



DOI:10.22144/ctu.jvn.2018.112

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN THÙ LAO TỔNG GIÁM ĐỐC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Ngô Mỹ Trân^{1*}, Bùi Văn Trinh¹ và Giang Minh Tiến²

¹Khoa Kinh tế, Trường Đại học Cần Thơ

²Ngân hàng Agribank Chi nhánh Cần Thơ II

*Người chịu trách nhiệm về bài viết: Ngô Mỹ Trân (email: tutrinh@ctu.edu.vn)

Thông tin chung:

Ngày nhận bài: 10/12/2017

Ngày nhận bài sửa: 20/01/2018

Ngày duyệt đăng: 31/08/2018

Title:

The determinants of CEO compensation of listed firms in Vietnam

Từ khóa:

CEO, GMM, hiệu quả công ty, thù lao

Keywords:

CEO, company performance, compensation, GMM

ABSTRACT

This research investigated the determinants on CEO compensation of firms listed on the Vietnamese stock market. The data included 187 non – financial companies listed in the period from 2012 to 2015. The main analysis method of this research was Generalized Method of Moment. The results showed a significant positive relationship between firm performance and CEO compensation. The results also showed a significantly positive relationship between company size and CEO compensation. Other factors were also found to have a positive impact on CEO compensation such as foreign ownership, CEO tenure and CEO education. However, there was no evidence on the effect of private ownership, state ownership, CEO age, CEO ownership and CEO duality on CEO compensation.

TÓM TẮT

Bài viết nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến thù lao cho Tổng giám đốc (CEO) của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bài viết sử dụng số liệu thứ cấp được thu thập trong giai đoạn năm 2012 - 2015 của 187 công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Phương pháp nghiên cứu chính được sử dụng là phương pháp Generalized Method of Moment (GMM). Kết quả nghiên cứu cho thấy hiệu quả công ty thể hiện thông qua lợi nhuận trên mỗi cổ phần và giá trị thị trường của công ty có mối tương quan thuận với thù lao của Tổng giám đốc công ty (CEO). Bên cạnh đó, quy mô công ty và tỷ lệ sở hữu cổ phần của nước ngoài cũng có mối tương quan thuận với thù lao của CEO. Tuy nhiên, nghiên cứu chưa tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ của các nhân tố như tỷ lệ sở hữu cổ phần của tư nhân, tỷ lệ sở hữu cổ phần của Nhà nước, tuổi của CEO, tỷ lệ sở hữu cổ phần của CEO, quyền nắm giữ chức vụ kép và thù lao của CEO.

Trích dẫn: Ngô Mỹ Trân, Bùi Văn Trinh và Giang Minh Tiến, 2018. Các nhân tố ảnh hưởng đến thù lao Tổng giám đốc của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ. 54(6D): 196-205.

1 GIỚI THIỆU

Trong nền kinh tế thị trường hiện nay, nguồn nhân lực luôn là yếu tố quan trọng cho sự thành công

của mỗi công ty. Để đưa công ty của mình phát triển các nhà quản trị cần phải tạo động lực cho nhân viên của mình thông qua nhu cầu, sở thích, đam mê, lòng nhiệt tình... Vấn đề quan trọng nhất để thúc đẩy động

lực là thù lao (compensation) cho người lao động và ban điều hành công ty. Trong đó, tổng giám đốc (chief executive officer - CEO) cũng là một lao động làm thuê, nhưng giữ vai trò đặc biệt trong công ty như điều hành công ty, giải quyết các vấn đề nội bộ và bên ngoài một cách tốt nhất để mang lại lợi ích cho công ty của mình. Vì CEO có vai trò đặc biệt quan trọng đối với hoạt động của công ty nên việc chi trả thù lao cho CEO như thế nào là hợp lý không đơn giản như đối với các nhân viên bình thường khác. Trên thực tế, việc trả lương cho CEO thế nào cho hợp lý luôn là vấn đề thách thức của các công ty.

Thù lao của CEO đã và đang thu hút sự chú ý của cả giới truyền thông và giới nghiên cứu. Giới truyền thông đa phần chỉ trích những CEO gạt hái vô tư những khoản thu nhập khổng lồ trong khi những cổ đông của họ không hài lòng với những khoản lợi ích thu lại. Về phía các học giả, họ cho rằng sự có sẵn của các thông tin thù lao cho CEO được đem đến bởi hệ thống cơ sở dữ liệu thù lao cho CEO đã nảy sinh ra một số lượng lớn những nghiên cứu về lĩnh vực này. Các chủ đề thảo luận nhiều nhất về thù lao cho Giám đốc điều hành là phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến thù lao cho CEO. Vấn đề này đã được thảo luận trong hơn bảy thập kỷ qua với hơn 300 bài nghiên cứu. Các nhà nghiên cứu cho rằng có nhiều nhân tố ảnh hưởng đến thù lao cho CEO, chẳng hạn như hiệu quả hoạt động (Ghosh, 2006; Kato and Long, 2006; Girma *et al.*, 2007; Pan *et al.*, 2009; Conyon and He, 2011; Ozkan, 2011); rủi ro công ty (Aggarwal and Samwick, 1999; Conyon and Murphy, 2000; Gregg *et al.*, 2005); quy mô công ty (Zhou, 2000; Gregg *et al.*, 2005; Ghosh 2006; Parthasarathy *et al.*, 2006; Girma *et al.* 2007); cấu trúc sở hữu (Kato and Long, 2006; Firth *et al.*, 2007; Conyon and He, 2011; Ozkan, 2011); tuổi và nhiệm kỳ của CEO (Conyon and Murphy, 2000; McKnight *et al.*, 2000; Nourayi and Mintz, 2008; Ozkan, 2011); trình độ học vấn của CEO (Jalbert *et al.*, 2002; Jalbert *et al.*, 2011); quyền nắm giữ cổ phần của CEO và việc nắm giữ chức vụ kép (Elhagrasey *et al.*, 1998/1999; Core *et al.*, 1999).

Mặc dù có nhiều nghiên cứu phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến thù lao cho CEO trên phạm vi toàn cầu, tuy nhiên, hiện nay chưa có công trình khoa học chính thức nào nghiên cứu vấn đề các nhân tố ảnh hưởng đến thù lao cho CEO trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Do đó, việc thực hiện đề tài "Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến thù lao cho Tổng giám đốc của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam" là rất cần thiết.

