



THE IMPACT OF CHIEF EXECUTIVE OFFICER'S PERSONALITY ON LISTED FIRM'S VIETNAM PERFORMANCE THROUGH FIRM'S LIFE-CYCLE

Pham Duc Huy^{1*}

¹University of Finance – Marketing

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>DOI: 10.52932/jfm.vi64.190</p> <p><i>Received:</i> September 07, 2020</p> <p><i>Accepted:</i> October 08, 2020</p> <p><i>Published:</i> August 25, 2021</p> <p>Keywords: Corporate governance, chief executive officer, firm performance, life-cycles of the firm.</p>	<p>This paper uses data of 327 Vietnam's listed during the period 2012 – 2018. Additionally, based on the life-cycle classification method of Anthony and Ramesh (1992), the author classified the company's data into groups in the firm's life-cycle stages, including growth stage (476 observations), mature stage (1373 observations), and decline stage (440 observations). The results of this article showed that the chief executive officer's personality has different and statistically significant impacts on the firm's performance in each stage of the firm's life-cycle. The results of this article in order to support managers, especially the Board of Directors, to have more information about the criteria of the General Director to select suitable managers for each stage of development of the firms to achieve high efficiency in corporate governance, such as research showing that the chairman of the board of directors who does not concurrently hold the position of CEO will bring good efficiency to the firms, which implies that the two this mind needs to choose the right person for the right job. In addition, the factors of education, female gender, and age of the chief executive officer are also factors affecting the firm's performance, so these factors also need to be considered and considered carefully.</p>

*Corresponding author:

Email: huypham@ufm.edu.vn



ĐẶC ĐIỂM CỦA GIÁM ĐỐC ĐIỀU HÀNH ẢNH HƯỞNG ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM QUA CÁC GIAI ĐOẠN CỦA VÒNG ĐỜI CÔNG TY

Phạm Đức Huy^{1*}

¹Trường Đại học Tài chính – Marketing

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p>DOI: 10.52932/jfm.vi64.190</p> <p>Ngày nhận: 07/09/2020</p> <p>Ngày nhận lại: 08/10/2020</p> <p>Ngày đăng: 25/08/2021</p> <p>Từ khóa: Quản trị công ty, giám đốc điều hành, hiệu quả hoạt động, vòng đời công ty.</p>	<p>Bài báo này sử dụng dữ liệu của 327 công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012-2018. Đồng thời, kế thừa phương pháp phân loại vòng đời doanh nghiệp của Anthony và Ramesh (1992), tác giả phân loại dữ liệu các công ty thành các nhóm trong các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, bao gồm: giai đoạn tăng trưởng (476 quan sát), giai đoạn trưởng thành (1373 quan sát) và giai đoạn suy thoái (440 quan sát). Kết quả nghiên cứu của bài báo này cho thấy các đặc điểm của giám đốc điều hành tác động khác nhau và có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả của nghiên cứu này nhằm hỗ trợ các nhà quản lý, đặc biệt là Hội đồng quản trị có thêm thông tin về các tiêu chí của Tổng giám đốc để lựa chọn nhà quản lý cho phù hợp với từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp nhằm đạt hiệu quả cao trong công tác điều hành doanh nghiệp, chẳng hạn như kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng Chủ tịch hội đồng quản trị không kiêm nhiệm chức vụ Tổng giám đốc sẽ mang lại hiệu quả hoạt động cho doanh nghiệp, điều này ngụ ý rằng hai vị trí này cần phải lựa chọn đúng người đúng việc. Thêm vào đó, các yếu tố học vấn, giới tính nữ, tuổi đời của Tổng giám đốc cũng là những yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp do đó các yếu tố này cũng cần được quan tâm và xem xét một cách cẩn thận.</p>

1. Giới thiệu nghiên cứu

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 giám

đốc điều hành. Giám đốc điều hành (CEO) chịu trách nhiệm đưa ra định hướng, chiến lược, điều phối và giám sát toàn bộ hoạt động của công ty. Theo lý thuyết đại diện, khi tỷ lệ sở hữu của CEO càng lớn, thì người này càng có xu hướng quyết định nhằm tối đa hóa lợi ích của chủ sở hữu, vì điều này cũng đồng nghĩa với việc tối đa hóa lợi ích của họ. Với cơ chế

*Tác giả liên hệ:

Email: huypham@ufm.edu.vn

quản trị công ty hợp lý (tỷ lệ sở hữu cổ phần của giám đốc phù hợp) thì lợi ích của người quản lý và các cổ đông sẽ hội tụ, điều này có nghĩa là quản trị công ty sẽ có tác động thuận chiều với kết quả hoạt động của công ty. Thêm vào đó, 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. Do đó, CEO cũng là Chủ tịch hội đồng quản trị sẽ sẵn lòng làm việc nhiều hơn và làm gia tăng giá trị cho công ty (Yang & Zhao, 2014). Các nghiên cứu về ảnh hưởng đặc điểm 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, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu nắm giữ, trình độ học vấn và giới tính của CEO. 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 Filatotchev và cộng sự (2006) cho rằng trong quá trình hoạt động công ty sẽ trải qua bốn giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, đó là: giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái (Harjoto & Jo, 2009). Họ cho rằng chiến lược quản trị công ty cần phải được lựa chọn một cách cẩn trọng vì còn phụ thuộc vào từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp do có sự khác biệt về hoạt động, chiến lược tài chính, chiến lược tổ chức, cấu trúc và chiến lược liên quan đến các quyết định cần thực hiện.

