

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

1. **Phạm Đức Hiếu** - Điều chỉnh lợi nhuận của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam: phân tích thực nghiệm và nhận diện các nhân tố ảnh hưởng. **Mã số: 113.1BAcc.11** 2
Profit Adjustment of Listed Companies on the Vietnamese Stock Market: Empirical Analysis and Identification of Influencing Factors
2. **Đinh Thị Phương Anh** - Ngân hàng thương mại Việt Nam trước làn sóng Fintech. **Mã số: 113.1FiBa.12** 12
Vietnam Commercial Bank in the Fintech Wave
3. **Nguyễn Mạnh Hùng** - Thực trạng và định hướng phát triển du lịch các tỉnh Trung Du, miền núi Bắc Bộ. **Mã số: 113.1TRMg.11** 20
Situation and Orientation for Tourism Development in Northern Midland and Mountainous Provinces

QUẢN TRI KINH DOANH

4. **Trịnh Thùy Anh** - Mối quan hệ giữa thông minh cảm xúc và kết quả làm việc (nghiên cứu trường hợp nhân viên kinh doanh của các công ty du lịch trên địa bàn TP. Hồ Chí Minh). **Mã số: 113.2BAdm.22** 34
The Relationship between Emotional Intelligence and Work Performance (the Case Study of Sales Staff of Tourism Companies in Ho Chi Minh City)
5. **Vũ Xuân Thủy** - Các yếu tố tác động đến thu nhập ban điều hành: bằng chứng từ các công ty niêm yết trên sàn HOSE. **Mã số: 113.2FiBa.21** 43
Factors Affecting Management Income: Evidence from Companies Listed on the HOSE
6. **Vũ Thị Sen** - Các nhân tố tác động đến hiệu suất bệnh viện công vùng Tây Bắc. **Mã số: 113.2GEMg.22** 53
Factors Affecting the Performance of Public Hospitals in the North West

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

7. **Trần Thu Hương** - Kinh nghiệm về tổ chức hệ thống logistics ngược qua nghiên cứu điển hình và bài học đối với Việt Nam. **Mã số: 113.3BMkt.32** 61
Experience in Organizing Reverse Logistics Systems through Particular Case Study and Lessons for Vietnam

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN THU NHẬP BAN ĐIỀU HÀNH: BẰNG CHỨNG TỪ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SÀN HOSE

Vũ Xuân Thủy

Trường Đại học Thương mại

Email: vuthuy2607@gmail.com

Ngày nhận: 03/07/2017

Ngày nhận lại: 19/07/2017

Ngày duyệt đăng: 01/08/2017

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm xác định các nhóm yếu tố cơ bản tác động đến tổng thu nhập (lương, thưởng) Ban điều hành hay Ban giám đốc (BOE). Trên cơ sở khảo sát các khung lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm liên quan, các yếu tố này bao gồm: Quy mô hội đồng quản trị (HĐQT), Quy mô doanh nghiệp, Tăng trưởng, Hiệu quả hoạt động. Mô hình nghiên cứu được thực hiện thông qua việc phân tích khảo sát 40 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) với 200 quan sát giai đoạn 2009 - 2014. Bằng phương pháp ảnh hưởng ngẫu nhiên, kết quả thực nghiệm cho thấy: Quy mô công ty và quy mô HĐQT là hai yếu tố có tác động tích cực và đáng kể đến thu nhập ban điều hành của các công ty niêm yết trong diện nghiên cứu. Trong khi đó, hiệu quả công ty có tác động yếu đến thu nhập ban điều hành, còn yếu tố tăng trưởng công ty dựa trên sự chênh lệch giá trị thị trường và giá trị sổ sách mặc dù được kỳ vọng là yếu tố quan trọng tác động tới thu nhập ban điều hành thì lại không có ý nghĩa thống kê.

Từ khóa: Ban điều hành, chính sách chi trả, công ty cổ phần, chính sách công ty, nhà quản lý, thu nhập ban điều hành, vấn đề người đại diện.

1. Giới thiệu tổng quan

Hiện nay, vấn đề chi phí đại diện đã trở thành một nội dung phổ biến và là một thách thức lớn trong hoạt động quản trị tài chính của các công ty cổ phần trên thế giới. Đối với các công ty, bên cạnh việc tìm kiếm các biện pháp khuyến khích mạnh, việc tránh được sự không nhất trí về lợi ích giữa các nhà quản lý điều hành và các cổ đông cũng là vấn đề phức tạp. Một kế hoạch thanh toán không tốt sẽ tạo ra một sự khuyến khích nhằm tối đa hóa thu nhập hiện hành mà không quan tâm đến thu nhập tương lai. Thậm chí, giá trị cho các cổ đông trong tương lai có thể bị hy sinh bằng cách tạo ra những kết quả cao trong ngắn hạn.

Ở khía cạnh khác, xung đột giữa giá trị điều hành thể hiện qua mâu thuẫn: thu nhập của ban điều hành hoàn toàn phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của DN thì nhà quản lý điều hành có xu hướng hạn chế rủi ro cho mình bằng cách từ bỏ

những dự án kinh doanh có lợi nhuận tiềm năng cao nhưng mức rủi ro cũng cao để tập trung vào những dự án có mức lợi nhuận vừa phải nhưng ít rủi ro hơn, trong khi các nhà đầu tư thường có xu hướng chấp nhận rủi ro cao hơn với mong muốn thu được lợi nhuận cao. Khi mẫu thuẫn này được giải quyết công ty sẽ tạo ra thêm giá trị. Vì lẽ đó, cổ đông có thể gắn kết thu nhập ban điều hành vào thu nhập của cổ đông với lập luận rằng, khi thu nhập ban điều hành phụ thuộc vào giá trị công ty, các thành viên ban điều hành sẽ có động cơ và cố gắng làm việc để gia tăng lợi ích cổ đông (Kubo, 2001).