2 GIẢ THUYẾT VỀ CÁC MỐI QUAN HỆ TRONG MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

2.1 Mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động và thù lao cho CEO

Từ quan điểm lý thuyết chi phí đại diện, mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động công ty và thù lao cho CEO nên xem là một cơ chế khuyến khích quan trọng cho sự thành công của công ty. Tuy nhiên, nghiên cứu về mối quan hệ này đã mang lại những kết quả khác nhau. Một số nghiên cứu cho thấy có mối tương quan thuận và mạnh mẽ giữa hiệu quả hoạt động và thù lao cho CEO (Murphy, 1985; Ghosh, 2006; Kato and Long, 2006; Pan *et al.*, 2009; Conyon and He, 2011; Ozkan, 2011). Trong khi đó, có nghiên cứu tìm thấy mối tương quan cùng chiều giữa hiệu quả hoạt động và thù lao cho CEO nhưng ở mức thấp (Jensen and Murphy, 1990; Yermack, 1995; Main *et al.*, 1996, Conyon, 1997; Gregg *et al.*, 2005; Girma *et al.*, 2007) hay có mối quan hệ nhưng không có ý nghĩa thống kê (McKnight and Tomkins, 1999; Parthasarathy *et al.*, 2006). Thị trường chứng khoán Việt Nam là một thị trường mới nổi. Thông tin công bố trên thị trường Việt Nam cho thấy những công ty làm ăn hiệu quả thường trả lương thưởng cho các CEO khá cao vào cuối mỗi năm. Từ đó giả thuyết H₁ được đề ra như sau:

H₁: Hiệu quả hoạt động công ty có mối tương quan thuận với thù lao của CEO.

2.2 Mối quan hệ giữa rủi ro công ty và thù lao cho CEO

Nhiều nghiên cứu đã phân tích mối quan hệ của rủi ro công ty và thù lao cho CEO. Rủi ro công ty thường được đo lường bằng độ biến động của lợi nhuận công ty dưới dạng độ lệch chuẩn giá cổ phiếu công ty trong năm/giá cổ phiếu trung bình trong năm đó. Một số nghiên cứu cho thấy rủi ro có tác động tiêu cực đến độ nhạy hiệu quả hoạt động - thù lao (Aggarwal and Samwick, 1999). Bên cạnh đó, Conyon and Murphy (2000) cho rằng rủi ro có ảnh hưởng đáng kể lên tổng mức thù lao. Dựa trên cơ sở đó, giả thuyết H₂ được đề xuất như sau:

H₂: Rủi ro công ty có mối tương quan nghịch với thù lao cho CEO.

2.3 Mối quan hệ giữa quy mô công ty và thù lao cho CEO

Tầm quan trọng của quy mô công ty trong việc tạo ảnh hưởng lên mối quan hệ hiệu quả hoạt động - thù lao được nhấn mạnh: Theo Rosen (1992), "Trong trạng thái cân bằng của thị trường, các giám đốc điều hành tài năng nhất chiếm vị trí hàng đầu trong các công ty lớn nhất, nơi mà hiệu quả hoạt động cận biên do sự điều hành của họ được phóng đại rất nhiều do các cấp dưới có liên hệ mật thiết với họ" (Rosen, 1992, p.182). Điều này, trên thực tế cung cấp giải thích mang tính lý thuyết cho một mối

quan hệ tỷ lệ thuận giữa quy mô và thù lao. Khi chuyển sang nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa quy mô công ty và thù lao cho CEO, một số nghiên cứu đã có những phát hiện giống nhau và ghi nhận bằng chứng về mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa thù lao - quy mô rất mạnh (Roberts, 1956; Murphy, 1985; Jensen and Murphy, 1990; Conyon, 1997; Elhagrasey *et al.*, 1998,1999; Gregg *et al.*, 2005; Ghosh 2006; Parthasarathy *et al.*, 2006; Girma *et al.*, 2007). Bên cạnh đó, nghiên cứu của Zhou (2000) cho thấy rằng thù lao cho CEO tăng lên theo quy mô công ty và tổng mức thù lao được gắn liền với hiệu quả hoạt động của công ty. Từ đó giả thuyết H₃ được đặt ra như sau:

H₃: Quy mô công ty có mối tương quan thuận với thù lao của CEO.

2.4 Mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thù lao cho CEO

Một số nghiên cứu được thực hiện nhằm kiểm chứng mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu, hiệu quả hoạt động và thù lao cho CEO từ những quan điểm khác nhau. Vai trò của cấu trúc sở hữu trong giám sát ban quản trị có thể cải thiện hiệu quả hoạt động công ty (McConnell and Servaes, 1990). Tác động này cũng đã được kiểm chứng thực nghiệm trong nhiều nghiên cứu về quản trị công ty, chẳng hạn như nghiên cứu của Mehran (1995) cho thấy công ty có mức độ tập trung sở hữu do các cổ đông bên ngoài nắm giữ càng cao có xu hướng ít sử dụng biện pháp thưởng cổ phiếu. Hơn nữa, Core *et al.* (1999) cung cấp bằng chứng cho thấy mức độ tập trung sở hữu cổ phần của CEO hay các công ty bên ngoài làm giảm chức năng của thù lao cho CEO. Gần đây, Ozkan (2011) xem xét ảnh hưởng của cơ chế quản trị công ty lên mức thù lao cho CEO ở Vương Quốc Anh và thấy rằng hiệu quả hoạt động của công ty không có tác động đáng kể lên thù lao cho CEO, trong khi cơ cấu hội đồng quản trị và sở hữu lý giải đáng kể mức độ đa dạng của dữ liệu về tổng mức thù lao cho CEO, thù lao bằng tiền mặt và thù lao bằng cổ phiếu.

Kato and Long (2006) thấy rằng cấu trúc sở hữu của các công ty niêm yết tại Trung Quốc có ảnh hưởng quan trọng lên mối quan hệ hiệu quả hoạt động - thù lao. Sở hữu tư nhân dường như có liên kết hiệu quả hoạt động - thù lao mạnh hơn so với sở hữu nhà nước và sở hữu tập thể. Firth *et al.* (2007) đã kiểm chứng mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thù lao của ban quản lý. Họ cho rằng trả thù lao theo hiệu quả hoạt động không có nhiều hiệu quả trong các công ty do nhà nước và các công ty mẹ quản lý. Conyon and He (2011) đã điều tra thù lao cho CEO và quản trị công ty trong các công ty đã được niêm yết ở Trung Quốc và phát hiện ra rằng hiệu quả hoạt

động công ty tương quan thuận với thù lao cho CEO. Nghiên cứu cho thấy rằng tiền thù lao và đãi ngộ của CEO là thấp hơn trong các công ty mà nhà nước kiểm soát và các công ty có cấu trúc sở hữu tập trung. Nghiên cứu này cũng cho thấy những công ty mà có giám đốc độc lập với hội đồng quản trị thì sẽ có mối liên kết cao hơn giữa thù lao và hiệu quả hoạt động. Từ đó, các giả thuyết H₄, H₅ và H₆ được đặt ra như sau:

H₄: Tỷ lệ sở hữu tư nhân có mối tương quan thuận với thù lao của CEO.

H₅: Tỷ lệ sở hữu nước ngoài có mối tương quan thuận với thù lao của CEO.

H₆: Tỷ lệ sở hữu nhà nước có mối tương quan nghịch với thù lao của CEO.