Ở Việt Nam, các nghiên cứu về ảnh hưởng của CEO đến hiệu quả hoạt động công ty là chưa nhiều, đặc biệt chủ quan chưa phát hiện thấy các nghiên cứu về tác động của các đặc điểm của CEO đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam qua các giai đoạn của vòng đời công ty. Nghiên cứu sâu về mối quan hệ này, một mặt có thể đưa đến các đề xuất hoàn thiện hoạt động quản trị công ty để hỗ trợ nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty, mặt khác có thể làm cơ sở cho các chính sách hỗ trợ cho các công ty cổ phần ở Việt Nam. Do đó, mục tiêu chính của bài báo này là nghiên cứu “Đặc điểm của

CEO ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam qua các giai đoạn của vòng đời công ty”.

2. Tổng quan cơ sở lý thuyết và nghiên cứu trước

Hệ thống quản trị công ty thông qua các cơ chế đặc thù và áp lực từ thị trường, cộng với các đặc điểm của ban giám đốc sẽ tác động đến quá trình ra quyết định trong doanh nghiệp, từ đó ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Có nhiều lý thuyết giải thích cơ chế tác động này, trong đó quan trọng nhất là: lý thuyết đại diện (Jensen & Meckling, 1976), lý thuyết quản lý (Davis và cộng sự, 1997; Donaldson & Davis, 1991), lý thuyết vốn nhân lực (Becker, 1975), lý thuyết cấp bậc cổ điển (Hambrick & Mason, 1984), lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (Wernerfelt, 1984), lý thuyết vòng đời doanh nghiệp (Miller & Friesen, 1984; Quinn & Cameron, 1983). Trong đó, khi nghiên cứu về các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp đều cho thấy phần lớn các nghiên cứu này đều hướng đến các giai đoạn phát triển cơ bản trong vòng đời mà một doanh nghiệp sẽ trải qua tuần tự: giai đoạn khởi sự, giai đoạn tăng trưởng, giai đoạn trưởng thành, giai đoạn suy thoái. Mỗi giai đoạn vòng đời của doanh nghiệp đều có sự khác biệt đáng kể về rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính, tình hình hoạt động, triển vọng phát triển, chiến lược tài chính, chiến lược tổ chức (Anthony & Ramesh, 1992; Miller & Friesen, 1984; Quinn & Cameron, 1983).

Qua lược khảo các nghiên cứu về đặc điểm CEO ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty, có nhiều quan điểm khác nhau. Tuy nhiên có thể tổng hợp thành các hướng nghiên cứu chính sau: (1) tỷ lệ sở hữu cổ phần của giám đốc/ban giám đốc (Jensen & Meckling, 1976; Bhagat & Bolton, 2009); (2) vai trò của Chủ tịch hội đồng quản trị và CEO (Bhagat & Bolton, 2008; Guillet và cộng sự, 2013); (3) tuổi đời của CEO (Cheng và cộng sự, 2010; Li & Srinivasan, 2011; Phạm Quốc Việt và cộng sự, 2019); (4) trình độ học vấn

của CEO (Baker & Wurgler, 2002; Adams & Ferreira, 2007; Phan Bùi Gia Thủy và cộng sự, 2017); (5) giới tính của CEO (Hsu và cộng sự, 2013; Tate & Yang, 2015; Phan Bùi Gia Thủy và cộng sự, 2017). Có thể nhận thấy, các nghiên cứu về mối quan hệ giữa đặc điểm của CEO và hiệu quả hoạt động vẫn chưa có sự thống nhất. Tuy nhiên, các nghiên cứu trước đây đều không xem xét tác động khác biệt của CEO đến hiệu quả hoạt động của công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Có một số nghiên cứu về đặc điểm của CEO và hiệu quả hoạt động qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, tuy nhiên, các nghiên cứu này chỉ nghiên cứu về một khía cạnh của CEO, cụ thể: Harjoto và Hoje (2009) cho rằng tỷ lệ sở hữu của CEO và sự kiêm nhiệm chức vụ tổng giám đốc của chủ tịch hội đồng quản trị có ảnh hưởng tích cực đến giá trị và hiệu quả của doanh nghiệp trong giai đoạn đầu (khởi sự và tăng trưởng) của công ty và ảnh hưởng bất lợi đến giá trị doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động trong giai đoạn suy thoái của công ty (khi doanh nghiệp cần sự giám sát). Nghiên cứu về sở hữu của CEO, Shyu & Chen (2009) cho rằng sở hữu của ban giám đốc có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành ở Đài Loan. Thêm vào đó, Liang và cộng sự (2011) lại cho rằng có mối quan hệ tiêu cực giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả của doanh nghiệp trong giai đoạn bão hòa. Tại Việt Nam, nghiên cứu của Phạm Quốc Việt và cộng sự (2019) cho rằng tuổi đời của CEO tác động tích cực đến khả năng tăng trưởng, ngược lại tỷ lệ sở hữu của CEO và việc kiêm nhiệm CEO của chủ tịch hội đồng quản trị lại có tương quan âm với khả năng tăng trưởng. Các nghiên cứu về đặc điểm của CEO ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty chưa có sự thống nhất. Đặc biệt, khi nghiên cứu mối quan hệ này được đặt trong từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, do đó mục tiêu chính của bài báo này là nghiên cứu đặc điểm của CEO ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam qua các giai đoạn của vòng đời công ty.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Giả thuyết nghiên cứu

