
ẢNH HƯỞNG CỦA QUYỀN LỰC GIÁM ĐỐC ĐIỀU HÀNH ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Ngô Mỹ Trân

Khoa Kinh tế, Trường Đại học Cần Thơ

Email: nmtran@ctu.edu.vn

Lê Tấn Nghiêm

Khoa Kinh tế, Trường Đại học Cần Thơ

Email: tanngkiem@ctu.edu.vn

Ngô Trung Hiếu

Cựu học viên Cao học QTKD, Khoa Kinh tế, Trường Đại học Cần Thơ

Email: ntrhieu92@gmail.com

Mã bài: JED - 744

Ngày nhận bài: 21/06/2022

Ngày nhận bài sửa: 29/07/2022

Ngày duyệt đăng: 01/08/2022

Tóm tắt

Bài nghiên cứu này phân tích ảnh hưởng của quyền lực Giám đốc điều hành đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam dựa trên số liệu thu thập từ 550 công ty giai đoạn 2016-2020. Kết quả phân tích bằng phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát (GLS) cho thấy các khía cạnh đều tác động đến hiệu quả tài chính và có hai khía cạnh quyền lực (quyền lực cơ cấu và quyền lực chuyên môn) tác động theo hướng kỳ vọng của giả thuyết nghiên cứu. Dựa vào kết quả phân tích, hàm ý quản trị đã được đề xuất đối với các công ty niêm yết như công ty nên xem xét tách bạch vị trí Giám đốc điều hành và Chủ tịch Hội đồng quản trị, gia tăng tỷ lệ sở hữu cổ phần của giám đốc điều hành, tăng thêm số năm nắm giữ vị trí giám đốc điều hành nếu hiệu quả tài chính tốt hơn.

Từ khóa: Hiệu quả tài chính, quyền lực cơ cấu, quyền lực chuyên môn, quyền lực Giám đốc điều hành, thị trường chứng khoán.

JEL: G30, G34, M10, M12

Impact of CEO power on the financial efficiency of listed companies on the Vietnamese stock market

Abstract

The study analyzes the influence of CEO power on the financial performance of companies listed on the Vietnamese stock market based on data collected from 550 companies in the period from 2016 to 2020. The analysis results estimated by the method of generalized least squares (GLS) showed that research there were two aspects of power including structural power and expert power that influence on financial performance. Based on the findings, the authors propose several managerial implications for companies such as considering the separate positions of CEO and Chairman of the Board of Directors, increasing the share ownership ratio of the CEO and increasing the number of years holding the position of CEO if the financial performance is better.

Keywords: Financial efficiency, structural power, expert power, CEO power, stock market.

JEL: G30, G34, M10, M12.

1. Đặt vấn đề

Nguồn lực về nhân sự hay nguồn nhân lực có vai trò trung tâm điều hành và sử dụng phối hợp các nguồn lực khác nhằm tạo ra và nâng cao giá trị của các công ty. Một vai trò không thể không kể đến là nhóm nhà quản trị hàng đầu (Top management team-TMT) và đặc biệt Giám đốc điều hành (Chief Executive Officer-CEO). CEO hay Giám đốc điều hành được hiểu là người chịu trách nhiệm toàn bộ hoạt động điều hành của doanh nghiệp nhằm thực hiện mục tiêu và chiến lược của công ty. Các giám đốc điều hành lừng danh trên thế giới như Mark Zuckerberg (CEO Facebook), Elon Musk (CEO Tesla) hay Jeff Bezos (CEO Amazon) đã nâng giá trị các công ty từ các công ty khởi sự thành các đế chế tỷ đô như Facebook, Tesla hay Amazon.

Trong các năm gần đây, nghiên cứu sự ảnh hưởng của quyền lực giám đốc điều hành đến hiệu quả tài chính hay giá trị doanh nghiệp ngày càng nhiều như nghiên cứu của Fang & cộng sự (2020) hay Sheikh (2018). Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu về sự ảnh hưởng này chưa có sự nhất quán. Khi xem xét đến các khía cạnh khác nhau thì có tác động khác nhau. Khi có kiểm soát của Hội đồng quản trị và việc sở hữu, quyền lực của giám đốc điều hành có tác động nghịch chiều với hiệu quả tài chính của công ty (Veprauskaite & Adams, 2013). Phan Bùi Gia Thủy & cộng sự (2017) cho biết rằng khi giám đốc điều hành sở hữu dưới 30,18% cổ phần của công ty thì giám đốc điều hành sử dụng quyền lực sở hữu để tạo ra giá trị cho công ty và khi tỷ lệ sở hữu trên 30,18% thì mối quan hệ tác động của quyền lực giám đốc điều hành và hiệu quả công ty không tồn tại. Chiu & cộng sự (2021) cho thấy giám đốc điều hành với kiến thức cao sẽ có kết quả tốt hơn vì sẽ sử dụng quyền lực để kết hợp các nguồn lực một cách hợp lý.

Với việc phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam kể từ khi bắt đầu hoạt động năm 2000, số lượng công ty niêm yết của 2 sở giao dịch chứng khoán là Sở Giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) ngày càng tăng và số lượng giao dịch được khớp lệnh hàng ngày càng nhiều. Trên thế giới, các nghiên cứu về quyền lực giám đốc điều hành có ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các công ty như Adams & cộng sự (2005), Arosa & cộng sự (2013), Ting & cộng sự (2017), DeBoskey & cộng sự (2019) hay Fang & cộng sự (2020)... Đối với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, các nghiên cứu về quyền lực giám đốc điều hành còn hạn chế mà chủ yếu tập trung vào sự kiêm nhiệm Tổng giám đốc và Chủ tịch Hội đồng quản trị (Phạm Đức Huy, 2020; Hoàng Hải Yến, 2020). Nghiên cứu này phân tích bổ sung thêm các khía cạnh quyền lực khác của giám đốc điều hành. Do đó, việc thực hiện nghiên cứu này sẽ làm phong phú thêm bằng chứng thực nghiệm về sự ảnh hưởng của quyền lực giám đốc điều hành đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết.

