

# ẢNH HƯỞNG CỦA ĐẶC ĐIỂM TỔNG GIÁM ĐỐC ĐIỀU HÀNH ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

PHAN BÙI GIA THỦY, TRẦN ĐỨC TÀI

Trường Đại học Nguyễn Tất Thành – thuyphg@gmail.com

TRẦN THỊ TÚ ANH

Công ty Cổ phần Bất động sản Thiên Kim tuanhtg@gmail.com

(Ngày nhận: 27/10/2016; Ngày nhận lại: 10/11/2016; Ngày duyệt đăng: 20/03/2017)

## TÓM TẮT

Nghiên cứu được thực hiện với mục đích đo lường tác động của đặc điểm Tổng giám đốc điều hành (Chief Executive Officer - CEO) đến hiệu quả hoạt động công ty ở Việt Nam. Dựa trên mẫu dữ liệu gồm 120 công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn 2009-2015, tổng cộng 840 số quan sát, kết quả nghiên cứu cho thấy tác động của độ tuổi và tỷ lệ sở hữu vốn của CEO đến hiệu quả hoạt động công ty là phi tuyến. Ngoài ra, những công ty có CEO kiêm nhiệm chủ tịch Hội đồng quản trị (HDQT) sẽ có hiệu quả tốt hơn so với các công ty không duy trì cấu trúc này.

**Từ khóa:** Đặc điểm CEO; tuổi của CEO; sở hữu cổ phiếu của CEO; quyền kiêm nhiệm.

## The impact of chief executive officer's personality on firm performance

### ABSTRACT

This study aims to investigate the impact of Chief Executive Officer's (CEO) personality on firm performance in Vietnam. The study investigates sample data collected from 120 firms listed on Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) during the period from 2009 to 2015 with a total of 840 observations. The findings show that CEO's age and equity ownership could have a nonlinear impact on firm performance. Besides, firms with CEO duality are likely to perform better than firms that CEO does not hold a position of duality.

**Keywords:** CEO's personality; CEO's age; CEO's equity ownership; CEO duality.

### 1. Giới thiệu tổng quan

Sự thành công của bất kỳ một doanh nghiệp nào cũng mang dấu ấn quan trọng của người lãnh đạo doanh nghiệp, thông thường là Tổng giám đốc điều hành (Chief Executive Officer - CEO). Có thể nói, CEO là một chức danh cao nhất trong đội ngũ quản lý và điều hành của một công ty, chịu trách nhiệm đưa ra định hướng, tầm nhìn chiến lược, điều phối, và giám sát hoạt động của công ty. Tuy nhiên, một khi quyền lực của CEO quá lớn, vượt qua tầm kiểm soát của Hội đồng quản trị (HDQT) có thể dẫn đến những tác hại xấu không lường được. Đơn cử vụ bê bối tài chính của công ty Enron, theo sau đó là các công ty WorldCom, và kéo theo hàng loạt các vụ bê bối toàn cầu đều có nguyên nhân chính liên quan đến

quyền lực của CEO (Johnson và Yi, 2014). Theo Dunn (2004), một khi quyền lực đều tập trung vào một cá nhân kiêm nhiệm dễ dẫn đến gian lận trong báo cáo tài chính. Vì theo lý thuyết người đại diện, các nhà quản lý, cụ thể là CEO có khuynh hướng cá nhân, cơ hội, và tư lợi. Ngược lại, những học giả theo lý thuyết về quản trị lại cho rằng, CEO là những cá nhân có động cơ, nhu cầu thúc đẩy làm việc, thực thi quyền hạn và trách nhiệm của mình để ngày càng gia tăng sự công nhận từ đồng nghiệp. Theo đó, CEO là những nhà quản trị và công việc quản trị của CEO sẽ thuận lợi nhất khi cấu trúc quản trị công ty trao cho họ các quyền hành và khả năng tự quyết cao (Donalson và Davis, 1991). Theo cấu trúc này, một khi CEO cũng là chủ tịch HDQT, cá

nhân đó sẽ sẵn lòng làm việc nhiều hơn và gia tăng giá trị cho công ty (Yang và Zhao, 2014).

Tranh luận về ảnh hưởng của CEO đến hiệu quả hoạt động công ty không dừng lại ở quyền hành mà còn thể hiện ở một số đặc điểm như: độ tuổi của CEO (Cheng và ctg, 2010; Li và Srinivasan, 2011); tỷ lệ sở hữu cổ phiếu nắm giữ (Coles và ctg, 2012; Lilienfeld-Total và Ruenzi, 2014); trình độ học vấn (Joh và Jung, 2016), và giới tính (Singhathep và Pholphirul, 2015; Ho và ctg, 2015). Có thể nhận thấy, các nghiên cứu về mối quan hệ giữa đặc điểm của CEO và hiệu quả hoạt động công ty khá đa dạng, tuy nhiên vẫn còn nhiều kết quả khác nhau, và chưa đi đến kết luận chung nhất. Trong khi đó, những nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến CEO ở Việt Nam ít được thực hiện.

Chính vì vậy, nghiên cứu này hướng đến đo lường sự tác động của đặc điểm CEO đến hiệu quả hoạt động công ty trong bối cảnh Việt Nam. Đóng góp chính trong nghiên cứu này là chỉ ra được tồn tại mối quan hệ phi tuyến của độ tuổi và tỷ lệ sở hữu vốn của CEO với hiệu quả hoạt động công ty. Ngoài ra, các công ty có CEO kiêm nhiệm vị trí chủ tịch HĐQT sẽ có hiệu quả tốt hơn so với các công ty không thực hiện cấu trúc này.

Phần tiếp theo của nghiên cứu được cấu trúc như sau: Phần 2, phần lược khảo lý thuyết và các nghiên cứu liên quan về đặc điểm của CEO ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động công ty. Phần 3, phần trình bày phương pháp nghiên cứu. Tiếp đến là phần 4, phần trình bày kết quả nghiên cứu. Và sau cùng là phần 5, phần tóm tắt các điểm chính của nghiên cứu và kết luận.

## **2. Lược khảo lý thuyết và các nghiên cứu liên quan**

Trong phần này, nghiên cứu sẽ trình bày các lý thuyết và nghiên cứu liên quan đến đặc điểm của CEO bao gồm: độ tuổi, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu, quyền kiêm nhiệm, trình độ học vấn, và giới tính. Chi tiết được trình bày cụ thể dưới đây.

