

QUYỀN KIÊM NHIỆM, KINH NGHIỆM CỦA HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ VÀ VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG ĐỐI VỚI HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

TS. Võ Hồng Đức¹
Phan Bùi Gia Thủy²

TÓM TẮT

Thực tế tại các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam thể hiện rằng quyền kiểm nhiệm đã và đang tồn tại với chủ tịch Hội đồng quản trị (HDQT) kiêm vị trí tổng giám đốc để điều hành công ty. Bên cạnh đó, kinh nghiệm của các thành viên trong HDQT cũng là nhân tố quan trọng ở các doanh nghiệp này. Các nghiên cứu thực nghiệm ở Việt Nam, cho đến thời điểm này, vẫn đang dừng ở mức độ đi tìm hiểu mối quan hệ giữa quyền kiểm nhiệm và kinh nghiệm của HDQT đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Nghiên cứu này sẽ tiên phong lượng hóa mối quan hệ này trong bối cảnh cơ hội tăng trưởng ở các doanh nghiệp là khác nhau. Sử dụng phương pháp bình phương bé nhất tổng quát khả thi (Feasible General Least Square - FGLS) cho 77 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM trong 6 năm, giai đoạn 2006-2011, kết luận chính của nghiên cứu này như sau. Thứ nhất, quyền kiểm nhiệm và kinh nghiệm của HDQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty. Thứ hai, tương tác giữa cơ hội tăng trưởng với quyền kiểm nhiệm và kinh nghiệm của HDQT ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động công ty. Trên cơ sở của những kết luận thực nghiệm này, các công ty cần đánh giá, định vị lại vị thế cạnh tranh của mình nhằm mục đích tiến hành xây dựng cấu trúc HDQT một cách phù hợp.

Từ khóa: quản trị công ty, quyền kiểm nhiệm, cơ hội tăng trưởng

ABSTRACT

Current practice at Vietnam's listed firms indicates that the duality has been in existence in which the chief executive officer (CEO) has also served in the role of the board's chairman. In addition, working experience of board's members has also positively contributed to firm's performance. Empirical studies in Vietnam had only presented evidence on the relationship between the duality of the CEO, experience of boards' members and firms' performance. This empirical study is the first of its kind to quantify this relationship in the context of different growth opportunities among firms. Using the Feasible General Least Square (FGLS) approach on the sample of 77 listed firms in Ho Chi Minh City Stock Exchange for the period of 6 years from 2006 to 2011 inclusive, the key findings from this study are as follows. First, the duality of the CEO has positively related to firms' performance. Second, the interaction between growth

¹ TS., Trường Đại học Mở TP.HCM & Ủy ban Quản lý Kinh tế Australia.

² ThS., Trường Đại học Mở TP.HCM.

Email: duc.vo@erawa.com.au; thuybpg@gmail.com.

Tác giả ghi nhận sự hỗ trợ tài chính của Đại học Mở TP.HCM trong quá trình thực hiện nghiên cứu này.

opportunities and the duality, working experience of boards' members is found to have provided effects to firms' performance. Based on these findings, listed firms in Vietnam should reassess their positions in the market to form an appropriate structure of the boards of directors.

Keywords: Corporate governance; experience of boards' members; growth opportunities; listed firms.

1. GIỚI THIỆU

Khi đề cập đến quản trị công ty, có nhiều định nghĩa khác nhau về thuật ngữ này. Những định nghĩa khác nhau này phần lớn phụ thuộc vào các nhà nghiên cứu, thể chế của một quốc gia hay khuôn khổ pháp lý. Cụ thể: Ủy ban Cadbury (1992) định nghĩa quản trị công ty là: *“một hệ thống và hệ thống này sẽ giám sát và kiểm soát hoạt động công ty”*. Ngoài ra, theo Solomon (2004), quản trị công ty là một khuôn khổ kiểm soát và bảo vệ lợi ích của các bên liên quan. Các bên liên quan trong cơ chế quản trị công ty bao gồm các nhà quản lý, chủ doanh nghiệp, khách hàng, cổ đông, đối tác cung ứng và Hội đồng quản trị (HĐQT).

Từ lịch sử ra đời của quản trị công ty, có thể nhận thấy tầm quan trọng của quản trị công ty ngày càng được nhấn mạnh. Các nhà nghiên cứu như: Gompers và ctg (2003), Klapper và Love (2004) cho rằng, quản trị công ty giữ một vai trò quan trọng trong việc hạn chế vấn đề người đại diện và gia tăng hiệu quả hoạt động công ty. Tuy nhiên, mối quan hệ giữa cơ chế quản trị công ty với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp sẽ khác nhau ở các quốc gia khác nhau. Tồn tại sự khác biệt này là do khuôn khổ pháp lý, hình thái kinh tế xã hội và hành vi thị trường ở từng quốc gia có đặc trưng riêng (Hermalin và Weisbach, 1991).

Trên thế giới, có rất nhiều công trình nghiên cứu thực nghiệm về quản trị công ty. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm về chủ đề này ở Việt Nam là rất ít. Gần đây, một nghiên cứu của Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2013) có đề cập đến quản trị

công ty ở Việt Nam với hướng tiếp cận từ tác động của đặc điểm của HĐQT đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Song, trong nghiên cứu này, các tác giả chưa xem xét đến yếu tố cơ hội tăng trưởng của các công ty có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp thông qua vai trò điều tiết. Có thể nói đây là lĩnh vực nghiên cứu dường như chưa được thực hiện ở Việt Nam.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

Các nhân tố chính cấu thành nên cơ chế quản trị công ty gồm có: đặc điểm HĐQT được thể hiện thông qua: (i) quy mô HĐQT; (ii) thành viên nữ trong HĐQT; (iii) tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT; (iv) quyền kiêm nhiệm; (v) trình độ học vấn của HĐQT; (vi) thành viên HĐQT độc lập (Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy, 2013) và các yếu tố khác như: kinh nghiệm của HĐQT; thù lao của HĐQT; và cổ đông lớn.

