



## ẢNH HƯỞNG TƯƠNG TÁC CỦA GIỚI TÍNH CEO LÊN MỐI QUAN HỆ GIỮA SỞ HỮU NHÀ NƯỚC VÀ CẤU TRÚC VỐN: TRƯỜNG HỢP CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN CÓ VỐN NHÀ NƯỚC TẠI VIỆT NAM

Đoàn Vinh Thăng<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Trường Đại học An Giang

### Thông tin chung:

Ngày nhận bài: 18/03/2016

Ngày nhận kết quả bình duyệt:  
05/05/2016

Ngày chấp nhận đăng: 06/2017

### Title:

Moderating effect of CEO gender on the relationship between state ownership and capital structure: the case of state-owned corporations in Vietnam

### Keywords:

State ownership, capital structure, moderating effect, CEO gender, Vietnam

### Từ khóa:

Sở hữu nhà nước, cấu trúc vốn, ảnh hưởng tương tác, giới tính CEO, Việt Nam

### ABSTRACT

This paper evaluated the moderating effect of CEOs' gender on the relationship between the state ownership and capital structure: the case of state-owned corporations in Vietnam. Capital structure was measured with the debt on total asset ratio. The population of this study includes 2,888 state-owned corporations quoted from the dataset "Enterprise Survey 2010" of General Statistics Office of Viet Nam. The OLS regression model shows that there is a statistically significant negative relationship between the state ownership and the capital structure of state-owned corporations, especially the corporations controlled by the state. The result also indicates that CEOs' gender has a moderating effect on the relationship between state ownership and capital structure, in which Male CEOs has restricted this negative relationship.

### TÓM TẮT

Nghiên cứu này đánh giá ảnh hưởng tương tác của giới tính CEO lên mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần có vốn nhà nước tại Việt Nam. Cấu trúc vốn của công ty được tính bằng tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản. Mẫu quan sát của nghiên cứu này gồm 2.888 công ty cổ phần có vốn nhà nước, được trích từ bộ dữ liệu Điều tra doanh nghiệp 2010 của Tổng cục Thống kê. Kết quả ước lượng mô hình hồi quy theo phương pháp OLS cho thấy rằng, sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn có mối quan hệ ngược chiều, đặc biệt là tại các công ty mà nhà nước nắm cổ phần chi phối. Kết quả ước lượng còn cho thấy rằng, giới tính CEO có ảnh hưởng tương tác lên mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn, trong đó, CEO của công ty là nam giới sẽ làm hạn chế mối quan hệ ngược chiều này.

### 1. ĐẶT VẤN ĐỀ

Sau chương trình Đổi Mới 1986, một cải cách kinh tế quan trọng khác đối với Việt Nam là chương trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước đã được thông qua và có hiệu lực thực hiện từ 1992. Sau khoảng 20 năm từ khi chương trình này được khởi xướng, nhiều doanh nghiệp nhà nước đã thực hiện việc chào bán cổ phần cho khu vực tư nhân. Tuy nhiên, quá trình này diễn ra khá

chậm chạp (Truong & cs., 2004). Dù thị trường chứng khoán Việt Nam ra đời vào năm 2000 để tạo nền tảng cho việc thúc đẩy hoạt động cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, nhưng do luật pháp Việt Nam quy định về giới hạn tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài (Trước năm 2003, tỉ lệ sở hữu nước ngoài tối đa theo luật quy định là 20% tổng số cổ phần của doanh nghiệp nội địa. Tỉ lệ này được nâng lên mức 30% trong giai

đoạn 2003 – 2005 và 49% từ sau khi Luật Doanh nghiệp 2005 có hiệu lực), nên trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế thế giới 2008 - 2009, sở hữu của khối ngoại chiếm tỉ lệ rất nhỏ trong các doanh nghiệp ở Việt Nam. Và do đó, vai trò của sở hữu nhà nước đối với các quyết định trong công ty cổ phần thường chiếm vị trí chi phối vì chính phủ còn nắm giữ tỉ trọng lớn cổ phần của các công ty (Vu & cs., 2011; Hoang & cs., 2014).

Một trong những quyết định quan trọng đối với các công ty cổ phần là quyết định về cấu trúc vốn của công ty. Cấu trúc vốn là hỗn hợp của vốn vay (nợ) và vốn cổ phần mà công ty sử dụng để tài trợ cho hoạt động đầu tư của công ty (Hardiyanto & cs., 2015; Trương Đông Lộc & Võ Kiều Trang, 2008). Nguyễn Minh Kiều (2009, tr. 509) cho rằng, công ty sử dụng nợ phù hợp sẽ gia tăng lợi nhuận cho cổ đông. Bởi vì, một trong những lợi ích của nợ đó là lá chắn thuế (Trương Đông Lộc & Võ Kiều Trang, 2008; Miller & Modigliani, 1963). Tuy nhiên, công ty có thể gặp rủi ro phá sản nếu sử dụng nợ quá mức và mất khả năng chi trả (Hardiyanto & cs., 2015; Trương Đông Lộc & Võ Kiều Trang, 2008), đặc biệt là trong giai đoạn khủng hoảng tài chính (Ilman & cs., 2011).