Thực tiễn ở Việt Nam cũng cho thấy, khi nền kinh tế thị trường càng trở nên cạnh tranh khốc liệt và phát triển theo hướng chuyên nghiệp thì tầm quan trọng của vấn đề này cũng ngày càng gia tăng. Một số lượng lớn các công ty cổ phần, trong đó cả các công ty cổ phần có vốn sở hữu nhà nước

đều rất lung tung khi xác định mức thu nhập chi trả (tiền lương, tiền thưởng) cho các thành viên ban điều hành, dẫn đến những hệ lụy mang tính tiêu cực trong công tác tiền lương, thưởng của các công ty này. Đặc biệt, trong thời gian qua chúng ta đã chứng kiến một số lớn công ty cổ phần ở Việt Nam đã trả mức thu nhập “trên trời” cho các CEO mà không phản ánh đúng những giá trị do họ mang lại, không dựa trên những căn cứ mang tính khoa học. Vì vậy, các thỏa thuận ưu đãi cần thiết phải đáp ứng được lợi ích cá nhân thích đáng và hợp lý cho các thành viên ban điều hành (Kumar và Sivaramakrishnan, 2008). Đã có bằng chứng gần đây cho thấy vấn đề người đại diện có thể được hạn chế thông qua công cụ lương thưởng, thu nhập ban điều hành cụ thể như nghiên cứu của Ertugrul và Hegde (2008).

Trong điều kiện của Việt Nam, do một vài hạn chế trong việc tiếp cận các dữ liệu, 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 các yếu tố ảnh hưởng đến thu nhập của ban điều hành của các công ty niêm yết ở Việt Nam thời gian qua.

2. Cơ sở lý thuyết 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 thu nhập cho ban điều hành để tổng hòa được lợi ích của cả hai bên.

Từ việc tìm hiểu về chi phí đại diện, các nguyên tắc cơ bản mà các công ty cần phải quán triệt khi xây dựng chính sách thu nhập hợp lý cho các nhà quản lý điều hành, bao gồm:

(i) Chính sách chi trả thu nhập đó phải có tác dụng khuyến khích ban điều hành làm việc với nỗ lực cao nhất. Muốn vậy, mức thu nhập phải tỷ lệ thuận mức độ nỗ lực của ban điều hành;

(ii) Chính sách chi trả thu nhập phải khuyến khích ban điều hành đồng thời quan tâm tới lợi ích ngắn hạn cũng như dài hạn của doanh nghiệp (DN) - lợi ích của cổ đông.

(iii) Phải bảo đảm kiểm soát được mức độ rủi ro đối với DN.

Nghiên cứu này chủ yếu tập trung phân tích các yếu tố bên trong công ty ảnh hưởng đến thu nhập ban điều hành. Các nghiên cứu thực nghiệm thừa nhận các yếu tố bên trong công ty có tác động đáng kể đến thu nhập ban điều hành. Tuy nhiên, mức độ tác động còn tùy thuộc vào từng yếu tố được sử dụng. Trong phạm vi khuôn khổ này, nghiên cứu sử dụng các yếu tố bên trong công ty đã được nhiều nghiên cứu trước đây đề cập như: Quy mô công ty, Quy mô hội đồng quản trị, Tăng trưởng và Hiệu quả hoạt động.

2.1. 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. Tương tự, trong nghiên cứu của Shah et al. (2009) với việc khảo sát dữ liệu từ 114 công ty niêm yết ở Pakistan trong giai đoạn 2002 - 2006 đã xác định rõ các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ chi trả cho các giám đốc điều hành, trong đó quy mô công ty (firm size) có tác động tích cực đến thu nhập của ban điều hành.

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, nguồn để chi trả cho nhà quản lý điều hành của công ty cổ phần sẽ cấu thành một bộ phận chi phí kinh doanh của doanh nghiệp và được khấu trừ thuế thu nhập doanh nghiệp, những doanh nghiệp lớn sẽ có điều kiện nguồn tài chính lớn để thực hiện những khoản đãi ngộ cao và hình thức đãi ngộ hấp dẫn. 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:

H1: Các công ty có quy mô càng lớn càng trao nhiều thu nhập hơn cho ban điều hành.

2.2. Quy mô hội đồng quản trị (Board Size)

Dựa trên các nghiên cứu trước đây, số lượng thành viên ban quản trị cũng là một biến giải thích quan trọng nhằm xem xét sự tác động của nó trong việc chi trả cho các thành viên Ban điều hành. Cụ thể, 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). Quan điểm này cũng được chia sẻ bởi Lipton và Lorsch (1992) cũng như Yermack (1996).