2. Cơ sở lý thuyết và mô hình nghiên cứu

Đề đo lường khía cạnh quyền lực, bài nghiên cứu sử dụng các biến đại diện được mô tả theo Finkelstein (1992) và các nghiên cứu trước đây như quyền lực cơ cấu đại diện bởi sự kiêm nhiệm (DeBoskey & cộng sự, 2019, Sheikh, 2018), tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của giám đốc điều hành sẽ đại diện cho quyền lực sở hữu (Fang & cộng sự, 2020, Veprauskaite & Adams, 2013), quyền lực chuyên môn sẽ đại diện bằng nhiệm kỳ của giám đốc điều hành (DeBoskey & cộng sự, 2019, Sheikh, 2018) và quyền lực uy tín đại diện bằng trình độ học vấn của giám đốc điều hành (Fang & cộng sự, 2020).

2.1. Quyền lực cơ cấu và hiệu quả tài chính

Theo quan điểm lý thuyết đại diện, các doanh nghiệp cần tách bạch quyền sở hữu và quyền quản lý trong công ty. Khi được tách bạch chức danh giám đốc điều hành và chủ tịch Hội đồng quản trị thì Hội đồng quản trị sẽ thực hiện vai trò giám sát hoạt động của doanh nghiệp và phục vụ cao nhất lợi ích của cổ đông. Giám đốc điều hành được giám sát điều hành bởi Hội đồng quản trị thì sẽ hạn chế các quyền ra quyết định phục vụ mục đích cá nhân như thù lao, danh vọng. Mối quan hệ giữa giám đốc điều hành và Hội đồng quản trị theo quan điểm đại diện thể hiện việc kiêm nhiệm sẽ làm giảm hiệu quả khi một thành viên nắm giữ hai chức danh có quyền lực rất lớn trong doanh nghiệp. Ủng hộ quan điểm lý thuyết đại diện, kết quả nghiên cứu của Veprauskaite & Adams (2013), Hoàng Dương Việt Anh & Lê Thùy Dung (2019) cho rằng sự kiêm nhiệm sẽ tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, Davis & cộng sự (1997) và Nguyen & cộng sự (2018) cho rằng sự kiêm nhiệm sẽ nâng cao hiệu quả tài chính vì sự kiêm nhiệm thúc đẩy sự lãnh đạo vững chắc mạnh mẽ và cho phép phản ứng nhanh chóng với các thách thức bên ngoài.

Mặc dù, có nhiều nghiên cứu cho thấy quyền lực cơ cấu (Structural power) thông qua sự kiêm nhiệm tác động không đồng nhất đến hiệu quả tài chính của công ty. Tuy nhiên, tại môi trường hoạt động, thể chế của

Việt Nam, các công ty thực hiện tách bạch quyền sở hữu và quyền quản lý của Chủ tịch Hội đồng quản trị nhằm nâng cao hiệu quả tài chính của công ty. Mặt khác, sự tách bạch này phù hợp với quy định của Chính phủ theo Nghị định 155/2020/NĐ-CP. Điều này làm giảm quyền lực cơ cấu của giám đốc điều hành. Với phân tích trên, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra như sau:

H₁: Quyền lực cơ cấu của giám đốc điều hành có ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả tài chính

2.2. Quyền lực sở hữu và hiệu quả tài chính

Quyền lực sở hữu (Ownership power) của giám đốc điều hành được đo lường bởi tỷ lệ sở hữu vốn của giám đốc điều hành (Fang & cộng sự, 2020). Dựa vào số lượng cổ phần sở hữu bởi các giám đốc điều hành thì quyền sở hữu của giám đốc điều hành được gắn với hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Giám đốc điều hành vừa là người lao động vừa là chủ sở hữu đối với số vốn đóng góp nên sẽ tối đa hoá lợi nhuận thông qua tận dụng các nguồn lực trong doanh nghiệp, thậm chí khai thác quá mức nguồn lực. Đối với việc đồng sở hữu doanh nghiệp, giám đốc điều hành sẽ khai thác quá mức nguồn lực trong doanh nghiệp và mở rộng nguồn lực bên ngoài nên hiệu quả tài chính ở doanh nghiệp sẽ kém hơn với các doanh nghiệp có giám đốc điều hành không sở hữu cổ phần (Phan Thanh Tú & cộng sự., 2018). Anderson & Reeb (2003) và Fang & cộng sự (2020) đưa ra kết quả phân tích cho thấy việc sở hữu vốn làm gia tăng hiệu quả tài chính của công ty. Tại Việt Nam, Hoàng Hải Yên (2020) cho thấy giám đốc điều hành sở hữu cổ phiếu của công ty sẽ làm suy giảm hiệu quả tài chính của các công ty gia đình. Trong khi đó, Phan Bùi Gia Thủy & cộng sự (2017) phát hiện rằng sự tác động của sở hữu vốn là phi tuyến tính với hiệu quả tài chính.