### **2.1. Tuổi của Tổng giám đốc**

Trên quan điểm tiếp nhận tri thức quản lý doanh nghiệp, tuổi của các nhà quản lý có thể được xem như kinh nghiệm, sự hiểu biết của bản thân (Farh và ctg, 1998). Ưu điểm của các nhà quản lý lớn tuổi đó là họ đã tích lũy được nhiều kinh nghiệm, sự hiểu biết và do đó có thể sử dụng kinh nghiệm của mình để thực thi công việc một cách hiệu quả hơn (Tsui và ctg, 2002). Với tuổi đời lớn, các nhà quản lý được xem là trưởng thành, có kinh nghiệm quản lý và cơ hội thăng tiến (Kang và ctg, 2007). Theo lý thuyết ràng buộc các nguồn lực, khi các nhà quản lý có nhiều kinh nghiệm thì vốn hiểu biết về xã hội cũng như sự trải nghiệm của họ sẽ gia tăng. Họ chia sẻ những giá trị hiểu biết về yếu tố xã hội và con người, lịch sử hình thành công ty và tương đồng nhiều hơn với giá trị công ty (Murray, 1989). Vì vậy, có thể cho rằng độ tuổi của nhà quản lý tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động công ty (Cheng và ctg, 2010).

Mặc dù các nhà điều hành lớn tuổi sẽ có nhiều kinh nghiệm quản lý, nhưng họ cũng có khuynh hướng bảo thủ và độc đoán dẫn đến ra quyết định tiềm ẩn nhiều rủi ro (Carlson và Karlsson, 1970). Trong khi đó, các nhà điều hành trẻ tuổi thường có khuynh hướng chấp nhận rủi ro và những chiến lược tăng trưởng đột phá tốt hơn (Guthrie và Olian, 1991). Họ có thể đưa ra nhiều ý tưởng mới, sáng tạo hơn so với các nhà điều hành lớn tuổi. Với độ tuổi trẻ, họ có nhiều năng lượng hoạt động và khả năng chịu đựng hơn để thực hiện những quyết định lịch sử. Hơn nữa, họ rất dễ được đào tạo cũng như tự đào tạo và được kỳ vọng có nhiều kỹ năng và nắm bắt vấn đề một cách nhanh nhạy (Bantel và Jackson, 1989). Fahlenvrach (2009), Li và Srinivasan (2011) đã chỉ ra, tuổi của CEO gia tăng sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động công ty.

Từ những thảo luận trên, có thể nhận thấy tồn tại hai quan điểm khác nhau về độ tuổi của CEO. Các nhà quản lý lớn tuổi có những thuận lợi trong việc tích lũy nhiều kinh

nghiệm xã hội cũng như vốn hiểu biết, từ đó thực thi vai trò tư vấn hiệu quả hơn. Trong khi các nhà quản lý trẻ tuổi có khuynh hướng sáng tạo và chấp nhận đổi mới, khả năng học hỏi và ghi nhớ cao hơn. Nhìn nhận ở một góc độ khác, khi tuổi đời của nhà quản lý dần gia tăng, đồng nghĩa với hiệu quả hoạt động công ty gia tăng. Tuy nhiên, một khi tuổi của nhà quản lý gia tăng đến mức độ nào đó, họ xem trọng cả an toàn về sự nghiệp lẫn an toàn về tài chính, và họ cố gắng tránh những quyết định mang tính rủi ro (Vroom và Pahl, 1971) dẫn đến hiệu quả hoạt động công ty tăng chậm lại và có thể giảm. Hay nói cách khác, hàm ý từ nghiên cứu của Mincer (1974), tồn tại một hiệu ứng biên giảm dần đối với khả năng đóng góp của người lao động khi độ tuổi gia tăng. Chính vì vậy nghiên cứu kỳ vọng độ tuổi của CEO có mối quan hệ phi tuyến với hiệu quả hoạt động công ty.

### **2.2. Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu**

Các công ty hoạt động theo hình thức cổ phần có sự tách biệt giữa kiểm soát và sở hữu. Sự tách bạch này dẫn đến vấn đề người đại diện giữa nhà quản lý và cổ đông. Vì vậy, để nhà quản lý hoạt động vì lợi ích cao nhất của cổ đông, Jensen và Meckling (1976) khuyến nghị nên gắn lợi ích giữa cổ đông với nhà quản lý thông qua tỷ lệ sở hữu cổ phiếu. Không những vậy, sở hữu cổ phiếu được xem như một dạng kích lệ, có chức năng thúc đẩy các nhà quản lý hoạt động hiệu quả hơn (Brickley và ctg, 1988). Ủng hộ quan điểm này, các nghiên cứu thực nghiệm của Adams và ctg (2009), Elsila và ctg (2013) đã cho thấy, tỷ lệ sở hữu vốn cấp quản lý có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả hoạt động công ty. Hay nói cách khác, một khi nhà điều hành, cụ thể là CEO được kích lệ thông qua tỷ lệ sở hữu cổ phiếu, họ sẽ có động lực làm gia tăng giá trị công ty (Lilienfeld-Total và Ruenzi, 2014).

Tuy nhiên, gia tăng sở hữu cổ phiếu không phải lúc nào cũng dẫn đến cổ đông và các nhà điều hành có cùng lợi ích bởi vì khả

năng xuất hiện xu hướng không cùng lợi ích một khi các nhà điều hành gia tăng sở hữu cổ phiếu. Khi đó họ có xu hướng chiếm đoạt tài sản công ty (Fama và Jensen, 1983), hay dễ dàng ra các quyết định có lợi cho bản thân trong ngắn hạn nhưng gây hại cho công ty trong dài hạn (Florackis, 2008). Hơn nữa, bằng cách gia tăng số lượng cổ phiếu nắm giữ, các nhà quản lý tránh được sự cạnh tranh với thị trường lao động cấp cao, ít khả năng bị bãi nhiệm hay sa thải. Minh chứng cho quan điểm này, Bhagat và Bolton (2013) đã cho thấy, CEO nắm giữ nhiều cổ phiếu sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động công ty.

