

THÙ LAO NHÀ ĐIỀU HÀNH VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

● TRƯƠNG QUANG THÔNG - NGUYỄN THỊ THÙY LINH - TRẦN MINH LAM

TÓM TẮT:

Nghiên cứu được thực hiện nhằm xác định mối quan hệ giữa thù lao nhà điều hành và hiệu quả hoạt động kinh doanh. Bài nghiên cứu được tiến hành trên 143 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (TP.HCM), với 858 quan sát trong 6 năm từ năm 2012-2017. Nghiên cứu dựa trên lý thuyết đại diện cổ điển kết hợp với lý thuyết quyền lực quản lý. Bằng phương pháp FEM, GLS, 2SLS, GMM để xử lý vấn đề nội sinh, kết quả nghiên cứu cho thấy thù lao nhà điều hành bằng tiền và vốn cổ phần có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh, ngược lại hoạt động kinh doanh cũng tác động tích cực đến thù lao nhà điều hành bằng tiền. Về mặt quyền lực quản lý, sự hiện diện của tiểu ban thù lao có tác động tích cực đến thù lao nhà điều hành, trong khi số lượng thành viên tiểu ban thù lao, sự kiểm nhiệm chủ tịch hội đồng quản trị và giám đốc điều hành tác động tiêu cực đến thù lao nhà điều hành. Cuối cùng nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa lý lẽ người trong cuộc trong tiểu ban thù lao và thù lao nhà điều hành.

Từ khóa: Thù lao nhà điều hành, hiệu quả hoạt động kinh doanh.

1. Giới thiệu

Theo Jensen & Meckling (1976), chủ sở hữu có thể giảm bớt các vấn đề đại diện thông qua việc cung cấp các ưu đãi thích hợp cho người đại diện. Và một trong những cách tốt nhất đó là khuyến khích tài chính cho nhà điều hành hay nói khác hơn đó là kế hoạch thù lao cần phải được thiết kế phù hợp với quyền lợi của người điều hành để giảm bớt xung đột lợi ích. Vấn đề thù lao điều hành càng được quan tâm nhiều hơn khi xuất hiện hàng loạt các vụ phá sản của các công ty lớn trên thế giới. Như các nhà nghiên cứu cho rằng, một trong những

nguyên nhân dẫn đến sự phá sản của Lehman Brothers trong năm 2008 là do vấn đề thù lao điều hành không phù hợp (Bebchuk, Cohen, & Spamann, 2010). Tại Việt Nam các công ty thực hiện các khuyến khích tài chính cho các nhà quản lý như thế nào? Ngoài ra với quyền lực quản lý đầy ưu thế của mình thì các nhà điều hành đứng đầu có gây ảnh hưởng lên thù lao của mình hay không? Đây là những câu hỏi lớn mà các cổ đông, các chủ sở hữu cần lời giải đáp trong các kỳ họp đại hội đồng cổ đông thường kỳ. Tuy nhiên, một phần do hạn chế về dữ liệu nên số lượng nghiên

cứu về đề tài thủ lao điều hành này tại Việt Nam còn khá hạn chế. Vì vậy, rất cần thiết khi thực hiện một đề tài nghiên cứu về vấn đề này.

Mục tiêu của nghiên cứu này nhằm xác định mối quan hệ giữa thủ lao nhà điều hành và hiệu quả hoạt động kinh doanh dựa trên lý thuyết đại diện cổ điển kết hợp với lý thuyết quyền lực quản lý. Cụ thể, nghiên cứu này tập trung vào các câu hỏi liên quan sau đây:

- ✓ Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có tác động đến thủ lao điều hành bằng tiền hay không?
- ✓ Quyền lực quản lý, đại diện bởi sự kiêm nhiệm chủ tịch hội đồng quản trị - giám đốc điều hành và sự hiện diện của tiểu ban thủ lao, quy mô, tỷ lệ người trong cuộc của tiểu ban thủ lao, ảnh hưởng đến mức thủ lao bằng tiền như thế nào?
- ✓ Thủ lao điều hành bằng tiền có tác động tích cực với hiệu quả hoạt động công ty?
- ✓ Việc áp dụng thủ lao dựa trên vốn cổ phần có tác động đến hiệu quả hoạt động?

Bài nghiên cứu được tiến hành trên 143 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP. HCM, với 858 quan sát trong 6 năm từ năm 2012-2017 (loại trừ các công ty tài chính do có sự khác biệt về cấu trúc vốn, các công ty không đủ dữ liệu). Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu trong giai đoạn này với lý do chỉ trong giai đoạn này mới có đầy đủ dữ liệu về thủ lao điều hành của từng năm.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Thủ lao nhà điều hành

Theo Nguyễn Văn Ngọc, Từ điển Kinh tế học, Đại học Kinh tế Quốc dân, tổng thù lao (total remuneration) là tổng phúc lợi mà mỗi công nhân được nhận từ việc làm của mình. Khái niệm này thường được dùng để chỉ tiền lương và những phúc lợi không phải bằng tiền mà những công nhân có quyền được nhận. Thủ lao còn có nhiều tên gọi khác nhau như tiền lương, thưởng; thu nhập từ lao động... Cơ cấu thủ lao thông thường bao gồm: lương cơ bản, tiền thưởng, phụ cấp và các khoản phúc lợi khác.