Sự gia tăng tỷ lệ sở hữu cổ phần sẽ làm tăng quyền lực sở hữu của giám đốc điều hành, ở Việt Nam, tác giả kỳ vọng với quyền lực sở hữu cao thì giám đốc điều hành sẽ theo đuổi những mục tiêu riêng nhằm nâng cao lợi ích cá nhân. Như vậy, giả thuyết thứ hai được đề xuất như sau:

H₂: Quyền lực sở hữu của giám đốc điều hành có ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả tài chính

2.3. Quyền lực chuyên môn và hiệu quả tài chính

Quyền lực chuyên môn (Expert power) yêu cầu kiến thức và hiểu biết về tất cả hoạt động và môi trường kinh doanh của công ty, quyền lực này sẽ có ưu thế hơn trong quá trình ra quyết định của Hội đồng quản trị (Firstenberg & Malkiel, 1994). Greve & Mitsuhashi (2007) cho rằng nhiệm kỳ dài hơn sẽ có cơ hội cho các giám đốc điều hành tích lũy kiến thức để tạo ra quyền lực phi chính và những người có giám đốc điều hành lâu năm hơn sẽ có quyền lực hơn, thiết lập các sáng kiến thay đổi chiến lược của công ty. Các giám đốc điều hành tại vị cũng có được quyền lực bằng cách có thể kiểm soát tốt hơn các thông tin, phân bổ tài nguyên hợp lý (Buchholtz & cộng sự, 1998). Lewellyn & Muller-Kahle (2017) cho rằng với nhiệm kỳ dài hơn, các giám đốc điều hành đã có nhiều thời gian và cơ hội hơn để xây dựng các mối quan hệ giữa cá nhân và tăng độ uy tín để trở thành một nhà lãnh đạo hiệu quả.

Ting & cộng sự (2017) và Fang & cộng sự (2020) sau khi phân tích dữ liệu của các ngân hàng ở Trung Quốc đều cho rằng quyền lực chuyên môn, cụ thể là nhiệm kỳ của giám đốc điều hành, cải thiện hiệu quả ngân hàng thông qua các biến đại diện. Nguyen & cộng sự (2018) có kết quả phân tích cho rằng nhiệm kỳ của giám đốc điều hành có tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính trong các công ty có cơ hội tăng trưởng. Arosa & cộng sự (2013) cũng cho cùng kết quả khi nhiệm kỳ giám đốc điều hành có tác động ngược chiều với hiệu quả tuy nhiên số liệu không có ý nghĩa thống kê.

Với môi trường hoạt động đa dạng theo ngành nghề ở Việt Nam, bài nghiên cứu kỳ vọng rằng nhiệm kỳ của giám đốc điều hành tăng sẽ tạo cơ hội cho họ tích lũy nhiều hơn kiến thức chuyên ngành, từ đó có thể giúp công ty nâng cao hiệu quả tài chính. Vì vậy, giả thuyết thứ ba được đặt ra là:

H₃: Quyền lực chuyên môn của giám đốc điều hành có ảnh hưởng cùng chiều đến hiệu quả tài chính

2.4. Quyền lực uy tín và hiệu quả tài chính

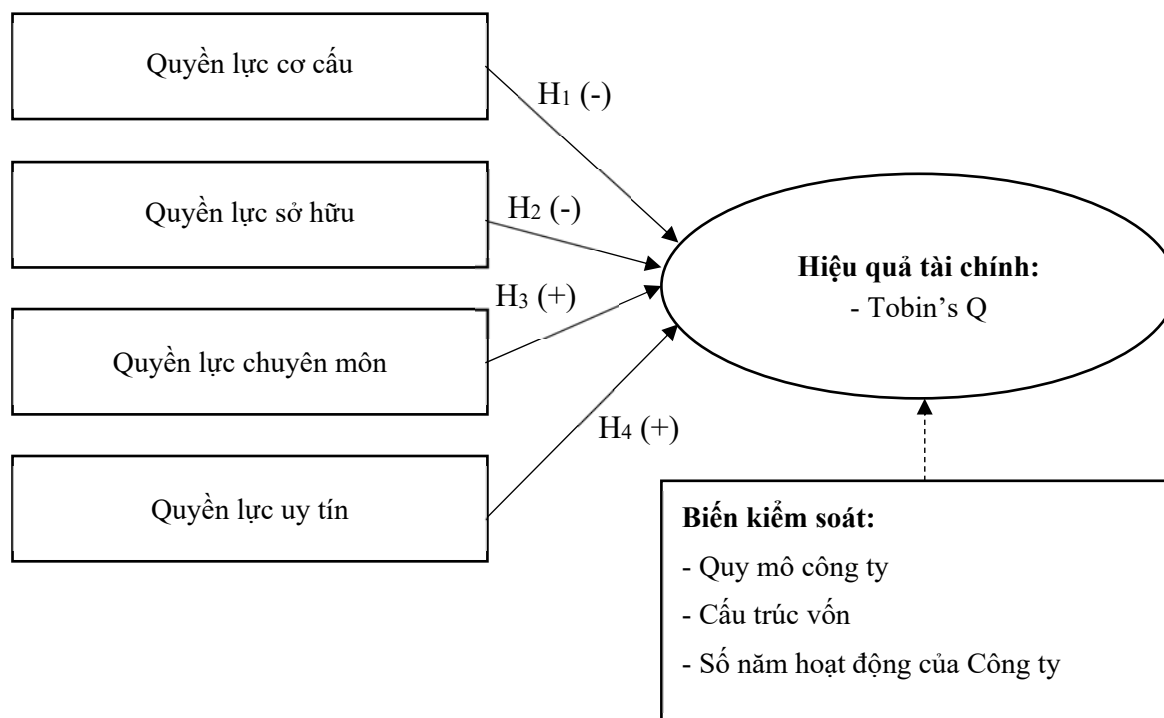
Quyền lực uy tín (Prestige Power) liên quan đến khả năng của giám đốc điều hành trong việc xử lý sự không chắc chắn từ môi trường thể chế. Học vấn ưu tú là biến thường được sử dụng để đo lường quyền lực uy tín của giám đốc điều hành. Các nhà quản lý cấp cao với nền tảng giáo dục ưu tú có thể có ảnh hưởng lớn hơn trong hội đồng cổ đông (Finkelstein, 1992, Fang & cộng sự, 2020). Vì vậy, khi giám đốc điều hành có được bằng Thạc sỹ hay cao hơn được xem như thuộc vào nhóm giáo dục ưu tú và có quyền lực uy tín cao hơn trong công ty. Đối với Việt Nam, Quốc hội (2020) không quy định tiêu chuẩn khi bổ nhiệm giám đốc