Nhiều nghiên cứu cho thấy rằng có mối quan hệ giữa tỉ lệ sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết (Li & cs., 2009; Trương Đông Lộc, 2009; Poyry & Maury, 2010; Hardiyanto & cs., 2015), trong đó, cấu trúc vốn được đo lường bằng tỉ lệ nợ trên tổng tài sản. Tuy nhiên, các nghiên cứu này cho thấy các kết quả chưa nhất quán. Trong khi Poyry và Maury (2010), Li và cs. (2009) và Trương Đông Lộc (2009) kết luận rằng có mối quan hệ cùng chiều giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết, thì nghiên cứu của Hardiyanto và cs. (2015) lại đưa ra những kết luận trái chiều khi cho rằng, sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn có mối quan hệ ngược chiều. Một số nghiên cứu khác được thực hiện bởi Zou và Xiao (2006), Biger và cs. (2007), Okuda và Lai (2010) lại cho thấy rằng, sở hữu nhà nước không ảnh

hưởng lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết.

Sự thiếu nhất quán trong kết luận của các nghiên cứu trước đây có thể là do các nghiên cứu này chỉ xem xét ảnh hưởng riêng biệt của sở hữu nhà nước lên cấu trúc vốn của công ty cổ phần mà chưa xem xét mối quan hệ này trong sự tương tác với yếu tố khác, chẳng hạn giới tính của CEO (Chief Executive Officer – Giám đốc điều hành), vì nhiều nghiên cứu (Huang & Kisgen, 2013; Faccio & cs., 2015) cho thấy rằng, giới tính CEO cũng có ảnh hưởng đáng kể lên cấu trúc vốn của công ty và có thể, giới tính CEO trong sự tương tác với sở hữu nhà nước sẽ tạo ra những ảnh hưởng khác nhau lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần.

Xuất phát từ khoảng trống tri thức đó, nghiên cứu này sẽ đánh giá lại mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn, trong đó, có tính đến ảnh hưởng tương tác của giới tính CEO lên mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần có vốn nhà nước ở Việt Nam. Một điểm khác biệt nữa của nghiên cứu này so với các nghiên cứu trước đây, đó là, trong khi các nghiên cứu trước chỉ xem xét ảnh hưởng của tỉ lệ sở hữu nhà nước lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần đã niêm yết, thì mẫu quan sát của nghiên cứu này là các công ty cổ phần có vốn nhà nước tại Việt Nam, bao gồm các công ty chưa niêm yết và cả những công ty đã niêm yết.

## 2. LƯỢC KHẢO TÀI LIỆU VÀ GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

Phần này trình bày lược khảo một số nghiên cứu về mối quan hệ giữa tỉ lệ sở hữu nhà nước, giới tính CEO và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần. Từ đó, các giả thuyết cần kiểm định trong nghiên cứu này được đề xuất.

Mối quan hệ giữa tỉ lệ sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn (tỉ lệ nợ trên tổng tài sản) của các công ty cổ phần nhận được sự quan tâm khá nhiều trong giới học giả. Li và cs. (2009) khi xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần ngoài khu vực công tại Trung

Quốc đã kết luận rằng, tỉ lệ sở hữu nhà nước có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn. Li và cs. (2009) giải thích rằng, các công ty được kiểm soát bởi nhà nước dễ dàng tiếp cận với thị trường nợ vay. Một nghiên cứu khác được thực hiện bởi Poyry và Maury (2010) đối với các công ty tại Nga cho thấy rằng các công ty được kiểm soát bởi nhà nước có mức sử dụng nợ cao hơn so với các công ty được kiểm soát bởi tư nhân. Nghiên cứu của Trương Đông Lộc (2009), dựa trên dữ liệu của 116 công ty niêm yết tại Việt Nam trong khoảng thời gian từ 2005 – 2008 cũng có kết luận tương tự như Li và cs. (2009) và Poyry và Maury (2010), tuy nhiên, mức độ tương quan giữa 2 yếu tố này rất nhỏ. Nguyên nhân của mối quan hệ cùng chiều giữa hai yếu tố này, theo Poyry và Maury (2010) và Trương Đông Lộc (2009) lý giải là do các công ty có tỷ lệ vốn nhà nước cao được đối xử đặc biệt từ các ngân hàng cũng có vốn sở hữu của nhà nước, đồng thời, nhờ mối quan hệ từ trước nên dễ tạo được sự tin tưởng của ngân hàng và do đó có khả năng vay nợ cao hơn.

Ngược với các kết luận trên, Hardiyanto và cs. (2015), dựa trên dữ liệu của 228 công ty niêm yết tại Indonesia thuộc tám ngành công nghiệp khác nhau cho thấy rằng, tỉ lệ sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn đo lường bởi tỉ lệ nợ trên tổng tài sản, có mối quan hệ ngược chiều. Hardiyanto và cs. (2015) lý giải rằng, dù các công ty được sở hữu hoặc kiểm soát bởi nhà nước có nhiều đặc ân hoặc ưu đãi hơn trong việc vay nợ từ các ngân hàng thương mại cũng thuộc sở hữu nhà nước, nhưng nếu mức sử dụng nợ cao sẽ phá hủy giá trị công ty. Do đó, các công ty có vốn nhà nước chịu ảnh hưởng bởi các quy định và chính sách của Bộ Doanh nghiệp Nhà nước (Ministry of State Enterprises) về các quyết định tài chính liên quan đến cấu trúc vốn và thường duy trì tỉ lệ nợ trên tổng tài sản trong phạm vi 50% - 70% (Hardiyanto & cs., 2015).

