

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Trần Thị Bích Hằng** - Chính sách phát triển sản phẩm du lịch đặc thù của tỉnh Quảng Ninh. **Mã số 1.TRMg.12** 2
Policies for the Development of Distinctive Tourism Products of Quang Ninh Province
- 2. Võ Văn Dút** - Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh tế của mô hình lúa hai vụ tại huyện Châu Phú, tỉnh An Giang. **Mã số 1.DEco.11** 13
Factors Affecting the Economic Efficiency of the Two-crop Rice Model in Chau Phu District, An Giang Province
- 3. Trần Văn Nguyễn** - Mối liên kết giữa độ mở thương mại và chất lượng môi trường: góc nhìn mới từ các quốc gia đang phát triển. **Mã số 1.DEco.11** 22
The Link between Trade Openness and Environmental Quality: New Perspectives from Developing Countries

QUẢN TRI KINH DOANH

- 4. Mai Thanh Lan và Lại Quang Huy** - Xu hướng ứng dụng big data trong công tác thu hút và giữ nhân tài tại các doanh nghiệp Việt Nam. **Mã số 2.HRMg.21** 31
Big data Trends in Attract and Retain Talent in Vietnam's Enterprises
- 5. Vũ Xuân Thủy** - Tác động của cấu trúc sở hữu đến thù lao ban điều hành của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số 2.FiBa.21** 42
The Impact of the Ownership Structure on Management Remuneration of Companies Listed on Vietnam Stock Market
- 6. Lê Thị Nhung** - Ứng dụng mô hình Miller - Orr trong quản trị vốn bằng tiền tại các doanh nghiệp Việt Nam. **Mã số 2.BAcc.21** 55
The Application of MILLER-ORR Models in Cash Management in Vietnamese Enterprises

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 7. Hee-Cheol MOON and Jae-Eun CHUNG and Kyung-Hye PARK** - The Effect of the 4th Industrial Revolution Technologies on Supply Chain Innovation in Korean Trading companies 62
Tác động của công nghệ cách mạng công nghiệp 4.0 với đổi mới chuỗi cung ứng tại các công ty thương mại Hàn Quốc. Mã số 3.BAdm.31

TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC SỞ HỮU ĐẾN THÙ LAO BAN ĐIỀU HÀNH CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Vũ Xuân Thủy

Trường Đại học Thương mại
Email: vuthuy2607@tmu.edu.vn

Ngày nhận: 05/11/2018 **Ngày nhận lại:** 10/12/2018 **Ngày duyệt đăng:** 18/12/2018

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm xác định chiều hướng và mức độ tác động của cấu trúc sở hữu vốn đến thù lao (lương, thưởng) Ban điều hành hay Ban giám đốc (BOE) của các công ty niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam. Trên cơ sở khảo sát các khung lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm liên quan, các yếu tố cấu trúc sở hữu vốn của công ty niêm yết ở Việt Nam bao gồm: sở hữu Nhà nước, sở hữu Nước ngoài, sở hữu Ban điều hành, sở hữu Hội đồng quản trị. Mô hình nghiên cứu được thực hiện thông qua việc phân tích khảo sát 269 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội với 1883 quan sát giai đoạn 2010 - 2016. Kết quả thực nghiệm từ mô hình định lượng cho thấy quyền sở hữu của ban điều hành có tác động thuận chiều đến việc gia tăng thù lao ban điều hành, ngược lại sở hữu của HĐQT lại có tác động ngược chiều. Trong khi đó, sở hữu Nhà nước và sở hữu Nước ngoài chưa thực sự giải thích được sự biến động của thù lao ban điều hành ở các công ty trong mẫu nghiên cứu. Hơn nữa, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng quy mô công ty và cơ hội tăng trưởng có cùng tác động cùng chiều đến thù lao ban điều hành.

Từ khóa: ban điều hành, công ty cổ phần, quản trị công ty, thù lao ban điều hành, vấn đề người đại diện, Việt Nam.

1. Giới thiệu

Các công ty cổ phần có đặc trưng cơ bản là vốn cổ phần được sở hữu bởi các cổ đông khác nhau, từ đó hình thành nên cấu trúc sở hữu vốn của công ty. Theo đó, mỗi loại hình sở hữu có thể có những tác động khác nhau đến các khía cạnh như: hiệu quả hoạt động, chính sách chi trả thù lao cho ban điều hành... Mục đích của nghiên cứu này nhằm điều tra mối quan hệ giữa cấu trúc quyền sở hữu vốn công ty với thù lao chi trả cho ban điều hành của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trước khi bắt đầu bước vào thời kỳ đổi mới nền kinh tế, giai đoạn trước năm 1990, Việt Nam là một quốc gia theo thể chế nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung bao cấp. Tất cả các tổ chức kinh tế thuộc mọi lĩnh vực đều là thành phần kinh tế tập thể hoặc Nhà nước. Do vậy, các thành viên quản lý điều hành

trong các Doanh nghiệp Nhà nước (DNNN) ở mọi cấp bậc đều được tuyển dụng bởi các cơ quan Nhà nước và mức thu nhập của họ đều được xác định một cách tập trung thống nhất bởi một cơ quan chức năng thuộc Chính phủ và thông qua Hội đồng lương Quốc gia. Sau năm 1990, nền kinh tế Việt Nam bắt đầu bước vào thời kỳ mở cửa và cải cách mạnh mẽ với sự phát triển nhanh chóng của thị trường tài chính. Quá trình cải cách đó gắn với một loạt các hoạt động thoái vốn khỏi các DNNN, cụ thể là tiến trình cổ phần hóa dựa trên các quy tắc của thị trường.

Do vậy, nghiên cứu về cấu trúc sở hữu tại các Quốc gia đang phát triển, đặc biệt là các quốc gia có sự tham gia của sở hữu nhà nước như các nước Đông Âu, Trung Quốc hay Việt Nam có đặc thù riêng. Sở hữu nhà nước tại các quốc gia này thường có một tỷ lệ cao sau khi nền kinh tế được

chuyển đổi từ nền kinh tế tập trung sang nền kinh tế thị trường, đồng thời một bộ phận nhà quản lý tại các công ty có vốn Nhà nước trước đây là cán bộ công chức nay chuyển sang đóng vai trò một doanh nhân quản lý điều hành sẽ cần có nhiều chính sách thay đổi. Theo đó, kết quả nghiên cứu thực nghiệm về tác động của sở hữu nhà nước đến thù lao ban điều hành của các công ty cũng rất khác nhau trong các mẫu nghiên cứu khác nhau: Hai tác giả Hongxia Li và Liming Cui (2003) cũng đã chỉ ra các công ty cổ phần ở Trung Quốc có tỷ lệ sở hữu vốn nhà nước càng cao thì tác động thuận chiều càng mạnh mẽ đến thù lao của ban điều hành; Ngược lại Ali Dardour và Rim Boussaada (2017) chỉ ra mối quan hệ phi tuyến tính giữa sở hữu nhà nước và thù lao ban điều hành. Với các kết quả không đồng nhất giữa các quốc gia về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thù lao ban điều hành, nghiên cứu này là một sự bổ sung bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ này trong phạm vi các công ty niêm yết ở Việt Nam.