Trong các nhân tố trên, các nhà nghiên cứu thực nghiệm đã và đang nỗ lực trong việc tìm hiểu và lượng hóa tác động của quyền kiêm nhiệm và kinh nghiệm của HĐQT sẽ đóng góp đến hiệu quả hoạt động công ty như thế nào trong điều kiện doanh nghiệp có những cơ hội tăng trưởng khác nhau. Do vậy, nghiên cứu sẽ tập trung vào hai nhân tố tiêu biểu này cùng với cơ hội tăng trưởng như là xuất phát điểm cho các nghiên cứu tiếp theo.

2.1. Quyền kiêm nhiệm

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 các nhà quản lý. Vấn đề kiêm nhiệm làm xuất hiện xung đột về lợi ích và chi phí đại diện có khuynh hướng tăng cao hơn khi một cá nhân cùng đảm nhận hai vị trí. Bằng thực nghiệm, Rechner và Dalton (1991) đã tìm thấy những công ty duy trì cấu trúc quản trị độc lập, tách biệt hẳn công việc của chủ tịch HĐQT với tổng giám đốc sẽ có hiệu quả hoạt động tốt hơn những công ty thực hiện quyền kiêm nhiệm.

Mặc dù theo quan điểm người đại diện, hiệu quả hoạt động công ty sẽ gia tăng khi có sự tách biệt quyền kiêm nhiệm, nhưng các nhà nghiên cứu vẫn chưa đi đến kết luận chung. Theo quan điểm quản trị, Donaldson và Davis (1991) cho rằng, tổng giám đốc là những nhà quản trị và công việc quản trị của tổng giám đốc sẽ thuận lợi hơn khi cổ đông trao cho họ các quyền hành và khả năng tự quyết cao. Theo cấu trúc này, khi tổng giám đốc 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 mức hữu dụng của các nhà quản lý khi họ đạt được mục tiêu cho tổ chức hơn là mục đích tư lợi cá nhân. Một nghiên cứu thực nghiệm gần đây của Peni (2012), tác giả đã tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa quyền kiêm nhiệm với hiệu quả hoạt động công ty.

Lý thuyết người đại diện và lý thuyết quản trị giải thích mối quan hệ tiêu cực cũng như mối quan hệ tích cực giữa quyền kiêm nhiệm với hiệu quả hoạt động công ty. Sự tác động tiêu cực lẫn tích cực này tồn tại là do đặc trưng nền kinh tế của từng quốc gia, truyền thống hoạt động của công ty, mức nghiêm trọng của vấn đề đại diện cũng như hành vi của các thành viên HĐQT.

2.2. Kinh nghiệm của Hội đồng quản trị

Lợi điểm của các nhà quản lý lớn tuổi là họ đã tích lũy được nhiều kinh nghiệm

và do đó có khả năng sử dụng kinh nghiệm của mình gia tăng hiệu quả hoạt động công ty. Với tuổi đời lớn, các nhà quản lý được xem là trưởng thành, có kinh nghiệm quản trị công ty và sẽ có cơ hội thăng tiến (Kang và ctg, 2007). Các giám đốc điều hành đã về hưu được cân nhắc trở thành thành viên HĐQT lý tưởng hơn những cá nhân có tuổi đời còn trẻ, chưa từng trải. Theo quan điểm ràng buộc các nguồn lực, khi các thành viên HĐQT có nhiều kinh nghiệm thì vốn hiểu biết về xã hội cũng như sự trải nghiệm của họ sẽ gia tăng. Họ sẽ chia sẻ những giá trị hiểu biết về yếu tố xã hội và con người, nhiều nhạy cảm hơn với giai đoạn lịch sử hình thành công ty và tương đồng nhiều hơn với giá trị công ty (Murray, 1989). Nghiên cứu thực nghiệm của Francis và ctg (2012) cũng đã kết luận HĐQT có nhiều kinh nghiệm sẽ gia tăng hiệu quả hoạt động công ty.

Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu cho rằng khả năng nhận thức dựa trên kinh nghiệm bao gồm khả năng học hỏi, khả năng lập luận và ghi nhớ sẽ giảm khi con người trở nên lớn tuổi hơn (Burke và Light, 1981). Đối với nhiều nhà điều hành lớn tuổi, 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). Ở khía cạnh khác, các nhà quản lý trẻ tuổi thường có khuynh hướng chấp nhận rủi ro và những chiến lược tăng trưởng nhằm cải tổ công ty hơn (Guthrie và Olian, 1991). Đồng thời, họ rất dễ được đào tạo cũng như tự đào tạo và được kỳ vọng có nhiều kỹ năng và nhạy nắm bắt vấn đề (Bantel và Jackson, 1989). Nghiên cứu của Bonn và ctg (2004) đã cho thấy, HĐQT có nhiều kinh nghiệm (độ tuổi trung bình cao) sẽ hạn chế hiệu quả hoạt động công ty.

Từ những thảo luận trên, có thể nhận thấy tồn tại hai quan điểm khác nhau về kinh nghiệm của HĐQT. 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 đó, các nhà quản lý trẻ tuổi có khuynh hướng có nhiều sáng tạo, nhiều phương pháp cải tổ và khả năng học hỏi cao hơn.

2.3. Cơ hội tăng trưởng

Ở những công ty tăng trưởng khác nhau sẽ tiềm ẩn chi phí người đại diện khác nhau (Bathala và Rao, 1995; Hutchinson, 2002). Cụ thể, ở những công ty có cơ hội tăng trưởng cao, các nhà quản lý thường có xu hướng lựa chọn những dự án đầu tư không hiệu quả. Trong ngắn hạn, những dự án này có lợi cho cấp quản lý nhưng phương hại đến lợi ích cổ đông trong dài hạn (Jensen, 1986). Vì vậy, ở những công ty có cơ hội tăng trưởng cao, cơ chế quản trị công ty cần hướng đến cơ chế thúc đẩy, khích lệ vật chất đến cấp quản lý để khuyến khích các nhà quản lý chia sẻ thông tin, từ đó nhận được những định hướng, tư vấn chuyên gia từ các thành viên trong HĐQT (Lasfer, 2004).