Một số nghiên cứu khác (Zou & Xiao, 2006; Huang, 2006) lại không tìm được bằng chứng về mối quan hệ giữa tỉ lệ sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại

Trung Quốc. Okuda và Lai (2010) cũng có cùng kết luận như Zou và Xiao (2006) và Huang (2006) khi xem xét mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2006 – 2008. Tuy nhiên, khi phân tích mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn trong sự ảnh hưởng tương tác của các yếu tố khác như lá chắn thuế, quy mô công ty, khả năng sinh lợi, tài sản cố định và tăng trưởng kinh doanh, Okuda và Lai (2010) phát hiện ra rằng, các công ty được kiểm soát bởi chính phủ ít có động lực trong việc tiết kiệm thuế thu nhập doanh nghiệp bằng cách sử dụng nợ vay.

Bên cạnh đó, dù Poyry và Maury (2010), Li & cs. (2009), Trương Đông Lộc (2009) và Fraser và cs. (2006) tranh luận rằng, các công ty mà nhà nước nắm vốn chi phối dễ dàng tiếp cận với nợ vay nhờ vào các mối quan hệ cũng như sự tin tưởng từ phía chủ nợ và sự đảm bảo của nhà nước, tuy nhiên, xét dưới góc độ của Lý thuyết Đại diện (Agency Theory), Jensen và Meckling (1976), Fama (1980) cho rằng với sự sở hữu tập trung (không phân tán), các công ty sẽ hạn chế được chi phí đại diện của vốn chủ sở hữu. Do đó, họ không cần sử dụng nhiều nợ vay như một biện pháp để giảm chi phí đại diện. Ngoài ra, trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam với tỉ lệ sở hữu khá tập trung của cổ đông nhà nước, các quyết định về tài chính công ty, trong đó có quyết định về sử dụng nợ vay, nhiều khả năng bị chi phối bởi các quy định và chính sách của các Bộ chủ quản có liên quan, giống như giải thích của Hardiyanto và cs. (2015), García-Teruel và Martínez-Solano (2010) khi cho rằng, công ty do nhà nước kiểm soát thường chịu sự can thiệp về chính sách cấu trúc vốn, và do đó, các công ty này thường sử dụng nợ vay một cách cẩn trọng. Từ các phân tích ở trên, giả thuyết H1 và H2 được đề xuất như sau:

**H1:** *Tỉ lệ sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn (tỉ lệ nợ trên tổng tài sản) của các công ty cổ phần có vốn nhà nước ở Việt Nam có mối quan hệ ngược chiều.*

**H2:** *Tỉ lệ nợ trên tổng tài sản của các công ty cổ phần có vốn nhà nước ở Việt Nam sẽ thấp hơn trong trường hợp các doanh nghiệp mà nhà nước nắm cổ phần chi phối ( $\geq 50\%$ ) so với các doanh nghiệp mà nhà nước không nắm cổ phần chi phối ( $< 50\%$ ).*

Một khoảng trống tri thức trong nghiên cứu của Okuda và Lai (2010), cũng như các nghiên cứu khác (Poyry & Maury, 2010; Li & cs., 2009; Trương Đông Lộc, 2009) là chưa xem xét mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn trong sự ảnh hưởng tương tác của giới tính CEO lên mối quan hệ này. Bởi vì nghiên cứu của Huang và Kisgen (2012), Faccio và cs. (2015) cho thấy rằng, giới tính CEO cũng có ảnh hưởng đáng kể lên cấu trúc vốn của công ty, trong đó, CEO là nữ thường sử dụng nợ ít hơn so với các đồng nghiệp là nam giới, và có thể, giới tính CEO trong sự tương tác với sở hữu nhà nước sẽ tạo ra những ảnh hưởng khác nhau lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần. Do đó, giả thuyết H3 được đề xuất:

**H3:** *Giới tính CEO có ảnh hưởng tương tác lên mối quan hệ ngược chiều giữa tỉ lệ sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn, trong đó, CEO của công ty là nam sẽ làm hạn chế mối quan hệ ngược chiều giữa tỉ lệ sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn (tỉ lệ nợ trên tổng tài sản) ở các công ty cổ phần có vốn nhà nước tại Việt Nam.*

