

# TÁC ĐỘNG CỦA GIỚI TÍNH CEO ĐẾN CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

● VŨ TRỌNG HIỀN<sup>1</sup> - NGUYỄN LÊ THÀNH KHANG<sup>1</sup> - LẠI ĐÌNH PHƯƠNG LAM<sup>1</sup>  
- TRƯƠNG BẢO NHI<sup>1</sup> - NGUYỄN NHỰT QUÂN<sup>1</sup> - NGUYỄN NGỌC NGÀ<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Trường Đại học Công nghiệp TP. Hồ Chí Minh

## TÓM TẮT:

Bài nghiên cứu xem xét tác động của giới tính CEO đến cấu trúc vốn doanh nghiệp, với mẫu quan sát bao gồm 136 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2010 - 2023 thông qua phương pháp hồi quy GLS và phương pháp so sánh điểm xu hướng PSM. Kết quả nghiên cứu cho thấy, các CEO nữ thường có xu hướng sử dụng đòn bẩy tài chính thấp hơn và thực hiện các chiến lược tài chính thận trọng hơn so với các CEO nam. Kết quả nghiên cứu thì vững chắc với cả 2 phương pháp hồi quy. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng chỉ ra các yếu tố như tỷ suất sinh lợi cổ phiếu, khả năng sinh lợi của doanh nghiệp (thông qua tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản), quy mô doanh nghiệp, tài sản cố định của doanh nghiệp và chi phí hoạt động của doanh nghiệp có tác động đến quyết định sử dụng đòn bẩy của doanh nghiệp đó. Từ đó, nhóm tác giả đưa ra các hàm ý nghiên cứu cho các nhà quản trị doanh nghiệp.

**Từ khóa:** giới tính CEO, cấu trúc vốn, phương pháp so sánh điểm xu hướng.

## 1. Đặt vấn đề

Nghiên cứu về cấu trúc vốn của doanh nghiệp luôn nhận được sự quan tâm lớn đến từ các nhà nghiên cứu cũng như các nhà quản lý, đặc biệt trong bối cảnh sau đại dịch Covid-19, nhiều doanh nghiệp có nhu cầu tìm kiếm nguồn tài trợ để tái đầu tư các hoạt động. Theo Báo cáo của Grant Thornton (2024) cho thấy tỷ lệ nữ quản trị toàn cầu tăng nhẹ, trong khi đó tỷ lệ này tại Việt Nam lại giảm nhẹ trong giai đoạn 2020-2024. Các nghiên cứu trước đây tại Việt Nam chủ yếu tập trung vào ảnh hưởng của CEO nữ đến rủi ro cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, chẳng

hạn như nghiên cứu của Nguyễn Thành Đông & Trần Thanh Khương (2020), Nguyễn Thị Nam Thanh & Võ Thị Thúy Anh (2020), Hoàng Trọng Bình (2021). Các nghiên cứu về ảnh hưởng của CEO nữ đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp còn hạn chế tại Việt Nam, thường tập trung trong các nghiên cứu về quản trị doanh nghiệp như Nguyễn Văn Thuận & Nguyễn Thị Thu Thủy (2020). Nghiên cứu của nhóm tác giả tập trung vào ảnh hưởng của CEO nữ đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp tại Việt Nam thông qua phương pháp so sánh điểm xu hướng PSM hơn là các phương pháp truyền thống trước đây.

## 2. Tổng quan các nghiên cứu trước

Nghiên cứu của nhóm tác giả dựa trên các lý thuyết về cấu trúc vốn, bao gồm lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết phát tín hiệu, lý thuyết định thời điểm thị trường và lý thuyết đại diện.