Trong khi đó, các công ty có ít cơ hội tăng trưởng cũng gánh chịu chi phí người đại diện, nhưng dưới dạng dòng tiền tự do. Cấp quản lý ở những công ty này có khuynh hướng tự ý sử dụng dòng tiền tự do dồi dào để gia tăng lương thưởng, tạo danh tiếng cho bản thân thay vì phân phối lại cho cổ đông thông qua hình thức chi trả cổ tức (Jensen, 1986).

Có thể nhận thấy tồn tại sự khác biệt các dạng chi phí người đại diện giữa công ty có cơ hội tăng trưởng cao với công ty có cơ hội tăng trưởng thấp. Do đó, ảnh hưởng của cơ chế quản trị công ty lên các doanh nghiệp khác biệt về cơ hội tăng trưởng sẽ khác nhau (Hutchinson và Gul, 2004). Nói cách khác, đứng trước cơ hội tăng trưởng khác nhau, doanh nghiệp cần lựa chọn cơ chế quản trị công ty thích hợp để gia tăng hiệu quả hoạt động cho công ty.

Từ việc lược khảo lý thuyết cũng như các công trình nghiên cứu của Hutchinson (2002), Lasfer (2004), Nakano và Nguyen (2011), nghiên cứu hướng đến xem xét sự tương tác giữa cơ hội tăng trưởng với quyền kiêm nhiệm và kinh nghiệm của HĐQT, được biết đến như vai trò điều tiết của cơ hội tăng trưởng, đến hiệu quả hoạt động công ty. Lý do nghiên cứu chọn biến điều tiết là cơ hội tăng trưởng vì Hutchinson (2002), Bhagat và Black (2002) cho rằng, tính độc lập của HĐQT ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động công ty phụ thuộc vào cơ hội tăng trưởng của các công ty đó. Đồng quan điểm trên, kết quả nghiên cứu của Lasfer (2004) cho thấy vai trò giám sát của HĐQT phụ thuộc vào cơ hội tăng trưởng của công ty. Không những vậy, nghiên cứu của Nakano và Nguyen (2011) cho thấy, ở những công ty có cơ hội tăng trưởng cao kinh nghiệm của HĐQT ảnh hưởng nhiều đến hiệu quả hoạt động công ty.

3. GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

3.1. Quyền kiêm nhiệm

Mặc dù kết quả nghiên cứu về quyền kiêm nhiệm vẫn chưa đi đến thống nhất, nhưng vẫn có sự đồng thuận cao giữa các cổ đông, các nhà đầu tư tổ chức và các nhà hoạch định chính sách cho rằng chủ tịch HĐQT không nên kiêm nhiệm chức vụ tổng giám đốc. Cụ thể, Chen và ctg (2008) nhấn mạnh, ở những công ty có xu hướng duy trì quyền kiêm nhiệm, nhiều trường hợp cho thấy chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm tổng giám đốc lạm dụng quyền lực của mình để tư lợi từ tài sản của công ty và lợi ích cổ đông. Đồng thời, theo quan điểm của Fama và Jensen (1983), Jensen (1993), quyền kiêm nhiệm sẽ làm giảm khả năng giám sát của HĐQT đối với các nhà quản lý, từ đó làm gia tăng chi phí đại diện. Trên cơ sở quan điểm người đại diện, giả thuyết nghiên cứu về quyền kiêm nhiệm được đặt ra như sau:

Giả thuyết H_1 : Quyền kiêm nhiệm tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động công ty.

3.2. Kinh nghiệm của HĐQT

Theo quan điểm ràng buộc các nguồn lực, khi các thành viên HĐQT có nhiều kinh nghiệm thì vốn hiểu biết về xã hội cũng như sự trải nghiệm của họ sẽ gia tăng. Do đó, trong môi trường hoạt động kinh doanh phức tạp, các thành viên HĐQT có nhiều kinh nghiệm sẽ gia tăng khả năng làm việc nhóm, từ đó gia tăng hiệu quả hoạt động công ty (Wegge và ctg, 2008). Chính vì vậy giả thuyết về mối quan hệ giữa kinh nghiệm quản lý của thành viên HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty được đặt ra như sau:

Giả thuyết H_2 : Kinh nghiệm của thành viên HĐQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty.

3.3. Tương tác giữa cơ hội tăng trưởng với quyền kiêm nhiệm

Jensen (1986), Tsui và ctg (2001) cho rằng những công ty có cơ hội tăng trưởng thấp sẽ có lưu lượng dòng tiền tự do đáng kể. Đồng thời, với dòng tiền tự do dồi dào ở các công ty ít có cơ hội tăng trưởng, các nhà quản lý có xu hướng hình thành chủ nghĩa cơ hội, hướng đến đòi hỏi những đặc quyền vượt mức, che đậy các khoản chi tiêu không hiệu quả và biến thủ tài sản công ty. Quyền kiêm nhiệm hay quá nhiều quyền lực thuộc về một cá nhân sẽ ngăn cản lợi ích chung. Điều này được thể hiện thông qua hình thức tổng giám đốc kiêm nhiệm tìm cách sử dụng lượng tiền mặt dồi dào này như thế nào.

Ngược lại, theo Bathala và Rao (1995), ở công ty có cơ hội tăng trưởng cao, công ty có nhiều cơ hội đầu tư và cổ đông thường bổ nhiệm các nhà điều hành bên trong công ty vào HĐQT để hòa hợp với các hoạt động thực tế cũng như các chiến lược của công ty. Do đó, cấu trúc độc lập trong HĐQT đã giảm đi và được

chuyển thành cấu trúc gắn kết (Lasfer, 2004). Ở công ty có cơ hội tăng trưởng cao, lợi điểm của quyền kiêm nhiệm sẽ gắn kết, hòa hợp các thành viên HĐQT cùng hướng về chiến lược phát triển công ty. Vì vậy, giả thuyết nghiên cứu trong phần này được xây dựng như sau:

Giả thuyết H_3 : Mối quan hệ giữa quyền kiêm nhiệm với hiệu quả hoạt động công ty phụ thuộc vào sự điều tiết của cơ hội tăng trưởng.

