. J. (2007), "Corporate Governance and Board Composition: Diversity and Independence of Australian Boards", *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 194-207.
- Konrad, A. M., & Kramer, V. (2008), "Critical Mass: The Impact of Three or More Women on Corporate Boards", *Organizational Dynamics*, 37(2), 145-164.
- Kramer, V. W., Konrad, A. M., Erkut, S., & Hooper, M. J. (2006), *Critical Mass on Corporate Boards: Why Three or More Women Enhance Governance*, Wellesley Centers for Women.
- Le, M. T. (2014), *Khung pháp luật về quản trị công ty đại chúng ở VN hiện nay*, Hội thảo hoàn thiện pháp luật về doanh nghiệp và đầu tư trong bối cảnh cải cách thể chế thị trường ở VN hiện nay, Hà Nội.
- Mahadeo, J. D., & Soobaroyen, T. (2012), "Board Composition and Financial Performance: Uncovering the Effects of Diversity in an Emerging Economy", *Journal of Business Ethics*, 105(3), 375-388.
- Marinova, J., Plantenga, J., & Remery, C. (2010), *Gender Diversity and Firm Performance: Evidence from Dutch and Danish Boardrooms*, University Utrecht, Utrecht.
- Mekong Capital (2003), *Đề nghị về các thông lệ tốt trong quản trị doanh nghiệp tại VN*.
- Odel, N. M. (2014), "Financial Performance of Foreign Oil Companies in the Kurdistan Region of Iraq", *Global Conference on Business and Finance Proceedings*, 9, 80-90.

- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978), *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, New York, Harper & Row.
- Rose, C. (2007), "Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence", *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 404-413.
- Sarkar, C. R., & Sarkar, A. (2013), "Impact of Working Capital Management on Corporate Performance: An Empirical Analysis of Selected Public Sector Oil & Gas Companies in India", *International Journal of Financial Management*, 3(2), 17-28.
- Siti Norwahida, S., Ong Wei, S. & Mohd Shahidan, S. (2012), "Does Board of Director's Characteristics Affect Firm Performance? Evidence from Malaysian Public Listed Companies", *International Business Research*, 5(9), 120-127.
- Stephenson, C. (2004), "Leveraging Diversity to Maximum Advantage: The Business Case for Appointing More Women to Boards", *Ivey Business Journal*, 69(1), 1-5.