điều hành phải có bằng MBA hay tốt nghiệp với trình độ Sau Đại học. Như vậy, bài nghiên cứu kỳ vọng giám đốc điều hành có bằng Thạc sỹ trở lên thì quyền lực uy tín của giám đốc điều hành cao hơn góp phần nâng cao hiệu quả tài chính của công ty thông qua vận dụng kiến thức và các mối quan hệ xã hội có được trong quá trình đào tạo. Từ đó, giả thuyết đặt ra đối với quyền lực uy tín như sau:

H_4 : Quyền lực uy tín của giám đốc điều hành có ảnh hưởng cùng chiều đến hiệu quả tài chính

Từ giả thuyết nghiên cứu, mô hình nghiên cứu như trình bày tại Hình 1.

Hình 1: Mô hình nghiên cứu đề xuất



3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Phương pháp thu thập số liệu

Nghiên cứu này được thực hiện với số liệu thu thập từ các báo cáo của các công ty niêm yết trên HOSE và HNX như Báo cáo tài chính, báo cáo thường niên, báo cáo quản trị và nghị quyết Đại hội cổ đông.

Trong quá trình thu thập dữ liệu, các công ty do không đáp ứng một trong các tiêu chuẩn sau sẽ bị loại bỏ: (1) Các công ty có ngày giao dịch đầu tiên từ ngày 01/01/2016 đến ngày 31/12/2020 được xem xét và đưa vào mô hình nghiên cứu vì phạm vi thời gian là từ năm 2016 đến năm 2020 và (2) Các thông tin phải đầy đủ và được công bố trong phạm vi thời gian nghiên cứu. Tính đến hết năm 2020, số lượng công ty niêm yết trên 2 sàn giao dịch là 745 công ty. Sau khi sàng lọc thông qua các tiêu chuẩn trên, số lượng công ty đáp ứng là 550 công ty tương ứng 2.750 số quan sát.

3.2. Phương pháp phân tích số liệu

Nghiên cứu này sử dụng các mô hình ước lượng căn bản khi phân tích dữ liệu mảng là hồi quy OLS, mô hình tác động cố định (FEM) và tác động ngẫu nhiên (REM). Để lựa chọn mô hình phù hợp giữa FEM và REM, tác giả sử dụng kiểm định Hausman để kiểm định tính phù hợp của mô hình. Đối với các vấn đề tự tương quan của phần dư, phương sai sai số thay đổi sẽ được khắc phục bằng phương pháp GLS. Mô hình ước lượng đề xuất của nghiên cứu như sau:

$$TOB_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCAU_{it} + \beta_2 OWN_{it} + \beta_3 EXP_{it} + \beta_4 PRE_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 AGE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó, Tobin's Q được xác định là tổng giá trị thị trường cổ phiếu trừ giá trị sổ sách của cổ phiếu chia cho giá trị sổ sách của tổng tài sản. Chỉ số Tobin's Q được sử dụng vì chủ thể nghiên cứu là các công ty cổ phần, giá trị thị trường công ty được phản ánh qua giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán sẽ phù hợp hơn giá trị sổ sách trên báo cáo tài chính.

Các biến độc lập bao gồm biến quyền lực về khía cạnh cơ cấu (CCAU) được đo lường bằng 1 nếu công ty có chủ tịch Hội đồng quản trị kiêm Tổng giám đốc hoặc giám đốc, bằng 0 nếu ngược lại, biến quyền lực về khía cạnh sở hữu (OWN) được đo lường bằng tỷ lệ sở hữu cổ phiếu bởi giám đốc điều hành, biến quyền lực về khía cạnh chuyên môn (EXP) được đo lường bằng số năm trên chức vụ của giám đốc điều hành tại công ty và biến quyền lực về khía cạnh uy tín (PRE) được đo lường bằng 1 nếu giám đốc điều hành có bằng sau đại học và bằng 0 nếu không có.

Bên cạnh đó, biến kiểm soát cũng được bổ sung vào mô hình ước lượng. Quy mô công ty (SIZE) đo lường bằng logarit của tổng tài sản, được thu thập trên báo cáo tài chính qua các năm. Quy mô công ty tác động không nhất quán với hiệu quả công ty vì Ciftci & cộng sự (2019) thu thập dữ liệu của các công ty ở Thổ Nhĩ Kỳ từ 2010-2013 và nhận thấy rằng quy mô công ty tác động ngược chiều đến Tobin's Q.

Cấu trúc vốn (LEV) được đo lường bằng tổng số nợ phải trả trong tổng số tài sản mà công ty hiện có. Khi sử dụng đòn bẩy tài chính càng cao thì hiệu quả tài chính thấp và kết quả này tương đồng với các nghiên cứu ở Thổ Nhĩ Kỳ (Ciftci & cộng sự, 2019), ở Thảm Quyển và Thượng Hải, Trung Quốc (Wu & cộng sự, 2018), ở Việt Nam (Pham, 2016).

