



TÁC ĐỘNG CỦA CÁC ĐẶC ĐIỂM GIÁM ĐỐC ĐIỀU HÀNH ĐẾN CHẤP NHẬN RỦI RO: TRƯỜNG HỢP CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Hồ Phương Thảo*

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Huế, 99 Hồ Đắc Di, Huế, Việt Nam

* Tác giả liên hệ: Nguyễn Hồ Phương Thảo <nhpthao@hueuni.edu.vn>

(Ngày nhận bài: 24-3-2024; Ngày chấp nhận đăng: 3-5-2024)

Tóm tắt. Nghiên cứu xem xét tác động của các đặc điểm giám đốc điều hành (CEO) đến chấp nhận rủi ro của các công ty. Dữ liệu đặc biệt được thu thập thủ công từ các báo cáo thường niên của các công ty phi tài chính niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010-2020 và được phân tích thông qua các kỹ thuật ước lượng khác nhau nhằm xác định tính phù hợp của kết quả. Các phát hiện cho thấy có mối liên quan đáng kể giữa đặc điểm cá nhân của CEO với chấp nhận rủi ro của các công ty. Cụ thể, kinh nghiệm của CEO ảnh hưởng tích cực trong khi độ tuổi có ảnh hưởng tiêu cực đến chấp nhận rủi ro. Bên cạnh đó, các nữ CEO e ngại rủi ro đáng kể so với nam đồng nghiệp. Tuy nhiên, không có đủ cơ sở để kết luận rằng trình độ học vấn của CEO có ảnh hưởng đến việc chấp nhận rủi ro. Cuối cùng, nghiên cứu cung cấp những bằng chứng thực nghiệm tin cậy cho các công ty trong việc lựa chọn CEO nhằm giảm thiểu vấn đề đại diện, đảm bảo lợi ích của cổ đông; đồng thời là chỉ dấu cho các nhà đầu tư trong việc đưa ra quyết định phù hợp.

Từ khoá: chấp nhận rủi ro, đặc điểm CEO, lý thuyết lãnh đạo cấp cao, thị trường chứng khoán, Việt Nam

The impact of CEO traits on firms' risk-taking: A case study of listed companies in Vietnam

Nguyen Ho Phuong Thao*

University of Economics, Hue University, 99 Ho Duc Di St., Hue, Vietnam

* Correspondence to Nguyen Ho Phuong Thao <nhpthao@hueuni.edu.vn>

(Received: March 24, 2024; Accepted: May 3, 2024)

Abstract. The study examines the impact of Chief Executive Officer (CEO) traits on firms' risk-taking. Unique data was collected manually from annual reports of non-financial firms listed on the Vietnamese stock exchange for the period 2010-2020 and analyzed through different estimation techniques to determine the appropriateness of the results. The findings reveal a significant association between CEO traits and firms'

risk-taking. Specifically, CEO experience has a positive effect, while CEO age has a negative influence on firms' risk-taking. Besides, female CEOs are significantly more risk-averse than their male counterparts. However, there is not enough evidence to conclude that the education level of the CEO affects risk-taking. Finally, the study provides reliable empirical evidence for companies in selecting CEOs to minimize agency problems and ensure the interests of shareholders; at once, it serves as a guide for investors to make appropriate decisions.

Keywords: risk-taking, CEO traits, upper echelons theory, stock market, Vietnam

1 Đặt vấn đề

Rủi ro là vấn đề mà công ty đối mặt hàng ngày và có ảnh hưởng lớn đến kết quả hoạt động của công ty [1, 2] và mức độ chấp nhận rủi ro là yếu tố quan trọng quyết định sự thành công của công ty vì nó ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động, đầu tư, tăng trưởng và tính bền vững, phát triển lâu dài [3]. Chính vì vậy, dòng nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro đã trở thành một chủ đề quan trọng đối với các nhà nghiên cứu trong thời gian gần đây. Gustafsson và Uysal [2] cho rằng, đội ngũ quản lý cao nhất ảnh hưởng đến rủi ro ở cấp độ công ty vì họ là những người đưa ra các quyết định tối cao về việc sử dụng chiến lược của doanh nghiệp. Do đó, các đặc điểm của họ đóng một vai trò quan trọng, ảnh hưởng đến việc ra quyết định. Yung và Chen [4] khẳng định tính không đồng nhất giữa các nhà quản lý đóng vai trò quan trọng trong các quyết định của công ty. Một số tài liệu đã khai thác ảnh hưởng của đặc điểm CEO đến các kết quả khác nhau của công ty như nắm giữ tiền mặt [5], hoạt động quốc tế hóa [6] và hiệu quả doanh nghiệp [7]. Gần đây, ngày càng có nhiều tài liệu tập trung vào đặc điểm cá nhân của CEO ảnh hưởng đến việc chấp nhận rủi ro của doanh nghiệp. Các tác giả tập trung khai thác đặc điểm cá nhân của CEO đến rủi ro của các công ty tại thị trường Hoa Kỳ [8], Úc [7], Anh [9], Trung Quốc [10].

Trong khi các bằng chứng về tác động các đặc điểm của CEO đến chấp nhận rủi ro đã khá rõ ràng ở các quốc gia thì tại Việt Nam các nghiên cứu về chủ đề này khá mỏng. Một số nghiên cứu tiêu biểu như Sharma và Tarp [11] sử dụng mẫu gồm các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam thông qua phỏng vấn trực tiếp trong năm 2015 cho thấy các đặc điểm của nhà quản lý có tương quan với các đầu ra của công ty. Song và Chung [12] cho thấy các nữ CEO ở miền Bắc, nơi có định kiến giới thấp hơn miền Nam, có khả năng chấp nhận rủi ro cao hơn. Minh Ha và cs. [13] sử dụng dữ liệu nghiên cứu bao gồm 110 công ty niêm yết trên hai sàn chứng khoán lớn của Việt Nam trong giai đoạn 2012–2018. Các tác giả cho thấy rằng các đặc điểm của CEO có mối tương quan thuận với đòn bẩy của công ty. Qua đây có thể thấy tại Việt Nam, do khó khăn trong thu thập dữ liệu nên chỉ có một số ít nghiên cứu đề cập đến mối quan hệ giữa các đặc điểm có thể quan sát được của CEO và mức độ chấp nhận rủi ro của doanh nghiệp.

Sự gia tăng các nghiên cứu trên thế giới trong thời gian gần đây về tác động các đặc điểm của CEO đến các quyết định của công ty nhằm tìm kiếm các giải pháp mới cho cơ chế quản trị bên trong. Tại Việt Nam, cơ chế quản trị bên ngoài còn khá yếu, thể hiện ở nhiều vụ việc sai phạm nghiêm trọng ở các công ty, tập đoàn lớn liên quan đến vai trò quản lý của các CEO. Điện

hình như sai phạm tại Oceanbank; Ngân hàng Đông Á, Ngân hàng SCB, Tập đoàn FLC, Tập đoàn Vạn Thịnh Phát; gây thiệt hại nghiêm trọng cho các nhà đầu tư cũng như ảnh hưởng đến sự minh bạch và an toàn của công ty. Chính vì vậy, thời điểm này các công ty cần nhìn nhận lại vai trò của CEO trong các công ty để có chính sách quản trị bên trong phù hợp, đảm bảo sự tăng trưởng ổn định. Bài viết của tác giả muốn lấp đầy khoảng trống nghiên cứu hiện có về vấn đề này tại Việt Nam như ngoài ảnh hưởng của giới tính CEO, nghiên cứu còn xem xét thêm về tuổi tác, kinh nghiệm và trình độ học vấn trên một mẫu khá lớn được thu thập từ công báo cáo thường niên của toàn bộ các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam từ năm 2010 đến năm 2020. Nghiên cứu mong muốn cung cấp những minh chứng rõ ràng và toàn diện, làm cơ sở cho các công ty trong việc ban hành chính sách nội bộ liên quan đến CEO, cũng là cơ sở tham khảo cho các quyết định của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Ngoài ra, nghiên cứu còn đóng góp thêm về phương pháp nghiên cứu khi sử dụng các phương pháp khác nhau như hồi quy OLS, hồi quy hiệu ứng cố định, hồi quy hiệu ứng ngẫu nhiên và hồi quy bình phương tối thiểu tổng quát khả thi để phân tích.