2.2. Lý thuyết đại diện (The principal agent theory) và vấn đề thủ lao nhà điều hành

Lý thuyết đại diện đóng một vai trò quan trọng trong các nghiên cứu về thủ lao điều hành. Do sự tồn tại các quyền lợi khác nhau giữa chủ sở hữu và người đại diện (Jensen & Meckling, 1976) và vấn đề rủi ro liên quan đến đạo đức do thông tin không

hoàn hảo trong quan hệ giữa đại diện và chủ sở hữu (Holmstrom, 1979) có thể dẫn đến việc người đại diện sẽ không phải luôn luôn hoạt động vì lợi ích tối nhất cho chủ sở hữu (Jensen & Meckling, 1976). Do đó, theo lý thuyết đại diện, kế hoạch thủ lao cần phải được thiết kế phù hợp với quyền lợi của người điều hành để giảm bớt xung đột lợi ích giữa họ.

2.3. Lý thuyết quyền lực quản lý (The managerial power theory) và vấn đề thủ lao nhà điều hành

Lý thuyết đại diện đóng vai trò quan trọng trong việc hạn chế chi phí đại diện. Tuy nhiên, một số nhà nghiên cứu cho rằng lý thuyết đại diện còn nhiều hạn chế (Lambert và công sự, 1993) và không chú ý nhiều đến vai trò của các yếu tố phi kinh tế như các yếu tố xã hội học hay tâm lý học trong giải thích thủ lao điều hành. Vì vậy, các nhà nghiên cứu bắt đầu giải thích thủ lao điều hành từ các quan điểm khác như quan điểm quyền lực quản lý. Đây là một cách tiếp cận thay thế để giải thích thủ lao cho giám đốc điều hành, lý thuyết về quyền lực quản lý xem thủ lao điều hành như là một phần của vấn đề đại diện vì các nhà điều hành có thể lợi dụng quyền lực để có thêm tiền thủ lao (Bebchuk & Fried, 2003). Cụ thể, các nhà quản lý có thể tận dụng sức mạnh của họ để gây ảnh hưởng đến cả mức độ và cơ cấu thủ lao (Murphy, 2002). Hay một nhà điều hành có thể sử dụng quyền lực của mình để có mức thù lao cao hơn nhưng hiệu suất công ty thấp hơn. Do đó, quyền lực thường được định nghĩa là khả năng điều hành của giám đốc điều hành gây ảnh hưởng đến quyết định trả lương của hội đồng quản trị hoặc tiểu ban thủ lao (Finkelstein, 1992; Lambert et al. 1993). Main và Johnston (1993) kiểm tra ảnh hưởng của tiểu ban thủ lao đối với mức độ và cơ cấu bồi thường của các nhà quản lý trong một mẫu gồm 220 công ty ở Anh vào năm 1990, kết quả cho thấy các giám đốc ở các công ty có tiểu ban thủ lao nhận được thủ lao cao hơn 21% so với các công ty không có tiểu ban này. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu của Conyon (1997) cho kết quả ngược lại, tức là các công ty có tiểu ban thủ lao có tác động ngược chiều đến thủ lao nhà điều hành. Hay các nhà nghiên cứu cho rằng Giám đốc điều hành (CEO) sẽ ít có ảnh hưởng hơn đối với kế hoạch thủ lao nếu vai trò của Giám đốc điều hành và Chủ tịch Hội đồng

quản trị được tách ra (Boyd, 1994, Conyon, 1997). Ngoài ra, theo Williamson (1985), các công ty có tiểu ban thù lao ít độc lập hơn (có nhiều thành viên ban điều hành trong tiểu ban thù lao) tạo cơ hội cho các nhà quản lý tự ý tạo các hợp đồng thù lao có lợi cho riêng mình.

Để phù hợp với xu hướng trên thế giới, hiện tại Việt Nam ngày càng có nhiều công ty thành lập tiểu ban thù lao (Trong báo cáo thường niên các công ty hay gọi là tiểu ban lương thưởng hoặc tiểu ban nhân sự-chính sách-lương thưởng). Tiểu ban này thường trực thuộc hội đồng quản trị, có nhiệm vụ chính là lên kế hoạch lương thưởng cho các thành viên trong công ty, có rất nhiều công ty cử các thành viên trong ban điều hành phụ trách kiêm nhiệm tiểu ban này.

2.4. Thù lao nhà điều hành và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Phần lớn các nghiên cứu về mối quan hệ giữa thù lao điều hành và kết quả hoạt động của công ty tập trung vào các nước phát triển như Hoa Kỳ và nước Anh do hệ thống thông tin về thù lao điều hành rất tiên tiến. Các nghiên cứu đầu tiên của Baumol (1959) cho rằng: "Thù lao điều hành có mối tương quan chặt chẽ với quy mô hoạt động của công ty hơn là với khả năng sinh lời của nó". Trong khi Meeks và Wittington (1975) cho rằng, cả lợi nhuận và tăng trưởng công ty đều ảnh hưởng đến thù lao điều hành.

Như vậy, các nghiên cứu ban đầu đã không đạt được sự đồng thuận rằng thù lao điều hành có mối quan hệ với doanh thu hoặc lợi nhuận. Các nghiên cứu ban đầu chủ yếu dựa vào lợi nhuận kế toán, do đó có thể bị sai số do lường và kết quả không chính xác (Coughlan & Schmidt, 1985). Do đó, thước đo hiệu suất dựa trên thị trường chứng khoán cũng cần phải được tham gia vào các nghiên cứu để có kết quả tốt hơn. Một nghiên cứu nổi tiếng của Murphy (1985) điều tra về mối quan hệ của hoạt động của công ty và thù lao điều hành ở Mỹ, ông chỉ tính thù lao dựa trên vốn cổ phần thay vì thù lao bằng tiền (tiền lương cộng thêm tiền thưởng), kết quả nghiên cứu cho rằng thù lao điều hành tác động tích cực và mạnh mẽ bởi hiệu suất của công ty. Mối quan hệ giữa thù lao và kết quả hoạt động công ty có xu hướng liên kết mạnh mẽ hơn theo một số nghiên cứu thực nghiệm sau giữa

những năm 1990. Như Murphy (1999) nhận thấy rằng, sự nhạy cảm trong thực hiện trả lương ngày càng tăng chủ yếu do lựa chọn cổ phần và quyền sở hữu cổ phần.

