

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Phạm Xuân Bách và Phan Thế Công** - Sự ảnh hưởng của độ mở nền kinh tế, chất lượng thể chế và đổi mới công nghệ tới bền vững môi trường ở Việt Nam. **Mã số: 196.1SMET.11** 3

The Impact of Economic Openness, Institutional Quality and Technological Innovation on Environmental Sustainability: Empirical Evidence in Vietnam

- 2. Lê Thu Hạnh và Cán Thị Thu Hương** - Các yếu tố ảnh hưởng đến dự định ứng dụng công nghệ cao trong sản xuất nông nghiệp của thanh niên Việt Nam. **Mã số: 196.1DEco.11** 20

Factor Affecting Vietnamese Youth Intention in Applying High Technology in Agriculture

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 3. Nguyễn Thị Ngọc Diễm và Đinh Văn Sơn** - Tác động của giới tính đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán: một khảo sát ở Việt Nam. **Mã số: 196.2FiBa.21** 40

The Impact of Gender on the Financial Performance of Listed Companies on the Stock Market: A Survey in Vietnam

- 4. Nguyễn Thị Thu Trang và Nguyễn Hồng Nhung** - Tác động của đa dạng giới tính trong ban quản lý cấp cao tới khả năng sinh lời của các ngân hàng thương mại Việt Nam. **Mã số: 196.2FiBa.21** 51

The Impact of Gender Diversity in Senior Management on the Profitability of Vietnamese Commercial Banks

- 5. Trần Ngọc Mai và Nguyễn Thị Hảo** - Vai trò của quản trị công ty đối với tình trạng kiệt quệ tài chính: góc nhìn từ hệ số Z-score của các doanh nghiệp ngành bán lẻ tại Việt Nam. **Mã số: 196.2FiBa.21** 65

The Role of Corporate Governance in the Financial Distress of Retail Companies in Vietnam

- 6. Lê Quỳnh Liên** - Tác động của quản lý vốn lưu động đến đầu tư nghiên cứu và phát triển. **Mã số: 196.2BAdm.21** 76

The Influence of Working Capital Management on Research and Development Investment

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 7. Trần Quang Tuyền và Vũ Văn Hùng** - Sự không phù hợp giữa bằng cấp với việc làm và tình trạng việc làm của các cử nhân đại học ở Việt Nam. **Mã số: 196.3GEMg.31** 88

Education-Job Mismatch and Employment Status for University Graduates in Vietnam

- 8. Phan Kim Tuấn, Hoàng Văn Hải, Nguyễn Nhật Minh, Nguyễn Hồ Thành Đạt và Trương Bá Thanh** - Tổng quan tình hình nghiên cứu thực hành quản trị logistics xanh theo phương pháp trắc lượng thư mục giai đoạn 2001-2024. **Mã số: 196.3OMIs.32** 101

Green Logistics Management Practices: A Bibliometric Analysis From 2001 to 2024

VAI TRÒ CỦA QUẢN TRỊ CÔNG TY ĐỐI VỚI TÌNH TRẠNG KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH: GÓC NHÌN TỪ HỆ SỐ Z-SCORE CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH BÁN LẺ TẠI VIỆT NAM

Trần Ngọc Mai *

Email: ngocmai@hvn.edu.vn

Nguyễn Thị Hảo *

Email: haoylv@gmail.com

* Học viện Ngân hàng

Ngày nhận: 28/09/2024

Ngày nhận lại: 19/11/2024

Ngày duyệt đăng: 25/11/2024

Cho tới nay, chưa có một kết luận thống nhất về vai trò của quản trị công ty tới hiệu quả tài chính nói chung và kiệt quệ tài chính nói riêng mà phụ thuộc vào đặc điểm ngành nghề của doanh nghiệp cũng như môi trường kinh tế, chính trị. Do đó, bài viết xem xét tác động của quản trị công ty tới tình trạng kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam, gắn với đặc điểm ngành bán lẻ để làm rõ vai trò của cấu trúc quản trị đối với đặc thù ngành. Sử dụng dữ liệu từ 20 doanh nghiệp ngành bán lẻ bằng phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) từ 2013 đến 2022, bài viết cho thấy tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị và vai trò kép của tổng giám đốc điều hành có ý nghĩa quan trọng đến tình trạng kiệt quệ tài chính. Tuy nhiên, các chỉ tiêu như quy mô hội đồng quản trị, tỷ lệ thành viên hội đồng quản trị độc lập, hoạt động của hội đồng quản trị và chất lượng kiểm toán lại không có ý nghĩa đối với tình trạng tài chính doanh nghiệp. Kết quả bài viết đề xuất một số khuyến nghị cho các doanh nghiệp ngành bán lẻ nhằm nâng cao vai trò của quản trị công ty trong hoạt động quản trị tài chính doanh nghiệp.

Từ khóa: Quản trị công ty, hội đồng quản trị, kiệt quệ tài chính.

JEL Classifications: G33, G34, C58.

DOI: 10.54404/JTS.2024.196V.05

1. Giới thiệu

Sự bùng nổ của dịch bệnh Covid-19 vừa qua đã gây tác động bất lợi rất lớn đối với toàn xã hội và nền kinh tế thế giới, dẫn đến khủng hoảng kinh tế (Brennan et al., 2022), sự gia tăng của rủi ro kiệt quệ tài chính và rủi ro phá sản (Crespí-Cladera et al., 2021). Do đó, việc dự đoán về khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính cũng như các nhân tố ảnh hưởng tới nó trở thành vấn đề cấp thiết và là công cụ cực kỳ hữu ích cho các ban quản lý, điều hành

trong việc duy trì sự ổn định của doanh nghiệp. Một trong các nhân tố được cho là có ảnh hưởng quan trọng tới kiệt quệ tài chính (KQTC) là quản trị công ty (QTCT). Tuy nhiên, tác động của cấu trúc QTCT tới KQTC là không đồng nhất giữa các nghiên cứu, phụ thuộc vào bối cảnh cụ thể (Darrat et al., 2016; Manzanque et al., 2016).

