

Ảnh hưởng của mối quan tâm nghề nghiệp đến nhà quản lý đến hiệu quả đầu tư – Nghiên cứu thực nghiệm ở Việt Nam

Lê Thị Hồng Minh^{1*} và Trương Thúy An²

^{1,2}Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

*Tác giả liên hệ, Email: minhhtcdn@ueh.edu.vn

THÔNG TIN

DOI:10.46223/HCMCOUJS.econ.vi.15.2.247.2020

Ngày nhận: 12/12/2019

Ngày nhận lại: 09/03/2020

Duyệt đăng: 13/03/2020

Từ khóa:

CEO mới được bổ nhiệm
Hiệu quả đầu tư
Quyết định đầu tư
Tuổi CEO

Keywords:

New CEO appointment
Investment efficiency
Investment decisions
CEO age

TÓM TẮT

Bài nghiên cứu được thực hiện đánh giá tác động của mối quan tâm nghề nghiệp của nhà quản lý ảnh hưởng như thế nào đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Dữ liệu nghiên cứu gồm 78 công ty được niêm yết trên hai sàn chứng khoán là HNX và HOSE trong đó có 13 doanh nghiệp nhà nước và 65 doanh nghiệp tư nhân trong giai đoạn 2010-2017. Sử dụng phương pháp hồi quy FGLS, nghiên cứu tìm thấy rằng những CEO lớn tuổi thì đầu tư sẽ có hiệu quả hơn và ít chấp nhận rủi ro hơn. Ngoài ra, những CEO mới được bổ nhiệm đa số thường đầu tư dưới mức tối ưu, họ quan tâm đến danh tiếng bản thân hơn là mục tiêu của doanh nghiệp.

ABSTRACT

This paper investigates the impact of CEO career concerns on a firm's investment efficiency. The research data were collected from 78 companies listed on HNX and HOSE including 13 state-owned enterprises and 65 private enterprises from 2010 to 2017. Using the FGLS regression method, the study finds that older CEOs are prone to invest more efficiently and more cautiously. In addition, most newly appointed CEOs often invest below the optimal level, they are more concerned with their reputation than a firm's growth strategies.

1. Giới thiệu

Sự thành công của một công ty nào cũng mang dấu ấn quan trọng của ban lãnh đạo doanh nghiệp trong các dự án đầu tư khác nhau, đặc biệt là Tổng Giám đốc điều hành (Chief Executive Officer-CEO). Theo lý thuyết chi phí đại diện, các nhà quản lý, cụ thể là CEO có khuynh hướng cá nhân, cơ hội. Bên cạnh đó, những học giả theo lý thuyết quản trị lại cho rằng, CEO là những cá nhân có động cơ, nhu cầu thúc đẩy việc làm, trách nhiệm ngày càng gia tăng từ sự công nhận của thành viên trong công ty. Từ đó, tranh luận về ảnh hưởng của CEO tác động như thế nào đến hiệu quả hoạt động của công ty vẫn là một chủ đề được quan tâm, nó không chỉ dừng lại ở cách thức điều hành của CEO đối với công ty thể hiện như thế nào, mà còn thể hiện qua một số đặc điểm như tuổi của CEO (Cheng và ctg, 2010; Li và Srinivasan, 2011) và CEO được bổ nhiệm mới, mà tác giả gọi chung là mối quan tâm nghề nghiệp của CEO. Ở đây, các CEO phải tối đa hóa giá trị cổ đông vì lương và ưu đãi của chính bản thân họ được thiết lập để gắn kết lợi ích quản lý với các cổ đông (Beyer và ctg, 2014; Core và ctg, 2003; Jensen và Murphy, 1990; Misangyi và Acharya,

2014). Thứ hai, cách tiếp cận thị trường lao động chỉ ra rằng các CEO quan tâm đến danh tiếng của họ, bởi vì thành quả hiện tại của họ có liên quan đến cơ hội việc làm trong tương lai tại các thị trường lao động đó (Bizjak và ctg, 2008; Brickley và ctg 1999; Fama, 1980; Oyer, 2004; Liu, 2014). Thứ ba, khuyến khích tạo ra một môi trường cạnh tranh và khuyến khích các CEO có được vị trí cao hơn (Agrawal và cộng sự, 2006; Lazear và Rosen, 1981; Marinovic, 2015; Waldman, 2013). Vì những lo ngại về nghề nghiệp, CEO sẽ có động lực mạnh mẽ để quyết định hoạt động của công ty nhằm tăng hiệu suất tổng thể, mà biểu hiện cụ thể qua các quyết định đầu tư.

Hầu hết các phân tích thực nghiệm sử dụng tuổi là đại diện cho mối quan tâm nghề nghiệp. CEO trẻ tuổi có một con đường sự nghiệp dài hơn và nhiều mối quan tâm hơn về triển vọng tương lai của họ. Li và ctg (2017) cho rằng các CEO trẻ tuổi có nhiều khả năng mở các ngành kinh doanh mới và đóng cửa các doanh nghiệp hiện có khác. Serfling (2014) cho thấy các CEO lớn tuổi giảm rủi ro của một công ty bằng cách chọn các chính sách đầu tư ít rủi ro hơn. Zhang và ctg (2015) cũng nhận thấy rằng các CEO trẻ tuổi trong các công ty của Hoa Kỳ có nhiều khả năng mua lại một công ty bên ngoài ngành kinh doanh chính của họ. Tuy nhiên, các nghiên cứu này tập trung vào một số mục tiêu cụ thể liên quan đến quyết định đầu tư của một công ty và không cho thấy hiệu quả của tổng đầu tư của công ty có bị ảnh hưởng bởi các mối quan tâm nghề nghiệp của CEO hay không.

Bài nghiên cứu này được thực hiện nhằm kiểm định mối quan tâm nghề nghiệp của CEO ảnh hưởng như thế nào đến quyết định đầu tư của những công ty ở Việt Nam trong giai đoạn 2010-2017, nhằm trả lời cho hai câu hỏi nghiên cứu sau:

Một là, quyết định đầu tư có thực sự bị ảnh hưởng bởi tuổi của CEO và việc bổ nhiệm mới CEO hay không?

