

# Thu nhập nhà quản lý và kết quả hoạt động của doanh nghiệp: Bằng chứng từ Việt Nam

TẠ THU PHƯƠNG\*  
NGUYỄN TRUNG KIÊN\*\*  
LÊ ĐỨC HOÀNG\*\*\*  
HOÀNG THỊ HỒNG NGỌC\*\*\*\*

## Tóm tắt

Nhằm đánh giá tác động của kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp tới thu nhập của nhà quản lý, nghiên cứu đã sử dụng số liệu của 253 doanh nghiệp trong lĩnh vực công nghiệp theo tiêu chuẩn ICB trong khoảng thời gian 2012-2021. Thông qua kiểm định Hausman, mô hình hồi quy các nhân tố cố định được lựa chọn. Kết quả nghiên cứu cho thấy, Kết quả hoạt động kinh doanh, Quy mô của doanh nghiệp và Tốc độ tăng trưởng có tác động tích cực tới Thu nhập nhà quản lý. Đồng thời, kết quả nghiên cứu gợi ý rằng, doanh nghiệp càng sử dụng nợ nhiều sẽ làm giảm thu nhập nhà quản lý.

**Từ khóa:** hoạt động kinh doanh, thu nhập nhà quản lý, kiểm định Hausman

## Summary

In order to evaluate the impact of business performance results on managers' income, the study used data from 253 enterprises in the industrial sector classified by ICB standards during the period 2012-2021. The fixed effect regression model is selected based on the Hausman test result. The research results show that business performance, business size and growth rate have a positive impact on manager income. At the same time, research results suggest that the more debt a business uses, the larger reduction in managers' income.

**Keywords:** business activities, managers' income, Hausman test

## GIỚI THIỆU

Lý thuyết quản trị doanh nghiệp phản ánh mục tiêu của nhà quản lý doanh nghiệp nói chung, nhà quản lý tài chính nói riêng luôn gắn liền với lợi ích của chủ sở hữu, đó là tối đa hóa giá trị tài sản của chủ sở hữu. Việc đáp ứng mục tiêu của doanh nghiệp sẽ là điều kiện tiên quyết trong hợp đồng giữa nhà quản lý và bên đại diện vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, lý thuyết chi phí đại diện lại cho rằng, việc không đạt được lợi ích cá nhân của nhà quản lý sẽ làm cho hành động của nhà quản lý không thực hiện đúng theo hợp đồng với bên chủ sở hữu, cụ thể là không theo đuổi mục tiêu của doanh nghiệp. Lương, thưởng của nhà quản lý cần phải phù hợp và tạo động lực cho nhà quản lý để họ điều hành công ty được tốt, thực hiện theo các yêu cầu đối

với nhà quản lý, hướng tới tối đa hóa giá trị tài sản của chủ sở hữu (Fama và Jensen, 1983).

Việc áp dụng lương và thưởng cho nhà quản lý theo kết quả hoạt động của doanh nghiệp là điều cần thiết để giảm chi phí đại diện, khẳng định được kết quả từ năng lực điều hành của nhà quản lý trong kỳ. Kết quả hoạt động kinh doanh tốt thể hiện năng lực quản lý tốt của nhà quản lý và ngược lại. Do vậy, nếu không có chế độ lương thưởng hợp lý, sẽ làm cho nhà quản lý không có động cơ phát triển doanh nghiệp, tạo ra nhiều lợi nhuận trong tương lai.

## CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

### Tổng quan nghiên cứu

Quản trị công ty thể hiện rất rõ vai trò, thành phần của hội đồng quản trị, kiểm soát nội bộ, ban quản lý doanh nghiệp trong các công ty cổ phần. Đặc biệt, quản trị công ty đề cập chi tiết tới việc lựa chọn và bãi

\* Khoa Quản trị Kinh doanh, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

\*\* Bộ Kế hoạch và Đầu tư

\*\*\*, \*\*\*\*, Viện Ngân hàng - Tài chính, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Ngày nhận bài: 20/8/2023; Ngày phản biện: 05/9/2023; Ngày duyệt đăng: 11/9/2023

nhhiệm các giám đốc và quản lý cấp cao (Richard và cộng sự, 2009) thông qua các hợp đồng. Nhiều nghiên cứu hiện nay đang tập trung nghiên cứu vào mối quan hệ giữa thanh toán tiền lương, kết quả hoạt động của doanh nghiệp và thành phần hội đồng quản trị.