Quan điểm về mối quan hệ tuyến tính giữa sở hữu cổ phiếu và hiệu quả hoạt động công ty gặp phải sự tranh luận mạnh mẽ từ Demsetz và Lehn (1985). Các tác giả cho rằng, không thể chỉ thay đổi tỷ lệ sở hữu vốn sẽ dẫn đến thay đổi khả năng sinh lợi của công ty, bởi vì tồn tại một cấu trúc tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cấp quản lý. Làm rõ thêm về cấu trúc sở hữu cổ phiếu, Morck và ctg (1988) đã chỉ ra, tỷ lệ sở hữu vốn cấp quản lý từ 0% đến 5%, giá trị công ty sẽ gia tăng, sau đó giá trị công ty sẽ giảm khi tỷ lệ sở hữu vốn tăng từ 5% đến 25%, và cuối cùng giá trị công ty sẽ tăng trở lại khi tỷ lệ sở hữu này vượt qua mức 25%. Không những vậy, ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của CEO đến giá trị công ty theo hình chữ U ngược do có sự đánh đổi giữa gắn kết lợi ích và ảnh hưởng của không cùng lợi ích (Coles và ctg, 2012). Do đó, sử dụng tỷ lệ sở hữu vốn của cấp quản lý nhằm gia tăng hiệu quả hoạt động công ty là “con dao hai lưỡi” (Hu và Zhou, 2008). Từ các quan điểm và minh chứng như vừa đề cập, nghiên cứu kỳ vọng tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ sở hữu vốn của CEO và hiệu quả hoạt động công ty.

### **2.3. Quyền kiêm nhiệm**

Ở các công ty cổ phần, CEO có thể kiêm nhiệm chức danh chủ tịch HĐQT (quyền kiêm nhiệm), hoặc có thể đơn thuần là thành viên HĐQT, hoặc không nắm giữ chức vụ nào. Theo Fama và Jensen (1983), sự chuyên

quyền về quản lý và kiểm soát các quyết định của một cá nhân sẽ gây cản trở hiệu quả hoạt động và làm giảm vai trò của HĐQT trong việc giám sát. Do đó, Rechner và Dalton (1991) cho rằng, các doanh nghiệp sẽ hoạt động hiệu quả hơn khi CEO và chủ tịch HĐQT nên là hai cá nhân khác nhau. Ngoài ra, theo Dunn (2004), khi quyền lực đều được tập trung vào một cá nhân kiêm nhiệm dễ dẫn đến gian lận trong báo cáo tài chính. Hơn nữa, những công ty có CEO kiêm nhiệm chức danh chủ tịch HĐQT sẽ có tỷ lệ phá sản cao (Daily và Dalton, 1994; Finegold và ctg, 2007) và làm giảm hiệu quả hoạt động công ty (Coles và ctg, 2001).

Mặc dù theo quan điểm người đại diện, công ty nên tách biệt quyền kiêm nhiệm, nhưng các nhà nghiên cứu vẫn chưa đi đến kết luận chung. Cụ thể, chưa thể kết luận ở những công ty hiện hữu CEO không kiêm nhiệm chức vụ chủ tịch HĐQT sẽ có hiệu quả tốt hơn. Bởi vì Donaldson và Davis (1991) cho rằng, CEO là những nhà quản trị và công việc quản trị sẽ thuận lợi nhất khi cấu trúc quản trị công ty trao cho CEO các quyền hành và khả năng tự quyết cao. Một khi CEO cũng là chủ tịch HĐQT, cá nhân đó sẽ sẵn lòng làm việc nhiều hơn cho công ty. Công việc quản trị sẽ tối đa hóa những hữu dụng của các nhà quản lý khi họ đạt được mục tiêu cho tổ chức hơn là mục đích tư lợi cá nhân (Davis và Schoorman, 1997). Các tác giả cũng cho rằng, quyền kiêm nhiệm tạo ra một phong thái lãnh đạo rõ ràng và dứt khoát trong việc định hình chiến lược và thực thi chiến lược công ty. Do đó, quyền kiêm nhiệm hay CEO kiêm nhiệm chức danh chủ tịch HĐQT sẽ tạo ra giá trị và hiệu quả hoạt động cho công ty (Guillet và ctg, 2013, Peni, 2014, Yang và Zhao, 2014).

Mối quan hệ giữa quyền kiêm nhiệm và hiệu quả hoạt động công ty vẫn chưa đến hồi kết. Tuy nhiên, một nghiên cứu gần đây ở Việt Nam, Phạm và ctg (2015) cho thấy, những công ty tồn tại quyền kiêm nhiệm sẽ có hiệu quả hoạt động cao hơn so với công ty

không có cấu trúc này. Lý giải kết quả này có thể dựa trên nghiên cứu của Truong và ctg (1998). Các tác giả cho rằng, có sự khác biệt về phong cách lãnh đạo ở Việt Nam so với quốc tế được gọi là văn hóa “khoảng cách quyền lực cao” ở Việt Nam. Trên cơ sở lý thuyết về quản trị, nghiên cứu của Truong và ctg (1998), và các nghiên cứu trong nước, giả thuyết nghiên cứu đặt ra như sau: CEO kiêm nhiệm chức danh chủ tịch HĐQT sẽ gia tăng khả năng sinh lợi hơn so với CEO chỉ đơn thuần là thành viên HĐQT hoặc không nắm giữ chức vụ nào trong HĐQT.

#### **2.4. Trình độ học vấn**

Một trong những vai trò quan trọng của HĐQT đó là thuê và/hoặc bổ nhiệm CEO có năng lực. Xác định và đo lường năng lực của CEO không dễ dàng, tuy nhiên về mặt tương đối có thể tham chiếu trình độ học vấn như một đặc điểm đại diện cho năng lực của CEO.