Hai là, nếu bị ảnh hưởng thì CEO trẻ tuổi hơn hoặc mới được bổ nhiệm có tác động tích cực hay tiêu cực với hiệu quả đầu tư của một công ty?

2. Tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu trước đây về mối quan tâm nghề nghiệp của nhà quản lý và hiệu quả đầu tư

2.1. Khung lý thuyết

Hành động của nhà quản lý ảnh hưởng trực tiếp lớn đến tình hình của công ty. Các nghiên cứu về quản trị công ty được phần nhiều được phát triển dựa trên lý thuyết đại diện. Lý thuyết này được ra đời vào những năm 1970 từ nguồn gốc lý thuyết kinh tế, các nhà kinh tế cho rằng lợi ích của người ủy quyền và nhà đại diện là khác nhau và giữa họ tồn tại vấn đề đó là thông tin không hoàn hảo (không có thông tin chính xác) về trạng thái và hành vi, thông tin bất cân xứng giữa các chủ thể, mà vấn đề này hầu như người quản lý lại có ưu thế hơn so với các cổ đông trong công ty. Chính điều này mà dẫn đến hành vi cơ hội của người đại diện mà lý thuyết này gọi là *sự lựa chọn nghịch*. Sự xung đột lợi ích này lần đầu được phát hiện bởi nhà kinh tế học Adam Smith, đồng thời còn được phát hiện bởi Ross (1973), tuy nhiên đến 1976 mới được Jensen và Meckling mô tả chi tiết dưới dạng lý thuyết đại diện. Đây là nền tảng để nghiên cứu thêm về những vấn đề trong quản trị doanh nghiệp.

Mối quan tâm nghề nghiệp là mối quan tâm về hiệu suất đạt được hiện tại ảnh hưởng như thế nào đến “phần thưởng” trong tương lai. Nó ảnh hưởng rất nhiều đến mục tiêu của người quản lý và cổ đông. Mối quan tâm nghề nghiệp lần đầu tiên được thảo luận bởi Fama (1980), người lập luận rằng thị trường lao động quản lý cung cấp đủ khuyến khích mối quan tâm nghề nghiệp tiềm ẩn để phù hợp mục tiêu của người quản lý với các cổ đông của công ty: hiệu suất cao sẽ tạo ra đề nghị lương cao; nói cách khác là: đe dọa sa thải, cắt giảm lương trong tương lai, giảm các lựa chọn bên ngoài trong trường hợp hiệu suất mang lại thấp... cung cấp đủ động lực cho người quản lý

làm việc vì lợi ích cao nhất của các cổ đông.

Ngoài ra, vì các nhà đầu tư đòi hỏi lợi nhuận ngắn hạn và mức lương trong tương lai của nhà quản lý dựa trên những kết quả mà họ đạt được ở trong quá khứ và hiện tại, điều này sẽ phản ánh khả năng làm việc của họ, vì vậy, những nhà quản lý sẽ có mục tiêu là tăng hiệu suất hiện tại của họ lên cao hơn, để đạt được những ưu thế trong tương lai cũng như kéo dài nhiệm kỳ của mình dẫn đến các nhà quản lý thường sẽ đặt lợi ích bản thân lên trước so với mục tiêu hàng đầu là tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Narayanan (1985) cũng chỉ ra rằng một nhà quản lý có thể theo đuổi lợi nhuận ngắn hạn bằng cách chọn các quyết định đầu tư dưới mức tối ưu, khi tồn tại bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và nhà đầu tư. Do đó, mục tiêu hoạt động dài hạn hay ngắn hạn sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp - đây chính là vấn đề quan trọng trong tài chính doanh nghiệp. Mà những nhà quản lý trẻ tuổi hoặc mới bổ nhiệm với ít kinh nghiệm làm việc có thể có dấu hiệu là họ thích lợi nhuận ngắn hạn, bởi vì mỗi quan tâm nghề nghiệp sẽ chi phối đến hành vi đầu tư của họ để thay đổi nhận thức của thị trường lao động về năng lực, danh tiếng và triển vọng trong tương lai của họ.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm liên quan

2.2.1. Các nghiên cứu về ảnh hưởng tuổi CEO đến hiệu quả đầu tư

Các nghiên cứu về mối quan tâm nghề nghiệp trong ngắn hạn, dài hạn sẽ tập trung vào những CEO trẻ tuổi nhằm đánh giá về việc họ có lựa chọn như thế nào về quyết định đầu tư, nó sẽ làm tăng giá trị công ty hay là làm lợi cho bản thân họ. Các phân tích thực nghiệm chủ yếu sử dụng tuổi của nhà quản lý để làm đại diện cho mối quan tâm nghề nghiệp. Họ đều cho rằng những nhà quản lý trẻ tuổi hơn sẽ có một con đường sự nghiệp dài hơn và có nhiều quan tâm về triển vọng tương lai của họ. Một số nghiên cứu tiêu biểu gần đây phải kể đến như là:

Yim (2013) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa độ tuổi của nhà quản lý ảnh hưởng như thế nào đến hoạt động đầu tư cụ thể đó là khả năng mua lại những công ty khác. Bằng cách sử dụng số liệu trong nhóm quản lý hàng đầu của S&P 500 cùng với những thông tin giao dịch M&A từ 1992-2007, nghiên cứu cho thấy những nhà quản lý trẻ tuổi hơn thường có khuynh hướng mua lại, tuy nhiên việc mua lại này cũng mang lại lợi nhuận cao nhưng cũng có thể xuất hiện những khoản lỗ lớn và liên tục. Tuổi tác nhà quản lý cũng tác động đến doanh thu và nó tăng theo tuổi và giảm theo nhiệm kỳ, ước tính cho thấy việc mua lại làm giảm tỷ lệ doanh thu cho các CEO trẻ tuổi hơn so với các CEO cũ. Cuối cùng, những nhà quản lý trẻ tuổi có khả năng theo đuổi thương vụ nhiều hơn và thực hiện quyết định mua lại có thành quả kém hơn. Zhang và ctg (2015) đã thực hiện cùng nội dung nghiên cứu trên đối với những công ty tại Anh. Kết quả cũng cho thấy những nhà quản lý trẻ hơn sẽ thực hiện hoạt động mua lại. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng chỉ ra dường như các CEO trẻ tuổi có thể theo đuổi việc mua lại mà không cần quan tâm quá nhiều đến doanh thu và các CEO có thời hạn ngắn hơn thực hiện nhiều vụ mua lại hơn khi họ cần xây dựng danh tiếng của mình các CEO có thời hạn dài hơn thực hiện các vụ mua lại ít hơn vì họ đã thiết lập được danh tiếng của mình. Các CEO trẻ hơn có thể muốn chứng minh chuyên môn và khả năng của mình bằng cách theo đuổi một vụ mua lại lớn và gửi tín hiệu tích cực đến thị trường lao động bằng cách đầu tư vào sự tăng trưởng của công ty.