Số năm công ty được thành lập (AGE) đo lường bằng logarit của số năm thành lập công ty. Loderer & Waelchli (2010) đã cung cấp bằng chứng cho thấy doanh nghiệp được thành lập càng lâu thì khả năng sinh lời sẽ thấp.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Kết quả thống kê từ 550 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam cho thấy các công ty niêm yết có hệ số Tobin's Q trung bình đạt 1,08 lần, trong đó giá trị lớn nhất đạt 9,04 lần và giá trị nhỏ nhất đạt 0,09 lần. Đối với quyền lực cơ cấu, biến đại diện là sự kiêm nhiệm, qua số liệu cho thấy giá trị trung bình đạt 18% so với toàn bộ mẫu nghiên cứu là 2.750 công ty. Số lượng công ty có sự kiêm nhiệm là 502 công ty trong toàn giai đoạn nghiên cứu.

Đối với quyền lực uy tín, trình độ học vấn biểu thị cho sự quyền lực uy tín của giám đốc điều hành trong công ty. giám đốc điều hành có trình độ đại học chiếm khá nhiều, khoảng 70% tổng số giám đốc điều hành của các công ty niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam. Về xu hướng biến động, trong giai đoạn nghiên cứu, các giám đốc điều hành có trình độ sau đại học ngày càng tăng nhưng ở mức chậm cụ thể tăng khoảng 11%.

Tỷ lệ sở hữu cổ phần của giám đốc điều hành thể hiện quyền lực sở hữu của giám đốc điều hành trong công ty và đạt trung bình 7% cho toàn giai đoạn. Trong giai đoạn nghiên cứu, các giám đốc điều hành có số năm thực hiện công việc là 4,86 năm và giám đốc điều hành thực hiện điều hành trên cương vị cao nhất là 11 năm với 79 công ty năm 2020. Do số năm thực hiện điều hành công ty là việc tính toán dựa vào số liệu thời gian nên giá trị nhỏ nhất là 1 năm với những giám đốc điều hành được bổ nhiệm hoặc thi tuyển trong năm 2020. Và trong năm 2020, cũng ghi nhận khá nhiều sự thay đổi giám đốc điều hành với 125 công ty.

4.2. Kết quả phân tích sự ảnh hưởng của quyền lực giám đốc điều hành đến hiệu quả tài chính

Trước khi ước lượng mô hình nghiên cứu (1), hệ số tương quan giữa các biến được tính toán và kết quả cho thấy hệ số tương quan giữa các biến đều nhỏ hơn 0,8 nên sự tương quan giữa các biến không đáng kể trong mô hình. Vì vậy, các phân tích dữ liệu tiếp theo đều không loại bỏ biến. Để phân tích dữ liệu, bài nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy làm ước lượng căn bản nhất. Mô hình (1) cũng được ước lượng bằng REM and FEM.

Kiểm định Hausman cho thấy ước lượng của FEM phù hợp hơn. Tuy nhiên, khi thực hiện các kiểm định có liên quan, kết quả cho thấy mô hình có hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi. Do đó, mô hình nghiên cứu được ước lượng lại với phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát để khắc phục các khuyết tật. Kết quả ước lượng được trình bày trong Bảng 1.

4.2.1. Quyền lực cơ cấu

Kết quả ước lượng của quyền lực cơ cấu có mức ý nghĩa 1% đối với chỉ tiêu Tobin's Q. Hệ số ước lượng của quyền lực cơ cấu mang giá trị âm thể hiện sự kiêm nhiệm có ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả tài chính. Kết quả phân tích cho thấy chấp nhận giả thuyết H_1 của bài nghiên cứu và phù hợp với lý thuyết đại

**Bảng 1: Kết quả phân tích sự ảnh hưởng
của quyền lực giám đốc điều hành đến hiệu quả tài chính**

Tên biến	Pooled OLS	FEM	REM	Tobin's Q	Dấu kỳ vọng
Quyền lực cơ cấu (Sự kiêm nhiệm)	-0,124***	-0,048**	-0,027	-0,06***	-
Quyền lực sở hữu (Tỷ lệ cổ phần mà giám đốc điều hành sở hữu)	0,138	0,023	0,033	0,051***	-
Quyền lực chuyên môn (Nhiệm kỳ)	0,009**	-0,004	-0,005*	0,001***	+
Quyền lực uy tín (Trình độ học vấn)	-0,028	0,006	0,002	-0,001	+
Quy mô công ty	0,04***	-0,101***	-0,006	0,029***	+
Cấu trúc vốn, Đòn bẩy tài chính	-0,405***	0,154*	-0,078	-0,194***	-
Số năm đã hoạt động của công ty	0,2***	-0,199**	0,059	0,166***	-
Hàng số	-0,497**	4,448***	1,119***	0,179*	
R ²	5,45%				
Số quan sát (n)	2.750	2.750	2.750	2.750	
Kiểm định Hausman		81,96***			
Kiểm định Wooldridge		49,865***			
Kiểm định Wald		1,6e+07***			

Nguồn: Kết quả thống kê từ mẫu nghiên cứu gồm 550 công ty giai đoạn 2016-2020.

diện, thể hiện sự đúng đắn của Nhà nước thông qua các văn bản pháp luật ban hành về việc tách bạch quyền quản trị và quyền điều hành. Vì vậy, khi doanh nghiệp áp dụng theo các quy định của Nhà nước đối với công ty đại chúng sẽ có hiệu quả tài chính tốt hơn. Sự tác động của sự kiêm nhiệm đến hiệu quả tài chính tương đồng với Naseem & cộng sự (2019) và Mohd & cộng sự (2016). Naseem & cộng sự (2019) cho rằng các Giám đốc điều hành sẽ tận dụng sự kiêm nhiệm để có thể chiếm được lợi ích cá nhân nhiều nhất, điều này được đề cập trong lý thuyết đại diện và có thể khắc phục bằng cách nâng cao sự giám sát của Hội đồng quản trị. Tại Việt Nam, Hoàng Dương Việt Anh & Lê Thùy Dung (2019) cho kết quả phân tích tương tự khi có sự kiêm nhiệm thì Giám đốc điều hành sẽ sử dụng quyền lực thao túng để ban hành các quyết định mang tính cá nhân làm giảm hiệu quả tài chính. Như vậy, trong giai đoạn này, sự kiêm nhiệm sẽ tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính và các công ty nên thực hiện việc tách bạch nhằm làm giảm sự thao túng quyền lực của Giám đốc điều hành.