Các nghiên cứu lý thuyết cũng như thực nghiệm về thù lao ban điều hành của công ty cổ phần đã được triển khai ở nhiều các quốc gia châu Âu và ở Mỹ. Tuy nhiên, trong điều kiện của Việt Nam, do một vài hạn chế trong việc tiếp cận các dữ liệu thù lao ban điều hành, nên có rất ít các nghiên cứu về vấn đề này, đặc biệt là các nghiên cứu thực nghiệm. Vì vậy, bài viết này được thực hiện nhằm cung cấp bằng chứng khoa học và thực nghiệm về sự tác động của cấu trúc sở hữu vốn đến thù lao chi trả cho ban điều hành của các công ty niêm yết ở Việt Nam thời gian qua nhằm khóa lấp khoảng trống đã được chỉ ra trong các nghiên cứu trước đây về vấn đề này.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

Theo Jensen và Meckling (1976), Fama và Jensen (1983), vấn đề người đại diện có thể tồn tại giữa người sở hữu (các cổ đông) với người đại diện (HĐQT và Ban điều hành), thậm chí ngay cả giữa HĐQT với Ban điều hành, được biểu hiện rõ nhất khi tính độc lập và chức năng giám sát của HĐQT không hiệu quả. Giải pháp để hạn chế vấn đề người đại diện giữa các cổ đông với ban điều hành, đó là một mặt phải gia tăng chức năng giám sát của HĐQT, mặt khác phải hoàn thiện cấu trúc

gói thù lao cho ban điều hành để tổng hòa được lợi ích của cả hai bên. Thật vậy, người quản lý có thể ảnh hưởng đến các quyết định của hội đồng quản trị, kể cả những quyết định liên quan đến chính sách chi trả. Cấu trúc sở hữu vốn ảnh hưởng tới chính sách chi trả cho nhà quản lý thể hiện trên các khía cạnh sau đây:

Thứ nhất, mối quan hệ giữa sở hữu của HĐQT và thù lao ban điều hành

Nghiên cứu thực nghiệm về tác động của sở hữu vốn đến tổng mức chi trả cho nhà quản lý cũng có những kết luận khác nhau. Trong khi Cheng và Firth (2006) cho rằng tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT có thể ảnh hưởng đến chi trả cho nhà quản lý, thì một số các nghiên cứu khác nhận định không có mối quan hệ, hoặc không rõ ràng. Brick và các tác giả (2006) cho rằng tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa quyền sở hữu vốn của chủ tịch HĐQT với chi trả cho các nhà quản lý. Theo cơ sở lý thuyết đã trình bày ở chương 2, khi thành viên HĐQT đặc biệt là chủ tịch HĐQT công ty cổ phần sở hữu càng nhiều cổ phần, họ càng có động lực để giảm bớt chi phí đại diện, họ sẽ gia tăng các biện pháp giám sát hiệu quả làm việc của ban quản lý điều hành như vậy sẽ làm hạn chế được việc chi trả quá mức cho các nhà quản lý chủ chốt. Rashid (2013) cho rằng nhà quản trị (Chủ tịch HĐQT) giữa vai trò sở hữu công ty sẽ có sự tác động tiêu cực đáng kể đến tổng mức chi trả thù lao cho các nhà quản lý điều hành. Do đó, Giả thuyết nghiên cứu mong đợi:

H1: Tỷ lệ sở hữu của chủ tịch HĐQT có mối quan hệ nghịch biến với thù lao ban điều hành

Thứ hai, mối quan hệ giữa sở hữu của ban điều hành và thù lao ban điều hành

Nhìn chung, nhiều nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm đã chỉ ra sự tác động của các công ty cổ phần với loại hình cơ cấu sở hữu vốn này đến thù lao ban điều hành, đặc biệt là các giám đốc điều hành. Ban điều hành càng nắm giữ nhiều cổ phần hơn, thì lợi ích giữa ban điều hành với các cổ đông khác càng được gắn kết, do đó hạn chế được các rủi ro đến từ các hành vi cơ hội của ban điều hành. Sự tham gia nhiều hơn của ban điều hành trong việc sở hữu vốn của công ty sẽ hạn chế được rủi ro của một chính sách chi trả quá mức, gây thiệt hại cho các cổ đông.

Theo quan điểm của Anglo-Saxon, Lambert et al.(1993) và Core et al.(1999) đã chỉ ra rằng thù lao ban điều hành sẽ thấp hơn khi ban điều hành sở hữu tỷ lệ vốn cao hơn trong công ty cổ phần. Họ cũng cho rằng khi đó ban điều hành sẽ dễ dàng chấp nhận một khoản thù lao linh hoạt hơn và gắn kết mạnh hơn đến kết quả hoạt động của công ty. Nói cách khác, việc sở hữu một phần lớn vốn trong công ty sẽ cho phép người quản lý bắt buộc các thành viên HĐQT chấp nhận một chính sách thù lao cao tạo thuận lợi cho lợi ích cá nhân của họ. Roussel và Trepo (1999) quan sát thấy rằng trong các công ty ở Pháp, nơi mà các nhà quản lý có khả năng quyết định về chính sách chi trả của họ, các khoản tiền thưởng thường ít gắn liền với hiệu suất của công ty.

Khi nhà quản lý chủ chốt đồng thời cũng là cổ đông của công ty, họ vừa có chức năng quản lý, vừa có khả năng tham gia kiểm soát hoạt động quản lý sẽ có điều kiện can thiệp vào chính sách chi trả để gia tăng các khoản chi trả cho bản thân. Đặc biệt tồn tại các nhà quản lý đại diện phần vốn nhà nước xuất hiện khá nhiều ở các CTCP trong các Quốc gia có nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam, Trung Quốc. Do vậy, giả thuyết tiếp theo là:

H2: Tỷ lệ sở hữu của giám đốc điều hành có mối quan hệ đồng biến với thù lao ban điều hành

Thứ ba, mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và thù lao ban điều hành

Đây cũng là một yếu tố hết sức quan trọng tác động tới chính sách chi trả của các công ty cổ phần, đặc biệt trong bối cảnh các nước có nền kinh tế chuyển đổi như Trung Quốc và Việt Nam. Chiều tương quan giữa tỷ lệ sở hữu của nhà nước đến thù lao ban điều hành là không nhất quán trong các nghiên cứu trước đây. Tùy vào mẫu nghiên cứu khác nhau ở các quốc gia khác nhau mà tỷ lệ sở hữu nhà nước có thể đồng biến hay nghịch biến với thù lao ban điều hành. Trong khi, Bos (1991) cho rằng ở những công ty mà chính phủ sở hữu phần lớn vốn cổ phần, chính phủ có động cơ kiểm soát công ty chặt chẽ và hiệu quả, từ đó làm giảm mức chi trả cho nhà quản lý. Ngược lại, Mak&Li (2001) cho rằng chính phủ thường có xu hướng kém chủ động trong việc kiểm soát khoản đầu tư của mình, đồng thời do việc huy động vốn dễ dàng hơn, dẫn đến hiện tượng các công ty có sở hữu nhà nước cao có cơ chế kiểm

soát kém hơn, hay nói cách khác làm gia tăng thù lao ban điều hành.

Hai tác giả Hongxia Li và Liming Cui (2003) cũng đã chỉ ra các công ty cổ phần ở Trung Quốc có tỷ lệ sở hữu vốn nhà nước càng cao thì tác động thuận chiều càng mạnh mẽ đến thù lao của ban điều hành.