3.4. Tương tác giữa cơ hội tăng trưởng với kinh nghiệm của HĐQT

Hành vi của các nhà quản lý ở những công ty có cơ hội tăng trưởng cao là rất khó quan sát bởi vì các nhà quản lý độc chiếm những thông tin quan trọng và nắm bắt được nhiều cơ hội đầu tư (Smith và Watts, 1992; Lasfer, 2004). Do đó, ở những công ty có cơ hội tăng trưởng cao, cơ chế quản trị công ty nên tập trung vào cơ chế thúc đẩy, khích lệ vật chất thông qua thù lao và quyền chọn cổ phiếu hơn là cơ chế giám sát nội bộ (Gaver và Gaver, 1993). Ở các công ty có cơ hội tăng trưởng cao, HĐQT có nhiều kinh nghiệm không chỉ khích lệ các nhà quản lý chia sẻ thông tin mà còn xây dựng được phong cách làm việc nhóm, tư vấn chuyên gia, định hướng các cấp quản lý hoạt động hiệu quả trong khi vẫn tối đa hóa lợi ích cho cổ đông (Wegge và ctg, 2008).

Ngược lại, ở những công ty có cơ hội tăng trưởng thấp (trong giai đoạn bão hòa), HĐQT có nhiều kinh nghiệm đồng nghĩa với việc hạn chế khả năng sáng tạo và tư duy đột phá. Không những vậy, HĐQT có nhiều kinh nghiệm sẽ dẫn đến khuynh hướng bảo thủ và độc đoán. Khuynh hướng này làm giảm khả năng định hình và phát triển chiến lược kinh doanh mới, hạn chế trong cạnh tranh phát triển sản phẩm so với các đối thủ cạnh tranh liên quan, dẫn đến hiệu quả hoạt động công ty không được gia tăng. Từ các quan điểm trên, giả thuyết nghiên cứu đặt ra như sau:

Giả thuyết H₄: Ở các công ty có cơ hội tăng trưởng cao, kinh nghiệm của HĐQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty.

4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

4.1. Mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu được hình thành từ việc thu thập dữ liệu các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) giai đoạn 2006-2011. Mẫu nghiên cứu không bao gồm các ngân hàng, các công ty tài chính, bảo hiểm và quỹ đầu tư do hoạt động đặc thù cũng như quy định

pháp lý riêng cho các tổ chức này. Ngoài ra, các công ty niêm yết trên HOSE sẽ chịu những quy định khắt khe về điều kiện niêm yết (như: vốn điều lệ, hoạt động kinh doanh và giám sát bên ngoài) hơn so với những công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Do đó, về sơ khởi, mẫu nghiên cứu này đảm bảo chất lượng về số liệu phân tích.

4.2. Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở lược khảo các lý thuyết liên quan, nghiên cứu tiến hành xây dựng mô hình phân tích như sau:

Mô hình (1)

$$hieugua_{it} = \theta + \alpha(kiemnhiem)_{it} + \beta(kinhnghiem)_{it} + \lambda(quantricongty)_{it} + \gamma(kiemsoat)_{it} + \varepsilon_{it}$$

Mô hình (1) được sử dụng để ước lượng mối quan hệ giữa quyền kiểm nhiệm và kinh nghiệm của HĐQT đến hiệu quả hoạt động công ty đơn thuần. Sau đó, để xem xét liệu có tồn tại vai trò điều tiết của cơ hội tăng trưởng đến mối quan hệ này hay không, biến tương tác giữa cơ hội tăng trưởng với quyền kiểm nhiệm và kinh nghiệm của HĐQT sẽ lần lượt được đưa vào Mô hình (1). Cụ thể, nghiên cứu tiến hành ước lượng hệ số hồi quy của hai biến tích: (i) tác động hỗ tương giữa biến cơ hội tăng trưởng và biến quyền kiểm nhiệm

(*cohoitangtruong*kiemnhiem*) trong Mô hình (2); và (ii) tác động hỗ tương giữa biến cơ hội tăng trưởng và biến kinh nghiệm của HĐQT (*cohoitangtruong*kinhnghiem*) trong Mô hình (3). Áp dụng phương pháp của Sharma và ctg (1981), nếu hệ số hồi quy của hai biến tích này có ý nghĩa thống kê thì nghiên cứu có thể kết luận rằng, cơ hội tăng trưởng đã thực hiện vai trò điều tiết.

Kết quả ước lượng từ Mô hình (2) và Mô hình (3) dưới đây sẽ trả lời cho những nghi vấn này.

Mô hình (2)

$$hieugua_{it} = \theta + \alpha(kiemnhiem)_{it} + \beta(kinhnghiem)_{it} + \lambda(cohoitangtruong) + \gamma(cohoitangtruong*kiemnhiem)_{it} + \mu(quantricongty)_{it} + \omega(kiemsoat)_{it} + \varepsilon_{it}$$

Mô hình (3)

$$hieugua_{it} = \theta + \alpha(kiemnhiem)_{it} + \beta(kinhnghiem)_{it} + \lambda(cohoitangtruong) + \gamma(cohoitangtruong*kinhnghiem)_{it} + \mu(quantricongty)_{it} + \omega(kiemsoat)_{it} + \varepsilon_{it}$$

Các biến trong cả ba mô hình nghiên cứu gồm có: (i) biến phụ thuộc là hiệu quả hoạt động công ty (*hiequua*); (ii) biến giải thích bao gồm: quyền kiểm nhiệm (*kiemnhiem*), kinh nghiệm của HĐQT (*kinhnghiem*), cơ hội tăng trưởng (*cohoitangtruong*), cơ chế quản trị công ty (*quantricongty*) và (iii) các biến kiểm soát (*kiemsoat*). Trong nghiên cứu này, biến *hiệu quả hoạt động công ty, quyền kiểm nhiệm, kinh nghiệm của HĐQT* và *cơ hội tăng trưởng* là phần trọng tâm và sẽ được nghiên cứu tập trung phân tích.