Phần sau của bài báo gồm: Phần 2 thảo luận về các lý thuyết, tài liệu có liên quan và đề xuất các giả thuyết chính; Phần 3 trình bày dữ liệu, phương pháp nghiên cứu, mô hình và các biến số; Phần 4 trình bày kết quả thực nghiệm và thảo luận; và Phần 5 đưa ra kết luận, hàm ý.

2 Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1 Lý thuyết nền

Cho đến nay, chưa có lý thuyết nào chỉ ra rõ ràng ảnh hưởng của CEO đến chấp nhận rủi ro của doanh nghiệp. Tuy nhiên, một số lý thuyết đã cung cấp những cơ sở về mối quan hệ giữa các đặc điểm của CEO và chấp nhận rủi ro của các công ty. Điển hình như các lý thuyết sau:

Lý thuyết đại diện (agency theory) đã được phát triển từ rất sớm, là một lý thuyết kinh tế quản lý nghiên cứu về mối quan hệ giữa người đại diện và người được đại diện. Jensen và Meckling [14] cho rằng vấn đề đại diện xảy ra ở các công ty là do mâu thuẫn lợi ích giữa chủ sở hữu và các nhà quản lý. Người quản lý quan tâm đến việc nhận được lợi ích cá nhân từ vị trí quản lý của mình nhưng không phải lúc nào các quyết định đó cũng có lợi cho cổ đông. Lý thuyết đại diện bắt đầu được nhiều tác giả áp dụng trong các nghiên cứu thuộc lĩnh vực kinh tế, chẳng hạn như Yim [15] nhấn mạnh sự liên quan giữa đặc điểm cá nhân của CEO và sự khác biệt ở cấp độ CEO trong vấn đề đại diện đối với các quyết định của công ty.

Lý thuyết cấp trên (upper echelons theory) do Hambrick và Mason [16] phát triển đã chỉ ra rằng kinh nghiệm, giá trị và các đặc điểm khác của lãnh đạo cấp cao đóng vai trò quan trọng trong các quyết định của họ và định hình kết quả của tổ chức. Những đặc điểm như vậy có thể được thể hiện qua các đặc điểm như nhiệm kỳ, độ tuổi và trình độ học vấn của các CEO. Lee và Moon [17] đã dựa trên lý thuyết này để chứng minh hành vi chấp nhận rủi ro chiến lược của các CEO trong ngành hàng không Hoa Kỳ có liên quan đến đặc điểm cơ bản có thể quan sát được như tuổi, nhiệm kỳ và trình độ học vấn. Tương tự, Martino P và cs. [18] cũng phát triển lý thuyết

cấp trên dựa vào nghiên cứu đặc điểm cá nhân của CEO đến việc chấp nhận rủi ro chiến lược của các công ty gia đình tại Ý cho thấy trình độ học vấn chuyên môn của CEO làm giảm mức độ chấp nhận rủi ro đáng kể.

Lý thuyết dựa trên nguồn lực (resource-based theory) được phát triển để giải thích cách các đặc điểm nguồn lực cho phép công ty có được lợi thế cạnh tranh trên thị trường. CEO cũng là nguồn lực của các công ty, do đó các đặc điểm cá nhân như trình độ học vấn, kinh nghiệm và kỹ năng của cá nhân thể hiện nhận thức và năng suất của họ và từ đó có thể ảnh hưởng đến hoạt động của công ty. Fernandez-Ortiz và Lombardo[19] cũng dựa trên lý thuyết nguồn lực cho thấy đặc điểm của các lãnh đạo cấp cao có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. Tương tự, Saeed và Ziaulhaq [6] chứng minh các đặc điểm của CEO như tuổi tác, trình độ học vấn, nhiệm kỳ và mối quan hệ chính trị ảnh hưởng đến hiệu suất quốc tế của các doanh nghiệp.

2.2 Tổng quan nghiên cứu và các giả thuyết nghiên cứu

Giới tính của CEO và chấp nhận rủi ro công ty

Một số nhà nghiên cứu đã sớm dành sự quan tâm đến sự khác biệt về giới trong thái độ đối với rủi ro, hành vi rủi ro trong tài chính và các quyết định kinh doanh của công ty. Điển hình như Powell và Ansic 1999 đã nhấn mạnh tầm quan trọng của sự khác biệt về giới đối với rủi ro trên thị trường tài chính và đề xuất một mô hình tổng quát về các yếu tố ảnh hưởng đến sự khác biệt về giới trong hành vi rủi ro, đặt nền móng hướng tới việc lồng ghép sự khác biệt về giới vào phân tích trên thị trường tài chính. Jianakoplos và Bernasek [20] cho thấy phụ nữ sợ rủi ro hơn nam giới và thái độ rủi ro khác biệt này được phản ánh trong các quyết định tài chính và đầu tư của họ.

Những nghiên cứu gần đây tập trung nhiều hơn vào giới tính của lãnh đạo và mức độ chấp nhận rủi ro, tuy nhiên vẫn có nhiều quan điểm trái ngược nhau về vấn đề này. Krishnan và Parsons [21]; và Barua và cs. [22] chỉ ra rằng các doanh nghiệp có nữ giám đốc điều hành đưa ra các quyết định thận trọng hơn đối với các thông lệ báo cáo tài chính. Huang và Kisgen [23] nhận thấy rằng các công ty có CEO nữ ít có khả năng thực hiện các thương vụ mua lại và ít có khả năng vay nợ hơn các công ty do nam giới lãnh đạo. Tương tự, Khan [24] nghiên cứu trên dữ liệu bảng không cân bằng với mẫu bao gồm 11.315 quan sát trong khoảng thời gian 13 năm cho thấy công ty do nữ CEO đứng đầu ít rủi ro hơn các công ty có CEO nam. Faccio và cs. [25] thu thập dữ liệu của các công ty thuộc 18 quốc gia ở Châu Âu từ năm 1999–2009 cho thấy nếu CEO là nữ thì đòn bẩy tài chính của các công ty giảm đi, sự biến động lợi nhuận giảm đáng kể và khả năng sống sót của công ty này tăng lên.

Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu tranh luận rằng phụ nữ cũng không hẳn là sợ rủi ro hơn nam giới. Mukarram và cs. [26] dựa trên lý thuyết đại diện và lý thuyết hành vi để xem xét về tác động của sự hiện diện của nữ giám đốc đối với hành vi chấp nhận rủi ro trong 71 công ty công nghệ niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Quốc gia Ấn Độ trong giai đoạn 2008–2013. Kết quả hồi quy GMM trên 410 quan sát cung cấp bằng chứng rằng, sự hiện diện của các nữ giám đốc có tác động tích cực đối với hành vi chấp nhận rủi ro của các công ty công nghệ ở Ấn Độ. Sự

dụng dữ liệu của Đài Loan từ 1.313 doanh nghiệp, Wang và Fung [27] cho rằng các nữ CEO có thể bị nhiều áp lực hơn để đạt được hiệu suất tốt hơn ở nơi làm việc nhằm duy trì vị trí của họ. Do đó, họ thúc đẩy bản thân theo đuổi các khoản đầu tư rủi ro cao hơn.

Nhìn chung, các nghiên cứu dường như có một sự đồng thuận rằng vai trò của nữ lãnh đạo góp phần làm giảm mức độ chấp nhận rủi ro của doanh nghiệp. Các rào cản vô hình khiến cho tỷ lệ phụ nữ được bổ nhiệm vào vị trí điều hành công ty còn khá thấp ở các quốc gia. Các CEO nữ sẽ muốn giữ vững vị trí của họ trong bối cảnh phân biệt giới tính vẫn còn tồn tại ở nơi làm việc. Điều này dẫn đến sự e ngại rủi ro đáng kể so với đồng nghiệp nam. Từ những phân tích trên, tác giả đề xuất giả thuyết như sau:

H1: Các công ty có CEO nữ có mức độ chấp nhận rủi ro thấp hơn các công ty có CEO nam

Trình độ học vấn của CEO và chấp nhận rủi ro công ty

Trình độ học vấn là một đặc điểm quan trọng được nhiều nhà nghiên cứu chỉ ra có liên quan đến việc ra quyết định của các CEO. Các tài liệu về trình độ của các CEO cung cấp nhiều kết quả chưa nhất quán.

Zhou và Wang [28] đã sử dụng mẫu các CEO từ các công ty niêm yết ở Trung Quốc cho thấy, các CEO có trình độ học vấn cao hơn có xu hướng duy trì mức độ biến động thấp của thu nhập và có ít đòn bẩy tài chính hơn đáng kể. Zhang và cs. [10] cung cấp minh chứng tại Trung Quốc cho thấy, khi CEO đạt một trình độ học vấn cao hơn, khả năng chấp nhận rủi ro của công ty sẽ giảm xuống 15,8% so với giá trị trung bình.