Hiệu quả hoạt động của các công ty trong giai đoạn đầu sẽ ảnh hưởng tích cực từ sự tập trung của quyền lực CEO do trong giai đoạn này cần thiết cho sự định hướng và quyết đoán. Quan điểm này phù hợp với lý thuyết quản lý (Davis và cộng sự, 1997; Muth & Donaldson, 1998) khi sự tập trung của CEO có thể ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của công ty vì sự thống nhất của lãnh đạo và tập trung quyết đoán. Ngược lại trong giai đoạn trưởng thành và suy thoái sự tập trung quyền lực của CEO sẽ có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của công ty, điều này phù hợp với lý thuyết đại diện (Jensen & Meckling, 1976) do nhu cầu giám sát là cần thiết (Bhagat & Bolton, 2009). Do đó tác giả đặt giả thuyết như sau:

Giả thuyết H1: trong giai đoạn tăng trưởng quyền sở hữu của CEO sẽ ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty, tuy nhiên sẽ ảnh hưởng tiêu cực trong giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái.

Ở giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn trưởng thành việc phân tách vai trò của CEO và chủ tịch hội đồng quản trị có thể giúp công ty đảm bảo việc giám sát hoạt động của công ty và thuê các nhà quản lý chuyên nghiệp. Tuy nhiên, trong giai đoạn tăng trưởng, vấn đề đại diện khá yếu vì rất có thể công ty được sở hữu và kiểm soát bởi những người sáng lập và cổ đông lớn và doanh nghiệp này rất mong muốn tiếp cận được các nguồn lực do vậy sự tách biệt vị trí chủ tịch hội đồng quản trị và CEO chủ yếu là do lợi ích từ việc đánh đổi quyền kiểm soát với các nguồn lực bên ngoài (Guillet và cộng sự, 2013; Yang & Zhao, 2014; Nguyễn Thị Thu Thủy & Nguyễn Văn Thuận, 2021). Trong khi đó, ở giai đoạn suy thoái các doanh nghiệp thường có cơ cấu sở hữu phân tán, do đó 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 hội đồng quản trị 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 hội đồng quản trị nên là hai cá nhân khác nhau. Do đó tác giả đặt giả thuyết như sau:

Giả thuyết H2: trong giai đoạn tăng trưởng quyền kiêm nhiệm của CEO sẽ ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty, tuy nhiên sẽ ảnh hưởng tiêu cực trong giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái.

Trong giai đoạn tăng trưởng, công ty cần những những đột phá chấp nhận rủi ro, do vậy các CEO trẻ tuổi, những người thường có khuynh hướng sáng tạo và chấp nhận đổi mới, khả năng học hỏi và ghi nhớ cao hơn, 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 cũng như có nhiều kỹ năng và nắm bắt vấn đề một cách nhanh nhạy (Li & Srinivasan, 2011). Mặt khác, trong giai đoạn trưởng thành và suy thoái công ty cần kinh nghiệm, kiến thức và vốn hiểu biết xã hội nhằm mang lại sự ổn định trong điều hành công ty. Theo lý thuyết ràng buộc 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 và 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 (Cheng và cộng sự, 2010).

Giả thuyết H3: Tuổi của CEO tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty trong giai đoạn tăng trưởng, tuy nhiên sẽ tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của công ty trong giai đoạn trưởng thành và suy thoái.

Một trong các yếu tố thể hiện năng lực của lãnh đạo doanh nghiệp liên quan đến trình độ học vấn. 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. Hambrick và Mason (1984) 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. Cheng và cộng

sự (2010), Jalbert và cộng sự (2002) cho rằng CEO tốt nghiệp sau Đại học có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả hoạt động. Do đó, tác giả đặt giả thuyết như sau:

Giả thuyết H4: Trình độ học vấn của CEO có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty trong giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