Tại Việt Nam, với mẫu nghiên cứu gồm 80 công ty niêm yết trên sàn giao dịch TP.HCM từ 2006-2012, Võ Hồng Đức và cộng sự (2014) tìm thấy bằng chứng về sự tác động tích cực hiệu quả hoạt động đến thù lao hội đồng quản trị, tuy nhiên nghiên cứu chưa đề cập đến sự tác động của thù lao bằng vốn cổ phần, quyền lực quản lý cũng như vấn đề xử lý nội sinh trong mô hình.

3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu được thực hiện bằng phương pháp định lượng, sử dụng các mô hình hồi quy. Số liệu nghiên cứu được lấy từ các báo cáo tài chính, các bản cáo bạch, báo cáo thường niên, báo cáo quản trị... của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM đăng trên trang web s.cafef.vn, trang web của các doanh nghiệp. Các mô hình được xử lý bằng phần mềm Stata 12.0

3.1. Mô hình hồi quy

3.1.1. Để xem xét sự tác động của hiệu quả hoạt động của công ty lên thù lao điều hành, ta thực hiện mô hình hồi quy:

$$\begin{aligned} \text{LOGTLDHI}_i &= \beta_0 + \beta_1 \text{LOGTOBINQ}_i \\ &+ \beta_2 \text{ĐDNH}_i + \beta_3 \text{QTDN}_i \\ &+ \beta_4 \text{ĐDDN}_i + \varepsilon_{it} \quad (1) \end{aligned}$$

β hệ số ước lượng; i : quan sát thứ i ; t : năm t ; ε : phần dư

Ta hồi quy (1) với 3 phương pháp ước lượng bình phương tối thiểu thông thường (Pooled OLS), tác động cố định (FEM), tác động ngẫu nhiên (REM). Sau đó hồi quy (1) với phương pháp được chọn và thực hiện mô hình xử lý nội sinh bằng mô hình hồi quy 2 giai đoạn (2SLS) với biến công cụ.

3.1.2. Để xem xét sự tác động của yếu tố kiểm nhiệm, sự hiện diện của tiểu ban thù lao, số nhân sự tiểu ban thù lao, tỷ lệ người trong cuộc trong tiểu ban thù lao và hiệu quả hoạt động, ta sử dụng mô hình hồi quy.

$$\begin{aligned} \text{LOGTLDHI}_i &= \beta_0 + \beta_1 \text{KIEMNHIEM}_i \\ &+ \beta_2 \text{PLT}_i + \beta_3 \text{SLPLT}_i + \beta_4 \text{NTCPLT}_i \\ &+ \beta_4 \text{ĐDNH}_i + \beta_6 \text{QTDN}_i \\ &+ \beta_7 \text{ĐDDN}_i + \varepsilon_{it} \quad (2) \end{aligned}$$

Ta lần lượt hồi quy (2) theo 3 mô hình Pooled, FEM, REM và tìm mô hình thích hợp nhất.

3.1.3. Để xem xét sự tác động ngược lại của thù lao nhà điều hành lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, ta sử dụng mô hình hồi quy sau:

$$\begin{aligned} \text{LOGTOBINQ} = & \beta_0 + \text{LOGTLDH1}\beta_{11} \\ & + \beta_2 \text{ĐĐNDH}_{it} + \beta_3 \text{QTDN}_{it} \\ & + \beta_4 \text{ĐĐDN}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3) \end{aligned}$$

Ta lần lượt hồi quy (3) theo các bước như sau: Hồi quy (3) với 3 mô hình Pooled, FEM, REM. Sau đó, hồi quy (3) với phương pháp được chọn và thực hiện mô hình xử lý nội sinh bằng phương pháp GMM.

3.1.4. Để xem xét sự tác động của thù lao bằng vốn cổ phần với hiệu quả hoạt động, ta sử dụng mô hình sau:

$$\begin{aligned} \text{LOGTOBINQ} = & \beta_0 + \text{TLVCP}\beta_{11} + \beta_2 \text{ĐĐNDH}_{it} \\ & + \beta_3 \text{QTDN}_{it} + \beta_4 \text{ĐĐDN}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4) \end{aligned}$$

Ta lần lượt hồi quy (4) theo 3 mô hình Pooled, FEM, REM và tìm mô hình thích hợp nhất.

3.2. Mô tả các biến

- *Biến phụ thuộc:*

Thù lao nhà điều hành bằng tiền (LOGTLDH1): Logarit tổng mức tiền lương thưởng nhà điều hành cao nhất công ty được nhận trong năm tài chính.

Thù lao dựa trên vốn cổ phần (TLVCP): Biến giả = 1 nếu nhà điều hành đã được thưởng dựa trên vốn cổ phần trong một năm tài chính nhất định; = 0 nếu không.

- *Biến độc lập:*

Hiệu quả hoạt động công ty (Return on Asset) được đo bằng hệ số: hệ số Tobin's q = Logarit của Giá trị thị trường doanh nghiệp / Tổng tài sản.

Sự kiểm nhiệm (KIEMNHIEM): Biến giả = 1 nếu chủ tịch hội đồng quản trị cũng là giám đốc điều hành công ty; = 0 nếu không.