Tuy nhiên, Saeed và Ziaulhaq, Farag và Mallin [6, 29] cho rằng trình độ học vấn của các CEO càng cao thì họ có khả năng giải quyết vấn đề và nhận thức tốt hơn, do đó có mối quan hệ tích cực với việc chấp nhận rủi ro của công ty và quá trình quốc tế hóa doanh nghiệp. Các nhà quản lý có năng lực cao sẵn sàng chấp nhận rủi ro trong khi các nhà quản lý có năng lực thấp lại không chấp nhận rủi ro [4]. Thậm chí, Loukil và Yousfi [30] ghi nhận mối quan hệ không đáng kể giữa trình độ học vấn của CEO và việc chấp nhận rủi ro. Họ cho rằng trình độ CEO sau đại học không có tác động đến biến động lợi nhuận cổ phiếu.

Tác giả thấy rằng trình độ học vấn của CEO đóng vai trò quan trọng trong việc xử lý thông tin, hoạch định các chiến lược và ra quyết định có hiệu quả cho công ty. Hơn nữa họ cũng sẵn sàng tiếp nhận những ý tưởng mới vì họ có nền tảng kiến thức tốt. Do vậy, họ có xu hướng đưa ra các quyết định mang tính rủi ro hơn. Chính vì vậy, nghiên cứu đề xuất giả thuyết sau:

H2: Trình độ học vấn của CEO có quan hệ cùng chiều với chấp nhận rủi ro của công ty

Kinh nghiệm của CEO và chấp nhận rủi ro công ty

Nghiên cứu thực nghiệm cũng cung cấp một số bằng chứng hỗn hợp về kinh nghiệm của CEO và chấp nhận rủi ro của công ty. Kinh nghiệm của CEO tại vị trí quản lý sẽ kim chế tính cách của họ trong suốt vòng đời sự nghiệp và hạn chế tư duy cởi mở cũng như khả năng chấp nhận rủi ro [6]. Loukil và Yousfi [30] chỉ ra khi các CEO đã có kinh nghiệm chuyên môn trước đó, công

ty có xu hướng có tỷ lệ đòn bẩy thấp hơn, hay nói cách khác là sẽ ít rủi ro hơn. Các CEO có kinh nghiệm liên ngành có xu hướng làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty một cách tương đối cũng như đầu tư ít hơn vào R&D [31].

Ngược lại, Farag và Mallin [29] nghiên cứu trên 892 đợt IPO được thực hiện trên sở giao dịch chứng khoán Thượng Hải và Thâm Quyển đã chỉ ra mối quan hệ rất có ý nghĩa và tích cực giữa kinh nghiệm của CEO trước đây trong hội đồng quản trị và việc chấp nhận rủi ro của công ty.

Dựa trên những tranh luận giữa các nghiên cứu có liên quan, tác giả thấy rằng kinh nghiệm của các CEO thu được qua thời gian giúp họ có sự hiểu biết sâu rộng về ngành nghề kinh doanh, đồng thời tạo ra sự tự tin nhất định khiến các CEO này có thể lựa chọn các chiến lược rủi ro nhằm tìm kiếm lợi nhuận cao hơn. Chính vì vậy, tác giả đề xuất giả thuyết sau:

H3: Kinh nghiệm của CEO có mối quan hệ cùng chiều với chấp nhận rủi ro

Tuổi của CEO và chấp nhận rủi ro công ty

Những nghiên cứu trước đây đã đưa ra những kết quả trái ngược nhau về tác động của tuổi của CEO đến chấp nhận rủi ro của doanh nghiệp. Một số tác giả cho rằng CEO trẻ tuổi có thể chấp nhận rủi ro cao hơn do đó sẽ dẫn dắt công ty thực hiện các hoạt động mang tính rủi ro. Nguyen và cs. [7] đã điều tra tác động của đặc điểm CEO có thể quan sát đối với việc định giá công ty. Các tác giả sử dụng mẫu gồm 2.702 quan sát đối với các công ty Úc trong giai đoạn 2001–2011, cho thấy rằng tuổi CEO có liên quan đến việc định giá công ty thấp hơn. Tương tự, Yim [15] cung cấp bằng chứng thực nghiệm là xu hướng mua lại của một công ty giảm dần theo độ tuổi của CEO. Cụ thể, tuổi của CEO trở thành yếu tố quan trọng quyết định hoạt động mua lại công ty, một công ty có CEO lớn hơn 20 tuổi có khả năng công bố việc mua lại ít hơn 30%. Quá trình quốc tế hoá cũng được xem là chiến lược rủi ro của doanh nghiệp, Saeed và cs. [6] đã phân tích dữ liệu bảng của 283 doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Anh trong giai đoạn 2005 đến 2015. Kết quả chỉ ra rằng tuổi tác ảnh hưởng tiêu cực đến quá trình quốc tế hóa doanh nghiệp. Zhou và Wang [28] chỉ ra mức độ chấp nhận rủi ro cao hơn ở những công ty có CEO trẻ hơn. Arulanandam và cs. [32] nghiên cứu trên bộ dữ liệu được thu thập từ công từ các báo cáo thường niên của 100 công ty đại chúng hàng đầu của Malaysia trong giai đoạn 2015–2020. Các phát hiện từ phân tích hồi quy bội và phân tích kiểm duyệt quy trình của Hayes cho thấy, độ tuổi của CEO có ảnh hưởng tiêu cực đến việc chấp nhận rủi ro. Farag và Mallin [29] lập luận rằng các CEO trẻ hơn có nhiều khả năng cân nhắc các quyết định rủi ro hơn.

Trái ngược với quan điểm trên, Lee và Moon [17] cho thấy tuổi của CEO có liên quan tích cực đến rủi ro ngành hàng không. Yousfi và cs. [33] chỉ ra mối liên hệ tích cực giữa tuổi của CEO và việc chấp nhận rủi ro tài chính.

Xem xét những lập luận từ các tài liệu, tác giả nhận thấy rằng các CEO trẻ tuổi có cơ hội tiếp xúc nhiều hơn với các điều kiện kinh doanh mới, do đó có nhiều cơ hội nâng cao kỹ năng và năng lực theo nhu cầu cần thiết cũng như có tư duy hỗ trợ quốc tế hóa [6]. Ngược lại, các CEO

lớn tuổi bảo thủ hơn, họ sẽ không muốn đưa ra những quyết định rủi ro [34]. Dựa trên những lập luận này, tác giả đề xuất giả thuyết rằng:

H4: Tuổi của CEO có quan hệ ngược chiều với chấp nhận rủi ro của công ty.

3 Mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1 Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu tiến hành phân tích hồi quy để kiểm tra thực nghiệm các giả thuyết được đề xuất dựa trên mẫu 535 công ty niêm yết trên hai sàn chứng khoán chính của Việt Nam là HOSE và HNX. Trong đó, 274 công ty thuộc sàn HOSE và 261 công ty thuộc sàn HNX. Dữ liệu tài chính được lấy từ cơ sở dữ liệu FiinPro – tổ chức chuyên cung cấp các dữ liệu tài chính hàng đầu Việt Nam. Dữ liệu CEO được thu thập từ báo cáo thường niên của các công ty niêm yết. Trong giai đoạn trước năm 2010, báo cáo thường niên của các công ty còn khuyết nhiều thông tin, đặc biệt là các thông tin về đặc điểm của CEO. Do đó, để dữ liệu mang tính chất đầy đủ và rõ ràng, tác giả lựa chọn bắt đầu thu thập từ năm 2010 trở đi. Bên cạnh đó, đại dịch Covid-19 bắt đầu từ khoảng năm 2020 và bùng phát mạnh nhất vào năm 2021 và 2022, một số ngành kinh doanh bị ảnh hưởng nặng nề, vì vậy tác giả thu thập dữ liệu đến năm 2020 để loại trừ tác động của đại dịch đến việc chấp nhận rủi ro của các công ty. Đồng thời các công ty tài chính, ngân hàng sẽ không bao gồm trong mẫu vì những đặc điểm khác biệt trong hoạt động cũng như cơ chế kiểm soát quản lý.