4.2.2. Quyền lực sở hữu

Bài nghiên cứu kỳ vọng giám đốc điều hành sở hữu nhiều cổ phần sẽ dùng quyền lực sở hữu để theo đuổi mục tiêu riêng của cá nhân nên quyền lực sở hữu sẽ tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính. Nhưng kết quả ước lượng có giá trị của hệ số ngược lại và có mức ý nghĩa 1%. Do đó, trong mẫu nghiên cứu, giám đốc điều hành sở hữu cổ phần nhiều hơn sẽ tạo ra hiệu quả tài chính cho doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với Fang & cộng sự (2020), cho rằng khi Giám đốc điều hành sở hữu nhiều cổ phần hơn sẽ có những biện pháp hay những chính sách nhằm giám sát chặt chẽ hoạt động của công ty để tạo ra hiệu quả tốt hơn. Mohd & cộng sự (2016) cùng kết quả phân tích này và cho rằng người quản lý điều hành có sở hữu cổ phần sẽ làm việc chăm chỉ hơn để duy trì hoạt động tốt của công ty hơn. Phan Bùi Gia Thủy & cộng sự (2017) phân tích dữ liệu trong giai đoạn 2009-2015 cho thấy ngưỡng sở hữu cổ phiếu của Giám đốc điều hành là 30,18% và khi gia tăng hơn ngưỡng sẽ tạo ra hiệu quả tài chính hơn, lý do giải thích về quyền hạn của Giám đốc điều hành cần đủ lớn và phù hợp với trách nhiệm của mình. Vì thế, bài nghiên cứu đó cho rằng cần có cơ chế khích lệ thông qua sở hữu cổ phiếu để quyền hạn của Giám đốc điều hành đủ lớn và phù hợp với trách nhiệm mà mình đảm trách. Tóm lại, sự sở hữu cổ phần của Giám đốc điều hành hay thưởng bằng cổ phần sẽ làm cho quyền lực của giám đốc điều hành đủ lớn để thực hiện các nghĩa vụ mà mình đảm trách, từ đó, gia tăng

hiệu quả tài chính của công ty.

4.2.3. Quyền lực chuyên môn

Kết quả ước lượng thể hiện chấp nhận giả thuyết H_3 của bài nghiên cứu ở mức ý nghĩa ở 1%. Điều này thể hiện khi giám đốc điều hành có thâm niên ở vị trí điều hành thì sẽ giúp doanh nghiệp tạo ra hiệu quả tốt hơn nhưng với mức tăng không cao. Meltschakow (2020) đề xuất rằng Giám đốc điều hành cần là có kinh nghiệm trong việc quản lý điều hành. Tuy vậy, Meltschakow (2020) đề xuất với giám đốc điều hành trong nhiệm kỳ ban đầu sẽ gia tăng hiệu quả hoạt động và phù hợp với lý thuyết bởi vì giám đốc điều hành đó sẽ phát huy các quyền lực để thay đổi lớn trong công ty, chẳng hạn như thực hiện một chiến lược mới, còn đối với các nhà điều hành cũ sẽ ít mạnh dạn thay đổi hơn. Vì vậy, bài nghiên cứu này thu thập dữ liệu số năm trung bình nhiệm kỳ là 4,86 tức là giao thoa giữa hai nhiệm kỳ đối với các nhà điều hành ở Việt Nam (nhiệm kỳ bình thường là 4-5 năm). Kurdiymova (2020) cho rằng khi nhiệm kỳ càng tăng thì hiệu quả tài chính được nâng cao thông qua việc trả lương. Kurdiymova (2020) lý giải rằng thông qua việc trả lương gắn với hiệu quả thì khi nâng cao hiệu quả thì lương thưởng của người điều hành cũng tăng theo.

4.2.4. Quyền lực uy tín

Hệ số ước lượng về quyền lực uy tín có cho thấy tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính nhưng không có ý nghĩa thống kê nên chưa thể kết luận đối với giả thuyết H_4 của bài nghiên cứu. Trình độ học vấn không tác động đến hiệu quả tài chính (đo bằng Tobin's Q) tương đồng với các nghiên cứu trước đây như Saidu (2019), Bialowas & Sitthipongpanich (2014) và không tương đồng với Ghardallou & cộng sự (2020). Ghardallou & cộng sự (2020) cho rằng Giám đốc điều hành có bằng quản trị kinh doanh, kinh tế, tài chính hoặc kế toán sẽ nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty (đo bằng Tobin's Q) và có thể nhà đầu tư chú trọng đầu tư vào các công ty có người điều hành tốt nghiệp sau đại học. Đối với thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2009-2015, Phan Bùi Gia Thủy & cộng sự (2017) cho rằng chưa thể kết luận về sự ảnh hưởng của trình độ học vấn đến hiệu quả tài chính.