Tiểu ban thù lao (PLT) (Doanh nghiệp có tiểu ban thù lao hay không) Biến giả = 1 nếu công ty đã thành lập một tiểu ban thù lao trong năm tài chính nhất định; = 0 nếu không.

Tỷ lệ người trong cuộc trong tiểu ban thù lao: Số lượng thành viên trong ban điều hành / tổng số thành viên trong tiểu ban thù lao.

Quy mô tiểu ban thù lao: Tổng số thành viên trong tiểu ban thù lao.

- *Biến kiểm soát:*

+ Đặc điểm của giám đốc điều hành (ĐĐNDH):

Tỷ lệ nữ trong ban điều hành (TYSONU): Số lượng nữ trong ban điều hành / tổng số người trong ban điều hành.

Tuổi tác (TUO01): Tuổi của giám đốc điều hành cao nhất.

Nhiệm kỳ (NK1): Số năm làm việc của nhà điều hành cao nhất ở một cấp bậc cụ thể trong một năm tài chính nhất định.

Trình độ (TD1): Biến giả = 1, nếu nhà điều hành cao nhất có bằng MBA hoặc cao hơn, = 0 nếu không có.

Quyền sở hữu điều hành (QSH1): Số lượng cổ phần nắm giữ của nhà điều hành cao nhất / Tổng số cổ phần của công ty.

+ Đặc điểm của doanh nghiệp (ĐĐDN):

Quy mô công ty: logarit (tổng tài sản hàng năm công ty).

Thời gian hoạt động công ty: số năm công ty hoạt động kể từ năm thành lập.

Đòn bẩy: Nợ / Tổng tài sản

+ Đặc điểm Quản trị Doanh nghiệp (QTDN):

Mức độ quản trị độc lập (MDDL): Số lượng giám đốc độc lập / Tổng số giám đốc

Quy mô của Hội đồng Quản trị (QMHDQT): Tổng số người trong ban hội đồng quản trị.

Sở hữu nhà nước (SHNN): Biến giả = 1 nếu nhà nước là cổ đông lớn nhất trong công ty; = 0 nếu không.

Quyền sở hữu nước ngoài (SHNNG): Cổ phần của nước ngoài / tổng số cổ phần

Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn nhất (TL-SHLN): Tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất công ty / Tổng số cổ phần

Các biến giả cho mỗi ngành công nghiệp: 1 (ngành bất động sản và xây dựng), 2 (Công nghệ), 3 (công nghiệp), 4 (dịch vụ), 5 (hàng tiêu dùng), 6 (năng lượng), 7 (nguyên vật liệu), 8 (nông nghiệp), 9 (y tế).

Để xử lý vấn đề nội sinh trong mô hình hồi quy 2 giai đoạn (2SLS) ta sử dụng biến công cụ thị phần doanh nghiệp (TPDN):

Thị phần doanh nghiệp (TPDN) = doanh số bán hàng của doanh nghiệp / Tổng doanh thu của thị trường

Cần chú ý vào các nghiên cứu trước ta có các giả thuyết như sau:

Giả thuyết 1-H1: Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp tác động tích cực đến thù lao điều hành bằng tiền.

Giả thuyết 2-H2: Sự hiện diện của tiểu ban thù lao tác động tiêu cực đến mức thù lao bằng tiền.

Giả thuyết 3-H3: Sự kiêm nhiệm chủ tịch hội đồng quản trị - giám đốc điều hành và quy mô, tỷ lệ người trong cuộc của tiểu ban thù lao, ảnh hưởng tích cực đến mức thù lao bằng tiền.

Giả thuyết 4-H4: Thù lao điều hành bằng tiền có tác động tích cực với hiệu quả công ty.

Giả thuyết 5-H5: Việc áp dụng thù lao dựa trên vốn cổ phần có tác động tích cực với hiệu quả hoạt động của công ty.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Kết quả hồi quy phương trình (1)

4.1.1. Phân tích thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả cho thấy thù lao điều hành các công ty có mức thấp nhất bằng 0, số lượng tiểu ban thù lao cao nhất có đến 5 người, và số thành viên ban điều hành cao nhất là 2 thành viên trong tiểu ban thù lao. Hệ số tương quan giữa các biến đều thấp hơn 0.5, như vậy các biến đều có hệ số tương quan không đáng kể.

4.1.2. Kiểm tra đa cộng tuyến

Kết quả kiểm tra đa cộng tuyến qua hệ số nhân tử phóng đại phương sai VIF (Variance inflation factor) đều nhỏ hơn 10 nên không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

Đối với dữ liệu bảng thì phương pháp Pooled OLS có thể bị chệch hoặc không vững vì bỏ sót các yếu tố tác động không quan sát được, do đó phải sử dụng phương pháp FEM hoặc REM để giải quyết vấn đề này. Ta dùng kiểm định Breusch và Pagan Lagrangian nhằm so sánh giữa OLS và REM xem phương pháp nào tốt hơn. Kết quả với giá trị $\text{Prob} > \chi^2 = 0.000 < 1\%$, ta bác bỏ giả thuyết H_0 , như vậy phương pháp REM tốt hơn Pooled OLS. Tiếp tục dùng kiểm định Hausman để so sánh giữa REM và FEM, kết quả $\text{Prob} > \chi^2 = 0.000 < 1\%$, bác bỏ giả thuyết H_0 , mô hình FEM tốt hơn mô hình REM. Như vậy phương pháp FEM tốt nhất trong 3 mô hình.

4.1.3. Kiểm tra phương sai thay đổi

Kết quả kiểm định Modified Wald Test với giả thuyết H_0 không có hiện tượng phương sai thay đổi. Kết quả với hệ số $\text{Prob} > \chi^2 = 0.000$, nhỏ hơn 1% ta bác bỏ giả thuyết H_0 ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy mô hình có hiện tượng phương sai thay đổi.