3.2 Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010–2020 để phân tích ảnh hưởng các đặc điểm của giám đốc điều hành đến chấp nhận rủi ro của công ty. Các phương pháp nghiên cứu được sử dụng gồm phương pháp bình phương thông thường nhỏ nhất (Ordinary Least Square-OLS), mô hình tác động cố định (Fixed Effect Model – FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effect Model – REM). Nghiên cứu thực hiện các kiểm định gồm kiểm định Hausman, kiểm định F, kiểm định Breusch – Pagan. Nếu mô hình cuối cùng được lựa chọn có các khuyết tật như hiện tượng phương sai không đồng nhất và tự tương quan thì sẽ tiếp tục sử dụng phương pháp khắc phục khuyết tật phù hợp. Ngoài ra, nghiên cứu còn sử dụng phương pháp ước lượng GMM hệ thống hai bước cho dữ liệu bảng động để kiểm soát vấn đề nội sinh trong mô hình nghiên cứu.

Dựa trên tổng quan nghiên cứu, tác giả xây dựng mô hình hồi quy đa biến với dữ liệu bảng như sau:

$$RUI RO_{1it} = \beta_0 + \beta_1 GTCEO_{i,t} + \beta_2 HVCEO_{i,t} + \beta_3 KNCEO_{i,t} + \beta_4 TCEO_{i,t} + \sum \beta_j \text{biến kiểm soát}_{i,t}^j + \gamma_t + \delta_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$RUI RO_{2it} = \beta_0 + \beta_1 GTCEO_{i,t} + \beta_2 HVCEO_{i,t} + \beta_3 KNCEO_{i,t} + \beta_4 TCEO_{i,t} + \sum \beta_j \text{biến kiểm soát}_{i,t}^j + \gamma_t + \delta_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

trong đó: i, t là công ty i vào năm t ; β_0 là hệ số chặn; $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_j$ là hệ số hồi quy; γ_t là hiệu ứng cố định năm; δ_i là hiệu ứng cố định ngành, ε_{it} là phần dư.

Tất cả các quan sát ở phân vị 1% và 99% đều được biến đổi để loại trừ ảnh hưởng của các quan sát ngoại vi đến kết quả nghiên cứu. Cụ thể, các quan sát ngoại vi sẽ được thay thế bằng các giá trị gần nhất có thể chấp nhận được trong dữ liệu. Ngoài ra, mô hình (1) (2) cũng bao gồm ảnh hưởng cố định năm và ngành nhằm kiểm soát tác động chi phối của đặc điểm ngành và năm lên ảnh hưởng của đặc điểm CEO đến chấp nhận rủi ro của công ty.

Biến phụ thuộc

Nghiên cứu này xác định mức độ chấp nhận rủi ro của các doanh nghiệp bằng cách sử dụng biến đại diện thường được sử dụng là tỷ lệ đòn bẩy (RỦI RO 1), được đo bằng cách chia tổng nợ phải trả cho tổng tài sản [23, 25]. Đòn bẩy cao hơn có liên quan đến nhiều rủi ro hơn trong các lựa chọn tài trợ của doanh nghiệp. Đòn bẩy cao hơn dẫn đến nguy cơ kiệt quệ tài chính cao hơn.

Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng sử dụng biến RỦI RO 2 thể hiện sự biến động về tỷ suất lợi của các công ty để đo lường mức độ chấp nhận rủi ro. Biến này được xác định bằng độ lệch chuẩn của độ lệch giữa tỷ lệ lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) trên tổng tài sản của công ty so với mức trung bình của quốc gia trong năm tương ứng trong các khoảng thời gian 5 năm chồng chéo cho mỗi công ty [25]. Độ lệch chuẩn cho thấy mức độ biến động của dữ liệu, độ lệch chuẩn càng lớn cho thấy rủi ro càng cao và ngược lại.

Biến độc lập chính

Dựa trên các tài liệu có liên quan, nghiên cứu đề xuất các biến thể hiện đặc điểm của CEO như sau: GTCEO là biến giả nhận giá trị 1 nếu CEO đó là nữ và giá trị 0 nếu khác; KNCEO đo lường kinh nghiệm của CEO bằng số năm kể từ khi nắm giữ chức vụ CEO; HVCEO là trình độ học vấn theo bằng cấp; TCEO là tuổi của CEO, được đo bằng tổng số năm kể từ khi sinh ra.

Biến kiểm soát

Ngoài ra, để tránh sót biến gây ra vấn đề nội sinh trong các mô hình, các biến kiểm soát thể hiện đặc điểm cụ thể của công ty được đưa vào tài liệu dưới dạng biến kiểm soát. Quy mô doanh nghiệp, thời gian hoạt động của doanh nghiệp, ROA, Tobin's Q, tỷ lệ tài sản cố định, tốc độ tăng trưởng doanh thu cũng được kiểm soát trong mô hình nghiên cứu về rủi ro. Đo lường cụ thể của từng biến trong mô hình được tóm tắt ở Bảng 1.

Bảng 1. Đo lường các biến nghiên cứu

Tên biến	Đo lường biến	Dựa trên nghiên cứu
<i>Biến phụ thuộc</i>		
RỦI RO 1	Tổng nợ phải trả/ Tổng tài sản	[23, 25, 35]
RỦI RO 2	Độ lệch chuẩn của độ lệch giữa tỷ lệ EBIT/ Tổng tài sản của công ty so với mức trung bình của quốc gia trong năm tương ứng trong các khoảng thời gian 5 năm chông chéo cho mỗi công ty.	[25]
<i>Biến độc lập chính</i>		
Giới tính của CEO (GTCEO)	Biến giả nhận giá trị 1 nếu CEO nữ, giá trị 0 nếu CEO nam	[29, 36]
Trình độ học vấn của CEO (HVCEO)	Nhận giá trị 1 nếu CEO có trình độ dưới Đại học, 2 nếu CEO có trình độ Đại học và 3 nếu như trình độ của CEO là Sau Đại học.	[6, 10, 36]
Kinh nghiệm của CEO (KNCEO)	Ln (Số năm kinh nghiệm làm CEO)	[9, 18]
Tuổi của CEO (TCEO)	Ln (Tuổi của CEO)	[17, 28]
<i>Biến kiểm soát</i>		
Tốc độ tăng trưởng doanh thu (TTDT)	$[\text{Doanh thu thuần năm } t - \text{Doanh thu thuần năm } (t-1)] / \text{Doanh thu thuần năm } (t-1)$	[25]
Thời gian hoạt động của công ty (TGHD)	Ln (tuổi công ty)	[25, 29]
Quy mô của công ty (QUY MÔ)	Ln (Tổng tài sản)	[25, 37]
Tỷ lệ tài sản cố định (TSCĐ)	Tỷ lệ tài sản cố định/ Tổng tài sản	[13, 25]
Tỷ lệ lợi nhuận (ROA)*	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/ Tổng tài sản	[25]
Giá trị công ty (TOBIN'S Q)	$\text{Ln} [(\text{Giá trị thị trường của vốn cổ phần} + \text{Giá trị sổ sách của Tổng nợ phải trả} + \text{giá trị sổ sách của cổ phiếu ưu đãi} + \text{lợi ích của cổ đông thiểu số}) / \text{Giá trị sổ sách của Tổng tài sản}]$	[29, 37]
RỦI RO 1**	Tổng nợ phải trả / Tổng tài sản	[25]

Ghi chú: * biến kiểm soát riêng của mô hình 1, ** biến kiểm soát riêng của mô hình 2

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

4 Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1 Thống kê mô tả biến và kiểm tra đa cộng tuyến

Bảng 2 mô tả đặc điểm của các biến được sử dụng trong mô hình hồi quy. Trong đó, biến RỦI RO 1 đo lường bằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản có giá trị trung bình là 48,6%, lớn nhất là 91,7% và độ lệch chuẩn 22%, điều này là phù hợp vì các công ty thuộc nhiều ngành nghề khác nhau nên tỷ lệ nợ không đồng đều. Biến RỦI RO 2 đo lường sự biến động tỷ suất lợi nhuận của các công ty có giá trị trung bình là 3,326%, thấp nhất là 0,092% và cao nhất là 18,097%. Trong mẫu có 6,8% công ty có nữ giám đốc điều hành. Trình độ học vấn trung bình là 2,233, có nghĩa là các CEO hầu

hết có trình độ Đại học trở lên. Kinh nghiệm ở vị trí giám đốc điều hành trung bình (do dùng logarit tự nhiên) là 1,656 (tương đương hơn 5 năm), thấp nhất là 0 (tương đương với 1 năm), cao nhất là 3,258 tức là khoảng hơn 25 năm. Tuổi của CEO trung bình là hơn 49 tuổi (giá trị logarit tự nhiên là 3,9), trẻ nhất là 24 tuổi (giá trị logarit tự nhiên là 3,178).