Serfling (2014) thực hiện nghiên cứu về tác động yếu tố tuổi của nhà quản lý ảnh hưởng đến hành vi chấp nhận rủi ro và hiệu suất công ty với dữ liệu từ các công ty ExecuComp trong giai đoạn 1992-2010. Kết quả tìm thấy mối quan hệ tiêu cực giữa tuổi CEO và biến động lợi nhuận cổ phiếu của công ty, các công ty được quản lý bởi các CEO lớn tuổi đa dạng hơn trong các phân khúc kinh doanh và có nhiều khả năng thực hiện đa dạng hóa các thương vụ mua lại. Danh mục đầu tư bao gồm các công ty có CEO ở nhóm tuổi trẻ nhất tạo ra lợi nhuận danh mục đầu tư được điều chỉnh rủi ro cao hơn so với danh mục đầu tư bao gồm các công ty có CEO ở nhóm tuổi già

nhất. Nhìn chung, nghiên cứu kết luận rằng hành vi chấp nhận rủi ro giảm khi CEO lớn tuổi thông qua các chính sách đầu tư bảo thủ hơn.

Xie (2015) cũng đã thực hiện nghiên cứu về tác động của tuổi CEO đến hiệu quả đầu tư với bằng chứng thực nghiệm ở Trung Quốc. Kết quả nghiên cứu cho thấy những CEO trẻ tuổi thì sẽ hành xử thận trọng hơn bằng cách đầu tư ít hơn và hiệu quả hơn, mặc dù các quyết định đầu tư này không bộc lộ rõ khả năng của họ trong ngắn hạn. Đối với khía cạnh nghiên cứu là tuổi CEO, bài nghiên cứu nhận ra rằng mẫu các doanh nghiệp nhà nước bị tác động mạnh hơn, do những CEO trẻ tuổi có xu hướng quan tâm nhiều hơn đến sự nghiệp chính trị trong tương lai của họ. Hầu hết những người này là cán bộ chính phủ và mục tiêu dài hạn của họ là chính trị và xã hội chứ không phải là quyền lợi của cổ đông. Bài viết cũng cho thấy mối quan hệ nghề nghiệp ảnh hưởng đến quyết định đầu tư qua hành động mua và bán của nhà quản lý. Có rất nhiều nhà quản lý trẻ tuổi thì đầu tư cẩn thận hơn, họ đầu tư ít hơn, nhưng kết quả lại tốt hơn.

Xem xét các quyết định đầu tư thực sự của công ty bị ảnh hưởng như thế nào bởi mối quan hệ nghề nghiệp của CEO, Li và ctg (2017) đã tiến hành nghiên cứu thực nghiệm với hai biến số là tuổi CEO và nhiệm kỳ với dữ liệu là các công ty phi nông nghiệp ở Mỹ trong giai đoạn từ 1988 đến 2005. Kết quả thực nghiệm cho thấy hiệu suất của các nhà máy được mua lại bởi các CEO trẻ tuổi cũng tương tự như những gì được thực hiện bởi các CEO lớn tuổi. Tuy nhiên, bất kỳ hoạt động tái cấu trúc nào do mối quan tâm nghề nghiệp của CEO lại không cải thiện được hiệu quả doanh nghiệp.

2.2.2. Các nghiên cứu về tác động của CEO mới bổ nhiệm đến hiệu quả đầu tư

Chen và ctg (2011) đã thực hiện nghiên cứu trên mẫu gồm các doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, những công ty do chính phủ kiểm soát thường có chi đầu tư trung bình cao hơn mẫu thực nghiệm còn lại tuy nhiên hiệu quả đầu tư là thấp hơn đáng kể so với mẫu nghiên cứu là doanh nghiệp tư nhân. Điều này được giải thích là do chính phủ nắm quyền bổ nhiệm chủ tịch và giám đốc điều hành của công ty, nên những nhà quản lý này có thể là các cán bộ cấp cao hoặc là những người mới bổ nhiệm đều đa số có mục tiêu chính trị xã hội chứ không phải vì mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Những người này sẽ quan tâm đến mục tiêu là thăng tiến cao trong chính phủ do đó những nhà quản lý này sẽ sẵn sàng thực hiện các chính sách đầu tư theo sự chỉ đạo của chính phủ để đạt được đánh giá cao trong tương lai. Bài nghiên cứu còn chỉ ra sự can thiệp của chính phủ sẽ làm thay đổi chức năng khách quan của các doanh nghiệp nhà nước thành chính phủ ưa thích, dẫn đến đầu tư không hiệu quả. Trước tiên, khi doanh nghiệp bị chính phủ can thiệp có khả năng bỏ lỡ các cơ hội đầu tư tốt, khi các dự án không mang lại kết quả như mong đợi hoặc khi có cơ hội đầu tư giảm dần, các doanh nghiệp nhà nước có thể sẽ chấm dứt các dự án thất bại hoặc giảm đầu tư do các chính sách tiềm năng với chính sách và chương trình nghị sự của chính phủ. Tác động tiêu cực của sự can thiệp của chính phủ đối với hiệu quả đầu tư có thể bị làm trầm trọng thêm bởi khả năng tiếp cận dễ dàng hơn đối với tài trợ của các doanh nghiệp nhà nước với sự hỗ trợ của chính phủ. Ngoài ra, Chen và ctg cũng cho rằng các nhà quản lý doanh nghiệp nhà nước có quan hệ chính trị đưa ra quyết định đầu tư không khôn ngoan vì họ thiếu kinh nghiệm kinh doanh. Kết hợp lại với nhau, các đề xuất của Chen và ctg cho thấy sự can thiệp của chính phủ vào các doanh nghiệp nhà nước thông qua sở hữu nhà nước đa số hoặc bổ nhiệm các nhà quản lý làm sai lệch hành vi đầu tư và gây tổn hại đến hiệu quả đầu tư.