Các nghiên cứu trước đây tại Việt Nam hầu như tập trung vào ảnh hưởng của CEO nữ đến rủi ro cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Chẳng hạn như, Nguyễn Thành Đông & Trần Thanh Khương (2020) nghiên cứu tác động của lãnh đạo nữ đối với hiệu quả hoạt động của công ty. Kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty có tỷ lệ nữ trong Hội đồng quản trị càng cao thì sẽ càng hoạt động hiệu quả hơn. Hoàng Trọng Bình (2021) cũng nghiên cứu về ảnh hưởng của giới tính CEO lên kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cũng đã chỉ ra có sự khác biệt giữa CEO nữ và CEO nam ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của các công ty. Các công ty có CEO nữ mang đến kết quả kinh doanh tốt hơn so với các công ty có CEO là nam. Nguyễn Thị Nam Thanh và Võ Thị Thúy Anh (2020) nghiên cứu về ảnh hưởng của lãnh đạo nữ đến rủi ro của các công ty phi tài chính niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và nhận thấy các CEO nữ làm giảm rủi ro hệ thống của cổ phiếu, nhưng không làm ảnh hưởng đến biến động lợi nhuận và rủi ro thị trường của công ty. Một số ít các nghiên cứu có xem xét tác động của giới tính CEO đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp như nghiên cứu của Nguyễn Văn Thuận & Nguyễn Thị Thu Thủy (2020) thông qua nghiên cứu chủ đề về quản trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu đã không chỉ ra mối quan hệ giữa CEO nữ với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Trong nghiên cứu này của nhóm tác giả, ngoài việc sử dụng phương pháp hồi quy thông thường, nhóm tác giả sử dụng hồi quy so sánh điểm xu hướng (PSM) để nghiên cứu ảnh hưởng của CEO nữ đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Krystyniak & Staneva (2024) xem xét tác động của giới tính của người điều hành đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp tại nhóm các quốc gia đã phát

triển. Kết quả thực nghiệm cho thấy các công ty có người điều hành là nữ thì có đòn bẩy thấp hơn so với các công ty có người điều hành là nam. Các nghiên cứu về lĩnh vực này tại Việt Nam còn khá là hạn chế.

## 3. Phương pháp nghiên cứu

Nhóm tác giả dựa theo khung lý thuyết cấu trúc vốn và tổng quan các nghiên cứu trước, trong đó chủ yếu là nghiên cứu của Krystyniak & Staneva (2024) để xây dựng nên mô hình nghiên cứu như sau:

$$\begin{aligned} \text{LEVERAGE} = & \alpha + \beta_1 * \text{FEMALE} \\ & + \beta_2 * \text{RETURN} + \beta_3 * \text{ROA} + \beta_4 * \text{SIZE} \\ & + \beta_5 * \text{TANGIBILITY} + \beta_6 * \text{EXPENSE} + \varepsilon \end{aligned}$$

Trong đó:

LEVERAGE: Đòn bẩy tài chính

FEMALE: Giới tính của CEO

RETURN: Tỷ suất sinh lời cổ phiếu

ROA: Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản

SIZE: Quy mô doanh nghiệp

TANGIBILITY: Tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản

EXPENSE: Tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu thuần

Nhóm tác giả sử dụng mẫu dữ liệu bao gồm 136 doanh nghiệp niêm yết ở Sở Giao dịch chứng khoán TP. HCM trong suốt giai đoạn nghiên cứu từ năm 2010 đến năm 2023. Nhóm tác giả sử dụng hồi quy GLS và hồi quy so sánh điểm xu hướng (PSM).

## 4. Kết quả nghiên cứu

Các doanh nghiệp được điều hành bởi các CEO nữ sử dụng đòn bẩy thấp hơn so với các doanh nghiệp được điều hành bởi CEO nam (đạt trung bình là 1,20385 đối với các mẫu có CEO nam điều hành và 0,95511 với mẫu CEO nữ điều hành). Biến giới tính CEO toàn bộ mẫu có giá trị trung bình là 0,11082 cho thấy mẫu nghiên cứu có 11,082% là CEO nữ. Nhóm tác giả nhận thấy không có sự khác biệt đáng kể trong tỷ suất sinh lợi cổ phiếu giữa 2 nhóm doanh nghiệp điều hành bởi CEO nam và CEO nữ không có sự khác biệt đáng kể với CEO nam đạt 0,16205 và CEO nữ đạt 0,16212. Về tỷ suất sinh lợi trên tài sản có độ biến động trung bình

**Bảng 1. Biến nghiên cứu**

| Tên biến           | Đo lường                                                            | Dấu kỳ vọng |
|--------------------|---------------------------------------------------------------------|-------------|
| <b>LEVERAGE</b>    | $LEVERAGE = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$           |             |
| <b>FEMALE</b>      | Nhận giá trị 1 nếu CEO là nữ<br>Nhận giá trị 0 nếu CEO là nam       |             |
| <b>RETURN</b>      | $RETURN = \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$                                | +           |
| <b>ROA</b>         | $ROA = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$       | -           |
| <b>SIZE</b>        | $SIZE = \ln(\text{Tổng tài sản})$                                   | +           |
| <b>TANGIBILITY</b> | $TANGIBILITY = \frac{\text{Tài sản cố định}}{\text{Tổng tài sản}}$  | -           |
| <b>EXPENSE</b>     | $EXPENSE = \frac{\text{Chi phí hoạt động}}{\text{Doanh thu thuần}}$ | -           |