Trong giai đoạn trưởng thành, doanh nghiệp cần sự ổn định, CEO nữ sẽ 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 & Yang, 2015). Đặc biệt, trong giai đoạn suy thoái 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 cộng sự, 2015). Đồng thời, Smith và cộng sự (2006), cho rằng nhà điều hành nữ giới có nhiều kinh nghiệm khác nhau từ cuộc sống công việc lẫn ngoài công việc, do đó làm gia tăng chất lượng và sự đột phá trong quá trình ra quyết định, đặc biệt trong giai đoạn khó khăn. Tuy nhiên, 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 (Hsu và cộng sự, 2013). 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, đặc biệt trong tăng trưởng. Do đó, tác giả đặt giả thuyết như sau:

Giả thuyết H5: CEO nữ tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty trong giai đoạn tăng trưởng, tuy nhiên sẽ tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của công ty trong giai đoạn trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Anthony và Ramesh (1992) sử dụng bốn biến đặc điểm (cổ tức, chi tiêu vốn, doanh thu, thời gian niêm yết) để chia vòng đời công ty thành bốn giai đoạn: giai đoạn khởi sự, giai

đoạn tăng trưởng, giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái. Phương pháp phân loại này được nhiều tác giả sử dụng trong nghiên cứu của mình (Li & Zhang, 2018; Liang và cộng sự, 2011; Shyu & Chen, 2009; Yang & Zhao, 2014). Các tác giả này, nghiên cứu đối với các doanh nghiệp ở Trung Quốc và Đài Loan nơi có những đặc điểm về thể chế khá tương đồng với ở Việt Nam. Đồng thời, các tác giả đều thống nhất phân chia thành ba giai đoạn của vòng đời gồm: giai đoạn tăng trưởng, giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái và bỏ qua giai đoạn khởi sự vì cho rằng khi các doanh nghiệp tiến hành niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán (IPO) đều đã vượt qua giai đoạn đầu của vòng đời doanh nghiệp. Do đó, trong nghiên cứu này, tác giả áp dụng lý thuyết vòng đời của Anthony và Ramesh (1992) để phân loại dữ liệu nghiên cứu thành ba giai đoạn của vòng đời (giai đoạn tăng trưởng, giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái).

Mô hình và giả thuyết nghiên cứu: Từ cơ sở lý thuyết và lược khảo tài liệu, mô hình nghiên cứu đặc điểm của CEO ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam qua các giai đoạn của vòng đời công ty được đề xuất với các đặc điểm của CEO bao gồm: tỷ lệ sở hữu

cổ phần của CEO (CEO Own), sự kiêm nhiệm chức vụ CEO của chủ tịch hội đồng quản trị (CEO Dual), trình độ học vấn của CEO (CEO Edu), tuổi đời của CEO (CEO Age), giới tính của CEO (CEO Female). Mô hình nghiên cứu đề xuất như sau:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * CEO\ Own_{i,t} + \beta_2 * CEO\ Edu_{i,t} + \beta_3 * CEO\ Age_{i,t} + \beta_4 * CEO\ Dual_{i,t} + \beta_5 * CEO\ Female_{i,t} + \beta_6 * Debt_{i,t} + \beta_7 * Size_{i,t} + \beta_8 * Risk_{i,t} + \beta_9 * Sales\ Growth_{i,t} + e_{i,t}$$

Trong đó, ROA đại diện cho hiệu quả hoạt động công ty, tác giả sử dụng chỉ tiêu lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) làm chỉ tiêu chính để đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh (Phan Bùi Gia Thủy và cộng sự, 2017). Bởi vì, ROA là chỉ báo hiệu quả cho kết quả hoạt động kinh doanh hiện tại và phản ánh khả năng lợi nhuận mà doanh nghiệp đã đạt được trong các kỳ kế toán đã qua. Ngoài ra, một số biến kiểm soát được bổ sung vào mô hình nghiên cứu nhằm tăng độ giải thích của mô hình gồm tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (Debt), tỷ lệ tăng trưởng doanh thu (Sales Growth), mức độ rủi ro kinh doanh (Risk) và quy mô của doanh nghiệp (Size).

Bảng 1. Định nghĩa và cách thức đo lường biến

Ký hiệu	Tên biến	Đo lường biến
Biến phụ thuộc		
ROA	Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản	$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$
Biến kiểm soát		
Size	Quy mô doanh nghiệp	Logarit của tổng tài sản
Debt	Tỷ lệ nợ	$Debt = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$
Risk	Rủi ro kinh doanh	$Risk = STD.DEV \left(\frac{EBIT}{\text{Tổng tài sản}} \right)_{t-2 \rightarrow t}$
Sales Growth	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	$Sales\ Growth = \frac{\text{Doanh thu}_t - \text{Doanh thu}_{t-1}}{\text{Doanh thu}_{t-1}}$

Ký hiệu	Tên biến	Đo lường biến
Biến độc lập về các đặc điểm của CEO		
CEO Own	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của CEO	Số cổ phần CEO nắm giữ trên tổng số cổ phần
CEO Dual	Sự kiêm nhiệm CEO của chủ tịch hội đồng quản trị	Biến giả, bằng 1 nếu chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là CEO, bằng 0 nếu ngược lại
CEO Edu	Trình độ học vấn của CEO	Biến giả, bằng 1 nếu trình độ trên Đại học và ngược lại bằng 0
CEO Female	Giới tính của CEO	Biến giả, =1 nếu CEO là nam giới và ngược lại bằng 0 nếu là nữ giới
CEO Age	Tuổi của CEO	Tuổi đời của CEO