Quản trị công ty thể hiện cách thức doanh nghiệp quản lý và điều hành hoạt động kinh doanh, hướng tới ban quản trị cân bằng, có

năng lực và chuyên nghiệp. KQTC thể hiện tình trạng dòng tiền của doanh nghiệp không đủ để chi trả các nghĩa vụ nợ. Về mặt lý thuyết, QTCT được cho là tác động tới KQTC thông qua lý thuyết đại diện, lý thuyết nguồn lực và lý thuyết quyền lực nhà quản lý. Lý thuyết đại diện giải thích mối quan hệ giữa nhà quản trị và cổ đông của doanh nghiệp (DN): nhà quản trị có thể lợi dụng vị trí của mình để điều hành DN không vì lợi ích của cổ đông (Jensen & Meckling, 2019). Cấu trúc quản trị phù hợp làm giảm thiểu vấn đề đại diện trong DN, tối ưu hoá các quyết định từ đó giảm thiểu tình trạng KQTC (Jensen & Meckling, 2019; Younas et al., 2021). Lý thuyết nguồn lực cho rằng sự đa dạng trong thành viên hội đồng quản trị (HĐQT) đi kèm với kiến thức, kỹ năng của họ trở thành nguồn lực hữu ích giúp DN đạt được mục tiêu (Ullah et al., 2020). Lý thuyết quyền lực của nhà quản lý, ngược lại, gắn sự tập trung quyền lực với sự giám sát quyền kiểm soát của ban điều hành, từ đó tác động tiêu cực tới hiệu quả hoạt động và tình trạng tài chính của DN (Schopohl et al., 2021).

Về mặt thực nghiệm, đã có nhiều nghiên cứu được thực hiện để tìm hiểu mối quan hệ giữa QTCT và KQTC tại các nước tiên tiến phát triển như Mỹ, Úc, Anh và Trung Quốc. Dobler và các cộng sự (Dobler et al., 2011), Hassan (Hassan Al-Tamimi, 2012) và Dhamija và các cộng sự (Dhamija et al., 2014) cũng đã tiến hành với phạm vi các quốc gia mới nổi, đặc biệt là ở các thị trường mới nổi Châu Á. Yazdanfar và Öhman (Yazdanfar & Öhman, 2020) cho rằng tác động của QTCT tới KQTC là không giống nhau ở các quốc gia, phụ thuộc vào sự khác biệt trong hệ thống luật pháp, sự phát triển của thị trường tài chính, cơ chế QTCT, điều kiện kinh tế và các quy định liên quan (Yazdanfar & Öhman, 2020). Yousaf và các cộng sự cho rằng không có một kết luận nào phù hợp cho tất cả các nghiên cứu về mối quan hệ giữa QTCT và KQTC (Yousaf et al., 2024). Darrat và các cộng sự (Darrat et al., 2016) cho rằng cấu trúc quản trị tối ưu phụ thuộc vào đặc điểm ngành nghề và thời kỳ, với cùng một tiêu thức đánh

giá, ví dụ tác động của quy mô HĐQT tới KQTC là không giống nhau ở các nhóm ngành nghề khác nhau.

Là một thị trường mới nổi ở Châu Á, cơ chế QTCT ở Việt Nam đang dịch chuyển dần theo hướng hoàn thiện hơn. Hệ thống pháp lý về QTCT được xây dựng từ 2007 với quyết định 12/2007/QĐ-BTC ban hành bộ Quy tắc QTCT đầu tiên, sau đó bổ sung bằng các thông tư, nghị định quy định cụ thể hơn về QTCT. Luật doanh nghiệp Việt Nam 2020 đã có nhiều bước tiến so với Luật doanh nghiệp 2014, đề cập cơ cấu tổ chức quản lý công ty cổ phần, quy định rõ cơ cấu, tiêu chuẩn và các điều kiện của thành viên HĐQT (Luật Doanh nghiệp Việt Nam, 2020). Thực tiễn áp dụng cho thấy tại Việt Nam, quản trị công ty đang được thực thi chủ yếu tại các doanh nghiệp niêm yết. Hầu hết các doanh nghiệp đang ở mức 70% là yếu tố tuân thủ, 30% theo thông lệ tốt. Theo VIOD điểm quản trị của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam được xếp hạng thứ 6 trên tổng 6 nước trong khu vực Asean và chỉ có duy nhất 1 doanh nghiệp trong tổng 200 doanh nghiệp của Việt Nam được xếp hạng đầu tư giá trị. Điều này cho thấy tầm quan trọng của quản trị công ty tốt.

Nhằm nâng cao nhận thức của cộng đồng DN về vai trò của QTCT cũng như hiểu rõ mối quan hệ của QTCT đến KQTC, bài viết sử dụng dữ liệu từ các DN ngành bán lẻ niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2013-2022. Đây được cho là một trong những ngành chịu ảnh hưởng mạnh mẽ của đại dịch COVID-19 do các thay đổi trong việc vận hành, quản lý chuỗi cung ứng (Schleper et al., 2021) cũng như những thay đổi trong hành vi tiêu dùng (Goswami & Chouhan, 2021). COVID-19 và sự phát triển của khoa học công nghệ, thương mại điện tử đã thay đổi hoàn toàn cách thức kinh doanh truyền thống, buộc doanh nghiệp dịch chuyển phương thức kinh doanh sang nền tảng kỹ thuật số. Điều này đặt ra nhiều thách thức trong việc quản trị điều hành. Một cấu trúc quản trị tốt là vô cùng cần thiết giúp doanh nghiệp tránh được những rủi ro không đáng có trong quản lý hoạt động, quản lý hàng tồn

kho và các quyết định khác có liên quan... Nếu không có một hệ thống quản trị công ty phù hợp, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trở nên không hiệu quả, doanh nghiệp dễ dàng rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính.