HĐQT có quy mô lớn đến một mức nào đó sẽ xuất hiện các yếu tố bất lợi như: khó khăn trong việc phối hợp ra quyết định, tính ỷ lại trong giám sát (Jensen, 1993; Eisenberg và các tác giả, 1998). 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. Đã có nhiều các nghiên cứu khác nhau phát hiện ra những kết quả khác nhau xung quanh mối quan hệ giữa các thành viên HĐQT và hoạt động tài chính. Dalton et al. (1999) đã thực hiện phân tích 131 công ty Mỹ nhưng không tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa thành phần ban quản trị và kết quả tài chính. Một nghiên cứu khác của Hermalin và Weisbach (1998) cho thấy rằng hội đồng quản trị lớn là có liên quan đến hoạt động của công ty. Những nghiên cứu này đã giải quyết về quy mô của Hội đồng Quản trị và hiệu quả hoạt động của công ty, tuy nhiên, nghiên cứu của tác giả lại đề cập đến số lượng thành viên Hội đồng Quản trị và sự ảnh hưởng của nó đến việc bồi thường của ban điều hành. Guest (2009) đã nghiên cứu về 1880 công ty công tại Vương quốc Anh từ giai đoạn 1983-2002 và 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 tích cực và đáng kể vào chính sách lương thưởng của ban điều hành. Giả thuyết thứ hai của nghiên cứu này là:

H2: Một HĐQT quy mô lớn sẽ chi trả nhiều thu nhập hơn cho ban điều hành.

2.3. Tăng trưởng công ty (Growth)

Tiêu chí cũng thường được sử dụng để xác định mức chi trả cho các nhà quản lý là dựa trên kết quả mức độ gia tăng giá trị của doanh nghiệp, thể hiện ở mức tăng giá cổ phiếu. Giá trị cổ phiếu phản ánh thông tin về tiềm năng của doanh nghiệp cả trong ngắn hạn và dài hạn. Hơn nữa, mục tiêu của nhà đầu tư là tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, vì vậy gắn thu nhập của nhà quản lý với mức tăng giá cổ phiếu sẽ giúp đồng nhất hóa mục tiêu của nhà quản lý và nhà đầu tư, do đó hạn chế chi phí đại diện. Tuy nhiên, cơ chế thu nhập gắn với giá cổ phiếu cũng có những hạn chế. Giá trị cổ phiếu chịu ảnh hưởng của rất nhiều yếu tố nằm ngoài tầm kiểm soát của các nhà quản lý. Ví dụ, những biến động của cả nền kinh tế khiến cho giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp biến động theo; sự không hoàn hảo của thị trường chứng khoán khiến cho giá trị cổ phiếu phản ánh không chính xác giá trị của doanh nghiệp, hay vấn đề đầu cơ làm giá cổ phiếu của một bộ phận thị trường. Nói cách

khác, giá trị cổ phiếu không phải là một thước đo hoàn hảo cho mức độ nỗ lực của nhà quản lý.

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 để đề xuất tăng tiền lương, thưởng cho ban điều hành của công ty. Giả thuyết nghiên cứu thứ ba là:

H3: Các công ty có khả năng tăng trưởng cao (tăng giá cổ phiếu) sẽ chi trả thu nhập nhiều hơn cho ban điều hành

2.4. Hiệu quả hoạt động (Firm Performance)

Như đã phân tích ở trên, vấn đề đại diện nảy sinh khi tình trạng thông tin không cân xứng khiến cho nhà đầu tư không thể quan sát được mức độ nỗ lực của nhà quản lý điều hành. Khi đầu tư vốn, cổ đông cố gắng thúc đẩy nhà quản lý điều hành công ty theo hướng tối đa hóa lợi ích cho cổ đông. Tuy nhiên, người quản lý có thể có những mục đích riêng và có khả năng theo đuổi lợi ích cá nhân trong việc điều hành công ty. Theo Jensen và Murphy (1990), giải pháp chính để giải quyết mâu thuẫn lợi ích là đưa ra các quy định về thu nhập ban điều hành dựa trên thu nhập của cổ đông. Nếu chính sách chi trả được tổng hòa dựa trên hiệu quả công ty sẽ khuyến khích ban điều hành thực hiện tốt vai trò quản lý nhằm tối đa hóa giá trị công ty và quyền lợi cho cổ đông (Dhaouadi, 2012). 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 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:

H4: Thu nhập ban điều hành có mối tương quan dương đến hiệu quả công ty.

3. 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 ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM - Random Effects Model) và ảnh hưởng cố định (FEM - Fixed Effects Model).

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nguồn dữ liệu thứ cấp về tình hình tài chính, lượng cổ phiếu niêm yết, chi trả cổ tức và chia tách thưởng cổ phiếu được lấy từ trang web cophieu68.vn và vietstock.vn.

Các dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ công ty từ các bản cáo bạch, báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của 122 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (không bao gồm các ngân hàng, các công ty tài chính, bảo hiểm và quỹ đầu tư). 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 (HOSE) 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 40 công ty niêm yết trên Sở GDCK Hồ Chí Minh trong thời gian từ năm 2010 đến năm 2014 và được khu trú thành 5 nhóm ngành kinh tế, bao

gồm: ngành khai khoáng, ngành xây dựng và kinh doanh bất động sản, ngành thương mại và dịch vụ, ngành sản xuất nông nghiệp và ngành sản xuất công nghiệp dân dụng. Kết quả của việc sàng lọc dữ liệu cho ra bảng dữ liệu liên tục trong 5 năm của 40 công ty niêm yết, nghĩa là tổng cộng có 200 quan sát được sử dụng trong nghiên cứu.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở các nghiên cứu thực nghiệm của (Usman Tariq, 2010) và Collins G. Ntim và các cộng sự (2015), nghiên cứu này tiến hành xây dựng mô hình hồi quy xác định các yếu tố ảnh hưởng đến thu nhập của ban điều hành trong bối cảnh của Việt Nam. Trong nghiên cứu này để xem xét được mối tương quan giữa tổng mức chi trả cho ban điều hành và kết quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết, dựa trên các mô hình kinh tế đã được tổng quan, nghiên cứu đã sử dụng mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng. Việc phân tích hồi quy này nhằm mục đích tìm kiếm sự tác động của các biến: Quy mô công ty, quy mô HĐQT, tăng trưởng và kết quả tài chính hiệu quả hoạt động của công ty đến tổng mức thu nhập ban điều hành của các công ty cổ phần niêm yết trên SGDCCK TP Hồ Chí Minh. Mô hình được sử dụng để kiểm tra giả thuyết nghiên cứu như sau:

$$LNTPay_{it} = \alpha + \beta_1 (Performance)_{it} + \beta_2 (LNFSIZE)_{it} + \beta_3 (Growth)_{it} + \beta_4 (BSIZE)_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