2.5 Mối quan hệ giữa tuổi, nhiệm kỳ và thù lao cho CEO

Conyon and Murphy (2000) đã tìm được kết quả thú vị về tác động của đặc điểm CEO lên mức thù lao. Liên quan đến đặc điểm của CEO, họ đề xuất rằng một đô thị lờ mờ về độ tuổi và thu nhập của CEO, thù lao bằng tiền mặt và tổng mức thù lao sẽ giảm xuống sau 55 tuổi. Liên quan đến đặc điểm của CEO, tuổi và nhiệm kỳ có một ảnh hưởng tích cực và ý nghĩa lên cả thù lao bằng tiền mặt và tổng mức thù lao. Các CEO lớn tuổi được trả tiền nhiều hơn do kinh nghiệm cao hơn, trong khi các CEO có nhiệm kỳ dài có thể được trả nhiều hơn do kiến thức của họ về công ty nhiều hơn hoặc do tham quyền cố vị (entrenchment), hoặc cả hai. McKnight *et al.* (2000) nghiên cứu ảnh hưởng tuổi của CEO đối với các công ty mẫu ở Anh, và thấy rằng thù lao cho CEO tăng theo độ tuổi nhưng tuổi thì lại ít ảnh hưởng đến mức tiền thưởng và hiệu quả hoạt động liên quan đến các hình thức thù lao. Ngược lại, nghiên cứu của Nourayi and Mintz (2008) cho thấy rằng hiệu quả hoạt động của công ty là một yếu tố quyết định đối với thù lao bằng tiền mặt của CEO trong ba năm đầu tại vị nhưng lại không có ý nghĩa đối với các CEO tại vị từ 15 năm trở lên. Cả hai phương pháp đo lường hiệu quả hoạt động dựa trên thị trường và kế toán tỷ lệ nghịch với thù lao cho CEO bất kể kinh nghiệm lâu năm. Cuối cùng, trong nghiên cứu của Ozkan (2011), cả tuổi và nhiệm kỳ của CEO đều có ảnh hưởng cùng chiều và có ý nghĩa đến thù lao bằng tiền mặt nhưng không ảnh hưởng đến tổng mức thù lao. Do đó, các giả thuyết H₇ và H₈ được đặt ra như sau:

H₇: Tuổi của CEO có mối tương quan thuận với thù lao của CEO.

H₈: Nhiệm kỳ của CEO có mối tương quan thuận với lao của CEO.

2.6 Mối quan hệ giữa trình độ học vấn của CEO và thù lao cho CEO

Mối quan hệ giữa trình độ học vấn của CEO và thù lao của CEO cũng được các nhà nghiên cứu quan tâm. Jalbert *et al.* (2002) cho thấy các tập đoàn lớn có các tiêu chí về trình độ học vấn khi lựa chọn CEO. Các tác giả cũng đã kiểm chứng xem thù lao CEO có liên quan đến trường mà họ đã theo học hay không và họ tìm ra được có sự khác biệt đáng kể giữa số lượng sinh viên được bổ nhiệm vào vị trí CEO và mức thu nhập mà các sinh viên tốt nghiệp nhận được trong những vai trò đó. Các nghiên cứu của Ghosh (2006) và Parthasarathy *et al.* (2006) cho thấy thù lao CEO bị tác động tích cực và có ý nghĩa bởi mức sinh lời trên tổng tài sản, nhiệm kỳ của CEO, tuổi tác của CEO và thời gian đi học. Jalbert *et al.* (2011) trong nghiên cứu gần đây của họ đã kiểm chứng trình độ học vấn của CEO từ các công ty lớn của Mỹ và tìm thấy mối tương quan giữa bảng xếp hạng các trường đại học và bảng xếp hạng thù lao. Dựa trên cơ sở đó, giả thuyết tiếp theo được đặt ra như sau:

H9: Trình độ của CEO có mối tương quan thuận với thù lao của CEO

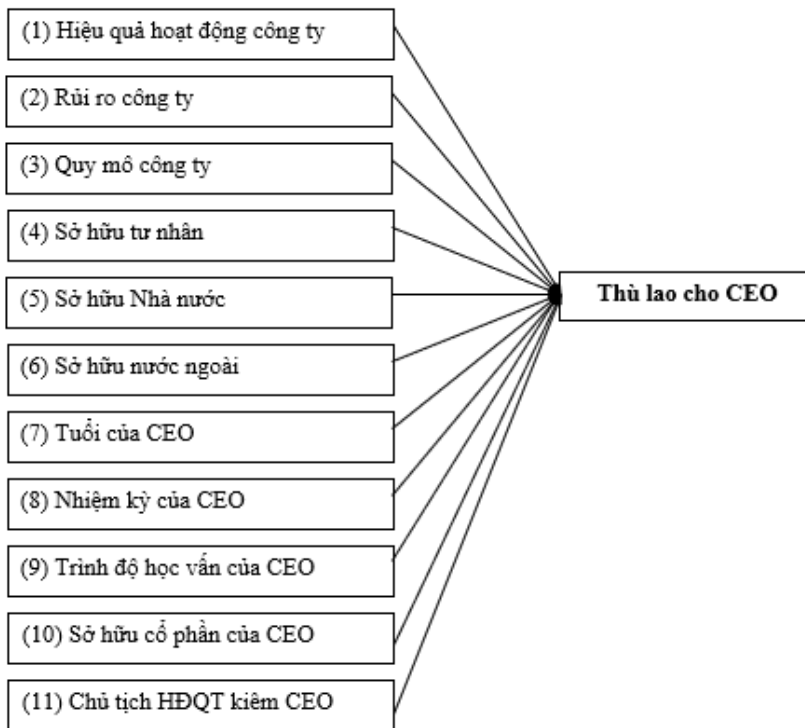
2.7 Mối quan hệ giữa quyền sở hữu cổ phần của CEO, việc nắm giữ chức vụ kép và thù lao cho CEO

Jensen and Meckling (1976) lập luận rằng các CEO nắm giữ phần lớn vốn chủ sở hữu của công ty sẽ dẫn đến việc suy giảm nhu cầu đối với thù lao bằng cổ phiếu. Sở hữu cổ phần của CEO được đo lường bằng tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ bởi CEO trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành (%). Elhagrasy *et al.* (1998, 1999) cho rằng khi CEO nắm giữ cổ phần của công ty và đồng thời kiêm nhiệm ghế Chủ tịch hội đồng quản trị sẽ có quyền lực nhiều hơn để ra quyết định ảnh hưởng đến mức thù lao. Core *et al.* (1999) cho rằng một cơ cấu hội đồng quản trị yếu có liên quan với thù lao cho CEO cao và hiệu quả hoạt động công ty thấp. Core *et al.* (1999) phát biểu rằng việc nắm giữ cả hai chức vụ CEO/Chủ tịch Hội đồng quản trị (HĐQT) dẫn đến thù lao cho CEO sẽ cao hơn. Tuy nhiên, nghiên cứu của Conyon (1997) không có bằng chứng cho thấy người giữ chức vụ kép CEO/Chủ tịch HĐQT nhận thù lao cao hơn ở Vương Quốc Anh. Từ đó, các giả thuyết sau được đưa ra:

H10: Tỷ lệ sở hữu cổ phần của CEO có mối tương quan nghịch với thù lao của CEO.