Xie (2015) cũng có nghiên cứu tương tự và chỉ ra rằng những CEO mới bổ nhiệm sẽ đầu tư ít hơn nhưng hiệu quả hơn và mẫu doanh nghiệp tư nhân bị tác động mạnh hơn. Bởi vì, những nhà quản lý mới được bổ nhiệm này dự kiến sẽ cải thiện hiệu suất của công ty. Đồng thời, mối quan hệ huyết thống là lý do chính để những nhà quản lý này đưa ra quyết định vì họ có thể được lựa chọn theo kiểu thừa kế, nên những hành động đầu tư của họ bắt buộc phải có trách nhiệm cao, phải an toàn và chính xác, tối đa hóa được giá trị doanh nghiệp.

2.2.3. Các nghiên cứu ở Việt Nam

Ở Việt Nam những nghiên cứu về mối quan tâm nghề nghiệp của CEO đến hiệu quả đầu tư vẫn chưa phổ biến. Hầu hết những nghiên cứu thực nghiệm chỉ liên quan đến hội đồng quản trị, giới tính CEO hoặc là sự tự tin thái quá của CEO trong quản trị doanh nghiệp, như nghiên cứu của Phan Bùi Gia Thủy và ctg (2017) đã thực hiện nghiên cứu về ảnh hưởng của đặc điểm tổng giám đốc điều hành đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Với số lượng mẫu là 120 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán là HOSE từ 2009-2015, nghiên cứu chỉ ra tác động của độ tuổi và tỉ lệ sở hữu vốn của CEO đến hoạt động của công ty là phi tuyến. Đối với chỉ tiêu về độ tuổi, kết quả cho thấy những CEO có tuổi là 44 hay 45 thì hiệu quả hoạt động của công ty gia tăng. Đây được xem là CEO có tuổi đời trẻ, năng động trong những hoạt động quản lý, chấp nhận rủi ro để đổi mới. Nhưng khi CEO vượt qua tuổi này thì hiệu quả của công ty sẽ giảm. Bởi vì những CEO tuổi cao thường xem trọng về cả an toàn trong sự nghiệp lẫn tài chính của công ty. Họ có khuynh hướng bảo thủ, ít chấp nhận rủi ro dẫn đến hiệu quả đầu tư không cao như mong đợi.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Tác giả sử dụng mẫu nghiên cứu gồm 78 công ty được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2010 - 2017, trong đó có 13 doanh nghiệp nhà nước (với vốn nhà nước chiếm cổ phần chi phối trên 50%) và 65 doanh nghiệp tư nhân. Dữ liệu được thu thập theo các tiêu chí là các công ty được niêm yết trước ngày 31/12/2009 và có đầy đủ số liệu cần thu thập, đồng thời những công ty được chọn phải là công ty phi tài chính, vì đòn bẩy của những công ty tài chính khác biệt lớn với công ty phi tài chính, nên tác giả không lựa chọn mẫu là công ty tài chính.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên phương pháp nghiên cứu của Xie (2015), tác giả kiểm định tác động của mối quan tâm nghề nghiệp của CEO đến hiệu quả đầu tư bằng cách sử dụng mô hình sau:

$$\begin{aligned} Investment_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 TOBINQ_{i,t-1} + \alpha_2 TOBINQ_{i,t-1} * CEOindicator_{i,t-1} + \\ & \alpha_3 CEOindicator_{i,t-1} + \alpha_4 CFO_{i,t-1} + \alpha_5 LEV_{i,t-1} + \alpha_6 SIZE_{i,t-1} + \alpha_7 FIRMAGE_{i,t-1} \\ & + \Sigma YEARdummy + \Sigma INDUSTRYdummy + \epsilon_{i,t} \quad (1) \end{aligned}$$

3.2.1. Biến phụ thuộc (Investment)

Đây là biến số đại diện cho quyết định đầu tư và được đo lường theo hai cách cụ thể như sau:

INV (Đầu tư) là chi đầu tư của một công ty trong một năm. INV được tính thanh toán bằng tiền mặt cho cố định tài sản, tài sản vô hình và các tài sản dài hạn khác từ báo cáo lưu chuyển tiền tệ trừ đi các khoản thu tiền mặt từ việc bán các tài sản này sau đó chia cho tổng tài sản đầu kỳ.

PPE (Tài sản cố định hữu hình) là tỷ lệ biến động của tài sản cố định hữu hình trong kỳ. Xie (2015) đã đề xuất biến PPE (biến động tài sản cố định là đại diện cho chi tiêu vốn là khoản chi dài hạn trong đầu tư) như là phương pháp bổ sung đo lường cho các quyết định đầu tư của công ty.

3.2.2. Biến độc lập

TOBINQ (Tobin's Q) đại diện cho cơ hội đầu tư. Tobin's Q được tính bằng tổng giá trị thị trường của cổ phiếu đang lưu hành, giá trị sổ sách của cổ phiếu quỹ, nợ phải trả sau đó chia cho tổng tài sản. Hiệu quả đầu tư thể hiện sự phân bổ các nguồn tài chính của công ty cho các dự án có khả năng sinh lời cao nhất, do đó theo Xie (2015) thì tác động của cơ hội đầu tư đến quyết định đầu tư thể hiện cho hiệu quả đầu tư.

CEOIndicator (Mối quan tâm nghề nghiệp của CEO) được đo lường bằng hai biến cụ thể là tuổi của CEO và mới được bổ nhiệm. Biến tương tác giữa TOBINQ và CEOIndicator cho biết tác động của mối quan tâm nghề nghiệp của CEO đến hiệu quả đầu tư.