- it = giá trị của công ty i tại thời điểm t
 $i = 1, 2, 3, 4, \dots, 40$ và $t = 1, 2, 3, 4, 5$ (2009-2014)
- $LNTpay$: là biến phụ thuộc - tổng mức chi trả bằng tiền bồi hoàn cho ban giám đốc hay ban tổng giám đốc của công ty cổ phần niêm yết ở Việt Nam, bao gồm: lương, thưởng và các khoản phụ cấp khác.
- LNFSIZE, Growth, BSIZE, Performance là các biến độc lập

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 trình bày trong bảng dưới đây.

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

Ký hiệu Biến	Tên biến số	Các xác định đo lường	Tương quan kỳ vọng
Các biến độc lập			
ROE	Hiệu quả công ty	Tỷ suất sinh lời trên VCSH	(+)
LNFSIZE	Quy mô công ty	Logarit tự nhiên vốn hóa thị trường của công ty	(+)
BSIZE	Quy mô HĐQT	Số thành viên Hội đồng Quản trị	(+)
GROWTH	Tăng trưởng	Hiệu số giá trị thị trường và giá trị sổ sách DN	(+)
Biến phụ thuộc			
LNTPAY	Thu nhập ban điều hành	Logarit tự nhiên của (1+ Tổng thu nhập ban điều hành)	

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

Các chỉ tiêu cơ bản được sử dụng trong bảng thống kê mô tả ở bảng 2 và bảng 3 bao gồm: giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất.

Bảng 2: Bảng thống kê mô tả các chỉ tiêu TPAY và LN_TPAY

Descriptive Statistic	TPAY	LN_TPAY
Trung bình	2171.161665	7.3085
Giá trị lớn nhất	12891.6	9.46
Giá trị nhỏ nhất	194	5.27
Độ lệch chuẩn	2373.575	0.817183
Skewness	2.769738	0.459998
Kurtosis	11.13464	3.214642
Jarque-Bera	807.1514	7.437213
Tổng	433248.3	1461.7
Số quan sát	200	200

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Bảng trên đã trình bày tóm tắt kết quả diễn biến tổng thu nhập chi trả cho các nhà quản lý (ban giám đốc/ban tổng giám đốc hay ban điều hành) của các công ty cổ phần niêm yết trên SGDCCK TP Hồ Chí Minh:

Từ đó, ta thấy được giá trị trung bình của tổng thu nhập ban giám đốc (TPAY) là khoảng 2171,16 triệu đồng và thu nhập dao động trong khoảng từ giá trị tối thiểu là 194 triệu đồng đến 12891,6 triệu đồng. Hệ số Kurtosis bằng 11.13 cho thấy rằng tổng thu nhập ban điều hành của các công ty không phải là phân phối chuẩn dẫn đến nhiều sai lệch và ảnh hưởng đến độ chính xác của quá trình

ngiên cứu. Hệ số bất đối xứng skewness bằng 2,77 cho thấy xác suất thu nhập ban giám đốc rơi vào phần giá trị nhỏ hơn trung bình là cao hơn (lệch trái).

Tuy nhiên, đối với biến LNTPAY (logarit tự nhiên của TPAY) biến thiên từ giá trị nhỏ nhất 5,27% đến giá trị lớn nhất 9,46%, với tỷ lệ trung bình là 7,31% thì phân phối của biến này là chuẩn ít sai lệch (Kurtosis bằng 3,22 và skewness bằng 0,46) và ảnh hưởng tích cực đến quá trình nghiên cứu. Do vậy, việc nghiên cứu lựa chọn logarit hóa biến phụ thuộc TPAY này là hoàn toàn hợp lý.

Ngoài ra, thống kê mô tả các dữ liệu liên quan đến các biến độc lập vừa xử lý ta được bảng số liệu sau:

Bảng 3: Bảng thống kê mô tả các biến giải thích

Biến giải thích	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất
BSIZE	5.75	1.366321	14	4
LNFSIZE	12.696%	1.247373	16.57	8.34
GROWTH	93.3127	47.54451	286.43	1.91
ROE	13.5%	12.36224	54%	-52%

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

Từ bảng 3 trên, ta thấy:

- Quy mô Hội đồng quản trị (BSIZE) của các công ty trong diện nghiên cứu trung bình là 5.75 khoảng gần 6 thành viên, trong đó nhiều nhất có những công ty có 14 thành viên, ít nhất có 4 thành viên trong hội đồng quản trị.

- Quy mô doanh nghiệp trung bình của các công ty trong diện nghiên cứu là 851.512,8 triệu đồng, trong đó công ty có quy mô lớn nhất là 15.770.000 triệu đồng, công ty có quy mô nhỏ nhất 4.200 triệu đồng. Điều đó cho thấy các công ty trong diện nghiên cứu có quy mô không đồng đều, có mức quy mô chênh lệch nhau tương đối xa.