H11: Nếu CEO kiêm chủ tịch hội đồng quản trị công ty thì thù lao cho CEO sẽ cao hơn.

Dựa trên phân biện luận phát triển giả thuyết ở trên, mô hình nghiên cứu được đề xuất như sau:



Hình 1: Mô hình nghiên cứu đề xuất

3 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1 Phương pháp thu thập số liệu

Đề tài sử dụng số liệu thứ cấp được thu thập từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên được công bố trong giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2015 của 187 công ty phi tài chính niêm yết trên cả hai sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX). Cụ thể, số liệu được lấy từ trang web chính thức của HOSE www.hsx.vn, trang web chính thức của HNX www.hnx.vn và một số trang web uy tín khác như: www.vietstock.vn, www.cafef.vn.

3.2 Phương pháp phân tích số liệu

Nghiên cứu thực hiện hồi quy Pooled OLS như một ước lượng căn bản nhất. Tuy nhiên, theo Baltagi (2005), độ vững và tính hiệu quả của các hệ số trong phân tích dữ liệu bảng dựa trên phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất có thể không nhất quán vì phương pháp Pooled OLS không quan tâm đến các yếu tố không thể thu thập được hoặc ảnh hưởng riêng lẻ, đặc thù từng doanh nghiệp, trong khi vấn

đề ảnh hưởng riêng lẻ là một trong những hiện tượng xảy ra thường xuyên ở những nghiên cứu thực nghiệm. Do đó, để xử lý vấn đề về các yếu tố không quan sát được (unobserved heterogeneity), phương pháp phân tích tác động cố định (FEM) và tác động ngẫu nhiên (REM) trong dữ liệu bảng được xem xét sử dụng.

Bởi vì thù lao trả cho CEO trong lĩnh vực hoạt động khác nhau có thể khác nhau nên biến ngành nghề hoạt động (đo lường bằng 9 nhóm biến giả) được đưa vào mô hình như biến kiểm soát. Các biến này không đổi theo thời gian. Do vậy, để xem xét được tác động của nhóm biến ngành đối với hiệu quả hoạt động công ty, phương pháp tác động ngẫu nhiên (REM) sẽ được lựa chọn. Mô hình ước lượng được trình bày cụ thể như sau:

$$Pay_{it} = \beta_0 + \beta_1 FP_{it} + \beta_2 FR_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 IO_{it} + \beta_5 SO_{it} + \beta_6 FO_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 Ten_{it} + \beta_9 Edu_{it} + \beta_{10} OC_{it} + \beta_{11} Dual_{it} + \beta_{12} D_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Diễn giải các biến sử dụng trong mô hình được trình bày ở Bảng 1.

Bảng 1: Diễn giải các biến sử dụng trong mô hình

Ký hiệu biến	Tên biến	Cách đo lường
Pay	Thù lao chi trả cho CEO	Logarit tổng mức thù lao của CEO (bao gồm tiền lương, thưởng)
FP1	Lợi nhuận trên mỗi cổ phần (EPS)	Logarit (Lợi nhuận sau thuế/Tổng số cổ phần thường đang lưu hành)
FP2	Chỉ số đo lường giá trị thị trường (Tobin's Q)	(Giá trị thị trường của vốn cổ phần + Giá trị sổ sách của Nợ)/Tổng tài sản bình quân
FR	Rủi ro công ty	Độ biến động của lợi nhuận = độ lệch chuẩn giá cổ phiếu công ty trong năm/giá cổ phiếu trung bình trong năm đó
Size	Quy mô công ty	Logarit tổng tài sản của công ty
IO	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của tư nhân	(Giá trị cổ phiếu mà tư nhân nắm giữ/ Tổng giá trị cổ phiếu đang lưu hành) * 100%
SO	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của Nhà nước	(Giá trị cổ phiếu mà Nhà nước nắm giữ/ Tổng giá trị cổ phiếu đang lưu hành) * 100%
FO	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của nước ngoài	(Giá trị cổ phiếu mà tổ chức nước ngoài nắm giữ ⁴ / Tổng giá trị cổ phiếu đang lưu hành) * 100%
Age	Tuổi của CEO	Logarit số tuổi của CEO
Edu	Trình độ học vấn của CEO	1: nếu CEO có bằng sau đại học; 0: khác
Ten	Nhiệm kỳ của CEO	Logarit số năm mà CEO nắm giữ vị trí đó
OC	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của CEO	(Giá trị cổ phiếu mà CEO nắm giữ/ Tổng giá trị cổ phiếu đang lưu hành) * 100%
Dual	Quyền kiêm nhiệm	1: nếu CEO và Chủ tịch HĐQT là một người 0: nếu CEO và Chủ tịch HĐQT là độc lập
D	Biến giả ngành nghề hoạt động	Bao gồm các ngành bất động sản, chăm sóc sức khỏe, công nghệ thông tin, công nghiệp, dịch vụ tiện ích, hàng tiêu dùng không thiết yếu, hàng tiêu dùng thiết yếu, năng lượng và nguyên vật liệu (nhóm tham khảo)

Ghi chú: Do giới hạn trong việc thu thập số liệu nên trong nghiên cứu này tỷ lệ sở hữu được sử dụng để tính IO và SO là tỷ lệ sở hữu của các cổ đông nắm giữ từ 5% tỷ lệ cổ phiếu trở lên

Bên cạnh đó, phương pháp ước lượng mô men tổng quát – Generalized Method of Moments (GMM) theo Blundell and Bond (1998) và Arellano and Bover (1995) cũng được sử dụng để phân tích số liệu. Phương pháp GMM được đề xuất bởi vì mô hình ước lượng (1) có khả năng xảy ra hiện tượng nội sinh do sự tác động đồng thời (nhân quả đảo ngược) giữa biến giải thích và biến phụ thuộc, cụ thể lợi nhuận trên mỗi cổ phần hoặc giá trị công ty tăng có thể làm gia tăng thù lao của CEO, tuy nhiên thù lao CEO tăng càng kích thích năng lực, trách nhiệm và sự đóng góp của CEO nên cũng sẽ làm gia tăng lợi nhuận, giá trị của công ty Ozkan (2011). Do vậy, nếu nghiên cứu chỉ sử dụng phương pháp ước lượng REM có thể dẫn đến kết quả bị chệch.

4 KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

4.1 Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình

Bảng 2 thể hiện kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình các nhân tố tác động đến thù lao của CEO với bộ dữ liệu là 187 công ty phi tài chính giai đoạn năm 2012 - 2015. Một cách tổng quan có thể thấy rằng sự sai khác giữa giá trị trung bình và trung vị là không quá lớn, do vậy có thể thấy rằng sự phân phối của các quan sát trong mỗi biến nghiên cứu hầu hết tuân theo luật phân phối chuẩn.