Ở Việt Nam, qua khảo sát sơ bộ chính sách chi trả cho nhà quản lý điều hành các CTCP niêm yết đối với các công ty có vốn nhà nước chi phối, với chính sách chi trả bị tác động nhiều bởi cơ chế chính sách cào bằng dựa nhiều vào vị trí và thâm niên công tác, ít chịu tác động vào kết quả kinh doanh, nhiều nhà quản lý ở các công ty cổ phần có vốn nhà nước chi phối vẫn nhận được mức chi trả cao bất chấp kết quả hoạt động nghèo nàn của công ty. Do vậy, giả thuyết nghiên cứu đặt ra:

H3: Các công ty cổ phần có tỷ lệ sở hữu vốn nhà nước cao sẽ tác động thuận chiều đến thù lao ban điều hành

Thứ tư, mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài với thù lao ban điều hành

Chỉ tiêu này được đo lường bằng tỷ lệ phần trăm số lượng cổ phần phổ thông được nắm giữ bởi các cổ đông là cá nhân hoặc tổ chức nước ngoài. Trong nhiều nghiên cứu, các nhà đầu tư nước ngoài với trình độ và kinh nghiệm hoạt động lâu năm, được đánh giá là đóng vai trò quan trọng trong việc kiểm soát công ty. Xu, Zhu và Lin (2005) chỉ ra rằng đối với những công ty ở Trung Quốc, tỷ lệ nhà đầu tư nước ngoài càng cao thì công ty được kiểm soát tốt hơn, dẫn đến hiệu quả giám sát hoạt động quản lý tốt hơn và hạn chế được các khoản chi trả quá mức đối với nhà quản lý. Do đó giả thuyết nghiên cứu được mong đợi là:

H4: Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tác động ngược chiều đến thù lao ban điều hành.

Một số biến kiểm soát khác:

*** Quy mô công ty (Firm Size)**

Quy mô công ty là một trong những biến giải thích quan trọng khác trong việc xác định thu nhập chi trả cho nhà quản lý. Thông thường, các công ty có quy mô lớn bao gồm cả quy mô vốn - giá trị sổ sách (book value) hay quy mô vốn hóa thị trường (market value) sẽ có xu hướng chi trả cao hơn so với các công ty có quy mô vốn nhỏ do họ có điều kiện thuận lợi về uy tín và nguồn lực tài

chính để thuê nhân sự cao cấp tài ba vào vị trí điều hành doanh nghiệp.

Khi nghiên cứu các công ty niêm yết tại thị trường chứng khoán Thụy Sĩ trong giai đoạn từ 2004 đến 2008, Usman Tariq (2010) đã tìm thấy mức thu nhập của giám đốc điều hành là một hàm đồng biến với quy mô công ty, công ty có quy mô càng lớn thì mức chi trả thù lao cho nhà quản lý cũng càng tăng. Không những vậy, Ryan và Wiggins (2004) khảo sát nghiên cứu các công ty niêm yết trên sàn S&P 500 năm 1997 đã kết luận rằng thu nhập của giám đốc điều hành sẽ gia tăng ở những công ty có quy mô lớn. Kết quả nghiên cứu của Linn và Park (2005); Brick và các tác giả (2006) cũng có cùng quan điểm khi sử dụng mẫu nghiên cứu các công ty ở Mỹ.

Như vậy, những doanh nghiệp lớn sẽ có điều kiện nguồn tài chính lớn để thực hiện những khoản thù lao cao. Hơn nữa, các công ty lớn có mô hình hoạt động phức tạp và tính đa dạng hóa cao nên họ cũng chi trả nhiều hơn cho các thành viên ban điều hành để có thể xử lý các công việc phức tạp đòi hỏi nhiều kỹ năng. Có thể nhận thấy, phần lớn các nghiên cứu đều cho rằng quy mô công ty tác động tích cực và đáng kể đến thu nhập ban điều hành. Do vậy, giả thuyết nghiên cứu đầu tiên được đặt ra là:

H5: Quy mô công ty có tác động thuận chiều đến thù lao cho ban điều hành.

** Quy mô hội đồng quản trị (Board Size)*

Chức năng quan trọng của Hội đồng quản trị là thiết lập chính sách thu nhập cho ban điều hành cũng như giám sát các hoạt động của ban điều hành. Tuy nhiên, các chức năng này có thể bị ảnh hưởng bởi các nhân tố mang tính xã hội (như tình bạn, quan hệ gia đình,...). Vì thế, một hội đồng quản trị có quy mô lớn hơn có thể dễ dàng tạo điều kiện cho ban điều hành thao túng và do đó quy mô HĐQT nhỏ có hiệu quả hơn trong việc kiểm soát các hành động của ban điều hành (Jensen 1993). Những khó khăn trên còn được gọi là rào cản sự giám sát. HĐQT đại diện cho các cổ đông và phải hành động vì những lợi ích chung của họ. Guest (2009) đã cho thấy rằng khi quy mô của Hội đồng tăng lên, mức thu nhập của ban điều hành cũng tăng lên. Tương tự, Core và cộng sự (1999) đã thực hiện một nghiên cứu trên 205 công ty thương mại niêm yết và tìm thấy các Hội đồng quản trị lớn

hơn sẽ đưa ra mức chi trả bồi hoàn nhiều hơn cho các CEO. Conyon và He (2004) cũng cho thấy có mối tương quan cùng chiều giữa quy mô HĐQT với thu nhập ban điều hành.

Trái ngược với quan điểm trên, khi quyền hành và tự ý quyết định của các nhà quản lý điều hành gia tăng đồng nghĩa với khả năng giám sát của HĐQT suy giảm (Hermalin và Weisbach, 1998). Đến một mức nào đó, các nhà quản lý sử dụng quyền hành của mình để gây áp lực lên các mức lương thưởng nhằm hạn chế khả năng giám sát của HĐQT. Điều đó đồng nghĩa với việc, khi số lượng và chất lượng thành viên HĐQT đủ mạnh sẽ giám sát và hạn chế quyền lực của ban điều hành, từ đó sẽ cắt giảm được mức thu nhập quá mức của các thành viên ban điều hành. Minh chứng cho nhận định này, nghiên cứu của Ryan và Wiggins (2004); Adams và các tác giả (2009) cho thấy quy mô HĐQT tác động tiêu cực đến thu nhập điều hành.

Như vậy, mặc dù còn có nhiều các kết quả khác nhau đã được chỉ ra về mối tương quan giữa số lượng thành viên HĐQT với thu nhập ban điều hành ở các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, song nghiên cứu này cũng cho rằng: ở Việt Nam số lượng thành viên HĐQT lớn có tác động thuận chiều và đáng kể đến thù lao của ban điều hành. Giả thuyết nghiên cứu này là:

H6: Quy mô HĐQT có mối quan hệ đồng biến với thù lao ban điều hành.

** Tăng trưởng công ty (Growth)*

Tăng trưởng hay cơ hội đầu tư của công ty được đo bằng chênh lệch giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách của công ty. Giá trị thị trường được tính toán bằng giá trị vốn hóa thị trường của số lượng cổ phiếu đang lưu hành (Thị giá cổ phiếu cuối năm nhân với số lượng cổ phiếu lưu hành cuối năm) trong khi đó Giá trị sổ sách được lấy từ tổng tài sản trong bảng cân đối của công ty vào cuối năm. Công ty có mức khả năng tăng trưởng qua các năm cũng sẽ là điều kiện để HĐQT cân nhắc đề xuất tăng tiền lương, thưởng cho ban điều hành của công ty. Giả thuyết nghiên cứu thứ ba là:

H7: Cơ hội tăng trưởng của công ty có tác động thuận chiều đến thù lao ban điều hành

** Hiệu quả hoạt động (Firm Performance) - Return on Equity (ROE)*

Một số nghiên cứu khác cũng cho thấy tồn tại mối quan hệ tích cực giữa hiệu quả công ty với thu

nhập ban điều hành như nghiên cứu của Barontini và Bozzi (2009), Andreas và các tác giả (2010). Có những nghiên cứu khác đã cho thấy một mối tương quan dương mạnh mẽ giữa kết quả tài chính với mức chi trả cho nhà quản lý ở các công ty cổ phần như: Belliveau et al. (1996) với mức độ tương quan là 0.41 trong khi đó các nghiên cứu của Finkelstein and Boyd (1998) thì mức độ tương quan thấp hơn chỉ là 0.13 và của Johnson (1982) thì kết quả là 0.003.