Trình độ học vấn có thể ảnh hưởng đến năng lực của CEO theo ba cách khác nhau. Thứ nhất, trình độ học vấn gia tăng sự hiểu biết và tri thức cho CEO, giúp CEO am hiểu sâu lĩnh vực chuyên môn và nhận thức tốt các vấn đề phức tạp. Thứ hai, trình độ học vấn giúp CEO khai phóng trí tuệ, mở rộng kiến thức và khả năng lập luận. Sau cùng, các mối quan hệ xã hội được xây dựng trong môi trường Đại học và Sau Đại học có thể rất hữu ích cho sự nghiệp của CEO trong tương lai. Chính vì vậy, Hambrick và Mason (1984), các tác giả theo lý thuyết quản lý cấp cao (Upper Echelon Theory) cho rằng, trình độ học vấn của nhà quản lý cấp cao có thể ảnh hưởng đến các quyết định lựa chọn chiến lược của công ty và do đó ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Minh chứng cho nhận định này, Jalbert và ctg (2002) đã cho thấy CEO tốt nghiệp Sau Đại học có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả hoạt động. Tương tự, Bertrand và Schoar (2003) đã chỉ ra, ở những công ty mà CEO có bằng Cao học quản lý sẽ có khả năng sinh lợi cao hơn. Một cách tổng quát, chất lượng hay trình độ học vấn của các

nhà quản lý là một đặc điểm quan trọng góp phần gia tăng hiệu quả hoạt động công ty (Cheng và ctg, 2010; Huang, 2013; Joh và Jung, 2016).

Tuy vậy, tồn tại những nghiên cứu không tìm được mối quan hệ nào giữa trình độ học vấn của CEO và hiệu quả hoạt động công ty (Palia, 2001; Bhagat và ctg, 2010). Theo đó, Bhagat và ctg (2010) cho rằng, trình độ học vấn là một trong những phẩm chất quan trọng đáp ứng những đòi hỏi ở cương vị CEO, nhưng chưa phải là một đại lượng tốt đại diện cho năng lực của CEO.

Có thể nhận thấy trình độ học vấn của CEO ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động công ty còn nhiều tranh luận. Tuy nhiên, theo Hambrick và Mason (1984), kết quả đầu ra của doanh nghiệp có thể chịu ảnh hưởng từ năng lực của các nhà quản lý cấp cao. Nhiều nghiên cứu đã tìm thấy tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa năng lực của nhà quản lý với hiệu quả hoạt động công ty (Dunphy và ctg, 1997; Ljungquist, 2007) mà năng lực có thể được đại diện bởi trình độ học vấn (Cheng và ctg, 2010; Joh và Jung, 2016). Do đó, nghiên cứu kỳ vọng trình độ học vấn của CEO tác động cùng chiều với hiệu quả hoạt động công ty.

### **2.5. Tổng giám đốc là nữ giới**

Sự hiện diện của nhà quản lý nữ chiếm tỷ lệ thấp tuy nhiên số lượng các công ty được điều hành từ các nhà quản lý nữ dần gia tăng (Ho và ctg, 2015). Không những vậy, vai trò của nhà quản lý nữ ngày càng được nghiên cứu nhiều trên khắp các quốc gia. Đây được xem là một tín hiệu quan trọng về nữ quyền trong việc điều hành doanh nghiệp. Nhiều nghiên cứu cho rằng, doanh nghiệp được điều hành bởi nữ giới sẽ có nhiều lợi ích tốt hơn so với nam giới. Bởi vì, theo Smith và ctg (2006), nhà điều hành nữ giới có nhiều kinh nghiệm khác nhau từ cuộc sống công việc lẫn ngoài công việc. Họ hiểu biết nhiều phân khúc thị trường của doanh nghiệp hơn nam giới, do đó làm gia tăng chất lượng và sự đột phá trong quá trình ra quyết định (Singh và

Vinnicombe, 2004). Ngoài ra, nhà điều hành nữ cấp cao có thể ảnh hưởng tích cực đến sự phát triển nghề nghiệp của các đồng nghiệp nữ trẻ dưới quyền (Burke và McKeen, 1996). Do đó hiệu suất hoạt động của công ty sẽ gia tăng một cách trực tiếp cũng như gián tiếp. Minh chứng cho những quan điểm trên, Khan và Vieito (2013) điều tra các doanh nghiệp Mỹ giai đoạn 1992-2004 và tìm thấy, CEO nữ làm gia tăng khả năng sinh lợi của công ty và làm giảm mức độ rủi ro của doanh nghiệp hơn so với CEO nam.

Tuy nhiên, tồn tại những quan điểm cho rằng, công ty được điều hành bởi nữ giới sẽ có hiệu quả kém hơn (Inmyxai và Takahashi, 2010; Amran, 2011; Hsu và ctg, 2013). Fairlie và Robb (2009) cho rằng, doanh nghiệp được điều hành bởi nữ giới sẽ ít thành công hơn về hiệu quả tài chính khi so với doanh nghiệp được điều hành bởi nam giới. Bởi vì nhà sáng lập hay nhà điều hành nữ giới thường ít nguồn vốn nhân lực, tài chính và kinh nghiệm của nữ giới thường bị giới hạn từ hình thức kinh doanh theo hộ gia đình. Một nghiên cứu gần đây của Singhathep và Pholphirul (2015), các tác giả đã tìm thấy CEO nữ tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp bao gồm doanh thu và lợi nhuận hàng năm.

Mặc dù tồn tại hai quan điểm trái ngược, song lý thuyết ràng buộc các nguồn lực và lý thuyết các bên liên quan đều đánh giá cao CEO nữ. Theo đó, CEO nữ mang lại nhiều lợi ích kinh tế cho công ty, xây dựng môi trường làm việc thân thiện hơn và chi trả lương thưởng công bằng hơn (Tate và Yang, 2015). Quan trọng hơn, CEO nữ có hành xử mang tính đạo đức, không tự tin thái quá, và thận trọng trong báo cáo tài chính hơn so với CEO nam (Ho và ctg, 2015). Do đó, nghiên cứu kỳ vọng, công ty có CEO là nữ giới sẽ có hiệu quả tốt hơn.

### **3. Phương pháp nghiên cứu**

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp định lượng để đo lường đặc điểm của CEO ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động công ty. Trên cơ

sở khảo sát các lý thuyết liên quan, nghiên cứu thu thập dữ liệu và thực thi mô hình hồi quy dữ liệu bảng theo phương pháp thích hợp.

### 3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu liên quan đến biến phụ thuộc và biến độc lập được thu thập từ công từ các báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán và báo cáo thường niên của 120 công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn 2009-2015, với tổng cộng 840 số quan sát. Mẫu nghiên cứu không bao gồm các tổ chức tài chính như: ngân hàng, công ty chứng khoán, bảo hiểm và quỹ đầu tư.