- Tuổi CEO (CEO age): độ tuổi trung bình của ban điều hành công ty. Nhằm để cụ thể hóa chỉ tiêu này, nghiên cứu sử dụng thêm biến giả gồm biến giả đối với 50 tuổi (age50 dummy) sẽ bằng 1 nếu tuổi CEO lớn hơn hoặc bằng 50, ngược lại là bằng 0.

- Mới được bổ nhiệm (New appointment): biến giả có giá trị bằng 1 nếu trong ban điều hành có một CEO mới được bổ nhiệm và bằng 0 cho trường hợp ngược lại.

CFO (Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh) được đo lường bằng cách lấy lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh chia cho tổng tài sản. Phù hợp với mục tiêu nghiên cứu tác giả hi vọng một hệ số dương cho CFO. Khi dòng tiền hoạt động lớn hơn sẽ cung cấp cho công ty nhiều nguồn tài chính để đầu tư.

LEV (Đòn bẩy) bằng tổng nợ chia cho tổng tài sản. Bởi vì tài trợ nợ cũng đóng vai trò tích cực trong việc giảm mức đầu tư theo Jensen (1986), một công ty có đòn bẩy cao hơn sẽ phải đối mặt với gánh nặng thanh toán nợ nặng hơn và ít đầu tư hơn. Vì vậy kết quả nghiên cứu mong đợi hệ số âm cho biến Lev.

SIZE (Quy mô doanh nghiệp) bằng $\ln(\text{tổng tài sản})$. Chen và ctg (2011) cho rằng một công ty lớn hơn sẽ có nguồn lực đầu tư hơn, và hi vọng hệ số dương cho biến Size, dấu hiệu tích cực đối với hiệu quả đầu tư.

FIRMAGE (Tuổi doanh nghiệp) được tính dựa trên số năm công ty bắt đầu lên sàn cho tới năm muốn làm thực nghiệm. Kỳ vọng cho rằng một công ty có độ tuổi dài hơn có thể rơi vào giai đoạn trưởng thành hoặc bắt đầu bước vào giai đoạn bão hòa vì vậy nó sẽ có ít cơ hội đầu tư hơn, và kỳ vọng dấu là âm cho biến Firmage.

3.3. Phương pháp ước lượng

Dữ liệu bài nghiên cứu dưới dạng dữ liệu bảng (panel data), nên tác giả sử dụng các mô hình hồi quy dữ liệu bảng pooled OLS, FEM, REM, đồng thời thực hiện các kiểm định về lựa chọn mô hình cũng như kiểm tra các khuyết tật của mô hình này. Kết quả của các kiểm định Modified Wald và Wooldridge cho thấy có hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan của sai số nên để khắc phục nhược điểm này, tác giả sử dụng phương pháp ước lượng là FGLS.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Ảnh hưởng của tuổi CEO đến quyết định đầu tư

Bảng 1

Tác động tuổi CEO và quyết định đầu tư

	INV			PPE		
	All firm	SOEs	Non-SOEs	All firm	SOEs	Non-SOEs
TOBINQ	-0,0135	-0,173***	-0,0211	0,152	0,00591	0,378***
	(-0,19)	(-12,41)	(-0,22)	(-1,5)	(-0,03)	(-3,01)
TOBINQ* AGECEO	0,000154	0,00249***	0,000329	-0,00182	-0,000922	-0,00584**
	(-0,11)	(-8,65)	(-0,18)	(-0,94)	(-0,21)	(-2,53)

AGECEO	0,00148 (-0,3)	-0,00186** (-1,99)	0,00166 (-0,25)	-0,000107 (-0,03)	-0,00404 (-0,66)	-0,00046 (-0,09)
CFO	-0,0099 (-0,12)	0,149*** -5,17	-0,0194 (-0,19)	-0,452*** (-3,92)	0,223 -0,67	-0,615*** (-4,98)
LEV	0,0593 (-0,22)	0,0669 (-1,52)	0,00529 (-0,02)	-0,258 (-1,58)	-0,349 (-0,84)	-0,125 (-0,64)
SIZE	0,00568 (-0,28)	0,0039 (-0,49)	0,00641 (-0,28)	-0,00498 (-0,38)	-0,142 (-1,64)	-0,0062 (-0,43)
FIRMAGE	-0,00237 (-0,18)	0,00402 (-1,1)	-0,00387 (-0,24)	-0,0081 (-0,80)	-0,0176 (-0,74)	0,00255 (-0,21)
_cons	-0,218 (-0,80)	-0,0103 (-0,12)	-0,196 (-0,59)	0,323 (-1,44)	1,811** (-2,4)	0,221 (-0,79)
Số quan sát	546	91	455	546	91	455

***, **, * tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%; giá trị t-statistic được trình bày trong ngoặc đơn.

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả từ phần mềm Stata 13

Bảng 1 trình bày kết quả tác động của độ tuổi của CEO đến kết quả đầu tư theo hai phương pháp đo lường biến phụ thuộc là INV và PPE với từng phân loại mẫu là tất cả các công ty trong bộ dữ liệu và hai mẫu được chia tách là doanh nghiệp nhà nước (SOE) và doanh nghiệp tư nhân (Non-SOEs).

Trước hết, tác giả sử dụng INV làm biến phụ thuộc và thấy rằng các hệ số TobinQ và TobinQ*AgeCEO có ý nghĩa ở mức 1% trong mẫu doanh nghiệp nhà nước, tuy dấu của hệ số ngược với nghiên cứu của Xie (2015) nhưng lại phù hợp với lý thuyết mà Narayannan (1985) đưa ra là nhà quản lý chỉ tập trung vào mục tiêu ngắn hạn và có thể thực hiện hành vi đầu tư dưới mức tối ưu, dẫn đến kết quả đầu tư không như mong đợi, nó có thể làm giảm đi giá trị của doanh nghiệp. Mặc dù kết quả không hoàn toàn như kỳ vọng nghiên cứu, nhưng cũng chỉ ra được hiệu quả đầu tư của một công ty không cao nếu như được điều hành bởi một CEO trẻ tuổi hơn, như bảng 1 cho thấy hệ số của AgeCEO và TobinQ đều âm tương ứng là -0,173 và -0,00186 bên cạnh đó, độ tuổi nghiên cứu trung bình của bài là gần 49 tuổi, đây là độ tuổi tương đối trẻ so với độ tuổi của CEO trên thị trường. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Zhang và ctg (2015) rằng những CEO trẻ tuổi thường thực hiện các hoạt động đầu tư bằng cách mua lại mà không quan tâm đến doanh thu và đúng như Narayannan (1985) chỉ ra là ở trong ngắn hạn với mục đích là thiết lập danh tiếng của mình. Ngoài ra, một số nghiên cứu còn bổ sung tại sao những nhà CEO lớn tuổi hơn lại có hiệu quả hơn, bởi vì họ thường không chấp nhận rủi ro, muốn đầu tư an toàn hơn. Bên cạnh đó, đối với những yếu tố liên quan khác như dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) tác động đến doanh nghiệp nhà nước như kỳ vọng và nó cũng đúng với kết quả của Xie (2015) ở mức ý nghĩa là 1%.