Ngược lại, nghiên cứu của Brick et al. (2005) lại chỉ ra rằng có một mối tương quan âm mạnh giữa mức bồi hoàn quản lý và kết quả hoạt động của công ty. Cùng viết về chủ đề này, Zhou (2000) cũng đã nghiên cứu các công ty ở Canada và phát hiện ra rằng mức chi trả cho các CEO thì có mối liên hệ ngược chiều với quy mô công ty và mức bồi hoàn thì phụ thuộc nhiều vào kết quả của công ty. Bên cạnh đó, Hempel và Fay (1994) kết luận rằng không tồn tại bất kỳ mối quan hệ nào giữa thu nhập ban điều hành với hiệu quả công ty. Dogan và Smyth (2002) thừa nhận mối quan hệ giữa thu nhập ban điều hành với hiệu quả hoạt động công ty là không rõ ràng.

Mặc dù vẫn còn nhiều ý kiến không đồng nhất về ảnh hưởng của hiệu quả công ty đến thu nhập ban điều hành, song phần lớn kết luận từ các nghiên cứu thực nghiệm đều thừa nhận có tác động tích cực giữa hiệu quả công ty với thu nhập ban điều hành. Đồng quan điểm với đa số các nghiên cứu đó, bài viết này cũng cố gắng chỉ ra mối tương quan giữa thu nhập ban điều hành với hiệu quả của các công ty niêm yết ở Việt Nam. Giả thuyết được đưa ra là:

H8: Hiệu quả công ty có mối tương quan dương đến thù lao ban điều hành.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp định lượng để ước lượng các yếu tố ảnh hưởng đến thu nhập ban điều hành. Trên cơ sở khảo sát các lý thuyết liên quan, nghiên cứu thu thập dữ liệu và thực thi mô hình hồi quy dữ liệu bảng có xem xét đến mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM - Random Effects Model) và mô hình ảnh hưởng cố định (FEM - Fixed Effects Model).

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nguồn dữ liệu thứ cấp về tình hình tài chính, giá trị thị trường cổ phiếu và tỷ lệ sở hữu cổ phần

được lấy từ Cổng thông tin và Dữ liệu Tài chính - Chứng khoán Việt Nam (vietstock.vn). Đây là cổng thông tin trực tuyến đầu ngành về tài chính và chứng khoán ở Việt Nam. Dữ liệu về thù lao ban điều hành được thu thập từ các bản cáo bạch, báo cáo tài chính và báo cáo thường niên đã được kiểm toán của tất cả các công ty niêm yết trên 2 Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX). Các chỉ số tài chính nội tại của doanh nghiệp được tính với tần suất 1 lần/năm.

Tuy nhiên, do các dữ liệu thứ cấp của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam là dữ liệu bảng của các công ty từ 2005 - 2014, thực tế dữ liệu không đồng nhất và thiếu tính khả dụng trong khoảng thời gian 6 năm (năm 2005 - 2009), biến thu nhập của ban điều hành không được công khai minh bạch rộng rãi giữa các công ty, nên mẫu nghiên cứu đã giảm đi còn 228 công ty niêm yết trên Sở GDCK Hồ Chí Minh trong thời gian từ năm 2010 đến năm 2016. Kết quả của việc sàng lọc dữ liệu cho ra bảng dữ liệu liên tục trong 7 năm của 269 công ty niêm yết, nghĩa là tổng cộng có 1596 quan sát được sử dụng trong nghiên cứu.

Xây dựng các biến

Biến phụ thuộc: TCOM - Tổng thù lao ban điều hành (bao gồm toàn bộ thù lao bằng tiền trong năm tài chính cho các thành viên ban điều hành)

Cấu trúc sở hữu (OS) được nghiên cứu với bốn biến sở hữu đặc trưng của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam: (1) Sở hữu chủ tịch HĐQT (CHAIR_OWN); (2) Sở hữu giám đốc Ban điều hành (CEO_OWN); (3) Sở hữu Nhà nước (GOV_OWN); (4) Sở hữu nước ngoài (FR_OWN).

Hiệu quả hoạt động (PER) được nghiên cứu trên góc độ hiệu quả đối với toàn bộ tài sản của công ty vào thời điểm cuối năm (Biến ROE).

Các biến kiểm soát nêu lên đặc điểm của Hội đồng quản trị và đặc thù các công ty niêm yết trong mẫu nghiên cứu bao gồm: Quy mô công ty (LNFSIZE), Quy mô HĐQT (BSIZE), Tăng trưởng (GROWTH), Tỷ lệ thành viên HĐQT không tham gia điều hành (NEDS).

3.2. Mô hình nghiên cứu thực nghiệm

Mục tiêu của nghiên cứu này là nhằm xác định sự ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu vốn đến mức độ

chi trả thù lao cho ban điều hành. Để tiến hành kiểm tra các giả thuyết nghiên cứu thực nghiệm đã được đề cập ở phần trên, Nghiên cứu đề xuất mô hình hồi quy sau đây:

$$LNTCOM_t = \alpha + \beta_1 CEO_OWN_{it} + \beta_2 CHAIR_OWN_{it} + \beta_3 FR_OWN_{it} + \beta_4 GOV_OWN_{it} + \beta_5 ROE_{it-1} + \beta_6 LNFSIZE_{it} + \beta_7 BSIZE_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \beta_9 NEDS_{it} + \epsilon_{it}$$

Trong đó:

- it = giá trị của công ty i tại thời điểm t
 $i = 1, 2, \dots, 40$ và $t = 2010 - 2016$
- $LNTCOM_{it}$ là log của tổng thù lao bằng tiền của ban điều hành của công ty niêm yết i tại năm t .

- CEO_OWN: Tỷ lệ sở hữu của giám đốc ban điều hành

- CHAIR_OWN: Tỷ lệ sở hữu của chủ tịch HĐQT

- FR_OWN: Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài.

- GOV_OWN: Tỷ lệ sở hữu của nhà nước.

Qua quá trình tổng quan các công trình nghiên cứu có liên quan, nghiên cứu đã tổng hợp và xây dựng khung giả thuyết nghiên cứu với các biến số được sử dụng và các giả thuyết tương quan được kỳ vọng giữa các biến quan sát và thị giá cổ phiếu được trình bày trong bảng dưới đây.