Chhaochharia và Grinstein (2009) cung cấp bằng chứng cho thấy, thu nhập nhà quản lý sẽ ít hơn tại các công ty niêm yết ở Mỹ có hệ thống quản trị tốt. Tuy nhiên, Guthrie và cộng sự (2012) không đồng tình với quan điểm này thông qua một nghiên cứu về mối quan hệ giữa quản trị công ty và thu nhập nhà quản lý doanh nghiệp.

Pennathur và Shellor (2002) đã sử dụng thu nhập của nhà quản lý như là một hàm của doanh nghiệp để xem xét tác động của kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu của Shin và Seo (2011) thì chỉ ra rằng, kết quả hoạt động của doanh nghiệp không có ảnh hưởng tới thu nhập của nhà quản lý.

Trong khi đó, Gosh và Sirmans (2005) lại cho rằng, thu nhập nhà quản lý bị ảnh hưởng rất nhiều về hiệu quả kinh tế của doanh nghiệp. Ngoài ra, kết quả đáng chú ý đó là thu nhập của giám đốc cao hơn tại công ty có hệ thống giám sát yếu kém, xuất phát từ quy mô lớn hoặc các giám đốc lớn tuổi.

Theo Jensen và Meckling (1976), cổ đông luôn kiểm soát tích cực đối với các hoạt động của các giám đốc, nhà quản lý trong doanh nghiệp và hạn chế xung đột đối với vấn đề đại diện giữa cổ đông và nhà quản lý. Đối với các công ty có nhiều nguồn vốn tài trợ, hoạt động của công ty luôn được kiểm soát bởi các bên tham gia. Shleifer và Vishny (1986) cho rằng, khi sở hữu tập trung, cơ chế kiểm soát đối với nhà quản lý sẽ chặt chẽ hơn, mang lại hiệu quả hơn cho doanh nghiệp.

Nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa thu nhập nhà quản lý và kết quả hoạt động của doanh nghiệp tập trung vào áp lực của cổ động và Hội đồng quản trị tới nhà quản lý, qua đó có thể tăng được kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Sự tập trung quyền sở hữu và sự giám sát hành vi quản lý đối với nhà quản lý doanh nghiệp gia tăng ảnh hưởng tiêu cực tới tổng thu nhập của nhà quản lý doanh nghiệp (La Porta và cộng sự, 1998).

Các nhà quản lý ghét rủi ro, quan tâm đến sự an toàn vị trí của mình thường do dự vào quyết định đầu tư dự án có độ rủi ro cao; trong khi đó, trên phương diện chủ sở hữu của doanh nghiệp, việc đầu tư vào các dự án có độ rủi ro cao có thể tạo ra được nhiều kỳ vọng trong tương lai. Do vậy, Jensen và Meckling (1976) cho rằng, cần phải có cơ chế hợp lý để giảm chi phí đại diện đối với những người quản lý, đồng thời tăng động lực thúc đẩy các nhà quản lý đầu tư vào các dự án có độ rủi ro cao, tạo ra nhiều lợi nhuận và giá trị gia tăng trên cả phương diện kinh tế và thị trường của doanh nghiệp.

Để tạo được thu nhập công bằng đối với nhà quản lý, Fama (1980) cho rằng, cần phải chú ý tới kết quả thực tế của doanh nghiệp tại thời điểm hiện tại và tương lai.

Fondas và cộng sự (2017) đã đề cập tới các thành phần trong thu nhập của nhà quản lý, như: quyền chọn mua cổ phiếu, tiền thưởng bằng tiền mặt, tiền thưởng từ kết quả đạt được và thưởng bằng sở hữu cổ phiếu.