Kết quả hồi quy các nhân tố tác động đến thù lao của CEO bằng phương pháp GMM được trình bày ở Bảng 3¹.

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Biến	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Thấp nhất	Lớn nhất
Thù lao CEO	Pay	621	20,07	20,05	0,62	17,69	22,19
Lợi nhuận trên mỗi cổ phần	FP1	681	7,35	7,62	1,35	1,82	10,01
Giá trị công ty	FP2	721	1,02	0,94	0,41	0,29	4,55
Rủi ro công ty	FR	721	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
Quy mô công ty	Size	748	26,86	26,71	1,40	23,45	30,91
Tỷ lệ sở hữu cổ phần của tư nhân	IO	721	0,20	0,13	0,22	0,00	0,97
Tỷ lệ sở hữu cổ phần của Nhà nước	SO	721	0,29	0,30	0,25	0,00	0,97
Tỷ lệ sở hữu cổ phần của nước ngoài	FO	721	0,03	0,00	0,08	0,00	0,46
Tuổi của CEO	Age	743	3,89	3,93	0,16	3,18	4,26
Nhiệm kỳ của CEO	Ten	645	1,46	1,61	0,79	0,00	3,14
Trình độ học vấn của CEO	Edu	742	0,30	0,00	0,46	0,00	1,00
Tỷ lệ sở hữu cổ phần của CEO	OC	721	0,03	0,00	0,06	0,00	0,41
Quyền kiêm nhiệm	Dual	745	0,29	0,00	0,45	0,00	1,00

Mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động và thù lao của CEO: Kết quả ở Bảng 3 cho thấy lợi nhuận công ty (FP1) và giá trị công ty (FP2) có mối quan hệ cùng chiều với thù lao của CEO. Các hệ số hồi quy của FP1, FP2 trong các mô hình 1a, 1b và 1c đều dương và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này hàm ý rằng khi lợi nhuận công ty, giá trị công ty tăng cao một phần là nhờ bộ máy quản lý đã hoạt động rất hiệu quả, đặc biệt là công lao của các CEO đã thực hiện tốt các nhiệm vụ được giao. Do vậy, chủ doanh nghiệp (cổ đông) đã gia tăng các khoản lương, phúc lợi và thưởng cho CEO như là một cách đền đáp cho sự cống hiến của CEO với hy vọng các CEO này sẽ tiếp tục duy trì sự tăng trưởng và hiệu quả cho công ty trong tương lai. Các kết quả của nghiên cứu này tương đồng với các kết quả của các nghiên cứu trước đó (Murphy, 1985; Ghosh, 2006; Kato and Long,

2006; Pan *et al.*, 2009; Conyon and He, 2011; Ozkan, 2011).

Mối quan hệ giữa rủi ro công ty và thù lao cho CEO: CEO ở những công ty có rủi ro cao có thực sự mang lại cho CEO những khoản thù lao béo bở? Kết quả trong Bảng 3 cho thấy rủi ro công ty càng cao càng làm cho thù lao của CEO giảm. Các hệ số hồi quy của biến rủi ro (FR) trong các mô hình 1a, 1b và 1c đều mang giá trị âm và có ý nghĩa thống kê ở mô hình 1a và 1b. Kết quả này hàm ý rằng giá cổ phiếu trên thị trường của công ty càng biến động thì cổ đông đặt nhiều nghi vấn hơn ở năng lực điều hành và quản trị của CEO. Thông thường, yếu tố cơ bản nhất ảnh hưởng đến giá cổ phiếu công ty là hiệu quả kinh doanh của công ty, sự biến động trong hiệu quả hoạt động kinh doanh sẽ dẫn đến những thay đổi trong giá cổ phiếu. Các cổ đông thật sự không sẵn lòng để chi trả chi phí nhiều hơn cho sự gia tăng về

¹ Do hạn chế về số trang nên tác giả không trình bày kết quả ước lượng của mô hình Pooled OLS và REM. Về cơ bản, các ước lượng từ các mô hình này không có nhiều

sự khác biệt với kết quả ước lượng của mô hình GMM. Kết quả ước lượng chi tiết sẽ được cung cấp qua email nếu người đọc nào có quan tâm

rủi ro trong tương lai. Do vậy, thù lao CEO có chiều hướng giảm khi rủi ro gia tăng. Kết quả này phù hợp với kết quả của nghiên cứu trước đó của Aggarwal and Samwick (1999).

Mối quan hệ giữa quy mô công ty và thù lao CEO: Đúng như kỳ vọng ban đầu, quy mô công ty có mối quan hệ cùng chiều với thù lao của CEO. Kết quả trong các mô hình 1a, 1b và 1c ở Bảng 3 cho thấy hệ số hồi quy của biến quy mô công ty (size) có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô và thù lao của CEO hàm ý rằng ở những công ty có quy mô tài sản càng lớn thì mức chi trả thù lao cho CEO càng cao. Điều

này hoàn toàn hợp lý bởi những công ty lớn có đủ năng lực tài chính để chiêu mộ các CEO có năng lực và kinh nghiệm. Đồng thời, các CEO này phải đối mặt với việc quản trị thật tốt công ty, nhiệm vụ đảm bảo một mức tăng trưởng lợi nhuận trên tổng tài sản lớn phải được đảm bảo. Do vậy, thường các công ty có quy mô tài sản lớn chi trả thù lao cho CEO cao hơn các công ty có quy mô nhỏ. Kết quả nghiên cứu này tương đồng với hầu hết các nghiên cứu trước (Roberts, 1956; Murphy, 1985; Jensen and Murphy, 1990; Conyon, 1997; Elhagrasy *et al.*, 1998,1999; Zhou, 2000; Gregg *et al.*, 2005; Ghosh 2006; Parthasarathy *et al.*, 2006; Girma *et al.*, 2007).

Bảng 3: Kết quả hồi quy các nhân tố tác động đến thù lao của CEO theo phương pháp ước lượng GMM

Tên biến	(1a)	(1b)	(1c)
Lợi nhuận trên mỗi cổ phần	0,110***		0,113***
Giá trị công ty		0,294**	0,199*
Rủi ro công ty	-145,619*	-139,592**	-88,619
Quy mô công ty	0,171***	0,187***	0,173***
Tỷ lệ sở hữu cổ phần của tư nhân	-0,018	-0,055	-0,037
Tỷ lệ sở hữu cổ phần của Nhà nước	-0,180	-0,133	-0,168
Tỷ lệ sở hữu cổ phần của nước ngoài	1,438***	1,446***	1,343***
Tuổi của CEO	-0,240	-0,186	-0,291
Nhiệm kỳ của CEO	0,093**	0,100***	0,096***
Trình độ học vấn của CEO	0,112*	0,094	0,109*
Tỷ lệ sở hữu cổ phần của CEO	-0,435	-0,650	-0,335
Quyền kiêm nhiệm	0,069	0,061	0,066
Ngành bất động sản	-0,073	-0,060	-0,019
Ngành chăm sóc sức khỏe	0,272	0,381	0,285
Ngành công nghệ thông tin	-0,149	-0,073	-0,071
Ngành công nghiệp	-0,016	0,005	0,013
Ngành dịch vụ tiện ích	-0,075	-0,064	-0,033
Ngành hàng tiêu dùng không thiết yếu	0,288	0,262	0,279
Ngành hàng tiêu dùng thiết yếu	-0,026	0,032	0,026
Ngành năng lượng	0,001	0,000	0,033
Hệ số góc	3,957	44,470	21,621
F stat	11,86	10,84	13,25
Prob (F statistic)	0,000	0,000	0,000
AR (2)	0,648	0,414	0,654
Hansen Test (J Test)	0,252	0,164	0,611
Số quan sát	562	590	562