(Biến nghiên cứu, cách thức đo lường và dấu kỳ vọng dựa trên khung lý thuyết và lược khảo các nghiên cứu trước, chủ yếu là nghiên cứu của Krystyniak & Staneva (2024))

của các quan sát với doanh nghiệp có CEO nữ là 0,08135, trong khi giá trị này trong toàn bộ mẫu khoảng 0,06849 và các doanh nghiệp có CEO nam trung bình khoảng 0,06689. Tỷ lệ tài sản cố định của các doanh nghiệp có CEO nữ có khoảng

tài chính và quy mô doanh nghiệp có tương quan cùng chiều với đòn bẩy tài chính. Các mối tương quan này góp phần phản ánh vai trò của nữ giới, hiệu quả kinh doanh và đặc điểm doanh nghiệp trong quyết định sử dụng nợ vay. (Bảng 4)

0,24225, các doanh nghiệp có CEO nam khoảng 0,23411. Tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu thuần ở các doanh nghiệp có CEO nam là 0,11963 thấp hơn so với với các doanh nghiệp có CEO nữ 0,17645. (Bảng 3)

Nhóm tác giả nhận thấy hệ số tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình đều nhỏ hơn 0,8, vì vậy không tiềm ẩn xảy ra vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng làm ảnh hưởng đến kết quả hồi quy. Nhóm tác giả cũng nhận thấy có sự tương quan ngược chiều giữa giới tính nữ trong ban điều hành và đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, hiệu quả hoạt động (ROA), tỷ suất sinh lời cổ phiếu (RETURN), tỷ lệ tài sản cố định (TANGIBILITY), chi phí hoạt động (EXPENSE) có tương quan ngược chiều với đòn bẩy

**Bảng 2. Thống kê mô tả**

| Biến        | Toàn bộ mẫu |          |               | Mẫu Female = 0 |          |               | Mẫu Female = 1 |          |               |
|-------------|-------------|----------|---------------|----------------|----------|---------------|----------------|----------|---------------|
|             | Trung bình  | Trung vị | Độ lệch chuẩn | Trung bình     | Trung vị | Độ lệch chuẩn | Trung bình     | Trung vị | Độ lệch chuẩn |
| LEVERAGE    | 1,17621     | 0,84210  | 1,21723       | 1,20385        | 0,87397  | 1,25211       | 0,95511        | 0,65799  | 0,86112       |
| FEMALE      | 0,11082     | 0,00000  | 0,31399       | 0,00000        | 0,00000  | 0,00000       | 1,00000        | 1,00000  | 0,00000       |
| RETURN      | 0,16206     | 0,07560  | 0,56594       | 0,16205        | 0,07566  | 0,58574       | 0,16212        | 0,07426  | 0,37155       |
| ROA         | 0,06849     | 0,05642  | 0,07861       | 0,06689        | 0,05508  | 0,07794       | 0,08135        | 0,07816  | 0,08286       |
| SIZE        | 28,18337    | 28,09601 | 1,38692       | 28,13955       | 28,05751 | 1,37548       | 28,53500       | 28,24468 | 1,43097       |
| TANGIBILITY | 0,23501     | 0,19411  | 0,19040       | 0,23411        | 0,19239  | 0,18732       | 0,24225        | 0,21462  | 0,21389       |
| EXPENSE     | 0,12591     | 0,08715  | 0,22291       | 0,11963        | 0,08407  | 0,18926       | 0,17645        | 0,12665  | 0,39882       |

Nguồn: Số liệu được thống kê qua phần mềm Stata 17 với dữ liệu 136 doanh nghiệp niêm yết ở Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong suốt giai đoạn 2010-2023

Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan

|             | LEVERAGE        | FEMALE         | RETURN         | ROA             | SIZE    | TANGIBILITY     | EXPENSE |
|-------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|---------|-----------------|---------|
| LEVERAGE    | 1,00000         |                |                |                 |         |                 |         |
| FEMALE      | -0,06420<br>*** | 1,00000        |                |                 |         |                 |         |
| RETURN      | -0,00800        | 0,00000        | 1,00000        |                 |         |                 |         |
| ROA         | -0,39090<br>*** | 0,05780<br>**  | 0,17620<br>*** | 1,00000         |         |                 |         |
| SIZE        | 0,22740<br>***  | 0,08950<br>*** | 0,03550        | -0,04210<br>*   | 1,00000 |                 |         |
| TANGIBILITY | -0,11990<br>*** | 0,01340        | -0,03330       | 0,04260<br>*    | 0,02340 | 1,00000         |         |
| EXPENSE     | -0,05100<br>**  | 0,08000<br>*** | -0,04930<br>** | -0,08710<br>*** | 0,03600 | -0,06170<br>*** | 1,00000 |

Ghi chú: (\*), (\*\*), (\*\*\*), lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Số liệu được xử lý qua phần mềm Stata 17 với dữ liệu 136 doanh nghiệp niêm yết ở Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong suốt giai đoạn 2010-2023

Bảng 4. Kết quả hồi quy GLS về tác động của giới tính CEO đến đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp

|             | LEVERAGE    |
|-------------|-------------|
| FEMALE      | -0,19670**  |
| RETURN      | 0,09225**   |
| ROA         | -6,09871*** |
| SIZE        | 0,19421***  |
| TANGIBILITY | -0,73053*** |
| EXPENSE     | -0,50007*** |
| _cons       | -3,63488*** |

Ghi chú: (\*), (\*\*), (\*\*\*), lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Số liệu được xử lý qua phần mềm Stata 17 với dữ liệu 136 doanh nghiệp niêm yết ở Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong suốt giai đoạn 2010-2023

Kết quả hồi quy cho thấy tỷ suất sinh lợi cổ phiếu (RETURN) và quy mô doanh nghiệp (SIZE) tác động cùng chiều đến đòn bẩy tài chính (LEVERAGE) của doanh nghiệp. Điều này cho thấy các doanh nghiệp có tỷ suất sinh lợi cổ phiếu cao và/hoặc quy mô lớn thường có xu hướng sử dụng nhiều nợ vay hơn, do họ có uy tín tài chính tốt và khả năng tiếp cận nguồn vốn vay dễ dàng hơn. Ngược lại, CEO nữ (FEMALE), hiệu quả hoạt động (ROA), tài sản hữu hình (TANGIBILITY) và chi phí hoạt động (EXPENSE) tác động ngược chiều đến đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp (LEVERAGE). Kết quả này hàm ý doanh nghiệp có sự hiện diện của CEO nữ, hoạt động hiệu quả, sở hữu nhiều tài sản hữu hình và/hoặc có chi phí hoạt động lớn thường ít sử dụng nợ vay hơn. Điều này có thể phản ánh sự thận trọng trong quản trị tài chính, đặc biệt khi có sự tham gia của nữ giới, cũng như cho thấy doanh nghiệp có khả năng tự tài trợ bằng nguồn lợi nhuận giữ lại thay vì phụ thuộc vào vốn vay. (Bảng 5)

**Bảng 5. Kết quả hồi quy PSM về tác động của giới tính CEO đến đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp**

| LEVERAGE        | Hệ số hồi quy | Sai số chuẩn | Giá trị thống kê | P-value |
|-----------------|---------------|--------------|------------------|---------|
| FEMALE (1 vs 0) | -0,14328 *    | 0,07390      | -1,94            | 0,053   |

Ghi chú: (\*), (\*\*), (\*\*\*), lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Số liệu được xử lý qua phần mềm Stata 17 với dữ liệu 136 doanh nghiệp niêm yết ở Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong suốt giai đoạn 2010-2023

Biến giới tính CEO (FEMALE) có hệ số là -0,14328 cho thấy các doanh nghiệp có CEO nữ có mức đòn bẩy tài chính trung bình thấp hơn 14,328% so với các doanh nghiệp có CEO nam, sau khi đã kiểm soát sự tương đồng giữa các yếu tố đặc điểm doanh nghiệp của nhóm doanh nghiệp có CEO nam và nhóm doanh nghiệp có CEO nữ thông qua phương pháp so khớp điểm xu hướng. Kết quả nghiên cứu này giống với Krystyniak & Staneva (2024) khi nghiên cứu trên thị trường tài chính đã phát triển tại Mỹ.