4.2.5. Biến kiểm soát

Quy mô công ty có tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính với mức ý nghĩa 1% có nghĩa là khi tăng quy mô công ty sẽ làm gia tăng hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Như vậy, kết quả phân tích phù hợp sự kỳ vọng của bài nghiên cứu. Đối với các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính càng cao, các công ty đó sẽ có nguy cơ làm giảm hiệu quả tài chính của doanh nghiệp thông qua kết quả phân tích và phù hợp với sự kỳ vọng của bài nghiên cứu ở môi trường hoạt động Việt Nam, kết quả cho thấy với độ tin cậy 99% thì các công ty cần xem xét cân đối lại sử dụng nợ để hoạt động.

Kết quả ở Bảng 1 còn cho thấy số năm hoạt động có tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp với mức ý nghĩa 1%, có nghĩa rằng đối với các doanh nghiệp được thành lập lâu đời thì sẽ tạo ra hiệu quả hơn các doanh nghiệp có thời gian thành lập ngắn. Vì thế, kết quả này không như kỳ vọng của bài nghiên cứu. Như vậy, các biến kiểm soát đưa vào mô hình đều có tác động đến hiệu quả tài chính và các tác động đồng nhất với cả hai cách đo lường hiệu quả tài chính bằng giá trị thị trường và giá trị sổ sách kế toán. Vì vậy, để cải thiện hiệu quả tài chính, các công ty có thể sử dụng một cách thận trọng điều chỉnh quy mô công ty, cơ cấu tài chính hay duy trì hoạt động của công ty.

5. Kết luận và hàm ý

Nghiên cứu này phân tích sự ảnh hưởng của quyền lực giám đốc điều hành đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp nhằm đề xuất hàm ý quản trị liên quan đến các khía cạnh của quyền lực giám đốc điều hành để nâng cao hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trong thời gian tới. Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 550 công ty được niêm yết trong giai đoạn 2016-2020 trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Thông qua phân tích dữ liệu bằng phương pháp GLS, các khía cạnh của quyền lực giám đốc điều hành được tìm thấy có tác động đến hiệu quả tài chính từ quyền lực uy tín đến chỉ số Tobin's Q. Ngoài ra, kết quả phân tích còn cho thấy quy mô công ty tác động thuận chiều đến hiệu quả tài chính thể hiện khi các công ty gia tăng quy mô thông qua bổ sung tổng tài sản thì hiệu quả công ty sẽ tăng lên. Dựa trên kết quả phân tích, bài nghiên cứu đề xuất một số hàm ý quản trị như sau:

- Kết quả phân tích cho thấy quyền lực cơ cấu tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính, do đó cơ cấu tổ chức của công ty xem xét tách bạch vị trí giám đốc điều hành (Tổng giám đốc/Giám đốc) với Chủ tịch Hội đồng quản trị. Giám đốc điều hành và Chủ tịch Hội đồng quản trị đại diện cao nhất cho quyền điều hành và

quyền sở hữu của doanh nghiệp. Nếu hai vị trí này là một thì giám đốc điều hành sẽ điều hành doanh nghiệp sao cho có lợi nhất cho bản thân nhằm đạt lợi ích cá nhân cao nhất mà lợi ích của cổ đông không được quan tâm đúng mức.

- Có bằng chứng thống kê cho thấy quyền lực sở hữu có tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính, do đó hội đồng quản trị nên xem xét gia tăng quyền lực sở hữu của giám đốc điều hành thông qua gia tăng sở hữu cổ phần nhưng cần cẩn trọng và phù hợp. Sở hữu công ty có nghĩa là giám đốc điều hành cũng là cổ đông của công ty và lợi ích của cổ đông tăng lên khi sự điều hành mang lại hiệu quả. Khi giám đốc điều hành sở hữu công ty sẽ có thể giúp công ty hoạt động một cách tốt nhất để mang lại lợi ích cho công ty cũng như lợi ích của bản thân.

- Kết quả nghiên cứu đã có bằng chứng thực nghiệm cho thấy quyền lực chuyên môn có tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính của công ty. Vì thế, để tăng hiệu quả tài chính của công ty, các công ty cổ phần có thể gia tăng quyền lực chuyên môn của giám đốc điều hành nếu các năm trước hiệu quả tài chính có sự tăng trưởng thông qua tăng số năm điều hành hoặc bổ nhiệm giám đốc điều hành thêm một nhiệm kỳ nữa. Khi giám đốc điều hành có chuyên môn về lĩnh vực hoạt động của công ty thì các thành viên trong công ty sẽ dễ dàng tin theo và thực hiện, như thế, giám đốc điều hành có quyền lực trong công ty. Số năm điều hành càng cao làm cho giám đốc điều hành dễ dàng hiểu cách vận hành và biến động của công ty, từ đó đưa ra những giải pháp phù hợp góp phần hạn chế thấp nhất những tác động đó đến công ty.