Một câu hỏi khác đặt ra cho nghiên cứu này là, liệu rằng tỉ lệ sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần có vốn nhà nước ở Việt Nam có mối quan hệ phi tuyến tính (non-linear), nghĩa là, sẽ ngược chiều trong một giới hạn của tỉ lệ sở hữu và cùng chiều trong một giới hạn tỉ lệ sở hữu nhất định. Jensen và Meckling (1976); Fama (1980) giải thích rằng, công ty với sự sở hữu tập trung sẽ hạn chế được chi phí đại diện của vốn cổ phần, và do đó, công ty không cần sử dụng nợ như một biện pháp để giảm chi phí đại diện của

vốn cổ phần, đồng thời tránh được rủi ro phá sản. Còn trong trường hợp sự sở hữu bị phân tán, chi phí đại diện của vốn cổ phần gia tăng do vấn đề đại diện (Agency problem). Khi đó, công ty thường có xu hướng gia tăng vay nợ để giảm chi phí đại diện của vốn cổ phần, vì một phần chi phí này được chuyển sang cho chủ nợ (Fama, 1980). Ngoài ra, đại diện của cổ đông nhà nước thường có xu hướng sử dụng nợ để tránh cổ phần bị pha loãng nhằm duy trì sự kiểm soát công ty (Zou & Xiao, 2006). Một số nghiên cứu thực nghiệm (Ruan & cs., 2011; De La Bruslerie & Latrous, 2012) cho thấy rằng có mối quan hệ phi tuyến tính ngược (inverted U-Shape) giữa cấu trúc sở hữu và cấu trúc vốn của công ty, nghĩa là, mối quan hệ cùng chiều khi sở hữu phân tán và chuyển sang mối quan hệ ngược chiều khi tỉ lệ sở hữu tập trung cao. Đây là khoảng trống tri thức thứ hai về mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần mà nghiên cứu này sẽ xem xét, bởi vì các nghiên cứu trước đây (Trương Đông Lộc, 2009; Okuda & Lai, 2010) chưa xem xét liệu rằng có mối quan hệ phi tuyến tính giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn đối với các công ty cổ phần có vốn nhà nước tại Việt Nam. Do đó, giả thuyết H4 được đề xuất như sau:

**H4:** *Có mối quan hệ phi tuyến giữa tỉ lệ sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần có vốn nhà nước tại Việt Nam.*

### 3. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

#### 3.1 Dữ liệu

Mẫu quan sát của nghiên cứu này là 2.888 công ty cổ phần có vốn nhà nước ở Việt Nam, được trích từ bộ dữ liệu Điều tra doanh nghiệp năm 2010 của Tổng cục Thống kê. Các thông tin về quy mô công ty, cấu trúc vốn, tỉ lệ sở hữu nhà nước, hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty được tính đến hết năm tài chính 2009 và được trình bày chi tiết trong Bảng 1.

**Bảng 1. Mô tả mẫu nghiên cứu**

Chỉ tiêu	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Sở hữu nhà nước (%)	43,25	20,98	1,00	100,00
Sở hữu nhà nước ( $\geq 50\%$ = 1, 0 = trường hợp khác)	0,48	0,50	0	1
NamCEO	0,93	0,26	0	1
Tổng tài sản (triệu đồng)	481.428	6.072.708	370	255.000.000
Tài sản cố định/Tổng tài sản (%)	36,02	25,46	5,00	90,24
Tiền và tương đương tiền/Tổng tài sản (%)	19,35	19,17	4,92	90,61
Nợ/Tổng tài sản (%)	57,65	25,85	0,00	99,00
ROA (%)	5,47	7,64	(29,95)	77,54
ROE (%)	13,38	16,75	(98,65)	98,52

(Nguồn: Tính toán từ 2.888 công ty cổ phần có vốn nhà nước ở Việt Nam, trích trong Bộ dữ liệu Điều tra doanh nghiệp 2010 của Tổng cục Thống kê)

Bảng 1 cho thấy rằng, trong tổng số 2.888 công ty cổ phần có vốn nhà nước ở Việt Nam vào năm 2009 trong mẫu quan sát, có khoảng 48% số công ty là do nhà nước nắm cổ phần chi phối ( $\geq 50\%$ ). Quy mô trung bình của công ty trong mẫu nghiên cứu này là 481,4 tỉ đồng với tỉ lệ nợ trên tổng tài sản hơn 57,6%. Trong tổng số 2.888 CEO của các công ty trong mẫu khảo sát, khoảng 93% là nam giới. Điều này cho thấy, sự bất cân bằng về giới tính lãnh đạo cao cấp trong các công ty cổ phần có vốn nhà nước ở Việt Nam nói riêng. Ngoài ra, xét về hiệu quả hoạt động kinh doanh, kết quả thống kê cho thấy, dù chịu ảnh hưởng bởi cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới 2008 – 2009, các công ty cổ phần có vốn nhà nước trong mẫu khảo sát này kinh doanh có lợi nhuận với tỉ suất lợi nhuận trên

tổng tài sản (ROA) và tỉ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) trung bình lần lượt đạt 5,47% và 13,38%.