4.1.4. Kiểm tra tự tương quan

Kết quả kiểm tra tự tương quan qua bằng kiểm định Wooldridge với hệ số $\text{Prob} > F = 0.2213$ lớn hơn 5%, do đó mô hình không bị tự tương quan.

Tuy nhiên mô hình bị phương sai thay đổi nên ta phải xử lý bằng ước lượng GLS (Generalize Least Squares).

4.1.5. Xử lý nội sinh

Trong mô hình (1), dễ nhận thấy thù lao nhà điều hành (LOGTLDDH1) có thể tác động lên hiệu quả doanh nghiệp (LOGTOBINQ) và ngược lại hiệu quả doanh nghiệp tác động ngược lại lên thù lao nhà điều hành, nên có thể xảy ra hiện tượng nội sinh, khi đó ước lượng OLS, FEM, REM, GLS không vững và bị chệch, do đó phải xử lý hiện tượng nội sinh này. Tôi sử dụng mô hình hồi quy 2 giai đoạn (2SLS) với biến công cụ thị phần doanh nghiệp (TPDN) để xử lý vấn đề nội sinh. Theo lý thuyết về thị trường cho thấy thị phần lớn tạo ra lợi thế thị trường, với sức mạnh thị trường cho phép các công ty kiếm lời thông qua việc tăng giá sản phẩm hoặc cung cấp các sản phẩm với giá thành thấp hơn mà các đối thủ cạnh tranh không có lợi thế (Jacobson, 1988). Như vậy, biến công cụ này có tương quan với biến hiệu quả doanh nghiệp (doanh số bán hàng lớn sẽ dẫn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp cao) nhưng có thể không tương quan với phần dư của mô hình. Sau đó, ta tiến hành kiểm định Durbin Wu Hausman, với giả thuyết H_0 : các biến đều ngoại sinh, kết quả kiểm định cho ra giá trị P-value = 1, ta chấp nhận giả thuyết H_0 , như vậy hiện tượng nội sinh đã được khắc phục bởi biến công cụ được chọn và cho ước lượng vững cho hệ số hồi quy tổng thể. (Bảng 1).

Kết quả hồi quy mô hình (1) theo bảng trên cho thấy hệ số R^2 hiệu chỉnh = 10.45%, như vậy mức độ giải thích của các biến độc lập đối với biến giải thích là 10.45%, mặc dù hệ số không cao tuy nhiên hầu hết các biến trong các mô hình đều có ý nghĩa thống kê. Cả 3 mô hình POOLED, GLS và 2SLS đều cho kết quả giống nhau và phù hợp với giả thuyết 1 là biến hiệu quả hoạt động (đại diện là LOGTOBINQ) đều có tác động tích cực và mạnh mẽ đến thù lao nhà điều hành với độ tin cậy lên đến 99%. Như vậy, các công ty có hiệu quả hoạt động càng cao thì mức thù lao cho nhà điều hành càng lớn. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với đa số nghiên cứu như: Meeks và Wittington (1975), Murphy (1985), Murphy (1999).

Kết quả hồi quy các biến kiểm soát đa phần phù hợp với các nghiên cứu trước. Đặc điểm của nhà điều hành như tuổi, trình độ, quyền sở hữu có

Bảng 1. Kết quả hồi quy phương trình (1)

Biến quan sát	POOL LOGTLD01	FEM LOGTLDH1	REM LOGTLDH1	GLS LOGTLDH1	2SLS LOGTLDH1
LOGYONBINQ	0.0953*** (3.16)	-0.00868 (-0.29)	0.0367 (1.37)	0.108*** (10.12)	0.481*** (3.91)
TYSONU	0.263*** (2.67)	-0.0688 (-0.66)	0.0383 (0.39)	0.230*** (6.83)	0.271** (2.22)
TUOII	0.00409 (1.48)	-0.00210 (-0.57)	0.000704 (0.22)	0.00400*** (4.22)	0.00694** (2.10)
NKI	0.00106 (0.22)	0.00683 (1.01)	0.00956* (1.74)	-0.00131 (-0.84)	0.000428 (0.09)
TDI	0.108** (2.48)	0.110* (1.70)	0.147*** (2.61)	0.102*** (7.62)	0.135*** (3.07)
QSH1	0.00733*** (3.31)	-0.000897 (-0.33)	0.000398 (0.16)	0.00752*** (11.17)	0.00830** (2.45)
SHNN	-0.0361 (-0.85)	0.0570 (0.92)	-0.0483 (-0.94)	-0.00580 (-0.43)	0.00512 (0.12)
SENG	0.00420*** (3.46)	0.00310 (1.53)	0.00420** (2.52)	0.00414*** (12.88)	0.000971 (0.78)
TLSHAN	0.00176* (1.79)	0.00130 (0.85)	0.00110 (0.83)	0.00121*** (3.83)	0.00212** (2.12)
QMHQOT	0.0462*** (2.70)	0.0333 (1.57)	0.0438** (2.26)	0.0343*** (5.76)	0.0533*** (3.06)
MDDL	0.00291 (0.20)	0.000952 (0.06)	0.0105 (0.71)	-0.000899 (-0.19)	0.00931 (0.68)
QUYMO	0.0573* (1.86)	0.270*** (2.82)	0.106* (1.83)	0.0838*** (6.95)	0.127* (1.88)
DONBAY	-1.42e-08 (-0.40)	6.16e-09 (0.24)	-2.28e-08 (-0.93)	-6.94e-09 (-0.19)	-0.00000191* (-1.70)
TGHD	-0.00497*** (-3.68)	0.00642 (0.87)	-0.00629** (-2.22)	-0.00410*** (-12.81)	-0.00420*** (-3.28)
_cons	1.629*** (6.54)	0.755 (1.39)	1.661*** (4.45)	1.504*** (14.41)	0 (.)
Số quan sát	847	847	847	847	847
Adj -squared	0.1045				
Kiểm định Modified Wald Prob>chi2		0.000			
Kiểm định Wooldridge Prob>F		0.2213			
Hausman Prob>chi2		0.0074	0.0074		
Durbin Wu Hausman P value					1