Phương pháp thu thập dữ liệu: Dữ liệu nghiên cứu được lấy từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2018. Mẫu nghiên cứu được sàng lọc theo các tiêu chí sau: thứ nhất, các công ty được chọn trong mẫu phải hoạt động liên tục trong giai đoạn nghiên cứu; thứ hai, các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực Tài chính như Ngân hàng, Bảo hiểm, Dịch vụ tài chính được loại ra khỏi mẫu vì cách hạch toán và các chỉ tiêu trên báo cáo tài chính của các loại hình công ty này có sự khác biệt tương đối so với công ty phi tài chính còn lại. Như vậy, dữ liệu nghiên cứu là dữ liệu bảng cân bằng với 327 công ty trong 7 năm (2012 – 2018).

Phương pháp nghiên cứu: nghiên cứu để xuất tiếp cận định lượng, thông qua ước lượng các hệ số hồi quy giữa biến phụ thuộc (tăng trưởng của doanh nghiệp) và các biến độc lập của dữ liệu bảng cân bằng, đại diện cho quản trị công ty và một số biến kiểm soát được lựa chọn (quy mô, tuổi đời,...). Các ước lượng được sử dụng dự kiến là Pooled OLS, FEM, REM. Từ các nghiên cứu trước Harjoto & Jo (2009); Li & Zhang (2018); Liang và cộng sự

(2011); Shyu & Chen (2009) đều cho rằng có hiện tượng nội sinh trong các mô hình nghiên cứu, tác giả tiến hành kiểm định Wu-hausman nhằm xác định các biến nội sinh, khi đó ước lượng OLS không có khả năng cho các thông số ước lượng tin cậy. Phương pháp tổng quát để giải quyết vấn đề này là ước lượng biến công cụ (Instrumental variables estimator), đặc biệt là ước lượng bình phương bé nhất hai giai đoạn (2SLS).

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Kết quả thống kê mô tả

Kế thừa từ nghiên cứu của Anthony và Ramesh (1992) để phân loại vòng đời doanh nghiệp dựa trên bốn biến đặc điểm riêng (DP: thu nhập từ cổ tức; SG: tỷ lệ tăng trưởng doanh thu; CEV: tỷ lệ chi tiêu vốn trên giá trị thị trường công ty; AGE: khoảng thời gian hoạt động của công ty trên thị trường chứng khoán). Ứng với mỗi biến trong 4 biến và mỗi ngành tương ứng với mỗi năm, tác giả tiến hành sắp xếp các chỉ số theo thứ tự (bảng 2).

Bảng 2. Các chỉ số phân loại vòng đời doanh nghiệp Anthony và Ramesh (1992)

Các giai đoạn của vòng đời	SG		DP		CEV		AGE	
	Đặc trưng	Giá trị	Đặc trưng	Giá trị	Đặc trưng	Giá trị	Đặc trưng	Giá trị
Tăng trưởng	Cao	3	Thấp	3	Cao	3	Thấp	3
Trưởng thành	Trung bình	2	Trung bình	2	Trung bình	2	Trung bình	2
Suy thoái	Thấp	1	Cao	1	Thấp	1	Cao	1

Nguồn: Anthony và Ramesh (1992)

Sau khi hiệu chỉnh điểm tổng hợp của mỗi công ty theo từng năm và từng ngành, tác giả phân loại mẫu đầy đủ thành ba mẫu phụ, như sau: các công ty có điểm tổng hợp cao nhất (từ 10 đến 12) được xác định đang ở giai đoạn

tăng trưởng; các công ty có điểm tổng hợp thấp nhất (từ 4 đến 6) được xác định ở giai đoạn suy thoái; và các công ty có điểm tổng hợp từ 7 đến 9 được xác định ở giai đoạn trưởng thành.

Bảng 3. Thống kê mô tả công ty theo ngành và vòng đời doanh nghiệp

Ngành	Vòng đời doanh nghiệp		
	Tăng trưởng	Trưởng thành	Suy thoái
Bán buôn	40	108	41
Công nghệ và thông tin	30	108	30
Khai khoáng	22	60	23
Sản xuất	189	530	177
Tiện ích	28	87	25
Vận tải và kho bãi	21	79	19
Xây dựng và bất động sản	146	401	125
Tổng cộng	476	1373	440

Nguồn: phân ngành theo tiêu chuẩn NAICS (2007) và tính toán của tác giả

Từ kết quả thống kê (Bảng 3) số lượng công ty theo ngành kinh doanh trong từng giai đoạn vòng đời doanh nghiệp của các công ty Việt Nam niêm yết giai đoạn 2012-2018 cho thấy đa số các công ty trong giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp là những công ty thuộc lĩnh vực

sản xuất (189) và lĩnh vực xây dựng và bất động sản (146). Đồng thời, kết quả phân loại dữ liệu theo phương pháp của Anthony và Ramesh (1992) cho thấy giai đoạn tăng trưởng (476 quan sát), giai đoạn trưởng thành (1373 quan sát) và trong giai đoạn suy thoái (440 quan sát).