Thời gian hoạt động của các công ty thấp nhất là 1,386, tương đương là 4 năm, cao nhất là 4,369, tương đương với 61 năm. Hệ số Tobin's Q của các công ty (được tính bằng giá trị logarit tự nhiên) có giá trị trung bình là 1,012, giá trị lớn nhất là 3,684 và nhỏ nhất là 0,329. Hệ số này lớn hơn 1 sẽ cho thấy công ty được định giá cao hơn trên thị trường nên dễ dàng tiếp cận các nguồn vốn hơn. ROA của các công ty trong mẫu trung bình là 6,5%. Quy mô của các công ty trung bình, logarit tổng tài sản là 27,137 (tương đương 610,168 tỷ đồng), độ lệch chuẩn khá cao bởi vì sự khác biệt về ngành nghề, lĩnh vực, đặc điểm kinh doanh. Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình là 15%. Tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản của các công ty là 25,7%, cao nhất là 88,3%.

Bảng 3 trình bày hệ số tương quan Pearson giữa các biến. Theo Gujarati [38] khi hệ số tương quan của các biến nhỏ hơn 0,8 thì không có hiện tượng đa cộng tuyến. Nhìn chung, các hệ số tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình đều khá thấp. Hệ số tương quan cao nhất giữa ROA và TOBIN'S Q là 0,504 (nhỏ hơn 0,8). Kết quả này cho thấy, mô hình không có khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Các biến đặc điểm của CEO có tương quan với biến phụ thuộc RỦI RO 1 ở mức ý nghĩa thống kê rất cao (1%), ngoại trừ biến kinh nghiệm do có mức Sig. > 0,1. Tương quan giữa các biến đặc điểm của CEO và biến RỦI RO 2 không có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, điểm chung là giới tính, kinh nghiệm và độ tuổi có tương quan âm với cả hai biến phụ thuộc RỦI RO 1 và RỦI RO 2, và ngược lại, trình độ học vấn có tương quan dương.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
RỦI RO 1	4.339	0,486	0,22	0,039	0,917
RỦI RO 2	2.510	3,326	3,291	0,092	18,097
GTCEO	4.339	0,068	0,251	0	1
HVCEO	4.339	2,233	0,473	1	3
KNCEO	4.339	1,656	0,884	0	3,258
TCEO	4.339	3,9	0,164	3,178	4,369
TGHĐ	4.339	2,943	0,622	1,386	4,111
TOBIN'S Q	4.339	0,012	0,377	-1,11	1,304
ROA	4.339	0,065	0,1	-0,784	0,991
QUY MÔ	4.339	27,137	1,522	23,676	31,505
TTDT	4.339	0,15	0,622	-0,984	6,882
TSCĐ	4.339	0,257	0,21	0,001	0,883

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu

Bảng 3. Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình hồi quy

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) RỦI RO 1	1,000											
(2) RỦI RO 2	-0,169 ^a	1,000										
(3) GTCEO	-0,049 ^a	-0,006	1,000									
(4) HVCEO	0,062 ^a	0,015	-0,041 ^a	1,000								
(5) KNCEO	-0,030	-0,008	0,084 ^a	-0,076 ^a	1,000							
(6) TCEO	-0,063 ^a	-0,021	-0,009	-0,126 ^a	0,392 ^a	1,000						
(7) TGHD	0,092 ^a	-0,058 ^a	0,033 ^b	0,062 ^a	-0,001	0,123 ^a	1,000					
(8) TOBIN'S Q	-0,057 ^a	0,105 ^a	0,135 ^a	0,014	0,019	0,106 ^a	0,098 ^a	1,000				
(9) ROA	-0,498 ^a	0,107 ^a	0,069 ^a	-0,072 ^a	0,026 ^c	0,132 ^a	0,003	0,504^a	1,000			
(10) QUY MÔ	0,334 ^a	-0,105 ^a	0,068 ^a	0,141 ^a	-0,040 ^a	0,012	0,102 ^a	0,178 ^a	-0,078 ^a	1,000		
(11) TTDT	0,033 ^b	0,030	0,003	-0,011	-0,056 ^a	-0,088 ^a	-0,074 ^a	0,029 ^b	0,079 ^a	0,020	1,000	
(12) TSCĐ	-0,017	0,034 ^c	-0,023 ^c	-0,023 ^c	-0,057 ^a	0,074 ^a	0,022	0,088 ^a	-0,032 ^b	0,124 ^a	-0,046 ^a	1,000

Ghi chú: a ($p < 0,01$), b ($p < 0,05$), c ($p < 0,1$)

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu

Bảng 4. Kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình

Biến	Mô hình (1)		Mô hình (2)	
	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
TOBIN'S Q	1,483	0,675	1,101	0,908
ROA	1,457	0,686		
TCEO	1,267	0,789	1,254	0,797
RỦI RO 1			1,199	0,834
KNCEO	1,213	0,825	1,229	0,814
QUY MÔ	1,110	0,901	1,252	0,799
HVCEO	1,049	0,953	1,046	0,956
TGHD	1,045	0,957	1,055	0,948
TSCĐ	1,038	0,963	1,046	0,956
GTCEO	1,038	0,964	1,044	0,958
TTDT	1,028	0,973	1,024	0,976
Giá trị VIF trung bình	1,173		1,125	

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu

Bảng 4 cho thấy hệ số phóng đại phương sai VIF trung bình của các biến trong mô hình (1) và (2) lần lượt là 1,173 và 1,125. Ngoài ra, các giá trị VIF của từng biến đều nhỏ hơn 2 chỉ ra khả

năng hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra trong các mô hình hồi quy là rất thấp, do đó các ước lượng sẽ không bị sai lệch.

4.2 Kết quả hồi quy

Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy bằng các phương pháp OLS, FEM, REM và FGLS của mô hình nghiên cứu đề xuất (1) và (2) về ảnh hưởng của các đặc điểm của giám đốc điều hành đến chấp nhận rủi ro của các công ty. Trong đó, cột (1), (3), (5), (7) thể hiện kết quả ước lượng của RỦI RO 1 và cột (2), (4), (6) và (8) thể hiện kết quả của RỦI RO 2. Trong bảng 5 cũng trình bày giá trị kiểm định của các phương pháp ước lượng nhằm tìm ra phương pháp phù hợp nhất với dữ liệu. Kiểm định Breusch – Pagan có giá trị p - value là 0,0000 cho thấy, hồi quy REM phù hợp hơn hồi quy OLS. Kiểm định Hausman cho ra kết quả hồi quy FEM phù hợp hơn REM (p - value < 5%). Bên cạnh đó, giá trị p - value của kiểm định F chỉ ra hồi quy FEM phù hợp hơn OLS. Như vậy, hồi quy FEM cho thấy sự phù hợp nhất ba phương pháp ước lượng được sử dụng.

Nghiên cứu kiểm tra các khuyết tật của ước lượng FEM. Kết quả kiểm định Wald với p-value là 0,0000 ở cả hai mô hình có nghĩa là mô hình bị hiện tượng phương sai không đồng nhất. Kiểm định Wooldridge chỉ ra mô hình có hiện tượng tự tương quan. Vì vậy, để khắc phục các khuyết tật nói trên, nghiên cứu tiếp tục sử dụng thêm phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi FGLS (Feasible Generalized Least Squares), được trình bày ở cột (7) và cột (8).

Kết quả hồi quy cho thấy, hệ số ước lượng của biến GTCEO mang dấu âm (lần lượt là -0,023 cột (7) và -0,553 ở cột (8)) có ý nghĩa rất cao ở mức 1%. Điều này cho thấy, giới tính của CEO có tương quan nghịch chiều với chấp nhận rủi ro của các công ty, có nghĩa rằng các công ty có CEO là nữ thì mức độ chấp nhận rủi ro thấp hơn so với các công ty có CEO là nam. Giả thuyết H1 được hỗ trợ mạnh mẽ. Tuy nhiên, kết quả này không thống nhất với kết quả của một số tác giả cho rằng phụ nữ không nhất thiết là e ngại rủi ro hơn nam giới như Mukarram và cs.; Wang và Fung [26, 27]. Điều này phản ánh đặc điểm xã hội của Việt Nam đó là định kiến về giới vẫn còn khá lớn như được phản ánh trong nghiên cứu của Song và Chung [12]. Chính những định kiến đó đã ngăn cản phụ nữ đưa ra các quyết định mang tính rủi ro nhằm bảo toàn vị trí cũng như công việc.