### 3.2. Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu được xây dựng dựa trên lược khảo lý thuyết và các nghiên cứu có liên quan. Đồng thời, nghiên cứu cũng xem xét cấu trúc độ tuổi, tỷ lệ sở hữu vốn của CEO, và so sánh sự khác biệt về hiệu quả hoạt động khi CEO chỉ là thành viên HĐQT,

không giữ chức vụ nào trong HĐQT, và kiêm nhiệm chủ tịch HĐQT. Mô hình nghiên cứu được thiết lập như sau:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \sum \beta_j (CEO Var_j)_{it} + \sum \lambda_k (Control Var_k)_{it} + \xi_{it} \quad (1)$$

Trong đó, *ROA*: hiệu quả hoạt động công ty. *CEO Var*: các biến giải thích đại diện cho đặc điểm của CEO bao gồm: độ tuổi (*CEO Age*), tỷ lệ sở hữu (*CEO Own*), quyền kiêm nhiệm (*CEO NonMember*, *CEO Member*, và *CEO Dual*), trình độ học vấn (*CEO Edu*), và nữ giới (*CEO Female*). *Control Var*: các biến kiểm soát biểu thị đặc điểm công ty bao gồm: tỷ lệ nợ (*Debt*), tổng tài sản (*Firm Size*), và số năm thành lập công ty (*Firm Year*). Kết quả ước lượng hệ số  $\beta_j$  là cơ sở để giải thích ảnh hưởng của đặc điểm CEO đến hiệu quả hoạt động công ty. Khái niệm và đo lường các biến trong phương trình (1) được thể hiện qua Bảng 1 dưới đây.

**Bảng 1**

Bảng tóm tắt các biến nghiên cứu

Biến	Khái niệm	Cách đo lường
<b>Biến phụ thuộc</b>		
<i>ROA</i>	Hiệu quả hoạt động công ty	(Lợi nhuận trước thuế và lãi vay) / Tổng tài sản
<b>Biến độc lập</b>		
<i>CEO Age</i>	Tuổi của CEO	Số tuổi của CEO
<i>CEO Own</i>	Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của CEO	Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cá nhân của CEO
<i>CEO NonMember</i>	CEO không là thành viên HĐQT	<i>CEO NonMember</i> = 1 nếu CEO không là thành viên HĐQT, ngược lại có giá trị 0
<i>CEO Member</i>	CEO là thành viên HĐQT nhưng không là chủ tịch HĐQT	<i>CEO Member</i> = 1 nếu CEO là thành viên HĐQT nhưng không là chủ tịch HĐQT, ngược lại có giá trị 0
<i>CEO Dual</i>	CEO là chủ tịch HĐQT	<i>CEO Dual</i> = 1 nếu CEO là chủ tịch HĐQT, ngược lại có giá trị 0
<i>CEO Edu</i>	Quy mô HĐQT	<i>CEO Edu</i> = 1 nếu CEO tốt nghiệp Sau Đại học, ngược lại có giá trị 0
<i>CEO Female</i>	CEO nữ	<i>CEO Female</i> = 1 nếu CEO là nữ, ngược lại có giá trị 0
<b>Biến kiểm soát</b>		
<i>Debt</i>	Tỷ lệ nợ	(Tổng nợ) / (Tổng tài sản)
<i>Firm Size</i>	Quy mô công ty	Ln (Tổng tài sản)
<i>Firm Year</i>	Số năm thành lập công ty	Ln (Số năm thành lập)

**4. Kết quả nghiên cứu****4.1. Thống kê mô tả**

Các số liệu thống kê về đặc điểm của

CEO và đặc điểm công ty được mô tả trong Bảng 2, bao gồm: giá trị trung bình, giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất, và độ lệch chuẩn.

**Bảng 2**

Bảng thống kê mô tả

<b>Biến quan sát</b>	<b>Trung bình</b>	<b>Giá trị lớn nhất</b>	<b>Giá trị nhỏ nhất</b>	<b>Độ lệch chuẩn</b>
<i>ROA</i>	12.81%	60.89%	-51.01%	10.35%
<i>CEO Age</i>	51	73	25	7
<i>CEO Own</i>	4.18%	52.25%	0.00%	8.90%
<i>CEO NonMember</i>	4.17%	1	0	19.99%
<i>CEO Member</i>	58.10%	1	0	49.37%
<i>CEO Dual</i>	37.74%	1	0	48.50%
<i>CEO Edu</i>	30.36%	1	0	46.01%
<i>CEO Female</i>	10.12%	1	0	30.18%
<i>Debt</i>	46.64%	87.41%	0.26%	20.39%
<i>Firm Size</i>	2,991,842	145,000,000	135,699	8,784,369
<i>Firm Year</i>	24	60	3	13

Nguồn: Kết quả phân tích từ mẫu nghiên cứu.

Bảng 2 cho thấy, độ tuổi trung bình của CEO là 51. Ngoài ra, CEO có tuổi lớn nhất là 73 và tuổi nhỏ nhất là 25. Tỷ lệ CEO có bằng Đại học chiếm 30.36%. Đa phần, CEO đơn

thuần là thành viên HĐQT (58.10%), kể đó CEO kiêm nhiệm chủ tịch HĐQT (37.74%). *Firm Size* có đơn vị là triệu đồng. Bảng sau sẽ chi tiết hơn một số đặc điểm của CEO qua các năm.

**Bảng 3**

Bảng tỷ lệ các đặc điểm của CEO trong mẫu nghiên cứu

<b>Năm</b>	<b>CEO NonMember</b>	<b>CEO Member</b>	<b>CEO Dual</b>	<b>CEO Edu</b>	<b>CEO Female</b>
<b>2009</b>	3.33%	55.83%	40.83%	20.83%	11.67%
<b>2010</b>	3.33%	55.00%	41.67%	24.17%	10.00%
<b>2011</b>	3.33%	56.67%	40.00%	29.17%	9.17%
<b>2012</b>	4.17%	56.67%	39.17%	32.50%	9.17%
<b>2013</b>	2.50%	60.83%	36.67%	34.17%	10.00%
<b>2014</b>	5.83%	58.33%	35.83%	35.83%	10.83%
<b>2015</b>	6.67%	63.33%	30.00%	35.83%	10.00%
<b>2009-2015</b>	<b>4.17%</b>	<b>58.10%</b>	<b>37.74%</b>	<b>30.36%</b>	<b>10.12%</b>

Nguồn: Kết quả phân tích từ mẫu nghiên cứu.