Bảng 1: Mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu và các giả thuyết

Ký hiệu Biến	Tên biến	Nội dung	Tương quan kỳ vọng
Các biến độc lập			
CEO_OWN	Tỷ lệ sở hữu của Giám đốc Ban điều hành	Tỷ lệ phần trăm số lượng cổ phần phổ thông được nắm giữ bởi giám đốc điều hành/tổng giám đốc trong năm.	(+)
CHAIR_OWN	Tỷ lệ sở hữu của chủ tịch HĐQT	Tỷ lệ phần trăm số lượng cổ phần phổ thông được nắm giữ bởi chủ tịch HĐQT trong năm tài chính.	(-)
FR_OWN	Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài	Tỷ lệ phần trăm số lượng cổ phần phổ thông được nắm giữ bởi các cổ đông là cá nhân hoặc tổ chức nước ngoài trong năm tài chính	(-)
GOV_OWN	Tỷ lệ sở hữu của nhà nước	Tỷ lệ phần trăm số lượng cổ phần phổ thông được nắm giữ bởi cổ đông là nhà nước hoặc các doanh nghiệp nhà nước trong năm tài chính.	(+)
Biến kiểm soát			
ROE	Hiệu quả công ty	Tỷ suất sinh lời trên VCSH (ROE) đo bằng tỷ lệ phần trăm lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu của CTCP trong năm tài chính	(+)
GROWTH	Mức độ tăng trưởng của công ty	Tỷ số chênh lệch giữa giá trị thị trường với giá trị sổ sách của công ty vào cuối năm tài chính	(+)
Fsize	Quy mô công ty	Logarit tự nhiên tổng giá trị tài sản của công ty	(+)
Bsize	Quy mô HĐQT	Số lượng thành viên Hội đồng Quản trị	(+)
NEDs	Tỷ lệ thành viên HĐQT không tham gia điều hành	Tỷ lệ phần trăm giữa thành viên không tham gia điều hành trên tổng số lượng thành viên HĐQT	(-)
Biến phụ thuộc			
LNTCOM	Thù lao ban điều hành	Logarit tự nhiên của Tổng mức chi trả thù lao ban điều hành (bao gồm tiền lương, thưởng và các khoản thù lao khác)	

4. Kết quả nghiên cứu

Sau khi đã lược khảo cơ sở lý thuyết liên quan, tiến hành xây dựng mô hình nghiên cứu, tiếp đến nghiên cứu thực hiện các kiểm định cần thiết và hồi quy mô hình với phương pháp thích hợp.

4.1. Thống kê mô tả

Để thấy được những đặc tính cơ bản của các biến nghiên cứu như giá trị lớn nhất, giá trị nhỏ nhất, giá trị trung bình và độ lệch chuẩn giữa giá trị trung bình của các biến với giá trị thực cần phân tích thống kê mô tả mẫu nghiên cứu. Kết quả thống kê mô tả được trình bày ở bảng 2 dưới đây:

Bảng 2: Kết quả thống kê mô tả biến phụ thuộc và các biến giải thích

	N (Số quan sát)	Minimum (Giá trị nhỏ nhất)	Maximum (Giá trị lớn nhất)	Mean (Giá trị trung bình)	Std. Deviation (Độ lệch chuẩn)
LNTCOM	1596	18.09	25.23	21.27	0.870
ROE	1596	-7.836	0.783	0.111	0.267
LNFSIZE	1596	21.82	32.82	27.06	1.359
BSIZE	1596	3.000	11.00	5.443	1.056
NEDS	1596	1.000	10.00	3.176	1.229
CEO_OWN	1596	0.000	85.39	9.520	12.43
CHAIR_OWN	1596	1.000	85.390	21.306	16.059
FR_OWN	1596	0.000	55.570	7.4088	11.711
GOV_OWN	1596	0.000	87.380	26.702	24.172
GROWTH	1596	0.000	14.820	0.9423	1.0144

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Từ Bảng 2 cho thấy: các biến nghiên cứu chính đều cho giá trị phù hợp với các nhận định quan sát được. Theo đó, đối với biến LNTCOM biến thiên từ giá trị nhỏ nhất 18,09% đến giá trị lớn nhất 25,2%, với tỷ lệ trung bình là 21,27% thì phân phối của biến này là chuẩn ít sai lệch (Kurtosis bằng 4,19 và skewness bằng 0,28) và ảnh hưởng tích cực đến quá trình nghiên cứu.

Tỷ lệ sở hữu cổ phần của các cổ đông có giá trị bình quân lần lượt là: 9,52% đối với sở hữu của giám đốc (CEO), 21,3% với sở hữu của Chủ tịch HĐQT, 7,41% đối với sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài và 26,7% đối với sở hữu nhà nước. Công ty có tỷ lệ sở hữu lớn nhất của nhà nước là công ty cổ phần Bóng đèn Điện Quang (mã CK: BRC) đạt 87,4% năm 2014. Tuy nhiên, tỷ lệ sở hữu nhà nước không đồng đều giữa các công ty trong mẫu

nghiên cứu và không ổn định giữa các năm trong giai đoạn nghiên cứu, biến động mạnh hơn so với tỷ lệ sở hữu của các nhóm còn lại thể hiện qua độ lệch chuẩn cao nhất (24,56%). Tiếp theo đó là tỷ lệ sở hữu của giám đốc và của chủ tịch HĐQT đạt giá trị cao nhất đều là 85,39% tại năm 2013 của công ty cổ phần Nhựa Rạng Đông (mã CK: RDP) khi giám đốc điều hành công ty đồng thời cũng giữ vai trò chủ tịch HĐQT. Thấp nhất là tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài với công ty có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao nhất đạt 80% vào năm 2015 và năm 2016 của công ty cổ phần Dây và cáp điện

Taya Việt Nam (mã CK: TYA) và đây cũng là nhóm tỷ lệ sở hữu ít có sự biến động nhất, với độ lệch chuẩn là 12,4%.

ROE trung bình của các công ty trong giai đoạn 2011 đến 2017 xấp xỉ 10,9%. Công ty cổ phần chế biến Thủy sản và Xuất nhập khẩu Cà Mau (mã CK: CMX) có chỉ số ROE thấp nhất là âm 367% tại năm 2013 do lợi nhuận của công ty âm hơn 126 tỷ đồng. Công ty có ROE lớn nhất năm 2016 là công ty cổ phần Kinh doanh Khí Miền Nam (mã CK: PGS) với tỷ lệ là 78,3%. Với độ sai lệch giữa giá trị trung bình và giá trị ROE thực tế của các công ty là khá lớn với độ lệch chuẩn là 18,9%.

4.2. Ma trận tương quan

Trong phần này, chúng ta sẽ phân tích ma trận tương quan giữa các biến trong mẫu nhằm giải

quyết định hạn chế của việc phân tích từng biến bằng cách cho thấy góc nhìn chi tiết hơn thông qua mối tương quan giữa biến phụ thuộc và các biến giải thích trong mô hình hồi quy, đồng thời cho thấy bức tranh sơ bộ về mức độ tương quan giữa các biến giải thích với nhau.

Sau khi chạy eview ta có Kết quả phân tích tương quan giữa các biến số trong mô hình nghiên cứu được thể hiện qua bảng sau:

Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến số trong mô hình

	TCOM	ROE	FSIZE	BFSIZE	NEDS	BOE_OWN	BOD_OWN	FR_OWN	GOV_OWN
TCOM	1.00								
ROE	0.18	1.00							
FSIZE	0.61	0.01	1.00						
BFSIZE	0.28	0.04	0.25	1.00					
NEDS	0.06	0.04	0.11	0.07	1.00				
BOE_OWN	-0.06	0.01	-0.01	-0.06	-0.24	1.00			
BOD_OWN	-0.08	0.04	-0.02	-0.09	-0.07	0.50	1.00		
FR_OWN	0.35	0.11	0.25	0.23	0.09	-0.05	-0.12	1.00	
GOV_OWN	0.02	0.08	0.00	-0.15	-0.06	0.02	0.11	-0.08	1.00
GROWTH	0.17	0.12	0.13	0.03	0.12	-0.06	0.00	0.00	-0.04

Nguồn: Tính toán từ dữ liệu thu thập của tác giả

Qua bảng trên có thể thấy: Kết quả phân tích hệ số tương quan cặp giữa các biến giải thích cho thấy không có cặp biến nào có hệ số tương quan cặp $r_{ij} > 0,8$, đồng thời đa số mối quan hệ tuyến tính giữa các biến giải thích chỉ ở dưới mức 0,3. Như vậy, có thể khẳng định rằng không có sự tự tương quan mạnh giữa các biến giải thích trong mô hình, do đó khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến là rất thấp hoặc không có, như vậy không ảnh hưởng đến độ chính xác của các ước lượng, ủng hộ việc nghiên cứu có thể sử dụng các biến này để phân tích mô hình hồi quy tuyến tính.