4.2.1. Biến phụ thuộc (*hiequua*)

Nghiên cứu đo lường hiệu quả hoạt động công ty dựa trên giá trị sổ sách, cụ thể là tỷ số lợi nhuận trên tổng tài sản (Return

on Asset - ROA). Tỷ số ROA cho biết khả năng sử dụng tài sản như thế nào để tạo ra lợi nhuận và là một công cụ để đánh giá hiệu quả hoạt động của các nhà quản lý trong công ty. Theo lý thuyết người đại diện, có khả năng các nhà quản lý sẽ lãng phí tiền của, biến thủ tài sản công ty, từ đó làm phương hại cho lợi ích của cổ đông. Do đó, suất sinh lợi từ tài sản giảm là một dấu hiệu cho biết doanh nghiệp đó hoạt động không hiệu quả. Không dừng lại đó, Carter và ctg (2003) cho rằng tỷ số ROA là một tỷ số quan trọng, đại diện tốt cho hiệu quả hoạt động công ty. Tương tự như cách đo lường của Carter và ctg (2003), biến *hiequua* là tỷ số ROA được đo lường như sau:

$$hiequua = \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế và lãi vay}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Nghiên cứu sử dụng lợi nhuận trước thuế và lãi vay để kiểm soát mức ưu đãi về thuế và cấu trúc vốn ở các công ty có sự khác nhau. Do đặc trưng ngành nghề cũng như thời điểm niêm yết cổ phiếu, nên thuế suất và chi phí lãi vay sẽ khác nhau và ảnh hưởng khác nhau đến lợi nhuận của từng công ty. Vì vậy, với cách đo lường này, biến *hiequua* sẽ phản ánh tốt mức sinh lợi (hiệu quả hoạt động) của các doanh nghiệp.

4.2.2. Quyền kiểm nhiệm (*kiemnhiem*)

Quyền kiểm nhiệm được quy cho chủ tịch HĐQT đảm nhiệm chức danh tổng giám đốc công ty (Boyd, 1995). Quyền kiểm nhiệm luôn là đề tài tranh luận trong các công trình nghiên cứu về quản trị công ty. Tương tự, theo như cách đo lường

quyền kiểm nhiệm của Peni (2012) trong nghiên cứu này, quyền kiểm nhiệm được đo lường bằng biến giả và được xác định như sau:

- + *kiemnhiem* = 1; nếu chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm chức vụ tổng giám đốc
- + *kiemnhiem* = 0; nếu chủ tịch HĐQT không kiêm nhiệm chức vụ tổng giám đốc

4.2.3. Kinh nghiệm của Hội đồng quản trị (*kinhnghiem*)

Kinh nghiệm của thành viên HĐQT được đo lường bằng độ tuổi trung bình của các thành viên HĐQT. Tương tự như cách đo lường của Bonn và ctg (2004), Nakano và Nguyen (2011), độ tuổi trung bình của các thành viên HĐQT được xác định như sau:

$$kinhnghiem = \frac{\text{Tổng số tuổi của các thành viên HĐQT}}{\text{Số thành viên HĐQT}}$$

4.2.4. Cơ hội tăng trưởng (cohoitangtruong)

Trong nghiên cứu này, biến cơ hội tăng trưởng được kỳ vọng sẽ đóng vai trò là biến điều tiết. Theo Saunders và ctg (2009), biến điều tiết là biến làm thay đổi độ mạnh và dạng của mối quan hệ giữa biến độc lập với biến phụ thuộc. Cơ hội tăng trưởng cho biết sự phản ánh giá trị thị trường của cổ phiếu công ty so với giá

trị ghi sổ của vốn chủ sở hữu. Khi giá trị thị trường phản ánh cao hơn giá trị ghi sổ của vốn chủ sở hữu, điều này đồng nghĩa với cơ hội tăng trưởng của công ty cao và khuyến khích công ty huy động vốn để đầu tư thông qua kênh phát hành cổ phiếu. Tương tự như cách đo lường của Aivazian và ctg (2005), biến điều tiết là cơ hội tăng trưởng (cohoitangtruong) được đo lường qua hai bước:

Cơ hội tăng trưởng =
$$\frac{\text{Thị giá của vốn chủ sở hữu} + \text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Trong đó, thị giá của vốn chủ sở hữu được tính bằng giá giao dịch bình quân 12 tháng của giá đóng cửa vào thời điểm cuối tháng của cổ phiếu công ty niêm yết. Và:

- + cohoitangtruong = 1; nếu cơ hội tăng trưởng > 1 (cơ hội tăng trưởng cao)
- + cohoitangtruong = 0; nếu cơ hội tăng trưởng < 1 (cơ hội tăng trưởng thấp)

Ngoài các biến được nghiên cứu chính như vừa đề cập trên, nghiên cứu sử dụng các biến giải thích đại diện cho cơ chế quản trị công ty (quantricongty) bao gồm: quy mô HĐQT (thanhvien), thành viên nữ trong HĐQT (nugioi), trình độ

học vấn của HĐQT (hocvan), thành viên HĐQT không điều hành (doclap), thù lao của HĐQT (thulao), tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT (sohuu) và cổ đông lớn (codong). Không những vậy, các biến kiểm soát (kiemsoat) gồm: quy mô công ty (quymo); số năm thành lập (thanhlap); đòn bẩy tài chính (donbay); sở hữu nhà nước (nhanuoc); ngành hoạt động (nhomnganh) và năm tài chính (nam) cũng được sử dụng trong mô hình.

Bảng 1 dưới đây sẽ cụ thể hóa các khái niệm cũng như cách đo lường các biến nghiên cứu được sử dụng trong các mô hình phân tích.