Ghi chú: ***, ** và * thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức tương ứng là 1%, 5% và 10%; Giá trị p của kiểm định Hansen và kiểm định AR (2) đều lớn hơn 0,1. Kết quả này cho phép chấp nhận các giả thuyết biến công cụ là ngoại sinh và giả thuyết không có tương quan chuỗi bậc 2 trong mô hình ước lượng. Do vậy, mô hình ước lượng GMM hệ thống đã sử dụng có thể được xem là phù hợp

Mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thù lao cho CEO: Kết quả ước lượng mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thù lao CEO được trình bày ở Bảng 3 tại mô hình 1a, 1b và 1c cho thấy chưa đủ bằng chứng thống kê về việc tồn tại mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu cổ phần của tư nhân, tỷ lệ sở hữu nhà nước và thù lao CEO. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu tìm thấy bằng chứng thống kê có ý nghĩa về mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ sở hữu cổ phần của nước ngoài và thù lao của CEO, hệ số hồi quy của biến tỷ lệ sở

hữu cổ phần của nước ngoài (FO) ở các mô hình 1a, 1b và 1c Bảng 3 đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Những công ty có vốn nước ngoài thường có chính sách đãi ngộ cho người lao động nói chung và CEO tốt hơn so với những công ty còn lại. Nguyên nhân giải thích cho hiện tượng trên là bởi các tổ chức nước ngoài thường có tiềm lực tài chính vững mạnh, họ có tư tưởng quản trị và đầu tư hiện đại do vậy họ đòi hỏi các CEO phải có năng lực rất cao bên cạnh các kỹ năng giao tiếp quốc tế thuần

thực. Họ kỳ vọng các CEO như vậy để giúp họ điều hành tốt công việc và làm gia tăng giá trị lợi ích cho công ty. Vì vậy, mức lương và các chính sách phụ cấp theo đó cũng rất cao cho CEO. Tóm lại, sự tham gia càng sâu vào cấu trúc vốn (thể hiện qua tỷ lệ sở hữu cổ phần càng cao) của nhà đầu tư nước ngoài càng làm gia tăng thù lao cho CEO.

Mối quan hệ giữa tuổi, nhiệm kỳ và thù lao cho CEO: CEO lớn tuổi là những người có nhiều kinh nghiệm nên được kỳ vọng làm gia tăng giá trị công ty nhiều hơn do vậy được trả thù lao cao hơn. Tuy nhiên, kết quả hồi quy ở Bảng 3 không tìm thấy bằng chứng thống kê có ý nghĩa về mối quan hệ giữa tuổi và thù lao CEO (thậm chí kết quả này có thể còn ngược lại với kỳ vọng vì các hệ số hồi quy của biến tuổi CEO (age) ở Bảng 3 đều có giá trị âm nhưng không có ý nghĩa thống kê). Một trong những nguyên nhân có thể lý giải cho kết quả này là Việt Nam mới mở cửa hội nhập kinh tế từ năm 1989 và thực sự hội nhập sâu rộng trong những năm gần đây. Do vậy, các CEO lớn tuổi vẫn còn nặng kiêu quan lý kinh tế theo thời bao cấp và chưa theo kịp với cơ chế kinh tế thị trường hiện đại. Bên cạnh đó, các kỹ năng giao tiếp nước ngoài và các ứng dụng công nghệ còn khá hạn chế. Tóm lại, kinh nghiệm của CEO lớn tuổi có thể có nhưng xét về năng lực thì chưa chắc nổi trội. Do những hạn chế như vậy, nên CEO lớn tuổi chưa chắc sẽ được trả mức thù lao cao hơn các CEO nhỏ tuổi hơn khác. Ngược lại, các CEO nhỏ tuổi hơn có thể có nhiều kỹ năng và năng lực hơn nhưng thiếu kinh nghiệm và trải nghiệm vì thế cũng chưa chắc làm gia tăng tối đa lợi ích công ty. Một lần nữa, có thể nói rằng thước đo về năng lực của CEO là hiệu quả hoạt động, đó mới chính là yếu tố ảnh hưởng quan trọng đến thu nhập CEO. Kết quả của nghiên cứu này khác với kết quả được tìm thấy trong nghiên cứu trước đó của Ozkan (2011) là tuổi CEO có mối quan hệ cùng chiều với thù lao CEO.

Liên quan đến vấn đề nhiệm kỳ của CEO, tác giả cũng kỳ vọng rằng các CEO có nhiệm kỳ càng kéo dài sẽ tận dụng được các mối quan hệ sẵn có cũng như càng quen hơn với công việc, kiến thức và thông tin họ có về công ty nhiều hơn. Vì vậy, chủ doanh nghiệp kỳ vọng các CEO có nhiệm kỳ kéo dài sẽ làm gia tăng lợi ích công ty do vậy các CEO xứng đáng hưởng mức thù lao cao hơn. Bằng chứng thực nghiệm từ kết quả hồi quy ở Bảng 3 phù hợp với kỳ vọng được đặt ra, nhiệm kỳ của CEO có mối quan hệ cùng chiều với thù lao của CEO, các hệ số hồi quy của biến nhiệm kỳ (Ten) trong các mô hình 1a, 1b và 1c Bảng 3 đều có ý nghĩa thống kê ở mức cao. Nói cách khác, nhiệm kỳ của CEO càng kéo dài thì thù lao CEO càng cao. Như đã biện luận ở trên, các CEO có nhiệm kỳ càng dài được kỳ vọng sẽ có

những đóng góp tốt hơn cho sự phát triển của doanh nghiệp vì vậy họ được nhận mức thù lao tốt hơn. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Ozkan (2011).