Bảng 4. Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình

Vòng đời	Tăng trưởng		Trưởng thành		Suy thoái	
	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Trung bình	Độ lệch chuẩn
ROA	0,03	0,067	0,064	0,066	0,078	0,067
CEO Own	0,052	0,099	0,042	0,089	0,036	0,071
CEO Age	48,998	7,604	49,602	7,863	50,666	8,195
Debt	0,538	0,212	0,518	0,207	0,531	0,209
Size	27,055	1,418	27,257	1,55	27,456	1,614
Risk	0,028	0,028	0,022	0,021	0,021	0,021
Sales Growth	-0,065	0,46	0,169	1,525	0,294	0,51
Số quan sát	476		1.373		440	

Từ kết quả mô tả thống kê cho thấy đặc điểm của CEO qua từng giai đoạn của vòng đời cụ thể như sau: Trong giai đoạn tăng trưởng

của vòng đời doanh nghiệp, sự kiêm nhiệm chức vụ CEO của chủ tịch hội đồng quản trị trung bình là 31,3%, trong giai đoạn trưởng

thành là 25,3% và trong giai đoạn suy thoái là 23,5% điều này cho thấy sự kiêm nhiệm này có xu hướng giảm dần. Tỷ lệ sở hữu trung bình của CEO trong giai đoạn tăng trưởng (5,2%), giai đoạn trưởng thành (4,2%) và ở giai đoạn suy thoái (3,6%). Kết quả mô tả thống kê cho thấy tỷ lệ sở hữu cổ phần của CEO có xu hướng giảm trong chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp. Đối với độ tuổi trung bình của CEO trong giai đoạn tăng trưởng (48,9), ở giai đoạn trưởng thành (49,6) và giai đoạn suy thoái (50,6). Kết quả mô tả thống kê cho thấy tuổi đời trung bình của CEO có xu hướng tăng trong chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp. Với lập luận ban đầu về việc một CEO nữ, kết quả thống kê mô tả sơ bộ cho thấy trong các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp thì tỷ lệ này chiếm gần 10%. Tuy nhiên, tỷ lệ này có xu hướng tăng trong chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp, điều này cho thấy sự tham gia của CEO nữ có xu hướng

tăng trong chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp. Hầu hết các nghiên cứu trước đều đồng thuận rằng CEO có trình độ học vấn cao sẽ điều hành doanh nghiệp hiệu quả hơn. Kết quả chỉ ra rằng tỷ lệ CEO có trình độ học vấn cao ở giai đoạn tăng trưởng (26,9%), trưởng thành (23,2%) và giai đoạn suy thoái (27.5%).

Kết quả nghiên cứu

Kết quả kiểm định hệ số tương quan cho thấy không có cặp biến độc lập nào có hệ số tương quan lớn hơn 0,6. Theo Gujarati (2004), nếu $VIF < 10$ thì không có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra, kết quả của nghiên cứu cho thấy VIF đều nhỏ hơn 10. Kết quả này chứng tỏ không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình hồi quy, do đó các biến trong mô hình thỏa điều kiện để thực hiện hồi quy.

Bảng 5. Kết quả hồi quy đặc điểm của CEO ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp

Biến trong mô hình	Vòng đời doanh nghiệp		
	Tăng trưởng	Trưởng thành	Suy thoái
CEO Dual	-0,0284**	-0,00782	-0,0184*
CEO Own	0,0289	-0,0365	0,0493
CEO Age	0,000961*	-0,000231	0,00204***
CEO Female	0,0145	-0,00332	-0,0407***
CEO Edu	0,0149**	0,00873**	0,00218
Debt	-0,157***	-0,177***	-0,139***
Size	-0,00240	0,00441***	-0,000706
Risk	0,108	0,266***	1,125***
Sales Growth	0,0220***	0,000142	0,0338
Hằng số	0,0954	0,0304	0,0691
R-squared	0,296	0,340	0,427
Durbin-Wu-Hausman	<i>CEO Dual; CEO Edu</i>	<i>CEO Dual; Size</i>	<i>CEO Age; CEO Female; Debt; Size; Sales Growth</i>
Cragg-Donald Wald	49,19	136,77	19,158
Stock – Yoko (10%)	11,12	10,22	11,51
Sargan – Hansen	<i>Chi-sq (5) = 4,77 p-value=0,443</i>	<i>Chi-sq (6) = 10,48 p-value=0,105</i>	<i>Chi-sq (6) = 10,77 p-value=0,375</i>

Ghi chú: Mức ý nghĩa thống kê tương ứng *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$.