Bảng 1. Bảng mô tả các biến đo lường được sử dụng trong nghiên cứu

Tên biến	Định nghĩa	Cách đo lường
Biến phụ thuộc		
hieiqua	hiệu quả hoạt động công ty	(lợi nhuận trước thuế và lãi vay)/tổng tài sản
Biến giải thích		
kiemnhiem	quyền kiêm nhiệm	kiemnhiem = 1; nếu chủ tịch HĐQT cũng là tổng giám đốc, ngược lại kiemnhiem = 0
kinhnghiem	kinh nghiệm của HĐQT	số tuổi trung bình của HĐQT
cohoitangtruong	Cơ hội tăng trưởng	Cơ hội tăng trưởng = (Thị giá của vốn chủ sở hữu + tổng nợ)/Tổng tài sản Có giá trị là 1 khi cơ hội tăng trưởng lớn hơn 1 (cơ hội tăng trưởng cao) và ngược lại có giá trị là 0 (cơ hội tăng trưởng thấp)
thanhvien	quy mô Hội đồng quản trị	số thành viên có trong HĐQT

<i>nugioi</i>	thành viên nữ trong HĐQT	số thành viên nữ có trong HĐQT
<i>hocvan</i>	trình độ học vấn	số thành viên HĐQT có bằng Sau đại học
<i>doclap</i>	thành viên HĐQT không điều hành	số thành viên HĐQT không điều hành
<i>thulao</i>	thù lao HĐQT	logarit tự nhiên của $[1 + (\text{tổng thù lao của HĐQT})/(\text{số thành viên HĐQT})]$
<i>sohuu</i>	tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT	$(\text{số cổ phiếu của HĐQT})/(\text{số cổ phiếu lưu hành})$
<i>codong</i>	cổ đông lớn	$codong = 1$; nếu công ty có cổ đông lớn nắm giữ hơn 5% vốn và không là cổ đông nhà nước, ngược lại $codong = 0$
Biến kiểm soát		
<i>quymo</i>	quy mô công ty	logarit tự nhiên của tổng tài sản
<i>thanhlap</i>	số năm thành lập công ty	logarit tự nhiên số năm thành lập công ty
<i>nhanuoc</i>	sở hữu nhà nước	$nhanuoc = 1$; nếu công ty có phần vốn nhà nước, ngược lại $nhanuoc = 0$
<i>donbay</i>	đòn bẩy tài chính	tổng nợ trên vốn chủ sở hữu
<i>nhomnganh</i>	nhóm ngành hoạt động	biến giả nhóm ngành hoạt động
<i>nam</i>	năm tài chính	biến giả năm tài chính

5. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

5.1. Thống kê mô tả

Mẫu nghiên cứu được hình thành từ việc thu thập dữ liệu của 77 công ty niêm yết trên HOSE, tổng cộng có 325 số quan sát trong giai đoạn 2006-2011. Đồng thời, các nhóm ngành trong mẫu nghiên

cứu được dựa trên chuẩn phân ngành của Cục thống kê liên bang Mỹ (U.S. Census Bureau, 2008) với bộ thông số của hệ thống phân ngành công nghiệp Bắc Mỹ (North American Industrial Classification System - NAICS). Dưới đây là Bảng 2, bảng thống kê mô tả các biến quan sát.

Bảng 2. Bảng thống kê mô tả các biến quan sát

Biến quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
<i>hieugia</i>	11.8%	7.8%	-19.2%	39.5%
<i>kiemnhiem</i>	51.4%	50.1%	0	1
<i>kinhnghiem</i>	48.36	4.19	35.8	61.6
<i>cohoitangtruong</i>	0.53	0.5	0	1
<i>thanhvien</i>	5.85	1.29	5	11
<i>nugioi</i>	0.88	1.04	0	7
<i>hocvan</i>	1.48	1.31	0	6
<i>doclap</i>	2.67	1.34	0	7
<i>thulao</i>	98.38	104.92	0	666.11
<i>sohuu</i>	9.8%	13.2%	0.0%	58.1%
<i>codong</i>	65.8%	47.5%	0	1

Nguồn: Bao gồm 325 số quan sát, được thể hiện qua 77 công ty niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2006 - 2011.

5.2. Kết quả thực nghiệm

Nghiên cứu sử dụng phương pháp bình phương bé nhất tổng quát khả thi (Feasible General Least Square - FGLS) để ước lượng các hệ số hồi quy. Theo Wooldridge (2002), việc sử dụng phương pháp FGLS tốt hơn so với phương pháp Pooled OLS vì phương pháp FGLS kiểm soát được hiện tượng phương sai của sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan của phần dư. Ngoài ra, nghiên cứu cũng kiểm

soát hiện tượng đa cộng tuyến thông qua chỉ số VIF. Nếu chỉ số VIF lớn nhất của các biến giải thích nhỏ hơn 5, dấu hiệu này cho thấy ít khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến (Gujarati, 2004). Chỉ số VIF lớn nhất của các biến độc lập trong nghiên cứu này là 1.69 và nhỏ hơn rất nhiều so với 5. Do đó hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu là không đáng kể. Dưới đây là Bảng 3, bảng trình bày kết quả nghiên cứu.

Bảng 3. Bảng kết quả hồi quy (phương pháp FGLS)

Biến quan sát	Biến phụ thuộc: <i>hieugia</i>		
	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)
<i>Hằng số</i>	-0.0753	-0.0602	0.0035
<i>kiemnhiem</i>	0.0243 ***	0.0138	0.0228 **
<i>kinhnghiem</i>	0.0020 *	0.0020 *	0.0005
<i>cohoitangtruong</i>		-0.0013	-0.1886 **
<i>cohoitangtruong x kiemnhiem</i>		0.0215 **	
<i>cohoitangtruong x kinhnghiem</i>			0.0041 ***
<i>thanhvien</i>	-0.0065 *	-0.0065 *	-0.0066 **
<i>nugioi</i>	0.0177 ***	0.0167 ***	0.0187 ***
<i>hocvan</i>	-0.0060	-0.0058	-0.0064 *
<i>doclap</i>	0.0012	0.0018	0.0009
<i>thulao</i>	0.0119 ***	0.0129 ***	0.0133 ***
<i>sohuu</i>	0.0229	0.0305	0.0350
<i>codong</i>	-0.0110	-0.0106	-0.0116
<i>quymo</i>	0.0063	0.0049	0.0058
<i>thanhlap</i>	0.0042	0.0044	0.0049
<i>nhanuoc</i>	0.0091	0.0103	0.0073
<i>donbay</i>	-0.0210 ***	-0.0205 ***	-0.0218 ***
<i>nhomnganh</i>	có kiểm soát	có kiểm soát	có kiểm soát
<i>nam</i>	có kiểm soát	có kiểm soát	có kiểm soát
Số quan sát	325	325	325
R ² adj.	25.42%	28.22%	28.95%
Durbin-Watson	1.76	1.74	1.75

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Trong Mô hình (1), hệ số hồi quy của biến *kiemnhiem* mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% (0.0243; $p < 0.01$). Với kết quả này, nghiên cứu bác bỏ giả thuyết H_1 : *quyền kiểm nhiệm tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động công ty*. Cũng trong Mô hình (1), hệ số hồi quy của biến *kinhnghiem* mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10% (0.0020; $p < 0.10$). Kết quả này làm cơ sở cho việc chấp nhận giả thuyết H_2 : *kinh nghiệm của HĐQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty*.