Trên cơ sở đó, bài nghiên cứu hi vọng cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ của QTCT và KQTC tại các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết cấu của bài viết được chia làm 05 phần: đặt vấn đề, tổng quan nghiên cứu và các giả thuyết đề xuất, dữ liệu và phương pháp, kết quả và một số khuyến nghị.

2. Tổng quan nghiên cứu và các giả thuyết đề xuất

QTCT là một khái niệm nhiều khía cạnh và có nhiều cách giải thích khác nhau. Tuy nhiên, hiểu theo nghĩa chung nhất QTCT là phương thức tổ chức, điều hành và kiểm soát các hoạt động của DN nhằm tối đa hóa giá trị của cổ đông và hiệu quả kinh doanh (Oecd, 2004). QTCT phân phối quyền và trách nhiệm giữa các thành viên trong công ty, đảm bảo cân bằng lợi ích giữa các bên liên quan để có thể đạt được mục tiêu đã đề ra cũng như tăng hiệu suất giám sát.

KQTC đề cập đến việc DN không có khả năng thanh toán các khoản nợ và các nghĩa vụ tài chính khác. Có nhiều nguyên nhân gây ra KQTC bao gồm các yếu tố kinh tế vĩ mô, yếu tố tài chính DN và yếu tố quản trị trong đó không thể bỏ qua các đặc điểm quản trị của DN đề dự báo KQTC. Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) cũng chỉ ra một cơ chế quản trị không tốt sẽ đưa DN rơi vào trạng thái kiệt quệ. Cùng quan điểm, một số nghiên cứu khác đã xác nhận rằng cơ cấu QTCT có ảnh hưởng đáng kể trong việc dự đoán dự báo phá sản ((Platt & Platt, 2002), (Dobler et al., 2011)).

QTCT trước hết thể hiện ở quy mô hội đồng quản trị. Theo lý thuyết đại diện, một HĐQT với quy mô lớn, số thành viên HĐQT cao hơn sẽ giúp nâng cao việc giám sát các hoạt động DN (Jensen & Meckling, 2019), hài hòa vấn đề đại diện giữa chủ sở hữu và các nhà quản lý. DN muốn hoạt động hiệu

quả nên gia tăng số lượng thành viên tham gia HĐQT để tạo sự đa dạng hóa trong chuyên môn, bảo vệ DN khỏi các tác nhân tiêu cực và làm giảm khả năng xảy ra KQTC (Manzaneque et al., 2016). Cũng theo lý thuyết này, việc gia tăng tỷ lệ thành viên độc lập là cần thiết: thành viên độc lập tạo ra môi trường khách quan hơn, giúp việc giám sát hoạt động của HĐQT trở nên hiệu quả (Jensen, 1993). Mặt khác, Goodstein và các cộng sự lại cho rằng cần thiết hạn chế thành viên HĐQT để đảm bảo một hệ thống ổn định. HĐQT lớn có thể là gánh nặng đối với nguồn lực công ty (Goodstein et al., 1994). Càng nhiều thành viên càng gia tăng sự bất đồng về quan điểm, làm chậm quá trình ra quyết định mang tầm chiến lược của DN (Jensen, 1993). Thành viên độc lập có ít ràng buộc liên quan đến lợi ích và thời gian gắn bó với DN, sự đóng góp của họ vì vậy là không cao. Hay nói cách khác, việc gia tăng thành viên độc lập trong HĐQT không hiệu quả (Miglani et al., 2015).

Đối với tỷ lệ thành viên nữ, một số nghiên cứu cho rằng tỷ lệ thành viên nữ tăng lên được có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động (Susilowati et al., 2022) bởi các lãnh đạo nữ được cho là thận trọng, ít tư lợi và chú trọng đến tính bền vững, sự hiện diện của họ mang lại môi trường minh bạch, tăng hiệu quả giám sát (Al-Shaer & Zaman, 2016). Sự hiện diện của nữ thành viên HĐQT sẽ làm giảm khả năng xảy ra KQTC. Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác cho rằng không tồn tại mối quan hệ giữa tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT và KQTC. Các thành viên nữ không đủ quyền lực để đưa ra các quyết định (Amran et al., 2014).

Adams và Mehran (Adams & Mehran, 2005), Brick và Chidambaran (Brick & Chidambaran, 2010) khẳng định rằng tần suất họp là một khía cạnh quan trọng trong hoạt động của HĐQT. Các tác giả cho rằng khi tình hình DN có dấu hiệu suy giảm, sự bất hòa giữa các thành viên HĐQT tăng lên, ban quản trị phản ứng lại bằng cách nâng cao mức độ hoạt động của mình. Ngược lại, theo Conger và cộng sự (Conger et al., 1998) các

cuộc họp được tổ chức thường xuyên giúp cải thiện hoạt động của DN. Donaldson và Davis (Donaldson & Davis, 1991) cho rằng tính kiêm nhiệm giữa CEO và chủ tịch HĐQT giúp DN giảm thiểu chi phí quản lý và gắn kết được lợi ích giữa ban quản lý và ban điều hành. Tuy nhiên, tính kiêm nhiệm của CEO làm tăng mức độ đôn bẫy trong một công ty, dẫn đến gia tăng rủi ro KQTC (Sewpersadh, 2019). Lý thuyết đại diện nhấn mạnh ảnh hưởng tiêu cực của vai trò kép này khi xét đến sự bất cân xứng về mặt thông tin, vai trò của cơ chế giám sát và sự tập trung quyền lực (Faleye, 2007) từ đó giải thích tác động tiêu cực của tính kiêm nhiệm CEO đối với tình trạng KQTC.