Mối quan hệ giữa trình độ học vấn của CEO và thù lao cho CEO: Một trong những yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp là năng lực của CEO. Có nhiều cách để đánh giá năng lực của CEO, trong đó trình độ học vấn là một trong những chỉ tiêu quan trọng nhất. Những CEO được đào tạo bài bản, đặc biệt là các CEO hoàn thành chương trình sau đại học, được kỳ vọng rằng sẽ có năng lực chuyên môn và quản trị tốt hơn so với các CEO còn lại và từ đó họ sẽ có mức thù lao cao hơn để tương xứng với năng lực vượt trội. Kết quả hồi quy ở Bảng 3 cho thấy trình độ học vấn có mối tương quan dương với thù lao CEO, hệ số hồi quy của biến trình độ học vấn ở mô hình 1a và 1c Bảng 3 có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Tóm lại, các CEO được đào tạo bài bản, có kiến thức chuyên môn sâu thông qua việc họ đạt được các bằng cấp sau đại học sẽ giúp họ có mức thù lao cao hơn các CEO còn lại. Kết quả nghiên cứu tương đồng với kết quả Ghosh (2006) và Pathasarathy et al. (2006).

Mối quan hệ giữa quyền sở hữu cổ phần của CEO, việc nắm giữ chức vụ kép (kiêm nhiệm) và thù lao cho CEO: Xuất phát từ vấn đề đại diện, chủ doanh nghiệp thường tạo điều kiện cho CEO nắm giữ cổ phần của công ty, từ đó CEO sẽ hoạt động vì lợi ích công ty nhiều hơn. Tuy nhiên, theo lập luận của Jensen and Meckling (1976), CEO sở hữu nhiều cổ phần sẽ dẫn đến việc suy giảm nhu cầu đối với thù lao bằng cổ phiếu của CEO. Tuy nhiên, kết quả thực nghiệm từ Bảng 2 cho thấy chưa có bằng chứng về mối quan hệ giữa sở hữu cổ phần của CEO và thù lao CEO, các hệ số hồi quy của biến sở hữu cổ phần của CEO (OC) trong các mô hình 1a, 1b và 1c ở Bảng 3 đều âm nhưng không có ý nghĩa thống kê. Hàm ý kinh tế của kết quả này cho thấy rằng, mặc dù CEO có nắm giữ cổ phần nhưng không đủ để chi phối doanh nghiệp hoặc chỉ là một cổ đông nhỏ thì hiệu quả công ty vẫn là thước đo quan trọng quyết định đến thù lao của CEO hơn là việc sở hữu cổ phần.

Ngoài ra, trong nghiên cứu này, việc kiêm nhiệm chức vụ - CEO vừa là chủ tịch HĐQT được kỳ vọng dẫn đến thù lao cao hơn cho các CEO. Kết quả hồi quy ở Bảng 3 cho thấy hệ số hồi quy của biến quyền kiêm nhiệm (Dual) mặc dù dương ở các mô hình 1a, 1b và 1c nhưng không có ý nghĩa thống kê. Nói cách khác, chưa có bằng chứng thống kê cho thấy CEO kiêm nhiệm chức vụ Chủ tịch HĐQT có thù lao cao hơn CEO không kiêm nhiệm. Ở Việt Nam, đa phần các công ty chỉ trả thù lao (chủ yếu là mức lương)

cho HĐQT chỉ mang tính tượng trưng và thường được thông qua trong chương trình đại hội cổ đông thường niên vì hầu hết chức danh Chủ tịch HĐQT thường được gắn với tổ chức hoặc cá nhân có sở hữu phần lớn cổ phần của công ty. Đồng thời, ở Việt Nam tồn tại rất ít công ty thuê chủ tịch HĐQT độc lập (không sở hữu cổ phần). Do vậy, các lợi ích của chủ tịch HĐQT đa phần được gắn với lợi nhuận sau thuế của công ty và có quyền lợi như các cổ đông góp vốn khác. Cho nên, thù lao của CEO kiêm nhiệm chủ tịch HĐQT và CEO không kiêm nhiệm có sự chênh lệch không đáng kể. Kết quả phát hiện trong nghiên cứu này phù hợp với kết quả nghiên cứu trước của Conyon (1997) thực hiện tại Vương Quốc Anh.

5 KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Đề tài nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến thù lao cho CEO của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đề tài sử dụng số liệu thứ cấp được thu thập từ 187 công ty phi tài chính niêm yết trong giai đoạn 2012-2015. Nghiên cứu sử dụng phương pháp GMM theo Arellano and Bond (1991) để khắc phục hiện tượng nội sinh cũng như kiểm soát các hiện tượng khác như phương sai sai số thay đổi, tự tương quan có thể xảy ra.

Kết quả nghiên cứu cho thấy hiệu quả công ty thể hiện thông qua lợi nhuận trên mỗi cổ phần và giá trị thị trường của công ty có mối tương quan cùng chiều với thù lao của CEO. Rủi ro công ty được đo lường bởi biến động lợi nhuận của cổ phiếu có mối tương quan ngược chiều với thù lao của CEO. Quy mô công ty được đo lường bởi quy mô tài sản của công ty có mối quan hệ cùng chiều với thù lao của CEO. Tỷ lệ sở hữu cổ phần của nước ngoài được đo lường bởi số cổ phần nắm giữ của tổ chức nước ngoài trên tổng số cổ phần lưu hành của công ty có mối quan hệ cùng chiều với thù lao của CEO. Nhiệm kỳ của CEO có mối tương quan cùng chiều với thù lao của CEO. Trình độ học vấn của CEO cũng có ảnh hưởng tích cực đến mức thù lao của CEO. Bên cạnh đó, nghiên cứu chưa tìm thấy bằng chứng thống kê có ý nghĩa về mối quan hệ của các nhân tố như: Tỷ lệ sở hữu cổ phần của tư nhân, tỷ lệ sở hữu cổ phần của Nhà nước, tuổi của CEO, tỷ lệ sở hữu cổ phần của CEO và quyền kiêm nhiệm với thù lao của CEO.

Dựa trên những kết quả nghiên cứu được tìm thấy, nghiên cứu có những hàm ý và kiến nghị chính sách cho các CEO hiện tại và tương lai, cho các nhà đầu tư với tư cách là cổ đông và cho cơ quan quản lý như sau:

Đối với CEO: Thứ nhất, giải pháp được đưa ra cho các CEO muốn tăng thu nhập là hãy tìm mọi cách để gia tăng giá trị và lợi ích của doanh nghiệp,

khi đó lợi ích của CEO cũng được gia tăng theo tỷ lệ thuận. Muốn gia tăng được hiệu quả hoạt động thì đòi hỏi CEO phải có năng lực và kinh nghiệm thật tốt, muốn đạt được điều này CEO phải tích cực nâng cao trình độ học vấn, tiếp nhận tích cực chuyển giao công nghệ nước ngoài có thể kể đến như kinh nghiệm quản trị quốc tế, các kỹ năng làm ăn đa quốc gia và những ưu điểm khác từ các nước tiên tiến. CEO nên loại bỏ dần tư tưởng quản trị và điều hành trong nước ở những năm thời kỳ kinh tế bao cấp vì tư tưởng này không còn phù hợp với nền kinh tế thị trường hiện tại. Thứ hai, các CEO nên làm tốt công việc ở công ty do mình điều hành và dành thời gian nhiều hơn để cống hiến vì sự phát triển của công ty là cách giúp gia tăng thù lao cho CEO. Ngoài ra, thời gian làm việc ở công ty càng lâu càng giúp CEO thuận lợi hơn trong việc nắm bắt các thông tin và quản trị doanh nghiệp theo sự hiểu biết sâu sắc, từ đó, làm gia tăng hiệu quả công ty và tất nhiên thù lao CEO theo đó cũng gia tăng. Thứ ba, các CEO cần có chiến lược để trình HĐQT để làm giảm thiểu rủi ro công ty và mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh cũng là cách tốt để gia tăng thù lao CEO trong tương lai. CEO nên có các đề xuất trình HĐQT về các phương án, chiến lược mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh dựa trên các thế mạnh và nguồn lực hiện có để tận dụng tốt những lợi ích và khai thác hiệu quả về mặt quy mô, từ đó, lợi ích doanh nghiệp được gia tăng đồng thời theo sau là thù lao của CEO cũng gia tăng.