Bên cạnh đó, kết quả ước lượng FGLS còn cho thấy, biến kinh nghiệm của CEO tác động thuận chiều với cả hai biến phụ thuộc và có ý nghĩa 10% ở cột (7), kết quả này phù hợp với giả thuyết H3 của nghiên cứu. Điều này có nghĩa là nếu kinh nghiệm của các CEO tại vị trí này càng lâu thì mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty càng tăng. Nói cách khác, các CEO càng có kinh nghiệm lâu năm thì khả năng chấp nhận rủi ro của họ càng lớn. Kết quả này thống nhất với các kết luận được ghi nhận trong các nghiên cứu trên thế giới như Cid-Aranda và Lopez-Iturriaga, Farag và Mallin, Chahyadi và cs. [36, 29, 31]. Kinh nghiệm lâu năm trong ngành nghề có thể đã tích lũy cho các CEO này nền tảng kiến thức sâu rộng và kỹ năng phân tích vấn đề tốt dẫn đến sự quá tự tin của các CEO khiến họ có động lực đưa ra các quyết định mang tính rủi ro cao hơn.

Bảng 5. Kết quả hồi quy

Biến	OLS		FEM		REM		FGLS	
	RỦI RO 1	RỦI RO 2	RỦI RO 1	RỦI RO 2	RỦI RO 1	RỦI RO 2	RỦI RO 1	RỦI RO 2
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
GTCEO	-0,023** (0,010)	-0,410 (0,292)	-0,017* (0,010)	-0,979** (0,490)	-0,018* (0,010)	-0,765** (0,368)	-0,023*** (0,009)	-0,553*** (0,189)
HVCEO	-0,016*** (0,005)	0,283** (0,140)	0,003 (0,005)	0,119 (0,217)	-0,000 (0,005)	0,183 (0,173)	-0,006 (0,004)	-0,130 (0,081)
KNCEO	-0,000 (0,003)	0,010 (0,081)	-0,001 (0,002)	0,082 (0,092)	0,001 (0,002)	0,041 (0,082)	0,003* (0,002)	0,033 (0,040)
TCEO	-0,004 (0,018)	-0,639 (0,481)	0,004 (0,016)	0,467 (0,656)	-0,015 (0,015)	0,199 (0,534)	-0,029** (0,013)	-0,071 (0,268)
TGHĐ	0,029*** (0,004)	-0,116 (0,099)	0,004 (0,013)	-1,058* (0,543)	0,023*** (0,008)	-0,167 (0,174)	0,026*** (0,005)	-0,142* (0,078)
TOBIN'S Q	0,131*** (0,014)	1,584*** (0,244)	0,064*** (0,006)	1,587*** (0,235)	0,064*** (0,006)	1,651*** (0,206)	0,037*** (0,005)	0,614*** (0,100)
ROA	-1,301*** (0,062)		-0,589*** (0,022)		-0,654*** (0,022)		-0,634*** (0,020)	
RỦI RO 1		-2,006*** (0,349)		1,436** (0,606)		-0,641 (0,431)		-1,358*** (0,236)
QUY MÔ	0,042*** (0,002)	-0,295*** (0,058)	0,113*** (0,004)	-0,536*** (0,201)	0,082*** (0,003)	-0,246*** (0,082)	0,073*** (0,002)	-0,079* (0,041)
TTDT	0,024*** (0,006)	0,199 (0,185)	0,014*** (0,002)	-0,014 (0,092)	0,017*** (0,002)	0,018 (0,091)	0,015*** (0,002)	0,076* (0,042)
TSCĐ	-0,110*** (0,013)	0,423 (0,289)	-0,016 (0,015)	-1,886*** (0,584)	-0,040*** (0,014)	-0,721* (0,423)	-0,091*** (0,010)	0,526** (0,213)
Hệ số chặn	-0,547*** (0,091)	15,208*** (2,221)	-2,504*** (0,126)	18,411*** (6,085)	-1,655*** (0,102)	9,974*** (2,878)	-1,353*** (0,074)	5,387*** (1,429)
Số quan sát	4.339	2.510	4.339	2.510	4.339	2.510	4.335	2.482
Adj_R ²	0,431	0,114	0,324	0,088				
Hiệu ứng cố định	Có		Có		Có			
Kết quả kiểm định các mô hình								
	<i>Mô hình (1)</i>				<i>Mô hình (2)</i>			
Kiểm định F	F = 90,75 Prob = 0,0000				F = 7,66 Prob = 0,0000			
Kết quả kiểm định Breusch-Pagan	chi2 = 7.593,97 Prob > chi2 = 0,0000				chi2 = 1.611,33 Prob > chi2 = 0,0000			

Biến	OLS		FEM		REM		FGLS	
	RỦI RO	RỦI RO	RỦI RO	RỦI RO	RỦI RO	RỦI RO	RỦI RO	RỦI RO
	1	2	1	2	1	2	1	2
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Kết quả kiểm định Hausman	chi2 = 245,03 Prob > chi2 = 0,0000				chi2 = 49,94 Prob > chi2 = 0,0000			
Kiểm định Wald	chi2 = 4,2e + 05 Prob > chi2 = 0,0000				chi2 = 4,3e + 06 Prob > chi2 = 0,0000			

Ghi chú: giá trị sai số chuẩn đặt trong ngoặc; *, ** và*** tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu

Mặc dù nhiều nghiên cứu đã chỉ rằng học vấn của CEO càng cao thì có khả năng mức độ chấp nhận rủi ro của công ty càng cao như Farag và Mallin, Cid-Aranda và Lopez-Iturriaga [29, 36]. Nghiên cứu này cung cấp kết quả trái ngược vì biến trình độ học vấn của CEO có hệ số âm đối với cả hai biến phụ thuộc, tuy nhiên, kết luận này không có ý nghĩa thống kê. Do đó, giả thuyết H2 không được hỗ trợ.

Ước lượng hệ số của biến tuổi của CEO đều mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê tại mức 5% ở cột (7) và không có ý nghĩa thống kê ở cột (8). Điều này cho thấy các CEO càng lớn tuổi càng có xu hướng e ngại rủi ro đáng kể so với các CEO trẻ tuổi hơn. Kết luận này hỗ trợ cho giả thuyết H4 và tương đồng với nghiên cứu của Serfling, Farag và Mallin, Chu và cs. [35, 29, 8]. Các CEO trẻ tuổi có xu hướng coi trọng niềm tin vào bản thân họ, phóng đại hành vi đầu tư nhằm chứng tỏ năng lực, do đó họ sẵn sàng chấp nhận rủi ro hơn. Mặt khác, Yim [15] cho rằng các CEO lớn tuổi suy giảm sự tự tin trong các quyết định của họ và các biện pháp khuyến khích trả lương đã tạo động lực cho CEO trẻ theo đuổi các chính sách rủi ro.

Hệ số ước lượng của các biến kiểm soát cấp công ty cũng tương đồng với các nghiên cứu trước đó trên thế giới. Biến quy mô và thời gian hoạt động có hệ số hồi quy dương đối với biến phụ thuộc RỦI RO 1 và có ý nghĩa thống kê cao. Điều đó cho thấy quy mô càng lớn và thời gian hoạt động của các công ty càng lâu đời thì mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty càng cao thể hiện ở tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng lên. Do việc hoạt động lâu đời khiến các công ty trở thành đối tác có sự vững vàng và ổn định trong kinh doanh. Hơn nữa, quy mô tài sản lớn khiến khả năng thanh toán của công ty tốt hơn. Từ những lý do đó mà các công ty này nhận được cung ứng vốn dễ dàng hơn. Ngược lại, dựa trên hệ số ước lượng và ý nghĩa thống kê của biến TGHĐ và QUY MÔ cho thấy các biến này có quan hệ nghịch chiều đến mức chấp nhận rủi ro đo lường bằng độ lệch chuẩn của lợi nhuận công ty. Kết quả này cũng phù hợp với thực tiễn vì các công ty có quy mô tổng tài sản lớn và hoạt động lâu năm thì các hoạt động kinh doanh đã đi vào ổn định, tỷ suất lợi nhuận không bị biến động quá nhiều như các công ty nhỏ và non trẻ nữa. Tương tự, biến tốc độ tăng trưởng doanh thu và Tobin’s Q cũng có hệ số hồi quy dương và có ý nghĩa thống kê ở cả cột (7) và cột (8). Doanh thu tăng, giá trị thị trường của công ty so với giá trị sổ sách của các công ty cao hơn sẽ tăng vị thế cho công ty trên thị trường tài chính, từ đó các chủ nợ sẵn sàng cung ứng vốn cho các công ty này. Bên cạnh đó, doanh thu tăng lên thì tỷ suất lợi nhuận của các