Từ những phân tích kể trên, có thể thấy sự không đồng nhất trong tác động của các khía cạnh quản trị công ty tới tình trạng kiệt quệ tài chính. Khi quy mô hội đồng quản trị, tỷ lệ thành viên độc lập, tỷ lệ thành viên nữ và tần suất họp tăng lên, cấu trúc quản trị được cho là chặt chẽ, minh bạch và đa dạng hơn về nguồn lực. Việc tách bạch vai trò giữa CEO và chủ tịch HĐQT làm giảm sự tập trung quyền lực, giảm vấn đề đại diện trong doanh nghiệp. Tuy nhiên trong một số trường hợp, việc gia tăng quy mô ban quản trị làm gia tăng sự bất đồng, kéo dài thời gian ra quyết định; việc tham gia của thành viên độc lập và thành viên nữ không thúc đẩy được hiệu quả giám sát do ít ràng buộc về lợi ích và tiếng nói. Đặc biệt đối với vai trò kép, việc kiêm nhiệm giảm thiểu chi phí quản lý, giúp các quyết sách được tiến hành nhanh chóng, nhất quán từ đó gia tăng hiệu quả quản lý và giảm thiểu vấn đề đại diện.

Trên cơ sở hành lang pháp lý chưa đủ mạnh, thực trạng quản trị công ty của các doanh nghiệp Việt Nam còn yếu, bài viết đề xuất các giả thuyết như sau:

H1: Quy mô HĐQT có tác động ngược chiều tới kiệt quệ tài chính. Hay nói cách khác, HĐQT có quy mô càng lớn càng giảm thiểu vấn đề KQTC.

H2: Tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT có mối quan hệ ngược chiều với KQTC, hay tỷ lệ thành viên nữ gia tăng làm giảm KQTC.

H3: Hoạt động của HĐQT có mối quan hệ ngược chiều với KQTC hay nói cách khác tần suất họp tăng lên làm giảm KQTC.

H4: Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập có mối quan hệ ngược chiều với KQTC, hay tỷ lệ thành viên độc lập gia tăng làm giảm tình trạng KQTC.

H5: Tính kiêm nhiệm của CEO có mối quan hệ cùng chiều với KQTC hay nói cách khác việc kiêm nhiệm làm tăng tình trạng KQTC.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Để thực hiện đánh giá mối quan hệ giữa QTCT và KQTC, bài viết sử dụng dữ liệu của 20 DN trong ngành Bán lẻ được niêm yết trên các sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2013-2022, tương ứng với 200 quan sát. Trong đó, các biến phụ thuộc và biến kiểm soát là các biến tài chính, được thu thập từ Báo cáo tài chính đã kiểm toán của DN thông qua FIINPRO. Biến độc lập về QTCT được lấy từ báo cáo thường niên. Các biến số tài chính được loại bỏ giá trị ngoại lai trước khi đưa vào sử dụng để đảm bảo tính phân phối chuẩn của dữ liệu.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Dựa trên nghiên cứu của Mangena và Chamisa (Mangena & Chamisa, 2008), Manzanique và các cộng sự (Manzanique et al., 2016), bài viết sử dụng mô hình sau đây để ước tính mối quan hệ giữa QTCT và KQTC:

$$FD_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Size_{it} + \beta_2 Female_{it} + \beta_3 Indep_{it} + \beta_4 Meet_{it} + \beta_5 CeoD_{it} + \beta_6 Control_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

FD_{it} là biến phụ thuộc, thể hiện KQTC. FD được tính dựa vào mô hình Zscore cho các doanh nghiệp phi sản xuất tại thị trường các nước đang phát triển (Atlman, 1995). Theo đó, điểm số Zscore được tính như sau:

$Zscore = 3.25 + 6.56X1 + 3.26X2 + 6.72X3 + 1.05X4$ với các thước đo $X1, X2, X3$ và $X4$ được thu thập từ báo cáo tài chính như sau:

$X1 = (\text{Tài sản lưu động} - \text{Nợ ngắn hạn}) / \text{Tổng tài sản}$

$X2 = \text{Lợi nhuận giữ lại} / \text{Tổng tài sản}$

$X3 = EBIT/\text{Tổng tài sản}$
 $X4 = \text{Giá trị vốn hóa thị trường cổ phần}/\text{Tổng nợ phải trả}$
 $X5 = \text{Doanh thu thuần}/\text{Tổng tài sản}$
FD tăng lên cho biết có ít khả năng xảy ra KQTC, ngược lại *FD* giảm thể hiện một sự gia tăng trong căng thẳng tài chính.

Các biến *Size*, *Female*, *Indep*, *Meet* lần lượt là các biến phản ánh đặc điểm HĐQT, bao gồm: số lượng thành viên trong HĐQT, tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT, tỷ lệ thành viên độc lập trong HĐQT và hoạt động của HĐQT phản ánh số cuộc họp HĐQT hàng năm.

CeoD là biến thể hiện tính kiêm nhiệm của CEO, có giá trị là 1 nếu CEO có vai trò kiêm nhiệm, nếu không sẽ nhận giá trị là 0. Ngoài ra đại diện cho nhóm biến kiểm soát bao gồm quy mô công ty (*FS*), tính thanh khoản (*Fliq*), đòn bẩy tài chính (*FLev*), khả năng sinh lời (*ROA*) và tốc độ tăng trưởng (*Growth*).