Đồng thời, các tác giả cho rằng, các hình thức trả cho nhà quản lý sẽ phụ thuộc vào kết quả hoạt động và chiến lược của công ty.

### **Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu** **Dữ liệu nghiên cứu**

Dữ liệu nghiên cứu được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm 253 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội hoạt động trong lĩnh vực công nghiệp (phân loại theo tiêu chuẩn ICB - Industry Classification Benchmark) trong giai đoạn 2012-2021. Dữ liệu tài chính của các công ty được thu thập từ cơ sở dữ liệu FiinPro.

### **Phương pháp nghiên cứu**

Theo Jensen và Murphy (1990), thu nhập của nhà quản lý phụ thuộc vào kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, hoạt động của doanh nghiệp tốt sẽ làm giá trị doanh nghiệp gia tăng và gia tăng thu nhập của nhà quản lý. Để nghiên cứu mối quan hệ giữa thu nhập nhà quản lý và giá trị doanh nghiệp, nghiên cứu kế thừa các nghiên cứu của Jensen và Murphy (1990), Conyon và cộng sự (1995), Shin và Seo (2011) như sau:

$$COM_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEVERG_{it} + \beta_4 PROFIT_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} \quad (*)$$

Trong đó:  $i$  và  $t$  là ký hiệu cho công ty  $i$  và năm  $t$ . Biến phụ thuộc của mô hình (1) là  $COM$  đo lường thu nhập của nhà quản lý.  $COM$  được tính theo logarit tự nhiên của tổng lương thưởng của nhà quản lý.

Biến độc lập của mô hình là  $ROE$ , được tính bằng lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân, tỷ số này càng cao thể hiện doanh nghiệp hoạt động hiệu quả trên phương diện kế toán. Các biến kiểm soát trong mô hình có ảnh hưởng tới mối quan hệ giữa Thu nhập nhà quản lý và Kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Các biến này bao gồm: Quy mô doanh nghiệp (Size); Đòn bẩy tài chính (Leverage); Khả năng sinh lời (Profitability) và Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp (Growth).

Quy mô ảnh hưởng rất nhiều đối với thu nhập của nhà quản lý doanh nghiệp, Core và cộng sự (1999) cho rằng, công ty có quy mô lớn sẽ có các hoạt động phức tạp hơn, đòi hỏi nhà quản lý có chất lượng cao hơn và mức lương cho nhà quản lý cao hơn. Mặc dù vậy, đối với các công ty lớn, mức thu nhập của nhà quản lý ít biến động

hơn do công ty có hoạt động ổn định hơn so với các công ty có quy mô nhỏ. Đối với các công ty nhỏ, nhà quản lý có thể nhận được các mức thưởng khác nhau, phụ thuộc vào kết quả hoạt động kinh doanh.

Trong nghiên cứu này, biến tăng trưởng Growth được xác định theo nghiên cứu của Penman (1996), Core và cộng sự (1999) đó là xem xét sự thay đổi của thu nhập thông qua sự chênh lệch giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách. Các biến này được mô tả tại Bảng 1.

## KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

### Kết quả thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả (Bảng 2) cho thấy, giá trị trung bình của thu nhập cho nhà quản lý là 14,382, trong đó độ lệch chuẩn là 2,2723 với giá trị nhỏ nhất là 0 (kết quả này khá thú vị, vì điều này cho thấy, có một số công ty thu nhập của nhà quản lý trong 1 số thời điểm bằng 0 và độ lệch tương đối lớn). ROE trung bình của ngành tương đối cao, với mức 14% và giá trị nhỏ nhất là 0, giá trị lớn nhất là 43,6%. Quy mô có độ lệch tương đối lớn (2,548). Bên cạnh đó, các doanh nghiệp này sử dụng nợ trung bình trên 50%, đây là giá trị tương đối cao so với các ngành khác trong nền kinh tế; Tỷ lệ tăng trưởng (Growth) > 1 (1,51), cho thấy các doanh nghiệp này có giá trị thị trường lớn hơn giá trị sổ sách.