Thứ hai, tác giả đưa ra chỉ tiêu đo lường hiệu quả đầu tư là PPE, biểu thị cho giá trị tài sản cố định tăng lên của công ty năm sau so với năm trước. Kết quả chỉ ra cho thấy các hệ số của TobinQ và TobinQ*AgeCEO đều ảnh hưởng đến doanh nghiệp tư nhân với mức ý nghĩa mong đợi là 1%, tuy nhiên cứu của Xie (2015) kết quả chỉ ra chỉ có tác động mạnh đến doanh nghiệp nhà nước (SOE), nhưng khi đối chiếu kết quả với mẫu doanh nghiệp tư nhân (Non-SOEs) cho thấy dấu ở các hệ số TobinQ, TobinQ*AgeCEO là giống nhau. Điều này cho thấy những CEO trẻ tuổi hơn sẽ đầu tư có hiệu quả hơn, tuy nhiên lại ít thực hiện hành động đầu tư hơn, như trong nghiên cứu của Xie (2015) kết luận rằng CEO trẻ hơn sẽ thực hiện đầu tư ít hơn mà hiệu quả hơn và cũng có chỉ ra rằng những doanh nghiệp tư nhân cũng có một số dưới loại hình doanh nghiệp gia đình, có tính chất thừa kế, nên những CEO này rất cẩn thận trong quyết định đầu tư nhằm cải thiện giá trị của doanh nghiệp.

Tác giả sử dụng sử dụng biến giả tuổi CEO ở mức 50, như một phương pháp bổ sung thêm cho quá trình nghiên cứu ảnh hưởng tuổi đến quyết định đầu tư. Vì độ tuổi trung bình CEO của bài là 49 nên tác giả sử dụng biến giả là 50 (AGE50) làm đại diện.

Bảng 2

Tác động của biến giả tuổi CEO đến quyết định đầu tư

	INV			PPE		
	All firm	SOEs	Non-SOEs	All firm	SOEs	Non-SOEs
TOBINQ	-0,0031 (-0,20)	-0,0783*** (-15,41)	-0,00242 (-0,13)	0,0579*** (-3,19)	-0,0179 (-0,27)	0,0660*** (-3,36)
TOBINQ* AGE50	-0,00568 (-0,43)	0,0504*** (-8,52)	-0,00606 (-0,39)	0,00186 (-0,15)	-0,0237 (-0,27)	-0,000187 (-0,01)
AGE50	0,013 (-0,15)	-0,0355** (-2,13)	0,0115 (-0,1)	-0,0414 (-0,79)	-0,133 (-1,10)	-0,0911 (-1,38)
CFO	0,0139 (-0,14)	0,159*** (-5,49)	0,0115 (-0,1)	-0,457*** (-3,82)	0,185 (-0,56)	-0,503*** (-3,94)
LEV	-0,0171 (-0,06)	0,0653 (-1,45)	-0,0495 (-0,13)	-0,256 (-1,62)	-0,262 (-0,65)	-0,0682 (-0,35)
SIZE	0,00597 (-0,23)	0,00527 (-0,67)	0,00683 (-0,23)	-0,00565 (-0,44)	-0,149* (-1,73)	-0,00724 (-0,51)
FIRMAGE	-0,00278 (-0,20)	0,00399 (-1,12)	-0,00363 (-0,21)	-0,00942 (-0,95)	-0,0191 (-0,81)	0,000914 (-0,08)
_cons	-0,0869 (-0,44)	-0,0936 (-1,47)	-0,0732 (-0,30)	0,349** (-2,41)	1,683** (-2,46)	0,249 (-1,54)
Số quan sát	546	91	455	546	91	455

***, **, * tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%; giá trị t-statistic được trình bày trong ngoặc đơn.

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả từ phần mềm Stata 13

Đối với chỉ tiêu hiệu quả đầu tư là INV thì có ý nghĩa thống kê với mẫu là doanh nghiệp nhà nước, hầu như kết quả là trùng khớp với kết quả hồi quy ở bảng 1, ở mức ý nghĩa cao là 1%. Kết quả phản ánh rằng những CEO lớn tuổi hơn thường đầu tư hiệu quả hơn. Điều này phù hợp với kết luận của Serfling (2014) là những nhà quản lý lớn tuổi hơn sẽ không ưa thích rủi ro và mạo hiểm thường chọn các dự án an toàn cho công ty hơn. Lý thuyết về ảnh hưởng tuổi CEO với hiệu quả đầu tư của Narayanan (1985) cũng chỉ ra các quyết định của người quản lý bị ảnh hưởng bởi kinh nghiệm họ, người quản lý càng có kinh nghiệm, xác suất họ sẽ chọn mục tiêu vì lợi nhuận ngắn hạn càng thấp đồng thời độ chính xác về hiệu quả đầu tư càng cao. Cùng với lý thuyết này, Gibbons và Murphy (1992), chỉ ra rằng mối quan tâm nghề nghiệp sẽ mạnh mẽ hơn khi các nhà quản lý càng nghỉ hưu vì sự gia tăng lợi nhuận từ niềm tin của thị trường về khả năng của họ cao hơn. Do đó, các quyết định đầu tư của các CEO trẻ tuổi dự kiến sẽ bị ảnh hưởng nhiều hơn bởi các mối quan tâm nghề nghiệp của họ so với các CEO cũ.