Nhằm làm rõ hơn tác động của QTCT gắn với bối cảnh cụ thể, *COVID* là biến giả được sử dụng với giá trị là 1 nếu giai đoạn nghiên cứu thuộc năm 2020, 2021 và là 0 nếu là các năm còn lại. Biến *Interact* đại diện cho mối quan hệ giữa *COVID* và biến thể hiện QTCT được đưa vào mô hình (2). Khi đó mô hình hồi quy là:

$$FD_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Size_{it} + \beta_2 Female_{it} + \beta_3 Indep_{it} + \beta_4 Meet_{it} + \beta_5 CeoD_{it} + \beta_6 Control_{it} + \beta_7 Interact_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

β_7 thể hiện tác động điều tiết/tăng cường của QTCT đến KQTC. β_7 có ý nghĩa thống kê và có dấu dương làm gia tăng tác động của QTCT đến *FD*, ngược lại nếu có dấu âm cho biết một sự giảm sút trong tác động của QTCT.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thông kê mô tả

Thông kê mô tả ở bảng 1 cho thấy Z-score có giá trị trung bình là 6,327. Z-score lớn hơn 5,85 chứng tỏ nhìn chung các DN bán lẻ có tình hình tài chính khoẻ mạnh (Altman, 1995). Đối với các biến thể hiện QTCT, giá trị quy mô HĐQT tối thiểu là 3 đáp ứng quy định Luật Doanh nghiệp Việt Nam về số lượng thành viên HĐQT có từ 03 thành viên trở lên. Giá trị trung bình 5,51 cho thấy quy mô ban

quản trị của các doanh nghiệp ngành bán lẻ tương đối mở rộng, tạo sự thuận lợi trong việc phân công nhiệm vụ, sử dụng nguồn lực, kinh nghiệm và các mối quan hệ. Giá trị bình quân của thành viên HĐQT nữ và thành viên HĐQT độc lập lần lượt là 0,23 và 0,12. Tỷ lệ thành viên nữ 0,23 cho biết phụ nữ chiếm trung bình 23% trong hội đồng quản trị, khá tương đồng với mức trung bình là 0,29 (McKinsey, 2024) trên thế giới, thể hiện sự hiện diện của phụ nữ trong HĐQT tại Việt Nam. Đối với tỷ lệ thành viên độc lập 12%, so với con số trên 30-50% trên thế giới, đây là tỷ lệ rất thấp thể hiện việc các DN bán lẻ của Việt Nam còn khá hạn chế trong việc đa dạng trong cơ cấu thành viên. Giá trị trung bình về tính kiêm nhiệm của CEO khá thấp, ở mức 0,195 cho biết phần lớn các DN có vai trò tách bạch giữa chủ tịch HĐQT và tổng giám đốc.

4.2. Kết quả hồi quy

Ma trận hệ số tương quan (không được trình bày trong bài) và kiểm định đa cộng tuyến (bảng 2) cho thấy không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình. Hệ số tương quan giữa KQTC *FD* và tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT có ý nghĩa thống kê và mang dấu âm. Các biến phản ánh tình hình tài chính DN có mối tương quan mang ý nghĩa thống kê với *FD* cho biết các DN ở trong tình trạng KQTC là các DN có quy mô nhỏ, mức độ đòn bẩy tài chính cao, khả năng sinh lời và khả năng thanh khoản thấp.

Các phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất OLS, FEM và REM được thực hiện. Kiểm định Hausman lựa chọn FEM, tuy nhiên kiểm định phương sai sai số thay đổi bằng Breusch-Pagan test, tự tương quan bằng kiểm định Wooldridge (không được trình bày trong bài) cho thấy ước lượng FGLS là phù hợp.

Kết quả hồi quy mô hình (1) được thể hiện ở cột (1) bảng 3 cho thấy trong nhóm biến giải thích liên quan đến QTCT, tỷ lệ thành viên độc lập *Indep* và tính kiêm nhiệm *CeoD* có ý nghĩa thống kê trong việc giải thích tình trạng KQTC của DN. *Indep* có dấu dương cho biết tỷ lệ thành viên độc lập tăng làm giảm căng thẳng tài chính, khẳng định giả thiết H3. Điều này ngược với kết luận của

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến trong nghiên cứu

Tên biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
FD	200	6.327	3.382	-.397	12.642
Female	200	.229	.18	0	.667
Size	200	5.510	1.143	3	10
Indep	200	.123	.166	0	.667
Meet	200	2.193	.744	0	3.738
CeoD	200	.195	.397	0	1
FS	200	11.851	.704	10.435	13.799
FLev	200	.865	1.446	.066	8.199
FLiq	200	2.104	2.555	.093	17.754
ROA	200	.029	.114	-.613	.31
Growth	198	.053	.296	-.709	1.105

(Nguồn: Tác giả tính toán từ phần mềm Stata)

Bảng 2: Kiểm định đa cộng tuyến

	VIF	1/VIF
FLev	2.358	.424
ROA	2.13	.469
FS	1.89	.529
FLiq	1.469	.681
Size	1.338	.748
Female	1.321	.757
Meet	1.139	.878
Indep	1.137	.879
Growth	1.134	.882
CeoD	1.084	.922
Mean VIF	1.5	.