Kết quả ma trận hệ số tương quan cho thấy hệ số tương quan của các biến đều < 0,7, thể hiện mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Để đảm bảo mô hình ổn định, nghiên cứu kiểm tra tính vững mô hình thông qua phân tích Variance inflation factor (VIF). Kết quả Bảng 4 cho thấy, hệ số VIF đều < 2, có nghĩa là mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến.

### Kết quả hồi quy

Để thực hiện nghiên cứu ảnh hưởng của thu nhập nhà quản lý tới kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong lĩnh vực công nghiệp, nghiên cứu sử dụng hồi quy thông qua 3 phương pháp Pool-OLS, FEM (hồi quy tác động cố định), REM (hồi quy tác động ngẫu nhiên). Thông qua kết quả mô hình được đề cập trong Bảng 5 có thể thấy rằng, mô hình tác động cố định phù hợp trong mô hình nghiên cứu, do hệ số P-value của kiểm định Hausman < 0,05. Bên cạnh đó, kết quả của Breusch and Pagan LM test cho

BẢNG 1: ĐỊNH NGHĨA CÁC BIẾN

Biến	Định nghĩa
COM	Được đo lường theo logarit tự nhiên của tổng lương thưởng của nhà quản lý, ln (tổng thu nhập)
ROE	Suất sinh lời vốn chủ sở hữu, được tính bằng lợi nhuận sau thuế chia vốn chủ sở hữu bình quân.
Size	Quy mô công ty, được tính bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản công ty.
Leverage	Đòn bẩy tài chính công ty, được tính bằng tỷ số giữa tổng nợ trên tổng tài sản công ty.
Profit	Khả năng sinh lời, được tính bằng tỷ số giữa lợi nhuận trước lãi vay và trước thuế chia cho tổng tài sản công ty.
Growth	Tuổi của giám đốc hoặc tổng giám đốc của công ty

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

BẢNG 2: KẾT QUẢ THỐNG KÊ MÔ TẢ

Tên biến	Số lượng quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
COM	1.871	14,382	2,3723	0,000	23,033
ROE	1.871	0,014	0,055	0,000	0,436
Size	1.871	26,969	2,548	23,911	30,489
Leverage	1.871	0,534	0,226	0,059	0,957
Profitability	1.871	0,065	0,068	-0,197	0,282
GROWTH	1.871	1,51	1,617	0,03	4,58

BẢNG 3: MA TRẬN HỆ SỐ TƯƠNG QUAN

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) COM	1,000					
(2) ROE	0,252	1,000				
(3) Size	0,183	0,015	1,000			
(4) Leverage	-0,085	-0,228	0,151	1,000		
(5) Profitability	0,252	0,240	0,2106	-0,136	1,000	
(6) Growth	0,011	0,229	-0,223	-0,145	0,245	1,000

BẢNG 4: KẾT QUẢ PHÂN TÍCH VIF

Biến	VIF
ROE	1,21
Size	1,32
Leverage	1,04
Profitability	1,09
Growth	1,15

Nguồn: Kết quả từ STATA

thấy, phương sai thay thế thay đổi (P-value = 0,000), điều này phù hợp với dữ liệu lớn.

Dựa vào kết quả của mô hình cho thấy, ROE có hệ số dương và có ý nghĩa tại mức 5%, điều này phù hợp với quan điểm cho rằng, kết quả hoạt động doanh nghiệp tích cực chính là cơ sở để gia tăng thu nhập cho nhà quản lý (Gosh và Sirmans, 2005).

Nhà quản lý tại các công ty quy mô lớn có thu nhập cho nhà quản lý cao, phù hợp với sự đánh giá của Richard Lambert và cộng sự (1991), trong khi đó, kết quả khá thú vị đối với hệ số đòn bẩy đó là các công ty có đòn bẩy cao trả lương, thưởng cho nhà quản lý thấp. Tốc độ tăng trưởng có tác động tích cực tới thu nhập của nhà quản lý, kết quả này hợp lý với mục tiêu của nhà quản lý đó là tối đa hóa giá trị tài sản của chủ sở hữu.