Đối với chỉ tiêu đánh giá quyết định đầu tư thay thế là PPE thì mẫu doanh nghiệp nhà nước không bị ảnh hưởng, nhưng nó lại tác động ở mức ý nghĩa là 1% đối với mẫu là những doanh nghiệp tư nhân. PPE được xây dựng dựa trên đối tượng là tài sản nói chung nên tác giả đánh giá chủ yếu vào hành động thực hiện đầu tư bằng các chỉ tiêu là mua lại những ngành kinh doanh mới, hoặc là thực hiện hành động sáp nhập công ty. Tuy kết quả chỉ ra không giống với nghiên cứu trước đây của Xie (2015), nhưng Yim (2013) đã phân tích ra hành động mua lại này của các CEO thì kết quả cho thấy rằng việc đầu tư này làm giảm doanh thu của CEO trẻ tuổi hơn, là đây chính là hành động tiêu cực, hành vi đầu tư thiếu đúng đắn. Lý giải tương tự như ở hai yếu tố trước thì CEO lớn tuổi sẽ có kinh nghiệm hơn trong việc điều hành công ty với những danh mục đầu tư đa dạng hơn, ít rủi ro hơn cùng với việc duy trì tỷ lệ thấp hơn, có tác động tích cực đến giá trị của doanh nghiệp (Serfling, 2014).

4.2. Tác động của CEO mới được bổ nhiệm đến quyết định đầu tư

Ngoài việc xem xét ảnh hưởng của tuổi như thế nào đến quyết định đầu tư thì tác giả còn sử dụng thêm yếu tố CEO mới được bổ nhiệm để mở rộng thêm bài nghiên cứu của mình. Thông qua chỉ tiêu này muốn biết được những người có nhiệm kỳ dài, ngắn hay là mới được bầu vào ban điều hành thì họ có xu hướng hành động như thế nào đến mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Vì rất khó để thu thập được thông tin rằng một CEO bắt đầu công việc quản lý của mình từ bao giờ, dữ liệu công bố trên các trang web là hạn chế về thời gian, nên yếu tố này tác giả sẽ sử dụng dưới dạng biến giả để thực hiện.

Bảng 3

Tác động của CEO mới được bổ nhiệm đến quyết định đầu tư

	INV			PPE		
	All firm	SOEs	Non-SOEs	All firm	SOEs	Non-SOEs
TOBINQ	-0,0115 (-1,09)	-0,0401*** (-3,82)	-0,00778 (-0,58)	0,0551*** -3,61	-0,0342 (-0,57)	0,0626*** (-3,81)
TOBINQ*NEW	0,00734 (-0,32)	0 0	0,00709 (-0,3)	0,00138 (-0,1)	0 0	0,000256 (-0,02)
NEW	-0,00384 (-0,02)		-0,00403 (-0,02)	0,0738 (-0,96)		0,0275 (-0,32)

CFO	0,0347 (-0,44)	0,209*** (-3,6)	0,00636 (-0,06)	-0,421*** (-3,62)	0,217 (-0,7)	-0,478*** (-3,83)
LEV	0,099 (-0,39)	0,145** (-2,13)	0,0293 (-0,09)	-0,309** (-2,09)	-0,206 (-0,53)	-0,16 (-0,87)
SIZE	0,00211 (-0,09)	0,00353 (-0,43)	-0,00268 (-0,09)	-0,0039 (-0,28)	-0,155* (-1,77)	-0,00279 (-0,18)
FIRMAGE	-0,00199 (-0,17)	0,00664 (-1,61)	-0,0035 (-0,23)	-0,0108 (-1,15)	-0,0143 (-0,62)	-0,00367 (-0,32)
_cons	-0,125 (-0,70)	-0,178*** (-2,76)	-0,0334 (-0,13)	0,348** (-2,34)	1,620** (-2,35)	0,24 (-1,43)
Số quan sát	546	91	455	546	91	455

***, **, * tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%; giá trị t-statistic được trình bày trong ngoặc đơn.

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả từ phần mềm Stata 13

Bảng 3 cho thấy hệ số Tobin's Q là âm ở cả ba mẫu nghiên cứu với yếu tố xem xét là INV và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% với mẫu doanh nghiệp nhà nước. Điều này cho thấy rằng những nhà quản lý mới được bổ nhiệm thực hiện những dự án đầu tư mang lại kết quả kém hiệu quả hơn. Kết quả này tuy ngược với nghiên cứu thực nghiệm của Xie (2015) rằng chỉ ở mẫu nghiên cứu doanh nghiệp tư nhân mới có tác động này, tuy nhiên trong nghiên cứu của Chen và ctg (2011) đã đưa ra kết luận cho vấn đề những doanh nghiệp nhà nước thường có hành động tiêu cực này và nó cũng phù hợp với lý thuyết của Shleifer và Vishny (1994) về ảnh hưởng của chính trị đối với giá trị của công ty. Những người bổ nhiệm mới trong loại hình doanh nghiệp này thường có mục tiêu chính trị cao hơn, họ lấy nó làm mối quan tâm nghề nghiệp trong dài hạn hơn là đầu tư hiệu quả cho công ty. Bên cạnh đó, với biến phụ thuộc là PPE lại cho kết quả tích cực hơn, chủ yếu đến doanh nghiệp tư nhân với mức ý nghĩa là 1%, những CEO mới được bổ nhiệm có quyết định đầu tư hiệu quả hơn. Những CEO mới sẽ nỗ lực làm việc để nhận được sự đánh giá tích cực của thị trường, họ sẽ có hành động đầu tư mang lại hiệu quả trong những năm đầu, hay là đầu tư ngắn hạn nhằm mang lại tính hiệu tích cực từ thị trường. Mặt khác, trong số các doanh nghiệp tư nhân thường có trường hợp là các công ty gia đình, thành viên là người sáng lập hoặc là người thừa kế, nên họ sẽ có trách nhiệm hơn đối với các quyết định của mình (Chen và ctg, 2011).