công ty cũng có xu hướng biến động hơn. Tỷ lệ tài sản cố định tăng tạo cho các công ty có nguồn lực quan trọng để thực hiện kinh doanh mang lại lợi nhuận nên có thể làm gia tăng mức chấp nhận rủi ro của công ty. Các công ty vay nợ nhiều chủ yếu tài trợ cho tài sản cố định, do đó ở các công ty có tỷ lệ tài sản cố định cao thì tỷ lệ vay nợ của các công ty đó sẽ thấp hơn. Biến ROA có mối quan hệ ngược chiều với chấp nhận rủi ro của công ty và có ý nghĩa thống kê. Bởi vì ROA tăng lên làm cho các công ty có thêm nguồn lực để đầu tư, do đó sẽ hạn chế vay nợ từ thị trường hơn. Cuối cùng, các công ty có tỷ lệ nợ trên tổng tài sản cao hơn thì độ lệch chuẩn của lợi nhuận của các công ty đó thấp hơn, điều này có thể là do việc sử dụng đòn bẩy nợ khiến các công ty thận trọng hơn khi sử dụng vốn, từ đó mà lợi nhuận của họ không bị biến động nhiều.

4.3 Kiểm tra nội sinh trong mô hình nghiên cứu

Mặc dù nghiên cứu sử dụng ước lượng FGLS đã khắc phục được một số khuyết tật của ước lượng FEM, tuy vậy, các mô hình vẫn có thể xảy ra hiện tượng nội sinh. Điều này khiến cho các hệ số ước lượng có thể bị chệch và không phản ánh đúng mối quan hệ giữa các biến. Vấn đề nội sinh có thể bắt nguồn do tồn tại tác động theo chiều ngược lại từ chấp nhận rủi ro của các công ty đến các đặc điểm của CEO. Điều này có thể xảy ra khi các CEO có chủ ý lựa chọn làm việc ở các công ty dựa vào mức độ chấp nhận rủi ro của công ty đó. Chẳng hạn như các CEO lớn tuổi có thể lựa chọn làm quản lý ở công ty có mức độ chấp nhận rủi ro thấp hơn. Vấn đề này có thể xử lý bằng cách kiểm soát thêm giá trị trễ của biến chấp nhận rủi ro trong các mô hình hồi quy và sử dụng phương pháp ước lượng GMM hệ thống hai bước cho dữ liệu bảng động [39, 40]. Kết quả này được trình bày ở Bảng 6.

Bảng 6. Kết quả ước lượng GMM hệ thống hai bước

Biến	Hồi quy System GMM	
	RỦI RO 1	RỦI RO 2
	(1)	(2)
L. RỦI RO 1	0,568*** (0,046)	
L. RỦI RO 2		0,814*** (0,010)
GTCEO	-0,096*** (0,037)	-0,797*** (0,216)
HVCEO	-0,045 (0,041)	-0,045 (0,111)
KNCEO	0,008* (0,005)	0,051 (0,059)
TCEO	-0,041*** (0,043)	-0,352 (0,365)
TGHĐ	0,003 (0,012)	-0,025 (0,047)
TOBIN'S Q	0,140*** (0,026)	0,289** (0,115)

Biến	Hồi quy System GMM	
	RỦI RO 1	RỦI RO 2
	(1)	(2)
ROA	-0,270*** (0,058)	
QUY MÔ	0,116*** (0,015)	-0,087* (0,046)
TTDT	0,015*** (0,005)	0,098*** (0,030)
TSCĐ	-0,090 (0,064)	-0,557** (0,280)
RỦI RO 1		0,538 (0,240)
Hệ số chặn	-2,687*** (0,415)	-2,122 (1,818)
Số quan sát	3.880	2.106
Số công ty	532	447
Kiểm định AR (1)	0	1.15e-09
Kiểm định AR (2)	18,7%	5,67%
Kiểm định Hansen	21,7%	37,9%

Ghi chú: giá trị sai số chuẩn đặt trong ngoặc; *, ** và*** tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%. L. RỦI RO 1 và L. RỦI RO 2 ký hiệu cho giá trị trễ của biến phụ thuộc.

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng kiểm định AR (1) cho thấy cả hai mô hình đều có tương quan bậc 1. Giá trị kiểm định AR (2) ở tất cả các mô hình có p-value đều lớn hơn 0,05, điều đó cho thấy trong các mô hình không có tự tương quan chuỗi bậc 2. Kiểm định Hansen với giả thuyết H₀ là các biến công cụ là ngoại sinh. Ngoài ra, GMM hệ thống hai bước yêu cầu bộ biến công cụ phải phù hợp, do đó, p-value càng cao càng tốt. Kết quả cho thấy các giá trị p-value của kiểm định Hansen đều cho kết quả lớn hơn 0,05, do đó chưa đủ cơ sở để bác bỏ giả thuyết H₀. Hay nói cách khác, các biến công cụ được sử dụng là phù hợp.

Như vậy, sau khi kiểm tra nội sinh thì hệ số của biến GTCEO vẫn âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ở cả hai mô hình đề xuất. Biến KNCEO vẫn có tác động thuận chiều và có ý nghĩa đối với biến RỦI RO 1, biến tuổi của CEO cho thấy tác động ngược chiều với RỦI RO 1 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả từ các phân tích trên khẳng định ảnh hưởng của các đặc điểm CEO đến chấp nhận rủi ro của các công ty vẫn không thay đổi so với kết quả hồi quy ở bảng 5 trước đó.

5 Kết luận và hàm ý chính sách

Kinh tế toàn cầu đang có sự chuyển đổi rất lớn, chính vì vậy cơ chế quản trị công ty cũng cần thay đổi để thích ứng với bối cảnh mới. Cơ chế quản trị doanh nghiệp ngày càng đề cao vai

trò của người quản lý, vì vậy việc nghiên cứu các đặc điểm của CEO đối với mức độ chấp nhận rủi ro của công ty mang lại những đóng góp quan trọng. Nghiên cứu này đã cung cấp bằng chứng về ảnh hưởng của các đặc điểm CEO ở các công ty phi tài chính niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, cụ thể nghiên cứu chỉ ra giới tính, độ tuổi và kinh nghiệm của CEO có ảnh hưởng đến mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty. Các kết quả này phù hợp với lý thuyết lãnh đạo cấp cao rằng các đặc điểm của CEO có ảnh hưởng đến các quyết định chiến lược của công ty. Từ các kết quả thực nghiệm có thể rút ra những hàm ý chính sách quan trọng:

– *Đối với các cổ đông của công ty*, nghiên cứu mang lại những thông tin hữu ích cho các chủ sở hữu các công ty trong việc thuê những CEO thay mặt họ quản lý và điều hành hoạt động hàng ngày. Các CEO với những đặc điểm phù hợp về tuổi tác, giới tính và kinh nghiệm sẽ được chọn lọc phù hợp với mục tiêu của cổ đông, góp phần giảm chi phí đại diện, đồng thời tăng khả năng cạnh tranh của công ty trên thị trường. Ngoài ra, kết quả này cũng hỗ trợ các công ty có chính sách khuyến khích sự bình đẳng giới trong tiếp cận vị trí điều hành cao nhất ở các công ty vì thực tiễn đã chứng minh nữ CEO e ngại rủi ro đáng kể so với đồng nghiệp nam.

– *Đối với các nhà đầu tư*, kết quả này đưa ra gợi ý thiết thực cho các nhà đầu tư rằng các đặc điểm của giám đốc điều hành là một chỉ dấu quan trọng giúp các nhà đầu tư đánh giá được mức độ chấp nhận rủi ro của công ty. Từ đó, cho phép họ đưa ra các quyết định đầu tư chính xác, phù hợp với khẩu vị rủi ro.