4.3. Kiểm định phương sai của sai số thay đổi và tự tương quan của sai số

Bước đầu tiên nghiên cứu chạy mô hình hồi quy Pool OLS rồi thực hiện 2 kiểm định khuyết tật của mô hình là phương sai sai số thay đổi (bằng kiểm định Heteroskedasticity Test: White) và tự tương quan cho kết quả sau đây:

Trong Bảng 4, kết quả ở Bảng A trình bày kiểm định White (kiểm định phương sai của sai số thay

đổi) và Bảng B trình bày kiểm định Breusch-Godfrey - Serial Correlation LM Test (kiểm định tự tương quan của phần dư). Chỉ số Prob. Chi-Square ở cả Bảng A và Bảng B đều nhỏ hơn 5%. Kết quả này cho thấy mô hình hồi quy theo OLS có hiện tượng phương sai của sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan của sai số.

Như vậy có thể nhận thấy mô hình Pool OLS theo phương pháp bình phương bé nhất thông thường không phù hợp để giải thích kết quả hồi quy do có tồn tại các hiện tượng phương sai của sai số thay đổi và tự tương quan của sai số. Do

Bảng 4: Bảng kiểm định phương sai sai số thay đổi và tự tương quan

Bảng A: Kiểm định White - Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	6.175372	Prob. F(54,1541)	0.0000
Obs*R-squared	283.9300	Prob.Chi-Square(54)	0.0000
Scaled explained SS	484.2102	Prob.Chi-Square(54)	0.0000
Bảng B: Kiểm định Breush-Godfrey - Serial Correlation LM Test			
F-statistic	610.2193	Prob(F-statistic)	0.0000
Obs*R-squared	694.5490	Prob.Chi-Square	0.0000

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả
 vậy, nghiên cứu sẽ tiếp tục thực hiện hồi quy với mô hình FEM và REM, và để lựa chọn một trong hai mô hình này nhằm ước lượng mô hình hồi quy đo lường sự tác động của các yếu tố biến giải thích đến biến phụ thuộc của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, luận án tiến hành sử dụng kiểm định Hausman (1978) với cặp giả thuyết như sau:

- H0: Mô hình REM phù hợp*
- H1: Mô hình FEM phù hợp*

4.4. Kết quả phân tích hồi quy đa biến

Kết quả kiểm định trên cho thấy, mô hình FEM là phù hợp và nghiên cứu sẽ sử dụng mô hình này để giải thích kết quả hồi quy. Mô hình FEM là mô hình hồi quy phù hợp để đo lường và đánh giá sự tác động của các yếu tố đến tổng mức chi trả cho nhà quản lý - thước đo đánh giá chính sách chi trả cho nhà quản lý. Do đó, tác giả sử dụng kết quả ước lượng của mô hình REM để thảo luận kết quả nghiên cứu, giả thuyết nghiên cứu, từ đó đưa ra

Bảng 5: Kết quả kiểm định Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
 Equation: EQ_TCOM
 Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	50.494457	9	0.0000

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả

Kết quả thực hiện kiểm định Hausman (1978) cho thấy giá trị Chi-Sq(10) = 100.232058 có ý nghĩa thống kê với mức Prob = 0.0000 < 5% nên bác bỏ giả thuyết H0 chấp nhận giả thuyết H1. Do đó, mô hình FEM là phù hợp để phân tích sự tác động của các yếu tố đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam. Ngoài ra, khi so sánh R2 của hai mô hình FEM và REM thì hệ số R2 của mô hình FEM là 0,84 lớn hơn rất nhiều so với hệ số R2 của REM là 0,19. Điều này càng cho thấy mô hình FEM có khả năng giải thích ảnh hưởng của biến độc lập đến biến phụ thuộc tốt hơn.

các đánh giá về các yếu tố khác nhau tác động đến chính sách chi trả cho nhà quản lý của các công ty cổ phần.

Sau khi chạy mô hình dưới dạng Pool OLS, Panel data bao gồm mô hình Fixed effect model (FEM) và Random effect model (REM) dưới phần mềm eview 8.1, ta có bảng kết quả như sau (Bảng 6):

Đánh giá mức độ phù hợp của mô hình hồi quy thông qua hệ số xác định R2 là một bước quan trọng để xác định mức độ hiệu quả và ý nghĩa thống kê của mô hình. Giá trị của R2 sẽ nằm trong khoảng từ 0 đến 1, hệ số R2 càng lớn mức độ giải thích của mô hình càng cao và có ý nghĩa hơn. Kết quả chạy mô hình hồi quy cho giá trị R2 (đối với

Bảng 6: Kết quả hồi quy với mô hình FEM

Dependent Variable: LNTCOM
 Method: Panel Least Squares
 Date: 12/05/18 Time: 10:48
 Sample: 2010 2016
 Periods included: 7
 Cross-sections included: 228
 Total panel (balanced) observations: 1596

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNFSIZE	0.192320	0.034031	5.651353	0.0000
BSIZE	0.127031	0.020054	6.334352	0.0000
NEDS	-0.054454	0.016101	-3.382109	0.0007
ROE	0.128214	0.039820	3.219872	0.0013
CEO_OWN	0.003500	0.001250	2.799736	0.0052
CHAIR_OWN	-0.002223	0.001370	-1.622722	0.1049
FR_OWN	0.001860	0.001624	1.145748	0.2521
GOV_OWN	0.002649	0.001332	1.988607	0.0469
GROWTH	0.057690	0.013104	4.402348	0.0000
C	15.41554	0.925818	16.65072	0.0000

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.852291	Mean dependent var	21.27284
Adjusted R-squared	0.825872	S.D. dependent var	0.870177
S.E. of regression	0.363113	Akaike info criterion	0.951132
Sum squared resid	178.3949	Schwarz criterion	1.769545
Log likelihood	-516.0035	Hannan-Quinn criter.	1.255074
F-statistic	32.25993	Durbin-Watson stat	1.443761
Prob(F-statistic)	0.000000		

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

*Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%*

mô hình FEM được lựa chọn) bằng 0,85 có nghĩa là 85% sự biến đổi của biến phụ thuộc LNTCOM được giải thích thông qua mô hình hồi quy với các biến giải thích ROE, LNFSIZE, BSIZE, NEDS, CEO_OWN, CHAIR_OWN, FR_OWN, GOV_OWN. Còn lại 15% sự biến đổi của LNTCOM được giải thích bởi các yếu tố khác chưa được định lượng và đưa vào mô hình.