Kết quả hồi quy ở Mô hình (2) cho thấy, hệ số tương tác giữa biến *cohoitangtruong* với biến *kiemnhiem* mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5% (0.0215; $p < 0.05$). Kết quả này chấp nhận giả thuyết H_3 : *Mối quan hệ giữa quyền kiểm nhiệm với hiệu quả hoạt động công ty phụ thuộc vào sự điều tiết của cơ hội tăng trưởng*. Cụ thể, ở những công ty có cơ hội tăng trưởng cao, hiệu quả hoạt động công ty sẽ gia tăng khi chủ tịch HĐQT kiểm nhiệm chức vụ tổng giám đốc.

Tương tự, kết quả từ Mô hình (3) cho thấy, tương tác giữa cơ hội tăng trưởng với kinh nghiệm của HĐQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty với mức ý nghĩa 1% (0.0041; $p < 1\%$). Kết quả này dẫn đến việc chấp nhận giả thuyết H_4 : *ở những công ty có cơ hội tăng trưởng cao, kinh nghiệm của HĐQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty*.

6. KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH

Kết quả nghiên cứu đã tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa quyền kiểm nhiệm, kinh nghiệm của HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty. Đồng thời, mối quan hệ này còn chịu ảnh hưởng từ vai trò điều tiết của cơ hội tăng trưởng.

6.1. Quyền kiểm nhiệm và vai trò điều tiết của cơ hội tăng trưởng

Từ kết quả thực nghiệm, hiệu quả hoạt động công ty sẽ gia tăng khi có sự hiện hữu về quyền kiểm nhiệm. Kết quả này trái ngược với kỳ vọng ban đầu đặt ra. Nguyên nhân có thể do đặc thù về văn hóa cũng như phong cách quản lý ở Việt Nam có sự khác biệt so với thông lệ quốc tế, đó là “*khoảng cách quyền lực cao*” (Truong và ctg, 1998). Đồng thời, theo lý thuyết quản trị, quyền kiểm nhiệm sẽ trao cho nhà quản lý quyền hành và khả năng tự quyết cao, tạo ra một phong thái lãnh đạo rõ ràng và dứt khoát, từ đó gia tăng hiệu quả hoạt động công ty. Kết quả này được hỗ trợ từ lý thuyết quản trị và nghiên cứu của Donaldson và Davis (1991), Peni (2012), Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2013).

Ngoài ra, tác động của quyền kiểm nhiệm đến hiệu quả hoạt động công ty phụ thuộc vào cơ hội tăng trưởng. Cụ thể, ở Việt Nam, những công ty có cơ hội tăng trưởng cao, đồng nghĩa với việc công ty có nhiều dự án đầu tư, cấu trúc kiểm nhiệm sẽ gắn kết, hòa hợp các thành viên HĐQT với các nhà quản lý cùng hướng về chiến lược phát triển công ty. Trong khi đó, ở những công ty có cơ hội tăng trưởng thấp (lưu lượng tiền mặt dồi dào đáng kể), quá nhiều quyền lực tập trung vào một cá nhân sẽ dẫn đến những đòi hỏi đặc quyền cá nhân vượt mức và điều này sẽ ngăn cản lợi ích chung, làm giảm hiệu quả hoạt động công ty.

6.2. Kinh nghiệm của HĐQT và vai trò điều tiết của cơ hội tăng trưởng

Kinh nghiệm của HĐQT có mối quan hệ tích cực với hiệu quả hoạt động công ty. Thành viên HĐQT có nhiều kinh nghiệm (thể hiện qua độ tuổi trung bình cao) đại diện cho vốn hiểu biết, kinh nghiệm tích lũy đa dạng sẽ rất hữu ích giúp công ty tồn tại và phát triển. Kết quả nghiên cứu được hỗ trợ từ lý thuyết ràng buộc các nguồn lực và nghiên cứu của Francis và ctg (2012).

Không những vậy, kết quả thực nghiệm còn cho thấy, tương tác giữa cơ hội tăng trưởng với kinh nghiệm của HĐQT ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động công ty. Thực tế ở Việt Nam cho thấy, những công ty có cơ hội tăng trưởng thấp, đồng nghĩa với thị trường hoạt động của công ty đã bão hòa, cần một sự cách tân mới về sản phẩm cũng như chiến lược kinh doanh. Do đó, khi công ty có ít cơ hội tăng trưởng, những thành viên HĐQT có độ tuổi trung bình cao chưa phải là một lợi thế vì các thành viên này hạn chế khả năng tư duy đột phá, phản ứng chậm với những thay đổi của thị trường, dẫn đến làm giảm hiệu quả hoạt động công ty.

6.3. Gợi ý chính sách

Nghiên cứu này được thực hiện với mục đích gia tăng sự hiểu biết của các công ty niêm yết khi xây dựng cơ chế quản trị công ty nói chung cũng như cấu trúc

HĐQT nói riêng. Do đó, các công ty niêm yết nên tham khảo kết quả thực nghiệm trong nghiên cứu này để có thể áp dụng thích hợp khi xây dựng cơ chế quản trị công ty một cách linh hoạt, năng động và hiệu quả.