(Nguồn: Tác giả tính toán từ phần mềm Stata)

Coles và các cộng sự (Coles et al., 2008), Duchin và cộng sự (Duchin et al., 2010) khi cho rằng các thành viên độc lập khó tiếp cận thông tin cần thiết, do đó việc gia tăng tỷ lệ

thành viên độc lập tạo ảnh hưởng tiêu cực đến DN. Tuy nhiên kết luận trên nghiên cứu này lại đồng thuận với kết luận của Jensen (Jensen, 1993) và Manzanque và các cộng

sự (Manzaneque et al., 2016) về vai trò giám sát của HĐQT. Thành viên độc lập làm tăng vai trò giám sát hoạt động, tạo áp lực điều hành lên các CEOs điều hành kém hiệu quả (Byrd & Hickman, 1992). HĐQT với tỷ lệ thành viên độc lập gia tăng làm giảm khả năng phá sản (Fich & Slezak, 2008).

Đối với vai trò kép Chủ tịch và CEO, hệ số hồi quy dương và có ý nghĩa thống kê cho biết việc dịch chuyển từ tách bạch sang kiêm nhiệm giữa Chủ tịch và CEO làm tăng Zscore, từ đó giảm thiểu tình trạng KQTC. Kết quả này mâu thuẫn với lý thuyết đại diện về tác động tiêu cực của sự bất cân xứng về

Bảng 3: Kết quả hồi quy

	(1) FDretail	(2) FDretail
female	-2.956*** (.74)	-3.205*** (.74)
Size	-.438*** (.124)	-.465*** (.122)
Indep	2.268*** (.656)	1.82*** (.673)
meet	.006 (.013)	.005 (.013)
CeoD	1.565*** (.303)	1.612*** (.303)
FS	1.043*** (.176)	1.036*** (.173)
FLev	-9.722*** (.105)	-9.664*** (.105)
FLiq	-.106** (.053)	-.096* (.055)
ROA	3.539** (1.49)	4.242*** (1.474)
Growth	2.244*** (.437)	1.901*** (.441)
covid		-.892** (.451)
interact1		3.853** (1.618)
_cons	-.151 (1.949)	.182 (1.924)
Observations	198	198

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

(Nguồn: Tác giả tính toán từ phần mềm Stata)

mặt thông tin tại các doanh nghiệp có tình trạng kiêm nhiệm. Theo Faleye (2007), khi chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm tổng giám đốc, cơ chế quản trị trở nên kém hiệu quả. Sewpersadh (2019) cho rằng các doanh nghiệp có CEO đồng thời là Chủ tịch có xu hướng gia tăng nợ, dẫn đến gia tăng rủi ro KQTC. Tuy nhiên kết quả của bài viết được cho là đồng thuận với lý thuyết tổ chức (organization theory). Theo Finkelstein & D'aveni (Finkelstein & D'aveni, 1994), vai trò kiêm nhiệm khiến các quyết định được đưa ra một cách nhanh chóng và hiệu quả mà không phải tham vấn nhiều cấp quản lý. Vai trò kép giúp các chiến lược của DN được thực hiện một cách nhất quán. Donaldson (Donaldson, 1990) vận dụng lý thuyết quản lý (stewardship) để giải thích không tồn tại xung đột giữa nhà quản lý và các cổ đông, các nhà quản lý với lòng trung thành và trách nhiệm sẽ điều hành vì lợi ích chung của DN. Do đó dưới cấu trúc quản trị với vai trò kiêm nhiệm, hoạt động của DN trở nên hiệu quả hơn, tình trạng KQTC giảm thiểu.

Tỷ lệ thành viên nữ và quy mô HĐQT có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê cho biết sự hiện diện của nữ giới và quy mô HĐQT làm giảm Zscore, gia tăng tình trạng kiệt quệ tài chính. Nữ giới được cho là ít có tiếng nói (Amran et al., 2014), có khuynh hướng thận trọng trong quản lý tài chính. Sự hiện diện của nữ giới trong những ngành có tính cạnh tranh cao, đòi hỏi nhiều quyết sách táo bạo trong thời gian ngắn như ngành bán lẻ làm giảm khả năng sinh lời, một trong những yếu tố ảnh hưởng tình trạng KQTC của doanh nghiệp. Theo Benjamin and Biswas (Benjamin & Biswas, 2017) quan điểm của thành viên nam và nữ khác nhau, do đó sự khác biệt về giới làm tăng xung đột trong HĐQT. Các giám đốc nữ được cho là có ít tiếng nói và quyền lực trong các quyết định quản trị, do đó sự gia tăng trọng tỷ lệ thành viên nữ ảnh hưởng tiêu cực đến tình hình tài chính DN. Điều này phù hợp với bối cảnh các DN ngành bán lẻ tại Việt Nam khi tỷ lệ thành viên nữ ở mức 22,9%, tương đối nhỏ so với nam giới. Như vậy, giả thiết H2 được bác bỏ,

hay sự gia tăng tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT làm tăng KQTC. Tương tự, đối với quy mô HĐQT, sự đa dạng trong thành viên HĐQT cả về số lượng và giới tính làm đình trệ việc ra quyết định, gây tổn kém nguồn lực.

Bên cạnh các biến thể hiện đặc điểm QTCT, các biến kiểm soát được đưa vào mô hình có ý nghĩa thống kê và có ảnh hưởng đáng kể đến tình trạng tài chính của DN. Đòn bẩy tài chính và tính thanh khoản tăng làm giảm Zscore, tăng rủi ro tài chính. Ngược lại, tỷ suất lợi nhuận ROA và tốc độ tăng trưởng làm giảm khả năng KQTC của DN. Các kết luận này đồng thuận với các nghiên cứu trước đây (Quintiliani, 2017; Yazdanfar & Öhman, 2020), KQTC thường gặp ở các DN có khả năng sinh lời và khả năng thanh toán thấp, ít khả năng tăng trưởng, vay nợ nhiều.