5. Kết luận

Bài nghiên cứu xem xét ảnh hưởng của độ tuổi, mới được bổ nhiệm của nhà quản lý đến hiệu quả đầu tư. Kết quả tìm thấy mối quan tâm nghề nghiệp có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư và tùy theo từng yếu tố mà nó có tác động tiêu cực hay tích cực riêng. Đối với ảnh hưởng của độ tuổi đến quyết định đầu tư thì thường là những nhà quản lý lớn tuổi sẽ đầu tư có hiệu quả hơn, lựa chọn các dự án an toàn hơn và nó đa số tác động đến mẫu là doanh nghiệp nhà nước. Trong trường hợp biến giả tuổi 50 thì cho kết quả rằng những CEO lớn tuổi thì kiểm soát rủi ro của công ty tốt hơn, đa dạng hóa các thương vụ mua lại tốt hơn đối với doanh nghiệp nhà nước, nhưng kết quả lại không thể hiện rõ ở mẫu nghiên cứu là doanh nghiệp tư nhân, bởi những yếu tố ảnh hưởng khác

như kiểm soát của chính phủ, hay mục tiêu sự nghiệp chính trị của những nhà quản lý doanh nghiệp nhà nước. Với yếu tố nghiên cứu là CEO mới được bổ nhiệm thì ảnh hưởng tiêu cực đến các doanh nghiệp nhà nước hơn vì vậy những người CEO trẻ tuổi thường hạn chế đầu tư đúng mục tiêu, CEO lớn tuổi hơn cùng với nhiều năm kinh nghiệm họ đã có những dự án đầu tư hiệu quả hơn, đối với những CEO mới trong bài nghiên cứu cho thấy có tác động tích cực hơn cho với mẫu nghiên cứu là doanh nghiệp tư nhân. Những CEO ở công ty nhà nước đa phần có sự hỗ trợ từ chính phủ, dẫn đến hiện tượng tiêu cực thường thấy là bóp méo nhiều kết quả đầu tư, hiệu suất quản lý hiện tại của họ tốt thì sẽ có lợi cho những trường hợp thăng tiến cho sự nghiệp chính trị trong tương lai (Xie, 2015). Những CEO mới được bổ nhiệm ở doanh nghiệp tư nhân thường mong muốn có một tính hiệu tốt cho thị trường, bởi vì sự nghiệp sau này của họ, có thể họ sẽ được thuê lại để làm quản lý cho những công ty ngoài, vì vậy họ sẽ ứng xử cẩn thận hơn, lựa chọn dự án an toàn hơn. Ngoài ra, Xie (2015) còn đưa ra lí do về mặt huyết thống, những CEO công ty tư nhân hoặc những công ty gia đình sẽ có mục tiêu là cải thiện hiệu suất hoạt động của công ty.

Bài nghiên cứu vẫn còn tồn tại nhiều hạn chế về bộ dữ liệu do số liệu được thu thập từ báo cáo tài chính của công ty mặc dù đã được kiểm toán những vẫn chưa phản ánh đầy đủ thông tin về công ty, bên cạnh đó, những biến về quản trị doanh nghiệp đa số phải tự thu thập, hạn chế về mặt thời gian nên không đảm bảo được độ phong phú của dữ liệu. Ngoài ra, nghiên cứu vẫn chưa phân tích của mối quan tâm nghề nghiệp đến hiệu quả đầu tư giữa các loại hình doanh nghiệp hoặc lĩnh vực kinh doanh.

Tài liệu tham khảo

- Bebchuk, L., & Stole, L. (1993). Do short-term objectives lead to under- or overinvestment in long-term projects? *Journal of Finance*, 48, 719-7291.
- Chen, S., Sun, Z., Tang, S., & Wu, D. (2011). Government intervention and investment efficiency: evidence in China. *J. Corp.Finance* 17, 259-271. *Journal of Corporate Finance*, 17, 259-271.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 4(1), 57-74.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Gibbons, R., & Murphy, K. J. (1992). Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence. *Journal of Political Economy*, 468-505.
- Gudell, S. (2011). Serial CEOs and Their Career Concerns. *University of Rochester*.
- Hirshleifer, D., & Thakor, A. (1992). Managerial conservatism, project choice, and debt. *Review of Economic Studies*, 66, 169-182.
- Holmstrom, B. (1999). Managerial incentive problems: a dynamic perspective. *Rev.Ecom. Stud* 66. 169-182. *Review of Economic Studies*, 66, 169-182.
- Jensen, M. C., & Mecking, W. H. (1976). Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownship Structure. *Journal of Finance Economic*, 4(4), 305-360.
- Jensen, M., & Murphy, K. (1990). Performance pay and top management incentives. *Journal of Political Economy*, 98, 225-264.
- Li, X., Low, A., & Makhija, A. (2017). Career concerns and the busy life of the young CEO. *Journal of Corporate Finance*, 47, 88-109.

- Liu, Y. (2014). Outside options and CEO turnover: the network effect. *Journal of Corporate Finance*, 60, 2661-2700.
- Narayanan, M. (1985). Managerial incentives for short-term results. *Journal of Finance*, 40, 1469-1484.
- Padilla, A. J., & Pagano, M. (2000). Sharing default information as a borrower discipline device. *European Economic Review*, 44(10), 1951-1980.
- Phan, G. T. B., Trần, D. T., Trần, T. T. A. (2017). Ảnh hưởng của đặc điểm tổng giám đốc điều hành đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, 55(4), 51-63.
- Prendergast, C., & Stole, I. (1996). Impetuous youngsters and jaded old timers: acquiring a reputation for learning. *Journal of Political Economy*, 104(6), 1105-1134.
- Serfling, M. (2014). CEO age and rickness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance*, 25, 251-273.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1994). Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 995-1025.
- Trần, V. L. (2013). Lý thuyết người đại diện, lý thuyết trò chơi và bài toán người đại diện vốn nhà nước tại doanh nghiệp. *Tạp chí Nghiên cứu và Trao đổi*, 198, 53-59.
- Xie, J. (2015). CEO career concerns and investment efficiency: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 24, 149-159.
- Yim, S. (2013). The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisitions behavior. *Journal of Financial Economics*, 108, 250-273.
- Zhang, T., Ferris, S., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2016). The young the restless: a study of age and acquisitions propensity of CEOs of UK firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(9-10), 1385-1419.