### 3.2 Phương pháp nghiên cứu

Dựa trên các nghiên cứu đã được xem xét ở phần lược khảo tài liệu về mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn, cũng như một số yếu tố khác có ảnh hưởng lên cấu trúc vốn như quy mô công ty, cấu trúc tài sản cố định và cấu trúc tài sản thanh khoản đã được chứng minh ở các nghiên cứu trước đây (xem Bảng 2), các mô hình hồi quy được xây dựng để đánh giá ảnh hưởng của sở hữu nhà nước lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần có vốn nhà nước ở Việt Nam cũng như ảnh hưởng tương tác của giới tính CEO lên mối quan hệ này.

$$Leverage_i = \beta_0 + \beta_1 * State_i + \beta_3 * L\_asset_i + \beta_4 * Fix\_asset_i + \beta_5 * Liquid_i + u_i \quad (1)$$

$$Leverage_i = \beta_0 + \beta_1 * State_i + \beta_2 * State_i * NamCEO_i + \beta_3 * L\_asset_i + \beta_4 * Fix\_asset_i + \beta_5 * Liquid_i + u_i \quad (2)$$

$$Leverage_i = \beta_0 + \beta_1 * D\_State_i + \beta_3 * L\_asset_i + \beta_4 * Fix\_asset_i + \beta_5 * Liquid_i + u_i \quad (3)$$

$$Leverage_i = \beta_0 + \beta_1 * D\_State_i + \beta_2 * D\_State_i * NamCEO_i + \beta_3 * L\_asset_i + \beta_4 * Fix\_asset_i + \beta_5 * Liquid_i + u_i \quad (4)$$

$$Leverage_i = \beta_0 + \beta_1 * State_i + \beta_2 * State_i^2 + \beta_3 * L\_asset_i + \beta_4 * Fix\_asset_i + \beta_5 * Liquid_i + u_i \quad (5)$$

Trong đó:

Mô hình (1) để kiểm tra giả thuyết H1

Mô hình (3) để kiểm tra giả thuyết H2

Mô hình (2) và (4) để kiểm tra giả thuyết H3

Mô hình (5) để kiểm tra giả thuyết H4

*NamCEO*: là biến phân loại để đánh giá ảnh hưởng tương tác của giới tính CEO lên mỗi quan

hệ giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn. *NamCEO* nhận giá trị 1 nếu CEO của công ty là nam giới và nhận giá trị 0 trong trường hợp CEO của công ty là nữ giới.

Cách tính toán biến phụ thuộc, các biến độc lập và các biến kiểm soát, nguồn tham khảo và dấu kỳ vọng được mô tả chi tiết trong Bảng 2:

**Bảng 2. Mô tả các biến trong nghiên cứu**

Tên biến (kí hiệu)	Cách đo lường	Nguồn tham khảo	Kỳ vọng
<b>Biến phụ thuộc</b>			
Cấu trúc vốn ( <i>Leverage</i> )	Tỉ lệ nợ trên tổng tài sản (%)	Hardiyanto & cs. (2015); Okuda & Lai (2010); Li & cs. (2009); Trương Đông Lộc & Võ Kiều Trang (2008).	
<b>Biến độc lập</b>			
Sở hữu nhà nước ( <i>State</i> )	% cổ phần nhà nước nắm giữ	Hardiyanto & cs. (2015).	(-)
Nhà nước kiểm soát ( <i>D_State</i> )	Biến giả (dummy) Nhà nước nắm ≥ 50% vốn chủ sở hữu = 1; và = 0 trường hợp khác	Okuda & Lai (2010).	(-)
<b>Biến kiểm soát</b>			
Quy mô công ty ( <i>L_asset</i> )	Logarith Tổng tài sản	Okuda & Lai (2010); Hardiyanto & cs. (2015); Zou & Xiao (2006); Tran & Ramachandran	(+)

		(2006); Huang (2006); Antoniou và cs. (2002).	
Cấu trúc tài sản cố định ( <i>Fix_asset</i> )	Tài sản cố định/Tổng tài sản (%)	Trương Đông Lộc (2009); Biger & cs. (2007); Tran & Ramachandran (2006).	(-)
Cấu trúc tài sản thanh khoản ( <i>Liquid</i> )	Tiền và tương đương tiền/Tổng tài sản (%)	Nguyen & cs. (2012).	(-)

#### 4. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

Kết quả ước lượng mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn (Mô hình 1, 3, 5) và ảnh hưởng tương tác của giới tính CEO lên mối quan hệ này (Mô hình 2, 4) bằng phương pháp bình phương bé nhất (OLS) được trình bày chi tiết

trong Bảng 3. Trước khi xem xét ảnh hưởng của tỉ lệ sở hữu nhà nước lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần có vốn nhà nước ở Việt Nam, việc kiểm định sự phù hợp của mô hình hồi quy được thực hiện.

**Bảng 3. Kết quả ước lượng mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn (Mô hình 1, 3, 5) và ảnh hưởng tương tác của giới tính CEO lên mối quan hệ này (Mô hình 2, 4)**

	Mô hình 1		Mô hình 2		Mô hình 3		Mô hình 4		Mô hình 5	
	Hệ số b	Giá trị t	Hệ số b	Giá trị t	Hệ số b	Giá trị t	Hệ số b	Giá trị t	Hệ số b	Giá trị t
<b><i>Biến độc lập</i></b>										
	-	-	-	-						
State	0,043 **	2,16 0	0,123 ***	3,50 0					1,09 0,073	0
State*Nam CEO			0,084 ***	2,64 0						
					-	-	-	-		
D_State					1,575 *	1,94 0	5,694 **	2,38 0		
D_State*N amCEO							4,351 *	1,81 0		
									-	
State <sup>2</sup>									1,80 -0,001	0
<b><i>Biến kiểm soát</i></b>										