Bảng 3 cho thấy, CEO là thành viên HĐQT và không kiêm nhiệm chủ tịch HĐQT chiếm tỷ lệ cao trong khi tỷ lệ CEO không là thành viên HĐQT chiếm tỷ lệ rất thấp. Ngoài ra, tỷ lệ CEO kiêm nhiệm chủ tịch HĐQT có xu hướng giảm dần qua các năm. Trình độ học vấn của CEO có xu hướng gia tăng, trong khi tỷ lệ CEO nữ không thể hiện xu hướng rõ ràng.

#### Bảng 4

Bảng ma trận tương quan

Biến nghiên cứu	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	VIF
(1) <i>ROA</i>	1									
(2) <i>CEO Age</i>	0.175	1								1.17
(3) <i>CEO Own</i>	-0.085	-0.031	1							1.26
(4) <i>CEO Dual</i>	0.068	0.160	0.378	1						1.26
(5) <i>CEO Edu</i>	-0.046	-0.181	-0.163	0.004	1					1.12
(6) <i>CEO Female</i>	0.240	0.011	0.172	0.211	-0.024	1				1.11
(7) <i>Debt</i>	-0.466	-0.090	0.115	0.040	0.004	-0.058	1			1.18
(8) <i>Firm Size</i>	-0.122	-0.029	0.034	-0.015	0.124	0.128	0.320	1		1.17
(9) <i>Firm Year</i>	0.075	0.225	-0.071	0.033	0.086	0.093	0.093	0.024	1	1.11

Nguồn: Kết quả phân tích từ mẫu nghiên cứu.

#### 4.3. Kết quả hồi quy

Bảng 5 dưới đây trình bày kết quả hồi quy từ phương trình (1) theo phương pháp ảnh hưởng cố định (Fixed Effect Model - FEM). Nghiên cứu sử dụng điều chỉnh sai số chuẩn (correct standard errors) để kiểm soát hiện tượng phương sai không đồng nhất. Kết quả hồi quy là cơ sở để giải thích sự tác động của đặc điểm CEO đến hiệu quả hoạt động công ty.

Trong Bảng 5, Cột [1] và Cột [2] thể hiện kết quả hồi quy về mối quan hệ tuyến tính thông thường giữa đặc điểm CEO và hiệu quả hoạt động công ty (*ROA*). Tuy nhiên, kết quả ở Cột [2] làm rõ hơn về đặc điểm quyền kiêm nhiệm của CEO, đó là CEO không là thành viên HĐQT (*CEO NonMember*), và CEO chỉ đơn thuần là thành viên HĐQT (*CEO Member*). Các cột còn lại trình bày kết quả hồi

#### 4.2. Ma trận tương quan

Ma trận tương quan giữa các biến nghiên cứu và chỉ số VIF (Variance Inflation Factor) được thể hiện trong Bảng 4 dưới đây. Các hệ số tương quan đều nhỏ hơn 0.8 (lớn nhất là 0.38) và VIF lớn nhất là 1.26. Do đó có thể cho rằng hiện tượng đa cộng tuyến không nghiêm trọng.

quy về mối quan hệ phi tuyến. Cụ thể Cột [3] thể hiện mối quan hệ phi tuyến giữa *CEO Age* (độ tuổi của CEO) và *ROA*. Cột [4] thể hiện mối quan hệ phi tuyến giữa *CEO Own* (tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của CEO) và *ROA*. Sau cùng, Cột [5] tổng hợp kết quả sự tác động của đặc điểm CEO đến *ROA*.

Kết quả ở Cột [1] và Cột [2] trong Bảng 5 cho thấy, *CEO Age* và *CEO Own* ảnh hưởng ngược chiều và có ý nghĩa thống kê đến *ROA*. Tuy nhiên, tồn tại hiệu ứng biên giảm dần của *ROA* với mức ý nghĩa 5% khi *CEO Age* gia tăng (kết quả ở Cột [3] và [5]), và hiệu ứng biên tăng dần của *ROA* với mức ý nghĩa 1% khi *CEO Own* gia tăng (kết quả ở Cột [4] và [5]).

Hệ số của *CEO Dual* mang dấu dương với mức ý nghĩa 5% được thể hiện ở Cột [1]. Kết quả ở các cột còn lại (từ Cột [2] đến Cột



[5]) cho thấy, hệ số của *CEO NonMember* và *CEO Member* đều mang dấu âm với mức ý nghĩa 1%. Kết quả này cho thấy, ở các công ty có CEO không là thành viên HĐQT hoặc

CEO là thành viên HĐQT nhưng không kiêm nhiệm chủ tịch HĐQT sẽ có hiệu quả thấp hơn so với công ty có CEO kiêm nhiệm chủ tịch HĐQT.

## Bảng 5

Bảng kết quả hồi quy

Biến quan sát	Hiệu quả hoạt động: ROA				
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
Hằng số	0.7025 ***	0.7364 ***	0.4291 ***	0.7225 ***	0.4184 ***
<i>CEO Age</i>	-0.0011 *	-0.0012 **	0.0113 **	-0.0013 **	0.0112 **
$(CEO\ Age)^2$			-0.0001 **		-0.0001 **
<i>CEO Own</i>	-0.1706 **	-0.1788 **	-0.1805 ***	-0.4870 ***	-0.4842 ***
$(CEO\ Own)^2$				0.8069 ***	0.7951 ***
<i>CEO NonMember</i>		-0.0573 ***	-0.0592 ***	-0.0628 ***	-0.0645 ***
<i>CEO Member</i>		-0.0293 ***	-0.0302 ***	-0.0321 ***	-0.0329 ***
<i>CEO Dual</i>	0.0303 **				
<i>CEO Edu</i>	0.0070	0.0069	0.0039	0.0063	0.0033
<i>CEO Female</i>	-0.0106	-0.0146	-0.0095	-0.0172	-0.0121
<i>Debt</i>	-0.2438 ***	-0.2424 ***	-0.2384 ***	-0.2442 ***	-0.2402 ***
<i>Firm Size</i>	-0.0110	-0.0107	-0.0107	-0.0092	-0.0092
<i>Firm Year</i>	-0.0868 ***	-0.0865 ***	-0.0857 ***	-0.0854 ***	-0.0845 ***
Số quan sát	840	840	840	840	840
R <sup>2</sup> adj.	0.6332	0.6342	0.6366	0.6356	0.6380
Durbin-Watson	1.426	1.428	1.445	1.428	1.446
Hausman Chi-Sq. (8)	77.448 ***				

Nguồn: Kết quả phân tích từ mẫu nghiên cứu.