Hạn chế của nghiên cứu là chưa xem xét đến các đặc điểm khác của CEO như quyền lực của CEO được tạo ra thông qua tỷ lệ sở hữu và tính kiêm nhiệm có ảnh hưởng đến chấp nhận rủi ro của các công ty hay không. Việc dùng các đặc điểm cá nhân của CEO không thể phản ánh đầy đủ mức độ ảnh hưởng của CEO đến chấp nhận rủi ro của công ty. Do đó, các nghiên cứu trong tương lai có thể xem xét sử dụng các biến số thể hiện quyền lực của CEO như tỷ lệ sở hữu, tính kiêm nhiệm để thu được kết quả chính xác hơn. Bên cạnh đó, sở hữu nhà nước hoặc sở hữu gia đình cũng có thể tác động đến mối quan hệ giữa các đặc điểm của CEO và chấp nhận rủi ro của các công ty, các nghiên cứu trong tương lai có thể đi sâu phân tích tác động điều tiết của các hình thức sở hữu đến mối quan hệ này.

Tài liệu tham khảo

1. John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008), Corporate Governance and Risk-Taking, *The Journal of Finance*, 63(4), 1679–1728.
2. Gustafsson, P., & Uysal, E. (2018), CEO? Or More Like RiskEO?: A Cross-Sectional Study of CEO Characteristics and Firm Risk-Taking. In <https://www.Diva-Portal.Org>.
3. Hiebl, M. R. W. (2012), Risk aversion in family firms: what do we really know? In *Journal of Risk Finance*, 14(1). <https://doi.org/10.1108/15265941311288103>.
4. Yung, K., & Chen, C. (2018), Managerial ability and firm risk-taking behavior, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51(4). <https://doi.org/10.1007/s11156-017-0695-0>.

5. Sah, N. B., Adhikari, H. P., Krolikowski, M. W., Malm, J., & Nguyen, T. T. (2022), CEO gender and risk aversion: Further evidence using the composition of firm's cash, *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 33. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100595>.
6. Saeed, A., & Ziaulhaq, H. M. (2019), The Impact of CEO Characteristics on the Internationalization of SMEs: Evidence from the UK, *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 36(3), doi: 10.1002/cjas.1497.
7. Nguyen, P., Rahman, N., & Zhao, R. (2018), CEO characteristics and firm valuation: a quantile regression analysis, *Journal of Management and Governance*, 22(1). <https://doi.org/10.1007/s10997-017-9383-7>.
8. Chu, H.-L., Liu, N.-Y., & Chiu, S.-C. (2023), CEO power and CSR: the moderating role of CEO characteristics, *China Accounting and Finance Review*, 25(1). <https://doi.org/10.1108/cafr-03-2022-0027>.
9. Zia-Ul-Haq, H. M., & Ameer, S. (2021), The influence of CEO characteristics on firm risk-taking: Evidence from UK SMEs, *Estudios de Economia Aplicada*, 39(8). <https://doi.org/10.25115/EEA.V39I8.4509>.
10. Zhang, J., Xue, C., & Zhang, J. (2023), The Impact of CEO Educational Background on Corporate Risk-Taking in China, *Journal of Risk and Financial Management*, 16(1). <https://doi.org/10.3390/jrfm16010009>.
11. Sharma, S., & Tarp, F. (2018), Does managerial personality matter? Evidence from firms in Vietnam, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 150. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2018.02.003>.
12. Song, J. M., & Chung, C. Y. (2023), Female CEOs and investment efficiency in the Vietnamese market, *Finance Research Letters*, 58. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104362>.
13. Minh Ha, N., Ha, T. T. M., & Vuong, P. M. (2021), The effect of CEO characteristics on financial leverage: findings from listed companies in Vietnam, *Cogent Business and Management*, 8(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.2002129>.
14. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs y Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4).
15. Yim, S. (2013), The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior. *Journal of Financial Economics*, 108(1). <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.11.003>.
16. Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984), Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers, *The Academy of Management Review*, 9(2). <https://doi.org/10.2307/258434>.
17. Lee, W. S., & Moon, J. (2016), Determinants of CEO strategic risk-taking in the airline industry, *Tourism Management Perspectives*, 18. <https://doi.org/10.1016/j.tmp.2016.01.009>.
18. Martino, P., Rigolini, A., & D'Onza, G. (2020), The relationships between CEO characteristics and strategic risk-taking in family firms, *Journal of Risk Research*, 23(1). <https://doi.org/10.1080/13669877.2018.1517380>.

19. Fernández-Ortiz, R., & Lombardo, G. F. (2009), Influence of the capacities of top management on the internationalization of SMEs, *Entrepreneurship and Regional Development*, 21(2). <https://doi.org/10.1080/08985620802176104>.
20. Jianakoplos, N. A., & Bernasek, A. (1998), ARE WOMEN MORE RISK AVERSE ? *Economic Inquiry*, 36, 620–630.
21. Krishnan, G. V., & Parsons, L. M. (2008), Getting to the bottom line: An exploration of gender and earnings quality. *Journal of Business Ethics*, 78(1–2). <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9314-z>.
22. Barua, A., Davidson, L. F., Rama, D. V., & Thiruvadi, S. (2010), CFO gender and accruals quality. *Accounting Horizons*, 24(1). <https://doi.org/10.2308/acch.2010.24.1.25>.
23. 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.12.005>.
24. Khan, W. A., & Vieito, J. P. (2013), Ceo gender and firm performance, *Journal of Economics and Business*, 67. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2013.01.003>.
25. Faccio, M., Marchica, M., & Mura, R. (2016), CEO Gender, Corporate Risk-Taking, and the Efficiency of Capital Allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193–209. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008>.
26. Mukarram, S. S., Ajmal, T., & Saeed, A. (2018), Women directors' propensity towards risk in technology firms, *Corporate Governance (Bingley)*, 18(2). <https://doi.org/10.1108/CG-09-2017-0213>.
27. Wang, L. H., & Fung, H. G. (2022), The effect of female CEO and CFO on tail risk and firm value, *Finance Research Letters*. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102693>.
28. Zhou, W., & Wang, Y. (2014), An Empirical Study for Corporate Risk Index: CEO Characteristics Affecting Corporate Risk-Taking, *Journal of Applied Sciences*, 14(24). <https://doi.org/10.3923/jas.2014.3520.3525>.
29. Farag, H., & Mallin, C. (2018), The influence of CEO demographic characteristics on corporate risk-taking: evidence from Chinese IPOs, *European Journal of Finance*, 24(16). <https://doi.org/10.1080/1351847X.2016.1151454>.
30. Loukil, N., & Yousfi, O. (2023), Do CEO's attributes increase risk-taking? Empirical evidence from France, *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 15(5). <https://doi.org/10.1108/APJBA-07-2021-0330>.
31. Chahyadi, C., Doan, T., & Naym, J. (2021), Hiring the right ceo: How does the type of ceo industry experience affect firm performance, firm risk-taking behavior, and CEO compensation?, *International Journal of Business and Society*, 22(2). <https://doi.org/10.33736/ijbs.3762.2021>.

32. Arulanandam, B. V., Selvan, C., & Goh, X. T. (2023), Critical factors influencing firms' risk-taking behaviour: ceo characteristics and the moderating role of the audit committee, *Central European Business Review*, 12(5). <https://doi.org/10.18267/J.CEBR.337>.
33. Yousfi, O., Loukil, N., & Béji, R. (2023), Powerful CEOs and CSR performance: Empirical evidence from France, *Management International*, 26(6). <https://doi.org/10.7202/1095757ar>.
34. Hsu, W. T., Chen, H. L., & Cheng, C. Y. (2013), Internationalization and firm performance of SMEs: The moderating effects of CEO attributes, *Journal of World Business*, 48(1). <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2012.06.001>.
35. Serfling, M. A. (2014), CEO age and the riskiness of corporate policies, *Journal of Corporate Finance*, 25. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.12.013>.
36. Cid-Aranda, C., & López-Iturriaga, F. (2023), C.E.O. characteristics and corporate risk-taking: evidence from emerging markets, *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 36(2). <https://doi.org/10.1080/1331677X.2023.2175008>.
37. Ye, D., Deng, J., Liu, Y., Szewczyk, S. H., & Chen, X. (2019), Does board gender diversity increase dividend payouts? Analysis of global evidence, *Journal of Corporate Finance*, 58. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.04.002>.
38. Gujarati, D. N. (2004), Basic Econometrics – Gujarati, In *Basic Econometrics, Fourth Edition*, New York: Mcgraw-Hill Companies.
39. Arellano, M., & Bover, O. (1995), Another look at the instrumental variable estimation of error-components models, *Journal of Econometrics*, 68(1), 29–51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D).
40. Blundell, R., & Bond, S. (1998), Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models, *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143.