L_asset	4,189 ***	16,0 80	4,165 ***	15,9 90	4,214 ***	16,1 40	4,192 ***	16,0 50	4,208 ***	16,1 90
Fix_asset	46,33 0***	26,5 00	46,12 8***	26,3 80	46,38 5***	26,5 60	46,30 1***	26,5 10	45,99 1***	26,0 70
Liquid	43,44 0***	17,5 30	43,19 2***	17,3 90	43,48 4***	17,5 60	43,38 2***	17,5 10	43,35 8***	17,5 00
Hàng số	38,05 4***	11,7 50	38,26 5***	11,8 20	36,70 7***	11,7 00	36,90 7***	11,7 70	35,54 7***	10,1 30
Số quan sát	2.888		2.888		2.888		2.888		2.888	
F( 5, 2883)	325,2 80		264,5 20		324,3 30		260,1 00		263,6 10	
Prob > F	0,000		0,000		0,000		0,000		0,000	
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>29,68</b> %		<b>29,83</b> %		<b>29,65</b> %		<b>29,72</b> %		<b>29,77</b> %	
Root MSE	21,69 5		21,67 5		21,69 9		21,69 2		21,68 5	

Ghi chú: \*\*\*, \*\*, \* tương ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

(Nguồn: Tính toán từ 2.888 công ty cổ phần có vốn nhà nước trong bộ dữ liệu Điều tra doanh nghiệp 2010 của Tổng cục Thống kê)

Đầu tiên, kết quả kiểm định Breusch-Pagan cho thấy (kết quả chi tiết của kiểm định Breusch-Pagan không được đề cập ở bài viết này, nhưng có thể yêu cầu cung cấp từ tác giả) các mô hình hồi quy đều bị hiện tượng phương sai sai số thay đổi (vi phạm giả định phương sai sai số không đổi). Do đó, để đảm bảo các ước lượng này có phương sai sai số đồng nhất, nghiên cứu này ước lượng lại các mô hình hồi quy sử dụng sai số chuẩn điều chỉnh của White (White robust standard error). Kế đó, hiện tượng đa cộng tuyến trong các mô hình cũng được xem xét. Thống kê đa cộng tuyến của các mô hình đều nhỏ hơn 10 (trừ mô hình 5 với giá trị VIF của biến *State* = 11.13 và  $State^2 = 11,20$ ). Do đó, giả thuyết các mô hình (trừ Mô hình 5) có hiện tượng đa cộng tuyến

bị bác bỏ (Mai Văn Nam & cs., 2006). Ngoài ra, độ phù hợp của mô hình hồi quy thông qua hệ số  $R^2$  cũng được xem xét. Kết quả ước lượng các mô hình hồi quy sử dụng sai số chuẩn điều chỉnh của White cho giá trị  $R^2$  tương đương 29%. Với mức ý nghĩa của kiểm định F rất nhỏ (< 1%), giả thuyết  $H_0$  cho rằng  $R^2 = 0$  bị bác bỏ. Điều này có nghĩa là 29% sự biến động của cấu trúc vốn là do tác động của biến độc lập và biến kiểm soát được đưa vào mô hình.

Mô hình (1) cho thấy rằng, tỉ lệ sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần có vốn nhà nước ở Việt Nam có mối quan hệ ngược chiều. Bên cạnh đó, Mô hình (3) cũng chỉ ra rằng, tỉ lệ nợ trên tổng tài sản (cấu trúc vốn) sẽ thấp hơn đối với các công ty mà nhà nước nắm tỉ lệ sở hữu



chi phối ( $\geq 50\%$ ) so với các công ty mà nhà nước nắm ít hơn 50% vốn chủ sở hữu. Do đó giả thuyết H1 và H2 được chấp nhận. Trong khi đó, nghiên cứu này không tìm được bằng chứng về mối quan hệ phi tuyến tính giữa tỉ lệ sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần có vốn nhà nước tại Việt Nam (Xem Mô hình (5) trong Bảng 3). Do đó, giả thuyết H4 không được chấp nhận. Các kết luận từ 03 mô hình trên phù hợp với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Hardiyanto và cs. (2013) khi cho rằng, tỉ lệ sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn có mối quan hệ ngược chiều, nghĩa là, khi tỉ lệ sở hữu nhà nước càng cao, mức độ sử dụng nợ (tỉ lệ nợ trên tổng tài sản) càng thấp. Lý giải cho điều này, lý thuyết Đại diện (Jensen & Meckling, 1976; Fama, 1980) biện luận rằng, khi có sự sở hữu tập trung, chi phí đại diện của vốn cổ phần sẽ giảm, do đó công ty không cần sử dụng nợ như một biện pháp để giảm khoản chi chí này.