Bằng thực nghiệm, kết quả nghiên cứu đã minh chứng quyền kiểm nhiệm và kinh nghiệm của HĐQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty. Mặt khác sự tác động này còn chịu ảnh hưởng từ vai trò điều tiết của cơ hội tăng trưởng. Vì vậy, các công ty cần đánh giá, định vị lại vị thế cạnh tranh của mình để xác định bản thân doanh nghiệp đang thật sự có cơ hội tăng trưởng. Từ đó, doanh nghiệp tiến hành xây dựng cấu trúc HĐQT một cách phù hợp. Cụ thể, khi cơ hội tăng trưởng của công ty thấp, công ty không nên xây dựng cấu trúc quyền kiểm nhiệm cũng như không nên duy trì HĐQT có độ tuổi trung bình cao.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Aivazian, V., A., Ge, Y. and Qiu, J. (2005), "The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence". *Journal of Corporate Finance*, 11, 277-291.
2. Bantel, K., A. and Jackson, S., E. (1989), "Top management and innovations in banking: Does the composition of the top team make a difference?", *Strategic Management Journal*, 10(S1), 107-124.
3. Bathala, C., T. and Rao, R., P. (1995), "The determinants of board composition: An agency theory perspective". *Managerial and Decision Economics*, 16(1), 59-69.
4. Bhagat, S. and Black, B. (2002), "The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance". *Journal of Corporation Law*, 27(2), 231-273.
5. Bonn, I., Yoshikawa, T. and Phan, P. (2004), "Effects of Board Structure on Firm Performance: A Comparison Between Japan and Australia". *Asian Business & Management*, 3(1), 105-125.
6. Boyd, B., K. (1995), "Ceo Duality and Firm Performance: A Contingency Model". *Strategic Management Journal*, 16(4), 301-312.
7. Burke, D., M. and Light, L., L. (1981), "Memory and Aging: The Role of Retrieval Processes". *Psychological Bulletin*, 90(3), 513-546.
8. Cadbury, R. (1992), "Report of the committee on the financial aspects of corporate governance". London: Gee Publishing Ltd.

9. Carter, D., A., Simkins, B., J. and Simpson, W., G. (2003), "Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value". *The Financial Review*, 38(1), 33-53.
10. Chen, C., W., Lin, J., B. and Yi, B. (2008), "CEO Duality and Firm Performance: An Endogenous Issue". *Corporate Ownership and Control*, 6(1), 58-65.
11. 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.
12. Fama, E., F. and Jensen, M. C. (1983), "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*, 15(2), 301-325.
13. Francis, B., Hassan, I. and Wu, Q. (2012), "Do corporate boards affect firm performance? New evidence from the financial crisis". Bank of Finland Research: Discussion Papers No. 11-2012.
14. Gaver, J., J. and Gaver, K., M. (1993), "Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies". *Journal of Accounting and Economics*, 16, 125-160.
15. Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A. (2003), "Corporate governance and equity prices". *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
16. Gujarati, D. (2004), "Basic Econometrics". 4th Ed., India: Tata McGraw Hill.
17. Guthrie, J., P. and Olian, J., D. (1991), "Does context affect staffing decision? The case of general managers". *Personnel Psychology*, 44(2), 263-292.
18. Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. (1988), "The Determinants of Board Composition". *RAND Journal of Economics*, 19(4), 589-606.
19. Hutchinson, M. (2002). "An analysis of the association between firms' investment opportunities, board composition and firm performance". *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 9(1), 17-38.
20. Hutchinson, M. and Gul, F. A. (2004), "Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance". *Journal of Corporate Finance*, 10(4), 595-614.
21. Jensen, M., C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
22. Jensen, M., C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure of Internal Control Systems". *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
23. Kang, H., Cheng, M. and Gray, S., J. (2007), "Corporate governance and board composition: Diversity and independence of Australian Boards". *Corporate Governance*, 15(2), 194-207.
24. Klapper, L., F. and Love, I. (2004), "Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets". *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
25. Lasfer, M., A. (2004), "On The Monitoring Role of the Board of Directors: The Case of the Adoption of Cadbury Recommendations in the UK". *Corporate Governance: Advances in Financial Economics*, 9, 287-326.
26. Nakano, M. and Nguyen, P. (2011), "Do older boards affect firm performance? An empirical analysis based on Japanese firms". Working Paper. Có thể download từ: <http://ssrn.com/abstract=1879250>.

27. Peni, E. (2012), “CEO and Chairperson characteristics and firm performance”. *Journal of Management and Governance*, Published online: 20 June 2012.
28. Rechner, P., L. and Dalton, D., R. (1989), “The Impact of CEO as Board Chairperson on Corporate Performance: Evidence vs. Rhetoric”. *The Academy of Management Executive*, 3(2), 141-143.
29. Saunders, M., Thornhill, A. and Lewis, P. (2009), “*Research Methods for Business Students*”. 5th Ed., Harlow: FT Prentice Hall.
30. Sharma, S., Durand, R., M. and Gur-Arie, O. (1981), “Identification and Analysis of Moderator Variables”. *Journal of Marketing Research*, 18(3), 291-300.
31. Smith, C., W. and Watts, R., L. (1992), “The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies”. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263-292.
32. Solomon, J. (2004), “*Corporate governance and accountability*”. 1st Ed., New York: John Wiley & Sons Inc.
33. 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.
34. Tsui, J., Jaggi, B. and Gul, F., A. (2001), “CEO Domination, Growth Opportunities, and their Impact on Audit Fees”. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 16(3), 189-208.
35. U.S. Census Bureau (2008), “2007 NAICS Definitions”. Lưu trữ ngày 10/03/2008, tại:
36. <http://www.census.gov/eos/www/naics/htmls/4/448110.htm>
37. Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2013), “Tác động của đặc điểm Hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động công ty: Minh chứng từ Việt Nam”. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, Số 188(II), 68-75.
38. Vroom, V. and Pahl, B. (1971), “Relationships between age and risk-taking among managers”. *Journal of Applied Psychology*, 55(5), 399-405.
39. Wegge, J. et al (2008), “Age and Gender Diversity as Determinants of Performance and Health in a Public Organization: The Role of Task Complexity and Group Size”. *Journal of Applied Psychology*, 93(6), 1301-1313.
40. Wooldridge, J., M., (2002), “*Introductory Econometrics: A Modern Approach*”. 2nd Ed., South-Western College.

(Ngày nhận bài: 10/04/2013; Ngày phản biện: 09/05/2013; Ngày chấp nhận đăng: 27/05/2013).