Để làm rõ hơn tác động của QTCT trong giai đoạn đại dịch, tương tác giữa COVID và *Indep*, *CeoD* được cân nhắc. Do COVID x *CeoD* có giá trị là 0 xuyên suốt 200 quan sát, tương tác giữa COVID và *CeoD* không có ý nghĩa khi đưa vào mô hình. Tương tác giữa COVID và *Indep* được thể hiện bởi hệ số hồi quy gắn với biến *Interact*. Kết quả hồi quy thể hiện ở mô hình (2) bảng 3. Có thể thấy vai trò của tỷ lệ thành viên độc lập được thể hiện ở *Interact* dương và có ý nghĩa thống kê, cho biết tỷ lệ thành viên độc lập cao làm tăng Zscore đo lường bởi biến FD, giảm tình trạng KQTC trong giai đoạn COVID.

Như vậy, có thể thấy đối với ngành bán lẻ, các khía cạnh khác nhau của ban quản trị có tác động tới thực trạng tài chính của doanh nghiệp. Đây là một ngành cạnh tranh gay gắt, chịu nhiều tác động của yếu tố con người liên quan đến nhu cầu, thị hiếu; chịu ảnh hưởng mạnh mẽ của tình hình kinh tế, sự phát triển của công nghệ và thương mại điện tử. Đây được cho là ngành kinh doanh có nhịp độ cao và sự thay đổi liên tục, do đó đòi hỏi các quyết định của ban quản trị phải nhanh chóng, kịp thời. Quy mô ban quản trị lớn, sự tham gia của thành viên nữ với khuynh hướng thận trọng khiến việc ra quyết định trở nên công kênh trong một ngành có nhịp độ nhanh, từ đó giảm hiệu quả tài chính, ảnh hưởng tiêu cực

đến tình trạng kiệt quệ tài chính theo thang đo Zscore. Việc tham gia của thành viên độc lập tăng cường vai trò giám sát, vai trò kiểm nhiệm không chỉ giúp các quyết định đưa ra được nhanh chóng kịp thời trong ngành bán lẻ, mà còn giúp chiến lược phát triển của doanh nghiệp được thực hiện nhất quán, tăng cường hiệu quả tài chính, từ đó tác động tích cực đến sức khỏe tài chính của doanh nghiệp.

5. Kết luận

Như vậy, dựa trên mẫu dữ liệu là các DN bán lẻ niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2013-2022, bài viết cho thấy quản trị công ty tới tình trạng KQTC. Tỷ lệ thành viên độc lập gia tăng hiệu quả giám sát của ban quản trị và hiệu quả điều hành của DN. Vai trò kiểm nhiệm khiến các quyết định được đưa ra nhanh chóng, thông nhất từ đó làm giảm tình trạng KQTC. Đối với biến thành viên nữ, do tỷ lệ nữ tương đối thấp khiến vai trò tiếng nói của nữ giới trong ban quản trị trở nên mờ nhạt, tác động tiêu cực đến KQTC. Quy mô doanh nghiệp gia tăng cũng gây ảnh hưởng tiêu cực đến KQTC trong ngành kinh doanh có nhịp độ cao này.

Kết quả nghiên cứu cho thấy tầm quan trọng của một cấu trúc quản trị hợp lý, hiệu quả. Đối với doanh nghiệp, bên cạnh việc tăng tỷ lệ thành viên độc lập, các DN ngành bán lẻ có thể cân nhắc việc trao vai trò tổng giám đốc cho chủ tịch HĐQT. Quy mô ban quản trị hay tỷ lệ thành viên nữ nên được cân nhắc sao cho vừa đảm bảo vai trò quản lý giám sát, vai trò nguồn lực, mà vẫn đảm bảo quá trình ra quyết định được phù hợp với sự thay đổi nhanh chóng trong ngành. Đối với cổ đông, các khía cạnh quản trị công ty cũng là một trong những nhân tố quan trọng đảm bảo hiệu quả đầu tư. Đối với cơ quan quản lý, kết quả bài viết hi vọng cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về vai trò của thành viên độc lập và việc kiểm nhiệm trong ban quản trị. Việc kiểm nhiệm một mặt đem lại những hiệu quả nhất định trong các doanh nghiệp bán lẻ, mặt khác cần được giám sát để giảm thiểu vấn đề đại diện, gia tăng tính minh bạch trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Bên cạnh việc làm rõ mối quan hệ giữa QTCT và KQTC trong bối cảnh ngành bán lẻ, đặc biệt trong giai đoạn COVID, nghiên cứu vẫn còn một số hạn chế nhất định. Thứ nhất, nghiên cứu mới tập trung vào nhóm 20 DN ngành bán lẻ. Cần thiết tiến hành thực trên phạm vi rộng hơn, bao quát các ngành nghề để thấy rõ hơn tác động của QTCT và sự khác biệt trong tác động giữa các nhóm ngành. Thứ hai, các khía cạnh: số năm kinh nghiệm, trình độ học vấn, tỷ lệ sở hữu của ban quản trị hay chế độ lương thưởng có thể được cân nhắc để làm rõ hơn vấn đề đại diện và cách thức QTCT tác động đến KQTC. Thêm vào đó, một trong những gợi mở tiếp theo của nghiên cứu này so sánh tác động trên phạm vi nhóm các nước đang phát triển, các nước trong khu vực hoặc so sánh sự khác biệt trong tác động của QTCT đến KQTC giữa các nước đang phát triển và phát triển. ♦

Tài liệu tham khảo:

- Adams, R. B., & Mehran, H. (2005). Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry. EFA 2005 Moscow meetings.
- Al-Shaer, H., & Zaman, M. (2016). Board gender diversity and sustainability reporting quality. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(3), 210-222.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *the Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Amran, A., Lee, S. P., & Devi, S. S. (2014). The influence of governance structure and strategic corporate social responsibility toward sustainability reporting quality. *Business Strategy and the environment*, 23(4), 217-235.
- Benjamin, S., & Biswas, P. K. (2017). Board gender composition, dividend policy and cost of debt: The implications of CEO duality. 8th Conference on Financial Markets and Corporate Governance (FMCG),
- Brennan, N. M., Edgar, V. C., & Power, S. B. (2022). COVID-19 profit warnings:

Delivering bad news in a time of crisis. *The British Accounting Review*, 54(2), 101054.