Kết quả này cũng phản ánh khá sát thực tế tại Việt Nam, nơi mà văn hóa doanh nghiệp ngày càng đề cao yếu tố quản trị bền vững và quản lý rủi ro. Trong bối cảnh hệ thống tài chính Việt Nam vẫn còn phụ thuộc nhiều vào tín dụng ngân hàng, sự thận trọng của các CEO nữ có thể mang

lại tác động tích cực trong việc điều chỉnh cấu trúc vốn, giúp doanh nghiệp tránh được gánh nặng nợ quá mức và tạo điều kiện thuận lợi hơn trong việc tiếp cận các nguồn vốn bền vững. Việc ngày càng có nhiều CEO nữ xuất hiện tại các doanh nghiệp lớn trong nước cũng đang cho thấy xu hướng này rõ nét hơn.

#### 5. Hàm ý nghiên cứu

CEO nữ là một trong những phương án cần được cân nhắc, nhất là trong những giai đoạn chịu ảnh hưởng bởi những cú sốc trong nền kinh tế. Ngoài ra, doanh nghiệp nên cân nhắc sử dụng nợ để đạt cấu trúc vốn tối ưu khi quy mô doanh nghiệp tăng, các khoản chi phí hoạt động giảm, tỷ suất sinh lợi cổ phiếu tăng. Hơn thế nữa, doanh nghiệp có thể tận dụng nguồn lợi nhuận giữ lại khi tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản tăng, tài sản cố định hữu hình tăng ■

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Hoàng Trọng Bình (2021). Ảnh hưởng của giới tính CEO lên kết quả kinh doanh của doanh nghiệp tại Việt Nam. Tạp chí Khoa học và Công nghệ Đại học Công nghiệp TP.Hồ Chí Minh, 54, 105-114.
- Nguyễn Thành Đông & Trần Thanh Khương (2019). Tác động của lãnh đạo nữ đối với hiệu quả hoạt động công ty: Bằng chứng từ thị trường Việt Nam. Tạp chí Công Thương, 21, 90-95.
- Nguyễn Thị Nam Thanh & Võ Thị Thúy Anh (2020). Ảnh hưởng của lãnh đạo nữ đến rủi ro công ty: Nghiên cứu tại Việt Nam. Tạp chí Khoa học và Công nghệ Đại học Đà Nẵng, 18(2), 1-6.
- Nguyễn Văn Thuận & Nguyễn Thị Thu Thủy (2020). Tác động của quản trị công ty đến cấu trúc vốn: Nghiên cứu thực nghiệm từ các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tạp chí Khoa học Đại học mở TP. Hồ Chí Minh, 15(2), 25-38.
- Grant Thornton (2024). Women in Business 2024: Defining pathways to parity.
- Krystyniak, K., & Staneva, V. (2024). Executive gender and capital structure: New evidence from rebalancing events. Finance Research Letters, 65, 105520.

Ngày nhận bài: 23/8/2025

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 4/9/2025

Ngày chấp nhận đăng bài: 24/9/2025

## **IMPACT OF CEO GENDER ON CAPITAL STRUCTURE OF LISTED FIRMS IN VIETNAM**

- VU TRONG HIEN<sup>1</sup>
- NGUYEN LE THANH KHANG<sup>1</sup>
- LAI DINH PHUONG LAM<sup>1</sup>
- TRUONG BAO NHI<sup>1</sup>
- NGUYEN NHUT QUAN<sup>1</sup>
- NGUYEN NGOC NGA<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Ho Chi Minh City University of Industry

### **ABSTRACT:**

This study investigates the impact of CEO gender on corporate capital structure using a sample of 136 listed companies in Vietnam from 2010 to 2023, employing GLS and propensity score matching (PSM) regression methods. The findings reveal that firms led by female CEOs tend to adopt lower financial leverage and pursue more conservative financial strategies compared to those led by male CEOs. These results are robust across both regression techniques. In addition, the study highlights the influence of stock returns, profitability (return on assets), firm size, asset tangibility, and operating expenses on corporate capital structure. Based on these findings, the study offers practical implications for corporate governance and boards of directors, emphasizing the role of CEO characteristics in shaping financial decision-making and risk management strategies.

**Keywords:** CEO gender, capital structure, propensity score matching.