- Tốc độ tăng trưởng (Growth) bình quân của doanh nghiệp là 93.3127%. Tỷ lệ này nhỏ hơn 100% cho thấy sự chênh lệch giữa giá trị trung bình thị trường so với giá trị sổ sách của các doanh nghiệp trong diện nghiên cứu trong các năm có xu hướng giảm. Qua bảng thống kê, ta thấy tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp trong diện nghiên cứu có sự biến thiên khá mạnh, cụ thể có những doanh nghiệp chênh lệch giữa giá trị thị trường so với giá trị sổ sách cao

nhất đạt 286.43% (tăng trưởng cao), trong khi đó có doanh nghiệp chỉ số này chỉ là 1.91 % (suy thoái mạnh), điều này cho thấy các công ty được đánh giá trên thị trường không đồng đều.

- Qua bảng kết quả phân tích thống kê mô tả trên, các chỉ số kết quả tài chính của các công ty trong diện nghiên cứu ROE cũng có sự biến thiên khá mạnh mẽ giữa các công ty trong các năm khác nhau. Trong đó, Tỷ suất sinh lời/vốn chủ sở hữu (ROE) có mức trung bình là 13.5% và dao động từ giá trị tối thiểu từ -52% đến giá trị tối đa lên đến 54%. Điều này cho thấy mức độ biến động lớn của chỉ số ROE giữa các công ty trong diện nghiên cứu qua các mốc thời gian nghiên cứu.

Tỷ số ROE phụ thuộc vào thời vụ kinh doanh, quy mô và mức độ rủi ro của công ty. Kết quả cho thấy rằng tỷ số ROE bình quân trong diện nghiên cứu là 13.5% lớn hơn ROA (12%) hàm ý việc sử dụng đòn bẩy tài chính của các công ty đã có tác dụng tích cực, nghĩa là các công ty đã thành công trong việc tạo ra tỷ suất sinh lời trên VCSH cao hơn so với tỷ suất sinh lời chung trên tổng tài sản.

4.2. Ma trận tương quan

Bảng 4 dưới đây mô tả ma trận tương quan giữa các biến số trong mẫu nghiên cứu nhằm giải quyết tính hạn chế của việc phân tích từng biến bằng cách cho thấy góc nhìn chi tiết hơn thông qua mối tương quan giữa các biến độc lập với các biến phụ thuộc. Các hệ số tương quan đều thấp hơn 0.8 (lớn nhất là 0.6), như vậy có thể nhận định hiện tượng đa cộng tuyến là không đáng kể.

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

	LNTPAY	BSIZE	LNFSIZE	GROWTH	ROE
LNTPAY	1.0000				
BSIZE	0.3152	1.0000			
LNFSIZE	0.5363	0.2213	1.0000		
GROWTH	0.3854	0.2354	0.6112	1.0000	
ROE	0.3728	0.1913	0.3899	0.6064	1.000

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

Qua bảng trên có thể thấy rõ:

Các biến Roe, Bsize, LnFSIZE, Growth đều có hệ số tương quan dương (+) với LnTpay, phù hợp với các giả thuyết H1, H2, H3, H4. Trong đó biến LNFSIZE là biến có hệ số tương quan dương cao

nhất với LnTpay, hàm ý quy mô vốn hóa thị trường là yếu tố có tác động nhiều nhất đến thu nhập của ban điều hành.

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

Trong Bảng 5, 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 (kiểm định tự tương quan của phần dư). Chỉ số Prob. Chi-Square ở cả Bảng A và Bảng B đều lớn hơn 5%. Kết quả này cho thấy mô hình không 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 theo phương pháp bình phương bé nhất thông thường phù hợp để giải thích kết quả hồi quy do không tồn tại các hiện tượng phương sai của sai số thay đổi và tự tương quan của sai số.

4.4. Kết quả hồi quy

Kết quả kiểm định này cho thấy mô hình POOL OLS là phù hợp và nghiên cứu sẽ sử dụng mô hình này để giải thích các kết quả hồi quy. Để kiểm tra thêm sự tác động ngẫu nhiên và cố định của các yếu tố thời gian và không gian, nghiên cứu tiếp tục chạy hai mô hình FEM và REM trên cùng mô hình nghiên cứu.

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

5. Thảo luận kết quả

Trước khi thảo luận kết quả, nghiên cứu sẽ tóm lược những kỳ vọng đầu về mối quan hệ giữa biến độc lập với biến phụ thuộc và kết quả nghiên cứu sau khi ước lượng mô hình hồi quy các yếu tố ảnh hưởng đến thu nhập ban điều hành. Kết quả tóm lược được trình bày trong Bảng 7 dưới đây:

Mục đích chính của nghiên cứu này là xem xét tác động của các yếu tố nội tại doanh nghiệp tới thu nhập của ban điều hành của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán tập trung của Việt Nam (Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, đặc biệt là các yếu tố thuộc về kết quả tài chính doanh nghiệp như ROE. Qua đó, xem xét sử dụng các chỉ tiêu tài chính vào việc thiết kế chính sách lương, thưởng cho các nhà quản lý (cụ thể

là ban giám đốc hay ban điều hành) của công ty niêm yết.

Một bảng dữ liệu cân đối (Balance panel data) đã được thiết lập dựa trên cơ sở quan sát diễn biến tình hình tài chính và thu nhập ban giám đốc của 40 công ty niêm yết trên HOSE với tần suất quan sát trong 5 năm, cho ra tổng cộng 200 quan sát liên tục cuối mỗi năm của mỗi công ty trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2014.