Đối với cổ đông – chủ doanh nghiệp: Tối đa hoá lợi ích công ty hay nói cách khác gia tăng hiệu quả hoạt động công ty chính là mong muốn của cổ đông. Hiệu quả doanh nghiệp gia tăng đồng nghĩa với túi tiền cổ đông lớn hơn. Để đạt được lợi ích như kỳ vọng thì trước hết chủ doanh nghiệp phải tự thân hoặc thuê CEO thật sự có năng lực và kinh nghiệm thương trường đủ tốt. Dựa trên vấn đề đại diện, giải pháp để phát huy tối đa ưu điểm của các CEO giỏi là cần có các chính sách thù lao gắn liền lợi ích của CEO với lợi ích của công ty. Do vậy, khi doanh nghiệp đạt được mục tiêu lợi nhuận tốt thì cổ đông – chủ doanh nghiệp nên có những chính sách lương, thưởng và phúc lợi phù hợp với CEO nói riêng và người lao động nói chung. Tóm lại, gia tăng thù lao, phúc lợi cho CEO là cách chủ doanh nghiệp gia tăng hiệu quả hoạt động công ty và gia tăng mức lợi nhuận vốn từ hoạt động đầu tư của mình.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Aggarwal, R.K. and Samwick, A.A., 1999. The Other Side of the Trade off: The Impact of Risk on Executive Compensation. *Journal of Political Economy*, 107(1): 65-105.
- Arellano, M. and Bover, O., 1995. Another look at the instrumental variable estimation of error-

- components models. *Journal of Econometrics*, 68(1): 29-51.
- Baltagi, B., 2005. *Econometric analysis of panel data*, John Wiley & Sons.
- Canyon, M., 1997. Corporate Governance and Executive Compensation. *International Journal of Industrial Organisation*, 15(4): 493-509.
- Canyon, M.J. and Murphy, K.J., 2000. The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom. *The Economic Journal*, 110(467): 640-671.
- Canyon, M.J. and He, L., 2011. Executive Compensation and Corporate Governance in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4): 1158-1175.
- Core, J. E., Holthausen R.W. and Larcker, D.F., 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3): 371-406.
- Elhagrasey, G.M., Harrison, J.R. and Buchholz, R.A., 1998. Power and Pay: the Politics of CEO Compensation. *Journal of Management and Governance*, 2(4): 311-334.
- Firth, M., Fung, P.M. and Rui, O.M., 2007. How Ownership and Corporate Governance Influence Chief Executive Pay in China's Listed Firms. *Journal of Business Research*, 60(7): 776-785.
- Ghosh, A., 2006. Determination of executive compensation in an emerging economy: Evidence from India. *Emerging Markets Finance and Trade*, 42(3): 66-90.
- Girma, S., Thompson, S. and Wright, P., 2007. Corporate governance reforms and executive compensation determination: evidence from the UK. *Manchester School*, 75(1): 65-81.
- Gregg, P., Jewell, S. and Tonks, I., 2005. Executive pay and performance in the UK 1994-2002. *CMPO Working Paper Series No. 05/05*.
- Jalbert, T., Furumo, K. and Jalbert, M., 2011. Does Educational Background Affect CEO Compensation And Firm Performance? *Journal of Applied Business Research*, 27(1): 15-39.
- Jalbert, T., Rao, R. and Jalbert, M., 2002. Does School Matter? An Empirical Analysis of CEO Education, Compensation and Firm Performance. *The International Business and Economics Research Journal*, 1(1): 83-98.
- Jensen, M.C. and Murphy, K.J., 1990. Performance Pay and Top Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2): 225-264.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Kato, T.K. and Long, C.X., 2006. Executive Compensation, Firm Performance, and Corporate Governance in China: Evidence from firms listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges. *Economic Development and Cultural Change*, 54(4): 945-983.
- Main, B., Bruce, A. and Buck, T., 1996. Total Board Remuneration and Company Performance. *Economic Journal*, 106(439): 1627-1644.
- McConnell, J. and Servaes, H., 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27(2): 595-612.
- Mcknight, P.J. and Tomkins, C., 1999. Top Executive Pay in the United Kingdom: A Corporate Governance Dilemma. *International Journal of the Economics of Business*, 6(2): 223-243.
- Mcknight, P.J., Cyril, T., Weir, C. and Hobson, D., 2000. CEO Age and Top Executive Pay: A UK Empirical Study. *Journal of Management and Governance*, 4(3): 173-187.
- Mehran, 1995. Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 38(2): 163-184.
- Murphy, K.J., 1985. Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3): 11-42.
- Nourayi, M.M. and Mintz, S.M., 2008. Tenure, firm's performance, and CEO's compensation. *Managerial Finance*, 34(8), 524-536.
- Ozkan, N., 2011. CEO Compensation and Firm Performance: an Empirical Investigation of UK Panel Data. *European Financial Management*, 17(2): 260-285.
- Pan, X., Tian, G.G., Ma, S., Jun, A. and Tang, Q., 2009. Managerial Compensation, Ownership Structure and Firm Performance in China's Listed Firms. *Asian Finance Association (AsianFA) International Conference*, 1-32.
- Parthasarathy, A., Menon, K. and Bhattacharjee, D., 2006. Executive Compensation, Firm Performance and Corporate Governance: An Empirical Analysis. *Economic and Political Weekly*, 41(39): 4139-4147.
- Roberts, D., 1956. A General Theory of Executive Compensation Based on Statistically Tested Propositions. *Quarterly Journal of Economics*, 70(2): 270-294.
- Rosen, S., 1992. Contracts and the Market for Executives in L. Werin and H. Wijkander (Eds.), *Main Currents in Contract Economics* (pp. 181-211). Oxford: Blackwell Press.
- Yermack, D., 1995. Do corporations award CEO stock options effectively? *Journal of Financial Economics*, 39(2-3): 237-269.
- Zhou, X., 2000. CEO pay, firm size, and corporate performance: Evidence from Canada. *The Canadian Journal of Economics*, 33(1): 213-251.