Brick, I. E., & Chidambaran, N. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 533-553.

Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of financial economics*, 32(2), 195-221.

Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of financial economics*, 87(2), 329-356.

Conger, J. A., Finegold, D., & Lawler, E. E. (1998). Appraising boardroom performance. *Harvard business review*, 76, 136-164.

Crespí-Cladera, R., Martín-Oliver, A., & Pascual-Fuster, B. (2021). Financial distress in the hospitality industry during the Covid-19 disaster. *Tourism Management*, 85, 104301.

Darrat, A. F., Gray, S., Park, J. C., & Wu, Y. (2016). Corporate governance and bankruptcy risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(2), 163-202.

Dhamija, A., Yadav, S. S., & Jain, P. (2014). The impact of corporate governance on the financial performance: A study of nifty companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, 121, 60-75.

Dobler, M., Lajili, K., & Zéghal, D. (2011). Attributes of corporate risk disclosure: An international investigation in the manufacturing sector. *Journal of International Accounting Research*, 10(2), 1-22.

Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational economics and management theory. *Academy of management Review*, 15(3), 369-381.

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64.

Duchin, R., Matsusaka, J. G., & Ozbas, O. (2010). When are outside directors effective? *Journal of financial economics*, 96(2), 195-214.

Faleye, O. (2007). Classified boards, firm value, and managerial entrenchment. *Journal of financial economics*, 83(2), 501-529.

Fich, E. M., & Slezak, S. L. (2008). Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30, 225-251.

Finkelstein, S., & D'aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management journal*, 37(5), 1079-1108.

Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic management journal*, 15(3), 241-250.

Goswami, S., & Chouhan, V. (2021). Impact of change in consumer behaviour and need prioritisation on retail industry in Rajasthan during COVID-19 pandemic. *Materials Today: Proceedings*, 46, 10262-10267.

Hassan Al-Tamimi, H. A. (2012). The effects of corporate governance on performance and financial distress: The experience of UAE national banks. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 20(2), 169-181.

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132). Gower.

Manzaneque, M., Merino, E., & Priego, A. M. (2016). The role of institutional shareholders as owners and directors and the financial distress likelihood. Evidence from a concentrated ownership context. *European management journal*, 34(4), 439-451.

Miglani, S., Ahmed, K., & Henry, D. (2015). Voluntary corporate governance structure and financial distress: Evidence from Australia. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(1), 18-30.

Oecd, O. (2004). The OECD principles of corporate governance. *Contaduría y Administración*(216).

Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Predicting corporate financial distress: Reflections on choice-based sample bias. *Journal of economics and finance*, 26(2), 184-199.

Quintiliani, A. (2017). Financial distress cost of Italian small and medium enterprises: a predictive and interpretative model. *The Journal of Risk Finance*, 18(5), 564-580.

Schleper, M. C., Gold, S., Trautrim, A., & Baldock, D. (2021). Pandemic-induced knowledge gaps in operations and supply chain management: COVID-19's impacts on retailing. *International Journal of Operations & Production Management*, 41(3), 193-205.

Schopohl, L., Urquhart, A., & Zhang, H. (2021). Female CFOs, leverage and the moderating role of board diversity and CEO power. *Journal of Corporate Finance*, 71, 101858.

Sewpersadh, N. S. (2019). A theoretical and econometric evaluation of corporate governance and capital structure in JSE-listed companies. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(5), 1063-1081.

Susilowati, E., Joseph, C., Vendy, V., & Yuhertiana, I. (2022). Advancing SDG No 16 via corporate governance disclosure: evidence from Indonesian and Malaysian FinTech companies' websites. *Sustainability*, 14(21), 13869.

Ullah, I., Zeb, A., Khan, M. A., & Xiao, W. (2020). Board diversity and investment efficiency: Evidence from China. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(6), 1105-1134.

Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2020). Financial distress determinants among SMEs: empirical evidence from Sweden. *Journal of Economic Studies*, 47(3), 547-560.

Younas, N., UdDin, S., Awan, T., & Khan, M. Y. (2021). Corporate governance and financial distress: Asian emerging market perspective. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(4), 702-715.

Yousaf, U. B., Jebran, K., & Ullah, I. (2024). Corporate governance and financial distress: A review of the theoretical and empirical literature. *International Journal of Finance & Economics*, 29(2), 1627-1679.

Summary

The literature shows that there is no consensus on the relationship between corporate governance and financial distress. Therefore, this study examines the impact of corporate governance on the financial distress of publicly listed companies in Vietnam, focusing on the retail sector to clarify the role of corporate governance in the context of this industry. Using data from 20 retail companies during the 2013 – 2022 period and the feasible generalized least squares (FGLS) method, this study finds that the proportion of female board members and the dual role of the CEO significantly affect financial distress. However, other factors such as board size, proportion of independent board members, board activity, and audit quality do not significantly impact the financial pressure. Based on empirical evidence, the article offers recommendations for retail companies to enhance the role of corporate governance in financial management.