Như vậy, mô hình hồi quy có kết quả như sau:

$$LNTCOM_{it} = 15.41554 + 0.0035CEO_OWN_{it} + 0.002649GOV_OWN_{it} + 0.128214ROE_{it} + 0.192320LNFSIZE_{it} + 0.127031BSIZE_{it} + 0.057690GROWTH_{it} - 0.054454NEDS_{it}$$

5. Thảo luận kết quả

Trước khi phân tích thảo luận kết quả, luận án sẽ tóm lược kết quả nghiên cứu sau khi ước lượng mô hình hồi quy các yếu tố ảnh hưởng đến tổng

QUẢN TRỊ KINH DOANH

mức chi trả cho các nhà quản lý chủ chốt của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam so với những kỳ vọng đầu ban đầu về mối tương quan và tác động giữa các biến giải thích với biến phụ thuộc. Kết quả tóm lược được trình bày trong Bảng 7 dưới đây:

- *Tỷ lệ sở hữu của giám đốc ban điều hành*
 Với mức ý nghĩa 5%, mối tương quan giữa tỷ lệ sở hữu của ban điều hành và tổng mức thù lao chi trả cho ban điều hành có ý nghĩa thống kê với p-value <0,05. Đồng thời, tỷ lệ này có mối quan hệ đồng biến với biến phụ thuộc. Điều đó đồng nghĩa,

Bảng 7: Tóm lược kỳ vọng đầu và kết quả nghiên cứu

Biến giải thích	Kỳ vọng đầu	Kết quả hồi quy	Ghi chú
ROE	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng
LNFSIZE	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng
BSIZE	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng
NEDs	-	-	Kết quả đúng như kỳ vọng
CEO_OWN	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng
CHAIR_OWN	-	0	Không có ý nghĩa
FR_OWN	-	0	Không có ý nghĩa
GOV_OWN	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng
GROWTH	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng

Nguồn: Tóm lược kết quả nghiên cứu tác giả

Mục đích chính của nghiên cứu này là xem xét tác động của cấu trúc sở hữu vốn của doanh nghiệp tới thù lao của ban điều hành các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán tập trung của Việt Nam.

Qua các kết quả nghiên cứu ở trên cho thấy: có 7 biến yếu tố có tác động đến thù lao ban điều hành của các CTCP niêm yết trên 2 Sở GDCK TP Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX); trong đó có 6 biến có ý nghĩa thống kê (p-value <5%) bao gồm: Tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE), Quy mô hội đồng quản trị (BSIZE), Quy mô công ty (LNFSIZE), Thành viên HĐQT không tham gia điều hành (NEDs), Tăng trưởng (GROWTH) và Tỷ lệ sở hữu của giám đốc ban điều hành (CEO_OWN) và 1 biến có ý nghĩa thống kê (với p-value <10%) là biến Tỷ lệ sở hữu của Nhà nước (GOV_OWN). Mức độ giải thích của mô hình hồi quy các nhóm yếu tố tác động đến thù lao ban điều hành (TCOM) khá cao gần 85%. Tuy nhiên, tác động đến thù lao ban điều hành của các công ty cổ phần niêm yết vẫn còn một số biến yếu tố khác mà trong kết quả nghiên cứu còn chưa thể đề cập đến cũng như các yếu tố mang tính định tính khác mà không thể lượng hóa được chiếm 15%.

Kết quả nghiên cứu cũng đã cho thấy có sự tác động khác nhau về tỷ lệ sở hữu vốn của các thành phần khác nhau đến tổng mức chi trả cho các nhà quản lý của các công ty cổ phần niêm yết ở Việt Nam.

ban điều hành chiếm tỷ lệ sở hữu cao thường có quyền can thiệp khá sâu vào việc xây dựng và thực thi các chính sách chi trả. Qua thực tế tình hình chi trả cho các nhà quản lý của các CTCP trong mẫu nghiên cứu trên đây, nhận thấy rằng các công ty mà ban điều hành nắm tỷ lệ cổ phần lớn thì các khoản lương, thưởng cũng cao hơn. Một số công ty có quy mô lớn như Hoàng Anh Gia Lai hay FPT, các cổ đông lớn tham gia quản lý điều hành DN và mức chi trả đãi ngộ cho ban điều hành khá cao. Kế hoạch kinh doanh của các DN này cũng được xây dựng sát với mức thực hiện năm trước hoặc hướng tới sự tăng trưởng hơn.

- *Tỷ lệ sở hữu của chủ tịch HĐQT:*

Kết quả mô hình hồi quy cũng cho thấy các công ty mà chủ tịch HĐQT có tỷ lệ sở hữu cao hơn cũng có tác động nhẹ trong việc thắt chặt hạn chế việc chi trả thù lao quá mức cho ban điều hành, tuy nhiên không rõ ràng và không thực sự có ý nghĩa thống kê. Điều đó thể hiện ở mối tương quan âm giữa tỷ lệ sở hữu của HĐQT với thù lao ban điều hành và có ý nghĩa thống kê, phù hợp với các kết luận của các nghiên cứu trước đây như của Brick và các tác giả (2006) hay Rashid (2013).

- *Tỷ lệ sở hữu nhà nước:*

Kết quả mô hình hồi quy cho thấy hệ số Beta thể hiện mối tương quan giữa sở hữu nhà nước và thù lao ban điều hành là dương ($\beta_8 > 0$) và có ý

nghĩa thống kê. Điều đó đồng nghĩa với việc là có xu hướng chung các công ty có mức vốn sở hữu bởi nhà nước cao hơn sẽ chi trả nhiều thù lao hơn cho ban điều hành. Thật vậy, qua khảo sát tình hình chi trả cho nhà quản lý đối với công ty cổ phần có vốn góp chi phối của nhà nước: mỗi tương quan giữa lợi nhuận thực hiện năm trước, kế hoạch lợi nhuận năm sau với tỷ lệ sở hữu cổ phần của ban lãnh đạo. Theo đó, các nhà quản lý điều hành chủ chốt của các công ty này thường là các cá nhân đại diện phần sở hữu vốn của nhà nước, sở hữu ít cổ phiếu có khuynh hướng xây dựng kế hoạch kinh doanh thận trọng, thậm chí khá thấp so với mức thực hiện năm ngoái. Điều đó dẫn đến hai vấn đề: (i) Mức chi trả tiền thưởng cho các nhà quản lý sẽ có xu hướng cao hơn so với thực tế hiệu quả hoạt động của công ty; (ii) Đội ngũ quản lý, điều hành của các công ty này nỗ lực không cao, thiếu động lực. Ở một số công ty cổ phần có sở hữu vốn nhà nước còn xảy ra tình trạng một số các nhà quản lý cấp cao tìm mọi cách để khai thác tối đa lợi ích cho bản thân trong ngắn hạn mà không quan tâm đến sự phát triển của công ty trong dài hạn, thiếu minh bạch trong cách thức bồi hoàn quản lý.

- *Tỷ lệ sở hữu nước ngoài:*

Trong nghiên cứu định lượng về tác động của yếu tố sở hữu nước ngoài đến thù lao ban điều hành các công ty niêm yết không có ý nghĩa thống kê, nhưng hệ số tương quan giữa hai biến này vẫn cho kết quả dương. Đồng thời, với việc nghiên cứu khảo sát định tính tại các CTCP niêm yết có sở hữu của cổ đông nước ngoài trên TTCK Việt Nam cũng cho thấy, việc chi trả cho nhà quản lý ở nhóm các công ty này cũng được giám sát chặt chẽ hơn bởi các cổ đông nước ngoài. Điều đó hoàn toàn phù hợp với các nghiên cứu trước đây như nghiên cứu của Xu, Zhu và Lin (2005) chỉ ra rằng đối với những công ty ở Trung Quốc, tỷ lệ nhà đầu tư nước ngoài càng cao thì công ty được kiểm soát tốt hơn, dẫn đến hiệu năng suất công ty cao hơn và sẽ có điều kiện để trao các khoản chi trả cho các nhà quản lý.