Bảng 5: Bảng kiểm định phương sai sai số thay đổi và tự tương quan

Bảng A: Kiểm định White			
F-statistic	0.637543	Prob(F-statistic)	0.808356
Obs*R-squared	7.8608	Prob.Chi-Square	1
Bảng B: Kiểm định Breusch-Godfrey			
F-statistic	16.73494	Prob(F-statistic)	0
Obs*R-squared	109.3432	Prob.Chi-Square	1

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Bảng 6: Kết quả hồi quy

Biến quan sát	POOL	REM	FEM
C	2.8207 ***	4.226 ***	5.18101 ***
BSIZE	0.114036 ***	0.050436 *	0.037408
GROWTH	-0.000877	-0.000437	2.37E-05
LNFSIZE	0.294892 ***	0.220887 ***	0.150513 **
ROE	0.012652 ***	0.002217	9.28E-05
Số quan sát	200	200	200
Adjusted R-squared	0.340297	0.11276	0.791458
Durbin-Watson stat	0.891954	1.534946	1.730028

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

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

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

Biến quan sát	Kỳ vọng đầu	Kết quả hồi quy	Ghi chú
BSIZE	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng
GROWTH	+	o	Không có ý nghĩa
LNFSIZE	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng
ROE	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng

Nguồn: tóm lược kết quả nghiên cứu tác giả

Nghiên cứu đã tập trung cố gắng thiết lập một mối quan hệ giữa thu nhập của ban điều hành (ban giám đốc) và 4 biến quan sát bao gồm: Quy mô hội

đồng quản trị (Board size), Quy mô doanh nghiệp (Firm size), Tăng trưởng doanh nghiệp (Growth) và Hiệu quả công ty (Performance: ROE).

Qua kết quả nghiên cứu ở trên, sau khi chạy các mô hình hồi quy với 4 biến giải thích, cho thấy: có 3 yếu tố có ảnh hưởng đến thu nhập ban điều hành của các công ty cổ phần niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TP HCM và có ý nghĩa thống kê (p -value <5%) bao gồm: Quy mô hội đồng quản trị, Quy mô doanh nghiệp và hiệu quả công ty. Với mức giải thích chưa thực sự cao của 3 nhóm yếu tố vào khoảng 35%. Điều này cũng dễ hiểu bởi vì tác động đến mức thu nhập của ban điều hành còn nhiều yếu tố khác mà trong nghiên cứu chưa đề cập đến cũng như các yếu tố mang tính định tính khác mà không thể lượng hóa được.

- **Quy mô Hội đồng quản trị (Bsize):** Kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô hội đồng quản trị tác động tích cực lên mức thu nhập ban điều hành và kết quả này đúng với kỳ vọng ban đầu và đúng với lý thuyết về chi phí đại diện. Một khi quy mô HĐQT gia tăng càng tiềm ẩn nhiều vấn đề người đại diện như: tính ỷ lại trong giám sát, hạn chế sự đồng thuận và khả năng ra quyết định (Jensen, 1993; Eisenberg, 1998). Khi quy mô hội đồng quản trị tăng lên, số lượng thành viên nhiều hơn có thể tham gia nhiều hơn vào quá trình điều hành doanh nghiệp, dẫn đến gia tăng các khoản chi trả cho ban điều hành. Do đó, để giảm thiểu vấn đề người đại diện giữa HĐQT và Ban điều hành, thu nhập của ban điều hành là một công cụ hữu hiệu để thực hiện chức năng gắn kết lợi ích của cổ đông và nhà quản lý, cũng như nâng cao hơn nữa trách nhiệm của nhà quản lý khi được đãi ngộ cao.

- **Quy mô công ty (LNFSIZE):** Tương quan (+) với thu nhập ban điều hành và có ý nghĩa thống kê. Kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô công ty tác động tích cực và đáng kể lên mức thu nhập của ban điều hành và kết quả này đúng với kỳ vọng ban đầu, *thu nhập ban điều hành cao hơn trong những công ty có quy mô lớn*. Điều này cũng dễ hiểu các công ty có quy mô vốn hóa thị trường lớn thường chi trả cho ban điều hành cao hơn so với các công ty có quy mô nhỏ hơn. Kết quả này phù hợp với lập luận của Baker và các tác giả (1988), Darmadi (2011), các công ty lớn có nhiều nguồn lực tài chính để mời nhân sự cấp cao vào vị trí điều hành quản lý và trả thu nhập bồi hoàn cao hơn. Hơn nữa, các công ty lớn có mô hình hoạt động kinh doanh phức tạp và tính đa dạng hóa cao, do đó họ trả nhiều thù lao, lương thưởng cho các thành viên điều hành để xử lý các công việc

phức tạp đòi hỏi nhiều kỹ năng. Mặc dù các công ty có quy mô lớn chi trả thu nhập rất cao cho các thành viên điều hành quản lý, nhưng số tiền này không đáng kể so với quy mô của các công ty này (Firth và các tác giả, 1999). Và qua nghiên cứu dưới dữ liệu bảng nghiên cứu còn phát hiện ra khi sử dụng trọng số (Cross section weights) để xem xét những điều kiện riêng biệt của từng công ty thì thấy rằng khi các nhà quản lý giúp tăng quy mô trên thị trường tài chính thì dường như thu nhập của họ cũng sẽ có xu hướng tăng lên nhưng không rõ rệt, không phải công ty nào trong diện nghiên cứu cũng thực hiện như vậy.