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

Ngoài ra, hệ số của *CEO Edu* và *CEO Female* đều không có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10%. Do đó, ảnh hưởng của trình độ học vấn của CEO và CEO nữ đến hiệu quả hoạt động công ty chưa thể kết luận.

### 5. Kết luận

Nghiên cứu được thực hiện với mục đích đo lường tác động của đặc điểm CEO, bao gồm: độ tuổi, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu, quyền

kiêm nhiệm, trình độ học vấn, và CEO nữ đến hiệu quả hoạt động công ty. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra tồn tại mối quan hệ tuyến tính, phi tuyến, cũng như không có mối quan hệ.

Về độ tuổi của CEO, kết quả nghiên cứu cho thấy, khi độ tuổi CEO gia tăng đến khoảng 44 hay 45 tuổi, hiệu quả hoạt động công ty gia tăng. Đây được xem là CEO có tuổi đời trẻ, có nhiều sáng tạo và mạnh dạng

đổi mới, khả năng học hỏi và ghi nhớ cao hơn do đó làm gia tăng hiệu quả hoạt động công ty. Nhưng khi CEO vượt qua ngưỡng tuổi này, đồng nghĩa tuổi đời CEO càng cao, sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động công ty. Bởi vì CEO cao tuổi thường xem trọng cả an toàn về sự nghiệp lẫn an toàn về tài chính. Họ có khuynh hướng bảo thủ, e ngại rủi ro, ít nhanh nhạy và sáng tạo trong khi sự cạnh tranh của thị trường ngày càng gay gắt.

Ngoài ra, không hoàn toàn giống với nhiều nghiên cứu khi cho rằng gắn lợi ích của công ty thông qua hình thức sở hữu vốn cho CEO sẽ làm gia tăng hiệu quả hoạt động. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra, khả năng sinh lợi của công ty giảm khi gia tăng tỷ lệ sở hữu vốn của CEO đến 30.18%. Vượt qua mức tỷ lệ này, hiệu quả hoạt động của công ty sẽ gia tăng trở lại. Có thể giải thích hiện tượng này khi dựa trên nghiên cứu của Gedajlovic và Shapiro (1998). Tại thời điểm mức tỷ lệ sở hữu vốn thấp, quyền hạn không đủ lớn so với trách nhiệm mà CEO phải đảm trách, do đó khả năng sinh lợi của công ty không hiệu quả. Vì vậy, cơ chế khích lệ thông qua sở hữu cổ phiếu của CEO cần hướng đến một cơ chế khác, như thù lao, lương thưởng dựa trên kết

quả hoạt động kinh doanh.

Ngược lại với lý thuyết người đại diện, kết quả nghiên cứu cho thấy, những công ty có CEO kiêm nhiệm chức danh chủ tịch HĐQT sẽ có hiệu quả hoạt động cao hơn so với những công ty có CEO chỉ đơn thuần là thành viên HĐQT hoặc không nắm giữ chức vụ nào trong HĐQT. Hay nói cách khác, tập trung quyền lực cho CEO trong HĐQT theo hình thức kiêm nhiệm sẽ trao cho CEO khả năng tự quyết cao, hình thành phong thái lãnh đạo rõ ràng và dứt khoát, và do đó tạo ra giá trị và hiệu quả hoạt động công ty tốt hơn.

Tuy nhiên, trong nghiên cứu này, kết quả về sự tác động của CEO nữ và trình độ học vấn của CEO đến hiệu quả hoạt động công ty vẫn chưa thể kết luận.

Hướng nghiên cứu tiếp theo có thể đo lường ảnh hưởng của CEO nữ đối với tính ổn định trong khả năng sinh lợi của công ty, hay làm rõ trình độ học vấn của CEO theo khối ngành cụ thể (như: kỹ thuật, kinh tế - tài chính, quản trị, luật học) có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Ngoài ra, có thể xem xét thêm hiệu quả hoạt động dựa trên nhiều chỉ số khác nhau, hoặc dựa trên giá trị thị trường của doanh nghiệp■

---

Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ phát triển khoa học và công nghệ NTTU trong đề tài mã số 2016.01.38

### Tài liệu tham khảo

- Adams, R., Almeida, H., and Ferreira, D. (2009). Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance. *Journal of Empirical Finance*, 16(1), 136-150.
- Amran, N. A. (2011). The Effect Of Owner'S Gender And Age To Firm Performance: A Review On Malaysian Public Listed Family Businesses. *Journal of Global Business and Economics*, 2(1), 104-116.
- Bantel, K. A. and Jackson, S. E. (1989). Top management innovations in banking: Does the composition of the top team make a difference? *Strategic Management Journal*, 10(S1), 107-124.
- Bertrand, M. and Schoar, A. (2003). Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208.
- Bhagat, S. and Bolton, B. (2013). Director Ownership, Governance, and Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 105-135.
- Bhagat, S., Bolton, B., and Subramanian, A. (2010). CEO Education, CEO Turnover, and Firm Performance. Working Paper.