BẢNG 5: KẾT QUẢ HỒI QUY THEO POOL OLS, FE VÀ RE

Biến	Biến phụ thuộc: TobinQ		
	OLS gộp	FE	RE
	(1)	(2)	(3)
ROE	0,121** (0,018)	0,128** (0,034)	0,232** (0,013)
Size	0,067** (0,031)	0,251** (0,036)	0,080*** (0,003)
Leverage	-0,496** (0,023)	-0,815** (0,044)	- 0,532** (0,024)
Profitability	1,926* (0,084)	1,824** (0,029)	1,618** (0,034)
Growth	0,046** (0,036)	0,038** (0,041)	0,038 (0,139)
Constant	3,888** (0,020)	3,872** (0,047)	3,818*** (0,061)
Số lượng quan sát	1.871	1.871	1.871
R-squared	0,291	0,234	0,293
Breusch and Pagan LM test (P-value)			0,000
Hausman test (P-value)			0,003

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa tại 10%, 5%, 1%

Nguồn: Kết quả từ STATA

## KẾT LUẬN

Thông qua số liệu của 253 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2012-2021, kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng, Kết quả hoạt động của doanh nghiệp có tác động tích cực tới Thu nhập của nhà quản lý doanh nghiệp. Bên cạnh đó, Quy mô càng lớn và Tốc độ tăng trưởng cao sẽ tác động tích cực tới mối quan hệ giữa Kết quả hoạt động kinh doanh và Thu nhập của nhà quản lý.

Kết quả này cho thấy, kết quả hoạt động kinh doanh sẽ làm giảm chi phí đại diện của nhà quản lý, tạo động lực cho nhà quản lý trong việc điều hành công ty. Ngoài ra, công ty sử dụng nhiều nợ có tác động tiêu cực tới mối quan hệ giữa thu nhập của nhà quản lý và kết quả hoạt động kinh doanh. □

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Chhaochharia and Grinstein (2009), CEO Compensation and Board Structure, *The Journal of Finance*, 64(1), <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01433.x>
2. Conyon et al. (1995), Directors' Pay in the Privatized Utilities, *British Journal of Industrial Relations*, 33(2).
3. Core, Holthausen, Larcker (1999), Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, *Journal of Financial Economics*, 51(3).
4. Fama, E. F. (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
5. Fama, E., and Jensen, M. (1983), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325, <http://dx.doi.org/10.1086/467037>.
6. Fondas, Mahadwarta, Herlambang (2017), The impact of corporate social responsibility on CEO compensation, *Journal of Management and Business*, 16(1).
7. Gosh, C., and Sirmans, C.F. (2005), On REIT MD earnings: does board structure matter, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 30(4), 397-428.
8. Guthrie, J Sokolowsky, KM Wan (2012), CEO compensation and board structure revisited, *The Journal of Finance*, 67(3), <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01744.x>.
9. Jae Yong Shin and Jeongil Seo (2011), Less Pay and More Sensitivity? Institutional Investor Heterogeneity and CEO Pay, *Journal of Management*, 37(6), <https://doi.org/10.1177/0149206310372412>.
10. Jensen and Murphy (1990), Performance Pay and Top-Management Incentives, *Journal of Political Economy*, 98(2).
11. Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
12. La Porta, R., Silanes, F. L., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1998), Law and finance, *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
13. Penman (1996), The Articulation of Price-Earnings Ratios and Market-to-Book Ratios and the Evaluation of Growth, *Journal of Accounting Research*, 34(2), 235-259.
14. Pennathur, A. K., and Shellor, R. (2002), The determinants of REIT CEO earnings, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 26, 175-191.
15. Richard, P., Devinney, T., Yip, G., and Johnson, G. (2009), Measuring organizational performance: Towards methodological best practice, *Journal of Management*, 35, 718-804.
16. Richard A. Lambert, David F. Larcker and Keith Weigelt (1991), How Sensitive is Executive Compensation to Organizational Size?, *Strategic Management Journal*, 12(5), 395-402.
17. Shleifer and Vishny (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 94(3), Part 1.