Dù một số nghiên cứu cho rằng, sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn có mối quan hệ thuận chiều (Poyry & Maury, 2010; Li & cs., 2009) với lý giải rằng các công ty được kiểm soát bởi nhà nước dễ dàng tiếp cận được vốn vay nhờ mối quan hệ và sự đối xử ưu đãi hơn của các ngân hàng cũng được kiểm soát bởi nhà nước. Tuy nhiên, việc dễ dàng tiếp cận thị trường nợ vay với quyết định có sử dụng nợ vay nhiều hay không là hai vấn đề khác nhau. Xét trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam với tỉ lệ sở hữu khá tập trung của cổ đông nhà nước, các quyết định về tài chính công ty, trong đó có quyết định về sử dụng nợ vay, nhiều khả năng bị chi phối bởi các quy định và chính sách của các Bộ chủ quản có liên quan, giống như giải thích của Hardiyanto và cs. (2015), García-Teruel và Martínez-Solano (2010) khi cho rằng, công ty do nhà nước kiểm soát thường chịu sự can thiệp về chính sách cấu trúc vốn, và do đó, các công ty này thường sử dụng nợ vay một cách cẩn trọng. Bên cạnh đó, Okuda và Lai (2010) đã kết luận rằng, các công ty được kiểm soát bởi chính phủ ít có động lực trong việc sử dụng nợ vay để tiết kiệm thuế thu nhập doanh nghiệp. Ngoài ra, các nghiên cứu trước đây chưa xem xét mối quan

hệ này trong sự ảnh hưởng tương tác của giới tính CEO. Đây cũng được xem là một yếu tố có ảnh hưởng đáng kể lên quyết định cấu trúc vốn.

Do đó, để có cái nhìn sâu sắc hơn về mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần có vốn nhà nước ở Việt Nam, ảnh hưởng tương tác của giới tính CEO lên mối quan hệ này được xem xét trong Mô hình (2) và (4). Kết quả ước lượng cho thấy, giới tính nam của CEO sẽ làm hạn chế mối quan hệ ngược chiều giữa tỉ lệ sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn của các công ty. Điều này có nghĩa là, khi CEO của công ty là nam giới, mức độ sử dụng nợ vay sẽ cao hơn so với các đồng nghiệp là nữ giới, và do đó, làm tăng tỉ lệ nợ trên tổng tài sản, dù sở hữu nhà nước ở mức cao đã hạn chế tỉ lệ nợ. Ảnh hưởng tương tác của giới tính CEO lên mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn sẽ mạnh hơn đối với các công ty mà nhà nước nắm quyền chi phối (tỉ lệ sở hữu  $\geq 50\%$ ).

Do đó, một hàm ý về chính sách ở đây là, đối với các công ty cổ phần có vốn nhà nước ở Việt Nam mà nhà nước không nắm cổ phần chi phối ( $< 50\%$ ), hội đồng quản trị công ty có thể xem xét bổ nhiệm một nữ CEO để giảm mức sử dụng nợ, từ đó giúp giảm rủi ro phá sản. Bởi vì, khi nhà nước không nắm cổ phần chi phối ( $< 50\%$ ), kết quả thống kê cho thấy, mức sử dụng nợ sẽ cao hơn, nếu công ty đó được điều hành bởi nam CEO, ảnh hưởng tương tác sẽ làm cho mức sử dụng nợ tăng lên, và từ đó gia tăng rủi ro phá sản. Còn trong trường hợp tỉ lệ sở hữu nhà nước ở mức cao ( $\geq 50\%$ ), kết quả thống kê cho thấy mức sử dụng nợ thấp hơn, và ảnh hưởng tương tác của nam CEO làm gia tăng tỉ lệ nợ, điều này cũng góp phần giảm chi phí đại diện của vốn chủ sở hữu, vì một phần chi phí đại diện đã được chuyển sang cho chủ nợ, từ đó, làm tăng hiệu quả quản trị công ty (Jensen & Meckling, 1976).

## 5. KẾT LUẬN

Nghiên cứu này xem xét ảnh hưởng của tỉ lệ sở hữu nhà nước lên cấu trúc vốn và ảnh hưởng tương tác của giới tính CEO lên mối quan hệ này,