- Brickley, J. A., Lease, R. C., and Smith, Jr. C. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.
- Burke, R. J. and McKeen, C. A. (1996). Do Women at the Top Make a Difference? Gender Proportions and the Experiences of Managerial and Professional Women. *Human Relations*, 49(8), 1093-1104.
- Carlson, R. and Karlsson, K. (1970). Age, cohorts, and the generation of generations. *American Sociological Review*, 35(4), 710-718.
- Cheng, L. T. W., Chan, R. Y. K., and Leung, T. Y. (2010). Management demography and corporate performance: Evidence from China. *International Business Review*, 19(3), 261-275.
- Coles, J. L., Lemmon, M. L., and Meschke, J. F. (2012). Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 149-168.
- Coles, J. W., McWilliams, V. B., and Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27(1), 23-50.
- Daily, C. M. and Dalton, D. R. (1994). Corporate Governance and the Bankrupt Firm: An Empirical Assessment. *Strategic Management Journal*, 15(8), 643-654.
- Davis, J. and Schoorman, F. D. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- Demsetz, H. and Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *The Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Donaldson, L. and Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-65.
- Dunn, P. (2004). The Impact of Insider Power on Fraudulent Financial Reporting. *Journal of Management*, 30(3), 397-412.
- Dunphy, D., Turner, D., and Crawford, M. (1997). Organizational learning as the creation of corporate competencies. *Journal of Management Development*, 16(4), 232-244.
- Elsila, A., Kallunki, J. P., Nilsson, H., and Sahstrom, P. (2013). CEO Personal Wealth, Equity Incentives and Firm Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 21(1), 26-41.
- Fahlenvrach, R. (2009). Founder-CEOs, Investment Decisions, and Stock Market Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 439-466.
- Fairlie, R. W. and Robb, A. M. (2009). Gender differences in business performance: evidence from the Characteristics of Business Owners survey. *Small Business Economics*, 33(4), 375-395.
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 15(2), 301-325.
- Farh, J. L., Tsui, A. S., Xin, K., and Cheng, B. S. (1998). The Influence of Relational Demography and Guanxi: The Chinese Case. *Organization Science*, 9(4), 471-488.
- Finegold, D., Benson, G. S., and Hecht, D. (2007). Corporate Boards and Company Performance: review of research in light of recent reforms. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 865-878.
- Florackis, C. (2008). Agency costs and corporate governance mechanisms: evidence for UK firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4(1), 37-59.
- Gedajlovic, E. R. and Shapiro, D. M. (1998). Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries. *Strategic Management Journal*, 19(6), 533-553.
- Guillet, B. D., Seo, K., Kucukusta, D., and Lee, S. (2013). CEO duality and firm performance in the U.S. restaurant industry: Moderating role of restaurant type. *International Journal of Hospitality Management*, 33, 339-346.

- Guthrie, J. P. and Olian, J. D. (1991). Does context affect staffing decision? The case of general managers. *Personnel Psychology*, 44(2), 263-292.
- Hambrick, D. C. and Mason, P. A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Ho, S. S. M., Li, A. Y., Tam, K., and Zhang, F. (2015). CEO Gender, Ethical leadership, and Accounting Conservatism. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 351-370.
- Hsu, C. S., Kuo, L., and Chang, B. G. (2013). Gender Difference in Profit Performance—Evidence from the Owners of Small Public Accounting Practices in Taiwan. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(1), 140-159.
- Hu, Y. and Zhou, X. (2008). The performance effect of managerial ownership: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2099-2110.
- Huang, S. K. (2013). The Impact of CEO Characteristics on Corporate Sustainable Development. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(4), 234-244.
- Inmyxai, S. and Takahashi, Y. (2010). Performance Contrast and Its Determinants between Male and Female Headed Firms in Lao MSMEs. *International Journal of Business and Management*, 5(4), 37-52.
- Jalbert, T. (2002). Does School Matter? An Empirical Analysis Of CEO Education, Compensation, And Firm Performance. *International Business & Economics Research Journal*, 1(1), 83-98.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Joh, S. W. and Jung, J. Y. (2016). Top Managers' Academic Credentials and Firm Value. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 45(2), 185-221.
- Johnson, W. C. and Yi, S. (2014). Powerful CEOs and Corporate Governance: Evidence from an Analysis of CEO and Director Turnover After Fraud, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 43, 838-872.
- Kang, H., Cheng, M. and Gray, S. J. (2007). Corporate Governance and Board Composition: diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 194-207.
- Khan, W. A. and Vieito, J. P. (2013). Ceo gender and firm performance. *Journal of Economics and Business*, 67, 55-66.
- Li, F. and Srinivasan, S. (2011). Corporate governance when founders are directors. *Journal of Financial Economics*, 102(2), 454-469.
- Lilienfeld-Toal, U. V. and Ruenzi, S. (2014). CEO Ownership, Stock Market Performance, and Managerial Discretion. *The Journal of Finance*, 69(3), 1013-1050.
- Ljungquist, U. (2007). Core Competency Beyond Identification: Presentation of a Model. *Management Decision*, 45(3), 393-402.
- Mincer, J. (1974). *Schooling, Experience, and Earnings*. National Bureau of Economic Research, New York, USA.
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. (1988). Management Ownership and Market Valuation. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 293-315.
- Murray, A. I. (1989). Top management group heterogeneity and firm performance. *Strategic Management Journal*, 10(1), 125-141.
- Palia, D. (2001). The Endogeneity of Managerial Compensation in Firm Valuation: A Solution. *The Review of Financial Studies*, 14(3), 735-764.
- Peni, E. (2014). CEO and Chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 18(1), 185-205.
- Pham, N., Oh, K. B., and Pech, R. (2015). Mergers and acquisitions: CEO duality, operating performance and stock returns in Vietnam. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35 Part A, 298-316.

- Rechner, P. L. and Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155-160.
- Singh, V. and Vinnicombe, S. (2004). Why So Few Women Directors in Top UK Boardrooms? Evidence and Theoretical Explanations. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 479-488.
- Singhathep, T. and Pholphirul, P. (2015). Female CEOs, Firm Performance, and Firm Development: Evidence from Thai Manufacturers. *Gender, Technology and Development*, 19(3), 320-345.
- Smith, N., Smith, V., and Verner, M. (2006). Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2500 Danish Firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), 569-593.
- Tate, G. and Yang, L. (2015). Female leadership and gender equity: Evidence from plant closure. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 77-97.
- Truong, Q., Swierczek, F. W., and Dang, C. (1998). Effective leadership in joint ventures in Vietnam: a cross-cultural perspective. *Journal of Organizational Change Management*, 11(4), 357-372.
- Tsui, A. S., Porter, L. W., and Egan, T. D. (2002). When Both Similarities and Dissimilarities Matter: Extending the Concept of Relational Demography. *Human Relations*, 55(8), 899-929.
- Vroom, V. and Pahl, B. (1971). Relationships between age and risk-taking among managers. *Journal of Applied Psychology*, 55(5), 399-405.
- Yang, T. and Zhao, S. (2014). CEO Duality and Firm Performance: Evidence from an Exogenous Shock to the Competitive Environment. *Journal of Banking & Finance*, 49, 534-552.