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả
Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

tác động tích cực với thù lao nhà điều hành. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với hoàn cảnh thực tế cũng như phù hợp với các nghiên cứu trước: Gibbons & Murphy (1992), Lambert et al (1993). Tỷ số nữ có tác động tích cực với thù lao nhà điều hành. Kết quả này tạo động lực khuyến khích cho các nhà điều hành nữ.

Các biến khác không có ý nghĩa trong mô hình: nhiệm kỳ, kiêm nhiệm, mức độ độc lập, tuy nhiên kết quả này cũng phù hợp với một nghiên cứu tại Việt Nam là Võ Hồng Đức và cộng sự (2014).

Với kết quả hồi quy đặc điểm quản trị doanh nghiệp, các biến phù hợp với tình hình thực tế và với kết quả nghiên cứu trước đây: quy mô hội đồng quản trị, quyền sở hữu của nhà điều hành, quy mô hội đồng quản trị, tỷ lệ sở hữu lớn nhất có tác động tích cực đến thù lao nhà điều hành như nghiên cứu của Murphy (1985), Core và cộng sự (1999), trong khi đó đòn bẩy tác động tiêu cực với thù lao nhà điều hành, như nghiên cứu Yermack (1995). Các biến còn lại không tìm thấy bằng chứng cho thấy có sự tương quan với thù lao nhà điều hành như tỷ lệ sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài.

4.2. Kết quả hồi quy phương trình (2)

Tương tự như mô hình (1) ta cũng sử dụng phương pháp GLS để xử lý hiện tượng phương sai thay đổi của mô hình FEM (mô hình FEM tốt hơn REM và OLS, không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến và tự tương quan). Kết quả hồi quy sự hiện diện của tiểu ban thù lao có tác động tiêu cực đến thù lao nhà điều hành, kết quả này phù hợp với giả thuyết 2 và các nghiên cứu trước như Conyon và He (2011, 2012), các công ty có ủy ban thù lao có thể hoạt động hiệu quả hơn trong việc giám sát việc bồi thường cho giám đốc điều hành.

Số thành viên trong tiểu ban thù lao có tác động tích cực đến thù lao nhà điều hành, kết quả phù hợp với giả thuyết 3. Kết quả này có thể giải thích do tại Việt Nam tiểu ban thù lao trực thuộc hội đồng quản trị và thường các công ty hay cử các nhà điều hành kiêm nhiệm thêm vai trò trưởng ban thù lao nên số lượng thành viên nhiều có thể tạo sự ảnh hưởng lên kế hoạch thù lao.

Kết quả hồi quy không tìm thấy bằng chứng ủng hộ cho sự tác động của tỷ lệ người trong cuộc lên thù lao. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với nhiều nghiên cứu trước đây như Main & Johnston (1993), Conyon & He (2009).

Kết quả hồi quy sự kiêm nhiệm vị trí chủ tịch hội đồng quản trị và giám đốc điều hành có tác động tiêu cực đến thù lao nhà điều hành, kết quả không phù hợp với giả thuyết 3, tuy nhiên kết quả này có thể phù hợp với tình hình thực tế tại Việt Nam khi các công ty sở hữu gia đình chiếm

Bảng 2. Kết quả hồi quy phương trình (2)

Biến quan sát	POOL	FEM	REM	GLS
PLT	-0.203* (-1.73)	-0.157 (-1.15)	-0.0705 (-0.57)	-0.114** (-2.43)
SLPLT	0.107* (1.74)	0.0234 (0.36)	0.0168 (0.28)	0.0786*** (3.17)
NTCPLT	-0.0246 (-0.19)	0.000232 (0.00)	-0.00737 (-0.07)	-0.0211 (-0.49)
KIEMNHIEM	-0.0373 (-1.53)	-0.0494 (-1.07)	-0.0588 (-1.58)	-0.0231** (-2.39)
_cons	1.961*** (8.42)	0.598 (1.08)	1.682*** (4.51)	1.913*** (21.13)
Số quan sát	847	847	847	847
Adj -squared	0.0972			
Kiểm định Modifed Waled Prob>chi2	0.000			
Kiểm định Wooldridge Prob>F	0.2306			
Hausman Prob>chi2	0.0182 0.0182			

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

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

ưu thế (theo Hoàng Tuấn Dũng (2014) tính đến cuối năm 2012 có đến 20% các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP. HCM là công ty gia đình), khi đó chủ sở hữu công ty vừa nắm vai trò là người đứng đầu điều hành công ty, do đó xung đột lợi ích không xảy ra, chi phí đại diện được giảm thiểu, từ đó không có sự ảnh hưởng của quyền lực tác động lên thù lao điều hành vì lợi ích của công ty vẫn được đưa lên hàng đầu.