- **Hiệu quả công ty (Firm Performance - ROE):** Theo Kubo (2001), cổ đông không có đủ thông tin và sự hiểu biết cần thiết để giám sát các người điều hành. Do đó, để gia tăng hiệu quả giám sát, cổ đông mà đại diện là HĐQT và Ban kiểm soát sẽ giám sát các hoạt động của ban điều hành, đồng thời gắn kết lợi ích giữa công ty (hiệu quả hoạt động) với lợi ích của ban điều hành (thu nhập chi trả). Hơn nữa, mô hình “chi trả dựa trên hiệu quả” là trọng tâm của lý thuyết người đại diện, qua đó hình thành mối quan hệ cùng chiều giữa hiệu quả công ty với mức thu nhập để điều chỉnh lợi ích giữa cổ đông với ban điều hành (Jensen, 1993). Kết quả nghiên cứu được hỗ trợ từ lý thuyết người đại diện và các nghiên cứu của Barontini và Bozzi (2009), Darmadi (2011).

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm ở Việt Nam cũng cho thấy mặc dù hiệu quả công ty có tác động tích cực đến thu nhập 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 thu nhập 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 thu nhập ban điều hành của các công ty niêm yết ở Việt Nam hiện nay.

6. Các kiến nghị

Bằng các kết quả phân tích thực nghiệm thông qua các mô hình nghiên cứu được xây dựng, dữ liệu được thu thập trên SGD chứng khoán TP HCM giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2014 đối với 40 công ty niêm yết đang hoạt động trong các nhóm ngành khác nhau, nghiên cứu này đóng vai trò như một chỉ báo hướng dẫn cho các công ty (cụ thể ở đây là các chủ sở hữu doanh nghiệp cổ phần - đại hội đồng cổ đông hay hội đồng quản trị) về việc tập trung vào các yếu tố nào ở trên khi thực hiện

các chính sách chi trả cho các nhà quản lý (ban giám đốc hay ban điều hành).

Nghiên cứu này được thực hiện với mục đích cung cấp các bằng chứng thực nghiệm nhằm xác định các yếu tố ảnh hưởng đến thu nhập ban điều hành. Kết quả từ nghiên cứu này rất hữu ích khi cung cấp những bằng chứng khoa học, tư liệu tham khảo cho các đối tượng có liên quan như sau:

6.1. Đối với các công ty niêm yết

Kết quả nghiên cứu đã phản ánh mô hình chi trả thu nhập cho ban điều hành được xây dựng để thúc đẩy chức năng giám sát hiệu quả của HĐQT nhằm gia tăng lợi ích cho cổ đông. Kết quả này hàm ý, các công ty niêm yết khi đứng trước quyết định lựa chọn cấu trúc cũng như cách thức chi trả thu nhập cho ban điều hành cần xem xét, đánh giá, tổng hòa các “chi phí và lợi ích” của từng đặc điểm công ty như quy mô công ty, tăng trưởng và hiệu quả công ty và các công cụ quản lý quy mô HĐQT.

Để khắc phục những hạn chế, tồn tại nói trên các công ty cổ phần ở Việt Nam cần sớm xây dựng cho riêng mình cách thức chi trả cho các nhà quản lý. Sau đây là một vài gợi ý làm cơ sở để cho các công ty cổ phần ở Việt Nam xây dựng chính sách chi trả cho các nhà quản lý một cách phù hợp và khoa học:

- *Một là*, kết quả phân tích nêu trên chỉ ra thu nhập của ban điều hành phụ thuộc vào kết quả và hiệu quả điều hành công ty. Do vậy, các công ty niêm yết cần phải có một hệ thống chỉ tiêu đánh giá đủ mạnh và chính xác tính hiệu quả cũng những giá trị gia tăng mà các nhà quản lý tạo ra.

- *Hai là*, mặc dù kết quả nghiên cứu cho thấy yếu tố tăng trưởng (Growth) hiện không có ý nghĩa thống kê trong việc tác động đến mức thu nhập ban điều hành của các công ty niêm yết trong diện nghiên cứu. Song, kinh nghiệm của các công ty niêm yết trên thế giới cho thấy, việc nỗ lực làm tăng giá cổ phiếu trên thị trường cũng đồng thời làm gia tăng của cải mang lại giá trị cho các cổ đông, các công ty niêm yết ở Việt Nam cũng cần/phải sử dụng yếu tố này như một chỉ tiêu quan trọng trong việc xây dựng chính sách chi trả cho nhà quản lý.

- *Ba là*, các công ty niêm yết cần loại bỏ khỏi chính sách chi trả thu nhập dựa trên các yếu tố như ngạch bậc, thâm niên công tác bằng cấp... vì đây là các yếu tố có tính chất “cào bằng” làm hạn chế và không khuyến khích ban điều hành nỗ lực làm gia tăng giá trị công ty. Điều này dẫn đến các hệ lụy như: sức cạnh tranh DN giảm sút; công ăn việc làm suy giảm; nguy cơ tụt hậu.

- Bốn là, các công ty niêm yết đều cần phải xây dựng một hội đồng chuyên trách (compensation committee) như là một biện pháp kiểm soát rủi ro. Hội đồng này có trách nhiệm quyết định mức thu nhập cuối cùng cho nhà quản lý, dựa trên cơ sở đánh giá một số tiêu chí mang tính định tính (khả năng lãnh đạo, sáng kiến...), đồng thời rà soát lại các tiêu chuẩn định lượng để bảo đảm mức thu nhập là hợp lý và công bằng. Trong trường hợp nếu hội đồng này xác định công ty không đạt chỉ tiêu kế hoạch nhưng do những nguyên nhân khách quan chứ không phải lỗi của nhà quản lý thì nhà quản lý vẫn có thể được thưởng cho những nỗ lực của mình.