dựa trên mẫu quan sát bao gồm 2.888 công ty cổ phần có vốn nhà nước tại Việt Nam, trích từ bộ dữ liệu Điều tra doanh nghiệp 2010 được thực hiện bởi Tổng cục Thống kê. Cấu trúc vốn của các công ty là tỉ lệ nợ trên tổng tài sản. Nghiên cứu này sử dụng mô hình hồi quy bằng phương pháp bình phương bé nhất (OLS) để kiểm định các giả thuyết được đề xuất. Kết quả ước lượng cho thấy, tỉ lệ sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn (tỉ lệ nợ trên tổng tài sản) có mối quan hệ ngược chiều, nghĩa là, tỉ lệ sở hữu nhà nước càng cao, mức độ sử dụng nợ càng thấp. Bên cạnh đó, tỉ lệ nợ trên tổng tài sản của các công ty cổ phần có vốn nhà nước ở Việt Nam sẽ thấp hơn trong trường hợp nhà nước nắm cổ phần chi phối ( $\geq 50\%$ ). Kết luận này phù hợp với giải thích của Lý thuyết Đại diện (Agency Theory) được đề xuất bởi Jensen và Meckling (1976), Fama (1980). Ngoài ra, kết quả ước lượng còn cho thấy rằng, giới tính CEO có ảnh hưởng tương tác lên mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn, trong đó, CEO của công ty là nam giới sẽ làm hạn chế mối quan hệ ngược chiều này. Điều này hàm ý rằng, đối với các công ty cổ phần có vốn nhà nước ở Việt Nam mà nhà nước không nắm cổ phần chi phối ( $< 50\%$ ), hội đồng quản trị công ty có thể bổ nhiệm một nữ CEO để giảm mức sử dụng nợ vay. Vì tận dụng bộ dữ liệu có sẵn, nên các kết luận trong nghiên cứu này có thể bị hạn chế. Các nghiên cứu tương lai nên mở rộng thời gian quan sát để có đánh giá chính xác hơn về mối quan hệ này.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Antonioni, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2002). *The determinants of corporate capital structure: Evidence from European countries*. University of Durham, Department of Economics and Finance.
- Biger, N., Nguyen, N.V. & Hoang, Q. X. (2007). The determinants of capital structure: Evidence from Vietnam. In Kim, S.J. and McKenzie, M.D. (Ed.). *Asia-Pacific financial markets: Integration, innovation and challenges* (pp. 307-326). Emerald Group Publishing Limited.
- De La Bruslerie, H., & Latrous, I. (2012). Ownership structure and debt leverage: Empirical test of a trade-off hypothesis on French firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 22(4), 111-130.
- Faccio, M., Marchica, M. T. & Mura, R. (2015). CEO Gender, Corporate Risk-Taking, and the Efficiency of Capital Allocation. *Social Science Research Network*. Retrieved on Jan, 16<sup>th</sup> 2016 from <<http://ssrn.com/abstract=2021136>>.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- Fraser, D. R., Zhang, H., & Derashid, C. (2006). Capital structure and political patronage: The case of Malaysia. *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1291-1308.
- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2010). Ownership structure and debt maturity: new evidence from Spain. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 35(4), 473-491.
- Hardiyanto, A. T., Achsani, N. A., Sembel, R., & Maulana, N. A. (2015). Ownership And Determinants Capital Structure Of Public Listed Companies In Indonesia: a Panel Data Analysis. *International Research Journal of Business Studies*, 6(1), 29-43.
- Hoang, C. T., Abeysekera, I., & Ma, S. (June, 2014). *State ownership and earnings management: empirical evidence from Vietnamese listed firms*. Paper presented at the meeting of The International Conference on Finance and Economics, Ho Chi Minh, Viet Nam.
- Huang, G. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17(1), 14-36.

- 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.
- Ilman, M., Zakaria, A., Nindito, M. (2011). *The influences of micro and macro variables toward financial distress condition on manufacture companies listed in Indonesia stock exchange in 2009*. Paper presented at the meeting of The 3<sup>rd</sup> International Conference on Humanities and Social Science, Songkla, Indonesia.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Li, K., Yue, H., & Zhao, L. (2009). Ownership, institutions, and capital structure: Evidence from China. *Journal of Comparative Economics*, 37(3), 471-490.
- Mai Văn Nam., Phạm Lê Thông., Lê Tân Nghiêm. & Nguyễn Văn Ngân. (2006). *Giáo trình Kinh tế lượng*. Hồ Chí Minh: Nhà xuất bản Thống kê.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Nguyễn Minh Kiều. (2009). *Tài chính doanh nghiệp căn bản*. Hồ Chí Minh: Nhà xuất bản Thống kê.
- Nguyen, D. T., Diaz-Rainey, I. & Gregoriou, A. (2012). *Financial development and the determinants of capital structure in Vietnam*. Working paper, SSRN eLibrary.
- Okuda, H. & Lai, T. P. N (February, 2010). *The determinants of the fundraising structure of listed companies in Vietnam: Estimation of the effects of government ownership*. Paper presented at the meeting of Global COE Hi-Stat Discussion Paper, Tokyo, Japan.
- Poyry, S. & Maury, B. (2010). Influential ownership and capital structure. *Managerial and Decision Economics*, 31(5), 311–324.
- Ruan, W., Tian, G., & Ma, S. (2011). Managerial ownership, capital structure and firm value: Evidence from China's civilian-run firms. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 5(3), 73.
- Tran, D. K. N. & Ramachandran, N. (2006). Capital structure in small and medium-sized enterprises: The case of Vietnam. *ASEAN Economic Bulletin*, 23(2), 192+.
- Truong, D. L., Lanjouw, G. J., & Lensink, B. W. (2004). The impact of privatisation on firm performance in a transition economy: The case of Vietnam. *University of Groningen, Research Institute SOM (Systems, Organisations and Management)*, No.04C31, 1-33.
- Trương Đông Lộc. (2009). Ảnh hưởng của việc niêm yết cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động và cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Nghiên cứu kinh tế*, 377(10), 35-42.
- Trương Đông Lộc & Võ Kiều Trang. (2008). Các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Nghiên cứu kinh tế*, 361(6), 20-26.
- Vu, K. A., Tower, G., & Scully, G. (2011). Corporate communication for Vietnamese listed firms. *Asian Review of Accounting*, 19(2), 125-146.
- Zou, H. & Xiao, J. Z. (2006). The financing behaviour of listed Chinese firms. *The British Accounting Review*, 38(3), 239–258.