4.3. Kết quả hồi quy phương trình (3)

Bảng 3. Kết quả hồi quy phương trình (3)

Biến quan sát	POOL	FEM	REM	GLS	GMM
LOGTLDDH1	0.125*** (3.16)	-0.0151 (-0.29)	0.0707 (1.58)	0.130*** (19.57)	0.416* (1.93)
_cons	2.814*** (10.23)	0.182 (0.25)	1.836*** (3.95)	3.084*** (25.37)	1.350*** (2.30)
Số quan sát	847	847	847	847	847
Adj -squared	0.2822				
Kiểm định Modified Waled	0.000				
Prob>chi2					
Kiểm định Wooldridge	0.0588				
Prob>F					
Hausman	0.0006				
Prob>chi2	0.0006				
Durbin Wu Hausman P value					
Hansen test of overid. Restrictions					0.056
AR (1)					0.217
AR (2)					0.313

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

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

Kết quả hồi quy tương tự như mô hình (1) ta cũng sử dụng phương pháp GLS để xử lý hiện tượng phương sai thay đổi của mô hình FEM (mô hình FEM tốt hơn REM và OLS, không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến và tự tương quan). Tuy nhiên dễ nhận thấy thù lao nhà điều hành (LOGTLDDH1) có thể tác động lên hiệu quả doanh nghiệp (LOGTOBINQ) và ngược lại hiệu

quả doanh nghiệp tác động ngược lại lên thù lao nhà điều hành, nên có thể xảy ra hiện tượng nội sinh, khi đó ước lượng OLS không vững và bị chệch, do đó phải xử lý hiện tượng nội sinh này. Do không tìm được biến công cụ phù hợp để thực hiện bằng phương pháp 2SLS, nên tôi thực hiện xử lý nội sinh bằng mô hình GMM (Generalized method of moments), phương pháp này rất phù hợp với dữ liệu bảng có chuỗi thời gian T ngắn và số lượng doanh nghiệp nhiều. Ngoài ra, do mẫu

nghiên cứu có hiện tượng phương sai thay đổi, nên thực hiện ước lượng GMM trong phần mềm Stata, tôi thực hiện câu lệnh xtabond2 với tùy chọn robust twostep sẽ rất phù hợp. Biến công cụ của biến nội sinh LOGTLDDH1 chính là biến trễ của biến nội sinh và biến phụ thuộc với độ trễ Lag = 5. Kết quả xử lý với giá trị Hansen test of overid. restrictions là P-value = 0.056 > 5%, chấp nhận giả thuyết H0: biến công cụ trong mô hình là phù hợp (ngoại sinh và có giá trị sử dụng). Kiểm định Arellano Bond tương quan chuỗi bậc 2 AR(2) với giá trị p = 0.313, bác bỏ giả thuyết về mô hình có hiện tượng tự tương quan ở sai phân bậc 1. Như vậy, phương pháp GMM được lựa chọn là phù hợp và có giá trị sử dụng. Kết quả hồi quy ở Bảng 3 cho thấy, biến hiệu quả hoạt động có tác động mạnh mẽ và tích cực đến thù lao nhà điều hành ở cả 3 mô hình POOLED, GLS và

GMM. Kết quả phù hợp với giả thuyết 4, phù hợp với lý thuyết đại diện và hầu hết các nghiên cứu khác đều cho rằng thù lao điều hành gắn kết tích cực với kết quả hoạt động của công ty nhằm khuyến khích tài chính thích hợp cho nhà điều hành làm việc vì lợi ích cao nhất của các cổ đông như: Murphy (1985), Jensen & Murphy (1990); Conyon & Murphy (2000).

4.4. Kết quả hồi quy phương trình (4)

Kết quả hồi quy tương tự như mô hình (1) ta cũng sử dụng phương pháp GLS để xử lý biến tương phương sai thay đổi của mô hình FEM (mô hình FEM tốt hơn REM và OLS, không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến và tự tương quan). Kết quả hồi quy cho thấy thù lao bằng vốn cổ phần có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động trong mô hình GLS với mức ý nghĩa 1%, kết quả này phù hợp với giả thuyết 5 và các nghiên cứu trước như: Murphy (1985), Murphy (1999).

5. Thảo luận

Để tài đóng góp một hướng nghiên cứu mới mẽ tại Việt Nam về xây dựng cơ chế thù lao hiệu quả cho nhà điều hành. Thứ nhất, vì hiệu quả hoạt động kinh doanh tác động tích cực lên thù lao điều hành, do đó ngoài sự kết hợp với đặc điểm cá nhân của nhà điều hành, đặc điểm quản trị doanh nghiệp và đặc điểm của công ty, kế hoạch thù lao cần được xây dựng dựa trên hiệu quả hoạt động kinh doanh một cách hợp lý để từ đó có thể tạo động lực cho nhà điều hành mang lại giá trị cho công ty, mang lại hiệu suất kinh doanh tối ưu cho doanh nghiệp (vì thù lao điều hành cũng tác động tích cực ngược lại với hiệu quả hoạt động kinh doanh). Thứ hai, để tài khuyến khích các công ty nên thành lập một tiểu ban thù lao để tăng cường hiệu quả quản trị doanh nghiệp thông qua việc hỗ trợ giám sát và thiết kế kế hoạch bồi thường của ban giám đốc nhằm giảm thiểu xung đột lợi ích giữa các nhà

Bảng 4. Kết quả hồi quy phương trình (4)

Biến quan sát	POOL	FEM	REM	GLS
TLVCP	0.0520 (0.72)	0 (.)	0.0223 (0.12)	0.0444* (1.92)
cons	3.053*** (11.48)	0.214 (0.29)	1.940*** (4.20)	3.204*** (23.92)
Số quan sát	847	847	847	847
Adj -squared	0.2740			
Kiểm định Modified Wald	0.000			
Prob>chi2				
Kiểm định Wooldridge	0.0597			
Prob>F				
Hausman	0.0013		0.0013	
Prob>chi2				