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm ở Việt Nam cũng cho thấy mặc dù hiệu quả công ty có tác động tích cực đến thù lao của ban điều hành, song mối tương quan này là khá yếu và không đồng đều giữa các công ty trong mẫu nghiên cứu. Điều đó, đồng nghĩa với việc khi xác định thù lao cho ban điều hành, HĐQT của các công ty niêm yết này đã dựa trên yếu tố hiệu suất hoạt động của doanh nghiệp nhưng đây chưa phải là

yếu tố quan trọng và quyết định hàng đầu đến mức thù lao ban điều hành của các công ty niêm yết ở Việt Nam hiện nay.

6. Một số khuyến nghị

* *Khuyến nghị với Chính phủ:* Giảm tỷ lệ vốn góp của nhà nước trong các Công ty cổ phần có sở hữu nhà nước chiếm tỷ trọng cao, thông qua thúc đẩy quá trình thoái vốn ở các công ty. Đồng thời, các quy định pháp luật hiện hành về tiền lương, thưởng, thù lao đối với các nhà quản lý của các Công ty cổ phần có vốn góp Nhà nước chi phối (như Nghị định 53/2016/NĐ-CP ban hành 13/6/2016 của Chính Phủ và Thông tư 28/2016/TT-BLĐTBXH của Bộ Lao Động Thương Binh Xã hội) cần phải điều chỉnh theo hướng phù hợp hơn với thực tiễn hoạt động của từng doanh nghiệp.

* *Khuyến nghị với Ủy ban chứng khoán Nhà nước và Sở giao dịch:* Yêu cầu về công bố minh bạch hơn thông tin về chính sách chi trả cho nhà quản lý. Trong quá trình thu thập số liệu, nghiên cứu nhận thấy công tác quản lý các công ty niêm yết là một vấn đề đáng quan tâm. Cụ thể, thông tin của nhiều công ty không được công bố đầy đủ làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến các cổ đông hiện hữu và các nhà đầu tư bởi họ thiếu thông tin để đưa ra các quyết định hợp lý.

Bên cạnh đó, Giám đốc và tiến tới bãi bỏ thực tiễn của việc một cá nhân vừa đóng vai trò là chủ tịch HĐQT vừa đóng vai trò là giám đốc điều hành ở các công ty niêm yết có quy mô vừa và lớn trên TTCK Việt Nam. Kèm theo đó, là nâng cao vai trò của các thành viên HĐQT độc lập để giám sát các hoạt động của nhà quản lý điều hành.

Tăng cường công tác đào tạo, nâng cao chất lượng quản trị công ty cho các nhà quản trị, nhà quản lý của công ty cổ phần nhằm giám sát chặt chẽ cơ chế chi trả thù lao cho ban điều hành gắn với hiệu quả công ty trong ngắn hạn và dài hạn.

7. Kết luận

Đã có nhiều bằng chứng trong các nghiên cứu thực nghiệm chứng minh các thỏa thuận thù lao cho các thành viên cấp cao ban điều hành chưa thực sự cung cấp đầy đủ các ưu đãi để họ có thể nỗ lực vì lợi ích dài hạn của các cổ đông, do vậy vai trò của cấu trúc sở hữu vốn của công ty và việc chi trả thù lao cho ban điều hành càng ngày càng trở nên quan trọng hơn (Ozkan, 2007; Conyon and Benito, 1999). Việc sử dụng một dữ liệu bảng đầy đủ hơn về tất cả các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu này đã tiến hành đánh giá mức độ và chiều hướng tác động của cấu trúc sở hữu vốn (gồm sở hữu quản lý,

sở hữu quản trị, sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài) lên mức thù lao của ban điều hành trong giai đoạn 2010 - 2016. Phù hợp với các nghiên cứu trước đây, nghiên cứu khẳng định rằng cấu trúc sở hữu vốn thực sự là yếu tố quyết định quan trọng đến thù lao ban điều hành. Cụ thể, nghiên cứu ghi nhận rằng quyền sở hữu của ban điều hành có tác động thuận chiều đến việc gia tăng thù lao ban điều hành, ngược lại sở hữu của HĐQT lại có tác động ngược chiều. Trong khi, sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài chưa thực sự giải thích được sự biến động của thù lao ban điều hành.

Hơn nữa, nghiên cứu này cũng đã xem xét tác động của các yếu tố quản trị và hiệu quả tài chính của công đến thù lao ban điều hành của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Kết quả kiểm định cho thấy thù lao ban điều hành có xu hướng tăng lên ở các công ty có quy mô lớn và đạt hiệu quả tài chính cao hơn.

Bên cạnh đó, nghiên cứu này cũng không tránh khỏi những hạn chế như: (i) Chưa xem xét đến tác động của các vấn đề khác thuộc cấu trúc quyền sở hữu vốn như mức độ sở hữu tổ chức hay mức độ sở hữu tập trung đến thù lao ban điều hành mà nhiều nghiên cứu ở các Quốc gia trên thế giới đã chỉ ra có mối liên hệ nhất định; (ii) Chưa đánh giá trong mối liên hệ biện chứng giữa cấu trúc sở hữu, thù lao ban điều hành và hiệu quả công ty; (iii) Còn chưa xem xét một số các yếu tố quản trị công ty khác đến thù lao ban điều hành như đặc điểm công ty, đặc điểm của ban điều hành... Đây là những gợi mở rất hữu ích cho những nghiên cứu tiếp theo về vấn đề thù lao ban điều hành ở các công ty niêm yết Việt Nam. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Bùi Xuân Chung, *Thù lao ban điều hành và sự phát triển của tập đoàn kinh tế*, Tạp chí công nghệ thông tin và truyền thông, 5/2009.
2. Berkema, H.G. and Gomez-Mejia, L.R., 1998, *Managerial compensation and firm performance: A general research framework*, Academy of Management Journal, Vol. 41, No.2, 135-145.
3. Bebchuk, L. A., Fried, J. M. (2003), *Executive compensation as an agency problem*, Journal of Economic Perspectives. 17, 71-92.
4. Dhaouadi, K. (2012), *Effect of corporate governance on the top management team compensation*, Journal of Economics and International Finance, 4(1), 18-29.

5. Ginglinger E., L'Her JF. (2006), *Ownership structure and open market stock repurchases in France*, The European Journal of Finance, 12, 77-94.

6. Haid, A., Yurtoglu, B. (2006), *Ownership structure and executive compensation in Germany*, Available at SSRN.

7. Hongxia Li & Liming Cui (2003), *Empirical Study of Capital Structure on Agency Costs in Chinese Listed Firms*, Nature and Science, 1(1), 2003.

8. Indira Tulepova (2017), *The Impact of Ownership Structure on CEO Compensation*, Evidence from the UK, Master Thesis.

9. Jensen, C M and Meckling, H William (1976), *Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3.

Summary

This study was conducted to determine the trend and level of impact of the equity structure on total remuneration (salaries, bonuses) of the Board of Management or Board of Directors (BOEs) of companies listed on Vietnamese Stock market. Based on the survey of the theoretical frameworks and the related empirical research, capital ownership structure elements of listed companies in Vietnam include: State ownership, foreign ownership, ownership of the management board, ownership of Board of Directors. The research was conducted by analyzing 269 companies listed on Hochiminh City Stock Exchange (HOSE) and Hanoi Stock Exchange with 1883 observations for the period 2010 - 2016. The empirical results from the quantitative model show that the ownership of management has a positive effect on the management remuneration, whereas the ownership of the board has the opposite effect. Meanwhile, foreign ownership and State ownership have not really explained the volatility of management remuneration at the companies in the research sample. In addition, the research has shown that executive compensation level in large corporations and stronger potential companies is normally higher.