Kết quả bảng 5 cho thấy kiểm định Durbin-Wu-Hausman có hiện tượng nội sinh của các biến trong mô hình do đó tác giả tiến hành hồi quy với mô hình ước lượng bình phương tối thiểu hai giai đoạn (2SLS – 2 Stage Least Square). Có 2 vấn đề chính liên quan đến độ tin cậy của ước lượng IV: (i) ràng buộc xác định quá mức (overidentifying restrictions); (ii) tính nội sinh của biến (endogeneity). Khi tiến hành hồi quy, tác giả tiến hành kiểm tra chất lượng của biến công cụ để tránh ước lượng chệch gây ra từ biến công cụ yếu. Các giá trị thống kê Cragg-Donald Wald đều lớn hơn giá trị thống kê của Stock – Yogo ở mức ý nghĩa 10%. Đồng thời, kiểm định Sargan – Hansen thấy rằng biến công cụ không vi phạm ràng buộc xác định quá mức, do đó kết quả hồi quy 2SLS là đáng tin cậy ở các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp (Bảng 5).

Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả ước lượng cho thấy đặc điểm của CEO ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp như sau: sự kiêm nhiệm chức vụ CEO của chủ tịch hội đồng quản trị, tỷ lệ nợ có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của công ty. Tuy nhiên, tuổi đời của CEO, trình độ học vấn của CEO và tăng trưởng doanh thu có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của công ty. Trong giai đoạn trưởng thành, kết quả ước lượng cho thấy trình độ học vấn của CEO, quy mô doanh nghiệp, rủi ro kinh doanh ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh. Trong khi đó, tỷ lệ nợ có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Và trong giai đoạn suy thoái, kết quả cho thấy tuổi đời của CEO, rủi ro kinh doanh ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh. Trong khi đó, tỷ lệ nợ, sự kiêm nhiệm chức vụ CEO của chủ tịch hội đồng quản trị, giới tính của CEO có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu cho thấy sự kiêm nhiệm chức vụ CEO ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này ủng hộ các quan điểm của Rechner và Dalton (1991) cho rằng, các doanh nghiệp sẽ hoạt động hiệu quả hơn khi CEO và chủ tịch hội đồng quản trị nên là hai cá nhân khác nhau, đặc biệt ở giai đoạn trưởng thành và suy thoái. Nguyên nhân là do các công ty ở Việt Nam trong giai đoạn tăng trưởng với một cấu trúc sở hữu tập trung vì vậy khi chủ tịch hội đồng quản trị đảm nhiệm cùng lúc hai vai trò (CEO và Chủ tịch hội đồng quản trị) sẽ tạo ra một CEO có quyền lực tuyệt đối và vị CEO này có khả năng thực hiện tối đa hóa lợi ích của bản thân dựa trên chi phí của cổ đông và có thể dẫn tới sự giám sát kém hiệu quả đội ngũ quản lý của hội đồng quản trị (Gul & Leung, 2004; Rechner & Dalton, 1991). Bên cạnh đó, trình độ học vấn của CEO như một yếu tố tích cực mang lại hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu của Hambrick & Mason (1984), Jalbert và cộng sự (2002) cho rằng hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp tốt hơn khi các CEO có trình độ học vấn cao là do khả năng điều hành hoạt động, mức độ am hiểu về doanh nghiệp và các mối quan hệ xã hội hình thành trong giai đoạn học tập. Kết quả nghiên cứu cho thấy trong các công ty ở giai đoạn suy thoái CEO là nữ sẽ mang lại hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu của Ho và cộng sự (2015), Smith và cộng sự (2006) và nguyên nhân có thể do đa số các doanh nghiệp tại Việt Nam nói chung là các doanh nghiệp có quy mô còn tương đối khá nhỏ, là các công ty gia đình do phụ nữ làm chủ đặc biệt quan tâm đến triển vọng lợi nhuận mang về tại mức rủi ro thấp, đặc biệt trong giai đoạn suy thoái 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 cộng sự, 2015). Kết quả nghiên cứu cho thấy tuổi đời của CEO

sẽ có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn suy thoái. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu của Cheng và cộng sự (2010) khi cho rằng tuổi đời của CEO gia tăng sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động công ty. Bởi vì, công ty cần kinh nghiệm, kiến thức và vốn hiểu biết xã hội nhằm mang lại sự ổn định trong điều hành công ty, đặc biệt trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Đối với sự kiêm nhiệm chức vụ CEO của chủ tịch hội đồng quản trị, kết quả của bài báo này cho thấy sự tách bạch quyền sở hữu và quyền quản lý sẽ mang lại hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, tác giả đề xuất rằng việc tách bạch hai vị trí này cũng cần được chọn đúng người đúng việc, vị trí chủ tịch hội đồng quản trị đòi hỏi người có tầm nhìn, có chiến lược, có khả năng thúc đẩy và truyền cảm hứng cho bộ máy điều hành. Còn đối với vị trí CEO thì đòi hỏi người có khả năng tổ chức, có tính năng động, sáng tạo, có tính kiên định và tập trung vào hiệu quả công việc.