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

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

quản lý và các cổ đông. Đặc biệt, cần chú ý đến số lượng thành viên, tránh các nhà điều hành sử dụng quyền lực tác động lên thù lao của mình, từ đó gây lãng phí, thất thoát, không phát huy được vai trò khuyến khích tài chính của thù lao điều hành. Cuối cùng, để tài gợi mở cho các doanh nghiệp trong việc xây dựng cơ chế phát phát hành cổ phiếu ưu đãi dành cho ban điều hành (ESOP), nhằm tạo sự gắn kết mạnh mẽ cho các nhà điều hành và chủ sở hữu, từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động cho các doanh nghiệp ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Hoàng Tuấn Dũng (2014). Nghiên cứu mối quan hệ giữa sở hữu gia đình và hiệu quả của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Đại học Kinh tế TP.HCM
2. Võ Hồng Đức (2013) Các yếu tố tác động đến thù lao: Bằng chứng từ các công ty niêm yết ở Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM, Đại học Mở TP.HCM.
3. Baumol, W. J. (1959). Business behavior, value and growth. New York: Macmillan.
4. Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. Journal of Economic Perspectives, 17(3), 71-92. doi: 10.1257/089533003769204362

5. Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Spamann, H. (2010). *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008*. *Yale Journal on Regulation*, 27, 257-282.
6. Conyon, M. J. (1997). *Corporate governance and executive compensation*. *International Journal of Industrial Organization*, 15(4), 493-509. doi: 10.1016/S0167-7187(96)01032-6
7. Conyon, M. J., & He, L. (2011). *Executive compensation and corporate governance in China*. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158-1175. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2011.04.006
8. Conyon, M. J., & He, L. (2012). *CEO compensation and corporate governance in China*. *Corporate Governance: An International Review*, 20(6), 575-592. doi: 10.1111/j.1467-8683.2012.00935.x
9. Conyon, M. J., & Murphy, K. J. (2000). *The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom*. *Economic Journal*, F640-F671. doi: 10.1111/1468-0297.00577
10. Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). *Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406. doi: 10.1016/S0304-405X(98)00058-0
11. Coughlan, A. T., & Schmidt, R. M. (1985). *Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation*. *Journal of accounting and economics*, 7(1), 43-66. doi: 10.1016/0165-4101(85)90027-8
12. Finkelstein, S. (1992). *Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement*
13. Gibbons, R., & Murphy, K. (1992). *Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence*. *Journal of political economy*, 100(3), 468-505.
14. Holmstrom, B. (1979). *Moral hazard and observability*. *The Bell journal of economics*(10.2307/3003320), 74-91.
15. Jacobson, R. (1988). *Distinguishing among competing theories of the market share effect*. *The Journal of Marketing*, 68-80. doi: 10.2307/1251634
16. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm. Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
17. Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). *Performance pay and top-management incentives*. *Journal of political economy*, 225-264. doi: 10.1086/261677
18. Lambert, R. A., Larcker, D. F., & Weigelt, K. (1993). *The structure of organizational incentives*. *Administrative Science Quarterly*, 438-461. doi: 10.2307/2393375
19. Main & James Johnston (1993). *Remuneration Committees and Corporate Governance*. *Accounting and Business Research*.
20. Meeks, G., & Whittington, G. (1975). *Directors' pay, growth and profitability*. *The Journal of industrial economics*, 1-14. doi: 10.2307/2098094
21. Murphy, K. J. (1985). *Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis*. *Journal of accounting and economics*, 7(1), 11-42. doi: 10.1016/0165-4101(85)90026-6
22. Murphy, K. J. (1999). *Executive compensation*. *Handbook of labor economics*, 3, 2485-2563. doi: 10.1016/S1573-4463(99)30024-9
23. Murphy, K. J. (2002). *Explaining Executive Compensation. Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options*. *The University of Chicago Law Review*, 69(3), 847-869. doi: 10.2307/1600633
24. Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: The Free Press, A Division of Macmillan Inc.

Ngày nhận bài: 11/3/2019

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 21/3/2019

Ngày chấp nhận đăng bài: 31/3/2019

Thông tin tác giả:

1. PGS.TS. TRƯƠNG QUANG THÔNG

Khoa Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

2. TS. NGUYỄN THỊ THÙY LINH

Khoa Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

3. NCS. TS. TRẦN MINH LAM

Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

THE LEADERS' REMUNERATION AND THE BUSINESS PERFORMANCE OF COMPANIES LISTED ON THE HO CHI MINH CITY STOCK EXCHANGE

● Assoc.Prof. Ph.D **TRƯƠNG QUANG THÔNG**

Faculty of Banking, University of Economics Ho Chi Minh City

● Ph.D **NGUYEN THI THUY LINH**

Faculty of Banking, University of Economics Ho Chi Minh City

● Ph.D's student **TRAN MINH LAM**

University of Economics Ho Chi Minh City

ABSTRACT:

The study was conducted to determine the relationship between the remuneration of leaders and the business performance. The study was conducted at 143 companies listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange (HCMC), with 858 observations collected from 2012 – 2017. The study was carried out by combining the classical representation theory with the management power theory. By using the FEM, GLS, 2SLS, GMM methods to deal with endogenous problems, the study's results show that the leaders' remuneration in cash and equity has a positive impact on business performance vice versa business activities have positively impacts the leaders' remuneration in cash. In terms of the management power, the presence of the remuneration committee has a positive impact on the leaders' remuneration while the number of members of the remuneration committee and the concurrently chairs of the chairman and the chief executive officer have negatively impacts on the leaders' remuneration. Finally, the study finds that there is no relationship between the insiders of the remuneration committee and the leaders' remuneration.

Keywords: Remuneration of leaders, business performance.