Tài liệu tham khảo

- Adams, R.B., Almeida, H. & Ferreira, D. (2005), 'Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance', *The Review of Financial Studies*, 18, 1403–1432.
- Anderson, R.C. & Reeb, D.M. (2003), 'Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500', *Journal of Finance*, 58(3), 1301–1328.
- Arosa, B., Iturralde, T. & Maseda A. (2013), 'The board structure and firm performance in SMEs: Evidence from Spain', *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 19 (2013), 127-135.
- Bialowas, P. & Sitthipongpanich, T. (2014), 'CEO characteristics and Firm Value', *NIDA Development Journal*, 54(4), 57-90.
- Buchholtz, A., Young, M. & Powell, G. (1998), 'Are board members pawns or watchdogs? The link between CEO pay and firm performance', *Group & Organization Management*, 23, 6–26.
- Chiu, J., Chen, C.H., Cheng, C.C. & Hung, S.C. (2020), 'Knowledge capital, CEO power, and firm value: Evidence from the IT industry', *North American Journal of Economics and Finance*, 55, 1-13.
- Ciftci, I., Tatoglu, E., Wood, G., Demirbag, M. & Zaim, S. (2019), 'Corporate governance and firm performance in emerging markets: Evidence from Turkey', *International Business Review*, 28, 90-103.
- Davis, J.H., Schoorman, F.D. & Donaldson, L. (1997), 'Toward a stewardship theory of management', *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- DeBoskey, D.G., Luo Y. & Zhou L. (2019), 'CEO power, board oversight, and earnings announcement tone', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52, 657-680.
- Fang, H., Lee, J.S., Chung, C.P., Lee, Y.H. & Wang, W.H. (2020), 'Effect of CEO power and board strength on bank performance in China', *Journal of Asian Economics*, 69, 1-32
- Finkelstein, S. (1992), 'Power in top management teams: dimensions, measurement, and validation', *Academy of Management Journal*, 35, 505-538.
- Firstenberg, P.B. & Malkiel, B.G. (1994), 'The twenty-first century boardroom: who will be in charge?', *Sloan Management Review*, 36(1), 27–35.
- Ghardallou, W., Borgi, H. & Alkhalifah, H. (2020), 'CEO characteristics and firm performance: a study of Saudi Arabia listed firms', *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(11), 291-301.
- Greve, H.R. & Mitsuhashi, H. (2007), 'Power and glory: Concentrated power in top management teams', *Organization Studies*, 28(8), 1197-1220.

-
- Hoàng Dương Việt Anh & Lê Thùy Dung (2019), 'Giám đốc điều hành và tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp: bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam', *Nghiên cứu kinh tế*, 12(499), 57-63.
- Hoàng Hải Yến (2020), 'Sử dụng mô hình dữ liệu mảng để xem xét mối quan hệ của các đặc điểm GĐĐH và hiệu quả của công ty gia đình niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, giai đoạn 2012-2018', *Tạp chí Con số và sự kiện*, Kỳ 2 tháng 10/2020, 38-41.
- Kurdiumova, V.V. (2020), 'CEO characteristics and company financial performance', Master's Thesis, St Petersburg University, St Petersburg.
- Lewellyn, K.B. & Muller-Kahle, M.I. (2012), 'CEO power and risk taking: Evidence from the subprime lending industry', *Corporate Governance: An International Review*, 20, 289-307.
- Loderer, C. & Waelchli, U. (2010), *Firm age and performance*, MPRA paper No 26450.
- Meltschakow, M. (2020), 'CEO Characteristics and their Impact on the Performance of U.S. American S&P 500 Firms', Thesis for a Bachelor Degree, University of Applied sciences Yrkeshögskolan Novia.
- Mohd, K.N.T., Latif, R.A., Kamardin, H. & Che, N. (2016), 'The effect of busy directors, CEO duality and ownership on firm performance', *International Information Institute*, 19(8), 3149-3154.
- Naseem, M.A., Lin, J., ur Rehman, R., Ahmad, M.I. & Ali, R. (2019), 'Does capital structure mediate the link between CEO characteristics and firm performance?', *Management Decision*, 58(1), 164-181.
- Nguyen, P., Rahman, N. & Zhao, R. (2018), 'CEO characteristics and firm valuation: a quantile regression analysis', *Journal of Management & Governance*, 22(1), 33-151.
- Phạm Đức Huy (2020), 'Ảnh hưởng kiêm nhiệm tổng giám đốc và chủ tịch hội đồng quản trị đến hoạt động của doanh nghiệp - Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam', *Tạp chí Tài chính*, truy cập lần cuối ngày 01 tháng 04 năm 2021, từ <<https://tapchitaichinh.vn/kinh-te-vi-mo/anh-huong-kiem-nhiem-tong-giam-doc-va-chu-tich-hoi-dong-quan-tri-den-hoat-dong-cua-doanh-nghiep-bang-chung-thuc-nghiem-tai-viet-nam-329701.html>>.
- Pham, T.K.T. (2016), 'Research on the Relationship between Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from Companies Listed on the Stock Exchange in Vietnam', *International Journal of Management and Applied Research*, 3(4), 172-183.
- Phan Bùi Gia Thủy, Trần Đức Tài & Trần Thị Tú Anh (2017), 'Ảnh hưởng của đặc điểm Tổng giám đốc đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp', *Tạp chí Khoa học Đại học mở TP. HCM*, 55 (4), 51-63
- Phan Thanh Tú, Vũ Mạnh Chiến, Phạm Văn Kiệt, Lưu Đức Tuyên & Nguyễn Thị Hồng Nga (2018), *Học thuyết doanh nghiệp*, Hà Nội: Nhà xuất bản Lao động-Xã hội.
- Quốc hội (2020), *Luật doanh nghiệp, số 59/2020/QH14*, ban hành ngày 17 tháng 6 năm 2020.
- Saidu, S. (2019), 'CEO characteristics and firm performance: focus on origin, education and ownership', *Journal of Global Entrepreneurship Research*, 9(29), 1-15.
- Sheikh, S. (2018), 'CEO power, product market competition and firm value', *Research in International Business and Finance*, 46, 373-386.
- Ting, H.I., Chueh, H., & Chang, P.R. (2017), 'CEO power and its effect on performance and governance: Evidence from Chinese banks', *Emerging Markets Review*, 33, 42-61.
- Veprauskaite, E. & Adams, M. (2013), 'Do powerful chief executives influence the financial performance of UK firms?', *The British Accounting Review*, 45, 229-241.
- Wu, H., Li, S., Ying, S. X., & Chen, X. (2018), 'Politically connected CEOs, firm performance, and CEO pay', *Journal of Business Research*, 91, 169-180.