Thực tế cho thấy, trong mọi lĩnh vực của đời sống từ lĩnh vực kinh tế cho đến lĩnh vực văn hóa xã hội, vai trò của phụ nữ ngày càng được

thừa nhận và đóng vai trò quan trọng trong việc quản lý điều hành doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy nữ giới mang lại hiệu quả kinh doanh cho các doanh nghiệp Việt Nam trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Tuy nhiên, hiện nay vẫn còn một số rào cản gây ảnh hưởng đến vị thế của nữ giới trong công tác quản lý (quan điểm trọng nam). Do đó, đối với hội đồng quản trị tác giả đề nghị nên loại bỏ quan điểm ưu tiên nam giới trong hoạt động quản lý, tháo gỡ các rào cản để người phụ nữ phát huy được năng lực của mình. Với kết quả nghiên cứu cho thấy, độ tuổi trung bình của CEO trong giai đoạn tăng trưởng là 48,9 trong khi đó ở giai đoạn trưởng thành là 49,6 và giai đoạn suy thoái là 50,6. Có thể thấy, với độ tuổi của CEO trong các giai đoạn này không cao và với độ tuổi này vốn kiến thức, kinh nghiệm và hiểu biết xã hội nhằm mang lại sự ổn định trong điều hành công ty, đặc biệt trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Do đó, tác giả đề xuất đối với các nhà quản trị cần xem xét độ tuổi của CEO cũng là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, đặc biệt trong giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *The Journal of Finance*, 62(1), 217-250.
- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 203-227.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Becker, G. S. (1975). Investment in human capital: effects on earnings. In *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education, Second Edition*, 13-44. NBER.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2009). Corporate Governance and Firm Performance: Recent Evidence. Available from (Accessed 26.06.2009).
- Cheng, L. T., Chan, R. Y., & Leung, T. Y. (2010). Management demography and corporate performance: Evidence from China. *International Business Review*, 19(3), 261-275.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.

- Fairlie, R. W., & Robb, A. M. (2009). Gender differences in business performance: Evidence from the characteristics of business owners survey. *Small Business Economics*, 33(4), 375-395.
- Filatotchev, I., Toms, S., & Wright, M. (2006). The firm's strategic dynamics and corporate governance life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 256-279.
- Guillet, B. D., Seo, K., Kucukusta, D., & 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.
- Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics* (4th Edition). NY: Tata McGraw-Hill.
- Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(5), 351-379.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Harjoto, M. A., & Jo, H. (2009). CEO power and firm performance: A test of the life-cycle theory. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 38(1), 35-66.
- Ho, S. S., Li, A. Y., Tam, K., & Zhang, F. (2015). CEO gender, ethical leadership, and accounting conservatism. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 351-370.
- Hsu, C., Kuo, L., & 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.
- Nguyễn Thị Thu Thủy, & Nguyễn Văn Thuận (2021). Tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp: nghiên cứu thực nghiệm từ các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Tài chính – Marketing*, 62(4), 2-17.
- Jalbert, T., Rao, R. P., & Jalbert, M. (2002). Does School Matter ? An Empirical Analysis of CEO Education , Compensation , and Firm Performance. *International Business and Economics Research Journal*, 1(1), 83-98.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360
- Li, F., & Srinivasan, S. (2011). Corporate governance when founders are directors. *Journal of Financial Economics*, 102(2), 454-469.
- Li, Y., & Zhang, X. T. (2018). How Does Firm Life Cycle Affect Board Structure? Evidence from China's Listed Privately Owned Enterprises. *Management and Organization Review*, 14(2), 305-341.
- Liang, C.-J., Lin, Y.-L., & Huang, T.-T. (2011). Does Endogenously Determined Ownership Matter on Performance? Dynamic Evidence from the Emerging Taiwan Market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 47(6), 120-133.
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle. *Management Science*, 30(10), 1161-1183.
- Muth, M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6(1), 5-28.
- Phạm Quốc Việt, Hồ Thu Hoài, Phạm Đức Huy & Nguyễn Văn Phong (2019). Vai trò của giám đốc điều hành trong doanh nghiệp tăng trưởng nhanh. *Tạp chí nghiên cứu Tài chính – Marketing*, 53. <https://doi.org/10.52932/jfm.vi53.90>
- Phan Bùi Gia Thủy, Trần Đức Tài & Trần Thị Tú Anh (2017). Ảnh hưởng của đặc điểm tổng giám đốc điều hành đến hiệu quả hoạt động DN. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở TP Hồ Chí Minh*, 12(2), 205-217.
- Quinn, R. E., & Cameron, K. (1983). Organizational Life Cycles and Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence. *Management Science*, 29(1), 33-51.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155-160.
- Shyu, J., & Chen, Y. L. (2009). Diversification, Performance, and the Corporate Life Cycle. *Emerging Markets Finance and Trade*, 45(6), 57-68.
- Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), 569-593.
- Tate, G., & Yang, L. (2015). Female leadership and gender equity: Evidence from plant closure. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 77-97.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.
- Yang, T., & Zhao, S. (2014). CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment. *Journal of Banking and Finance*, 49, 534-552.