6.2. Đối với cơ quan 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. Các công ty niêm yết phải được hoạt động trong một thị trường chứng khoán minh bạch và không có những biến động bất thường gây ảnh hưởng xấu đến tâm lý của các nhà đầu tư. 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. Ngoài ra, minh bạch công bố thông tin cũng chính là gia tăng cơ chế giám sát từ bên ngoài. Do đó, nghiên cứu khuyến nghị các nhà hoạch định chính sách cần gia tăng các biện pháp chế tài mạnh, mang tính răn đe cần thiết đối với các công ty không thực hiện công bố thông tin đầy đủ và có dấu hiệu thiếu minh bạch.

7. Các hạn chế và kết luận của nghiên cứu

Mặc dù các kết quả nghiên cứu cho thấy nhiều phát hiện, các mô hình nghiên cứu thể hiện mức độ giải thích chấp nhận được, nhưng các kết quả nghiên cứu của nghiên cứu còn một số hạn chế căn bản:

Thứ nhất, mô hình của nghiên cứu mới chỉ dừng lại ở việc phân tích tác động của một biến số nội sinh cơ bản tới thu nhập ban điều hành của các công ty niêm yết như quy mô công ty, quy mô hội đồng quản trị, hiệu quả công ty và tăng trưởng mà chưa đề cập tới các biến nội sinh khác cũng có vai trò khá quan trọng như: tỷ lệ sở hữu vốn của ban điều hành, đặc điểm của ban điều hành... ngoài ra, còn có thể có sự can thiệp của các biến số ngoại sinh khác nữa mà nghiên cứu chưa đề cập đến.

Thứ hai, mặc dù nghiên cứu đã sử dụng dữ liệu bảng (panel data) trong quá trình phân tích dữ liệu cũng đã sử dụng các mô hình hồi quy phân tích

tác động ngẫu nhiên (REM) hay tác động cố định (FEM) để xem xét sự khác biệt giữa các công ty trong diện nghiên cứu. Tuy nhiên, các công cụ khai thác vẫn chưa chỉ rõ được các điểm khác biệt đó về điều kiện, quy mô, tiềm lực và khả năng phát triển của từng công ty từng nhóm ngành kinh tế khác nhau.

Thông qua việc phân tích các nội dung cơ bản nêu trên, chúng ta có thể nhận thấy mức thu nhập ban điều hành cao không có nghĩa làm giảm hiệu quả hoạt động của DN. Việc duy trì mức thu nhập của ban điều hành hợp lý là cơ sở để phát triển các tập đoàn kinh tế và nâng cao năng lực cạnh tranh của các công ty.

Đối với nước ta, mặc dù đang từng bước chuyển sang nền kinh tế thị trường nhưng hệ thống khuyến khích các nhà quản lý trong các doanh nghiệp còn mang nặng tính hình thức nên không những chưa tạo được những khuyến khích đối với các nhà quản lý trong việc cố gắng nâng cao chất lượng hoạt động của doanh nghiệp mà còn là nguyên nhân gây ra nhiều hiện tượng tiêu cực trong quản lý điều hành các doanh nghiệp, nhất là các doanh nghiệp nhà nước (DNNN). Các DNNN dù đã đề cập đến chính sách tuyển dụng người giỏi, nhân sự cao cấp... nhưng cơ chế chính sách chi trả lương, thưởng cào bằng như hiện nay đang trói buộc các doanh nghiệp không thể tuyển được người tài, giữ được người giỏi. Bởi vậy, việc nghiên cứu kinh nghiệm chính sách mô hình chi trả của các công ty cổ phần ở các nước trên thế giới trong việc khuyến khích các nhà quản lý là hết sức cần thiết đối với các doanh nghiệp nước ta hiện nay nhằm một mặt khẳng định vai trò quan trọng của các nhà quản lý trong sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp, mặt khác, xây dựng được hệ thống bồi hoàn thu nhập mang bản chất của kinh tế thị trường. ♦

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. Nguyễn Văn Thanh, *Hệ thống thanh toán khuyến khích các nhà quản trị ở các công ty cổ phần*, Tạp chí khoa học Thương mại, số 12, 2005.
3. Huỳnh Thị Tuyết Phượng, *Nghiên cứu những nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết*, Tạp chí Tài chính, tháng 11/2016.

4. Adams R. B. and Ferreira, D. (2009), *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*. Journal of Financial Economics, 94(2), 291- 309.

5. Andreas, J. M., Rapp, M. S. and Wolff, M. (2010), *Determinants of director compensation in two-tier systems: evidence from German panel data*. CEFS working paper series, 06.

6. Banker, R.D., Bardhan, I., Cooper, W.W., 1996a, *A note on returns to scale in DEA* European Journal of Operational Research 88, 583-585.

7. Baber W.R, Janakiraman, Kang (1996), *Investment opportunities and structure of executive compensation*, Journal of Accounting and Economics, pages 297-318.

8. Barak, R., Cohen, S., Lauterbach, B., (2011), *The effect of CEO pay on firm valuation in closely held firms*, International Corporate Governance. 14, 19-42.

9. 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.

Summary

This study was conducted to identify the key determinants of total income (salaries, bonuses) for the Executive Board or Board of Directors (BOE). Based on the survey of relevant theoretical and empirical frameworks, these factors include: Management Board Size, Business Size, Growth, and Performance. The study was conducted by analyzing 40 companies listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) with 200 observations during the period 2009 - 2014. By the using the method of random effect, the experimental results show that: The size of the company and the size of the Board of Directors are the two factors which have a positive and significant impact on the management board earnings of the listed companies. At the same time, corporate performance has a weak impact on management earnings; and although the company's growth, basing on the difference in market value and book value, which is expected to be the key factor influencing the executive income, is not statistically significant.