

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN THÙ LAO HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ: BẰNG CHỨNG TỪ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT Ở SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP.HCM

Ngày nhận bài: 04/11/2013

Ngày nhận lại: 17/12/2013

Ngày duyệt đăng: 30/12/2013

Võ Hồng Đức¹

Hoàng Đình Sơn²

Phan Bùi Gia Thủy³

TÓM TẮT

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm xác định các nhóm yếu tố tác động đến thù lao Hội đồng quản trị (BOD). Trên cơ sở khảo sát lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan, các nhóm yếu tố này bao gồm: (i) đặc điểm công ty và (ii) đặc điểm HĐQT. Mô hình nghiên cứu được thực hiện thông qua việc phân tích 80 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM với 412 quan sát giai đoạn 2006-2012. Bằng phương pháp ảnh hưởng ngẫu nhiên, kết quả thực nghiệm cho thấy quy mô công ty, hiệu quả hoạt động, quy mô HĐQT và trình độ học vấn của HĐQT tác động tích cực đến thù lao HĐQT. Ngược lại, tỷ lệ nợ và tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT tác động tiêu cực đến thù lao HĐQT. Ngoài ra, nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa quyền kiểm nhiệm, thành viên HĐQT độc lập đối với thù lao HĐQT.

Từ khóa: Thù lao Hội đồng quản trị, đặc điểm công ty, đặc điểm Hội đồng quản trị, vấn đề người đại diện.

ABSTRACT

The purpose of this research is to identify factors affecting the remuneration of the Board of directors (BOD). Based on the related theoretical and empirical studies, those factors include: (i) firm characteristics and (ii) characteristics of BOD. The research model is created by analyzing 80 companies listed on Ho Chi Minh Stock Exchange with 412 observations, period from 2006 to 2012. By Random Effects Model estimation, empirical results indicate that firm size, firm performance, board size and educational qualification of BOD positively impact on BOD's remuneration. In contrast, debt ratio and ownership of BOD negatively associate with BOD's remuneration. In addition, this research did not find any evidence for the relation between duality, independent members of BOD and the BOD's remuneration.

Keywords: BOD's remuneration, firm characteristics, characteristics of BOD, agency problem.

¹ TS, Trường Đại học Mở TP.HCM & Ủy ban Quản lý Kinh tế Australia.

² ThS, Trường Đại học Mở TP.HCM

³ ThS, Trường Đại học Mở TP.HCM.

Email: duc.vo@erawa.com.au; hds_mlog@yahoo.com.vn; thuyphg@gmail.com

1. GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

Thuật ngữ *Quản trị công ty* ngày càng được nhắc đến nhiều hơn trong các nghiên cứu gần đây ở Việt Nam. Điều này xuất phát từ thực tế nền kinh tế thị trường ở Việt Nam ngày càng cạnh tranh và phát triển theo hướng chuyên nghiệp. Ở các công ty hoạt động theo loại hình cổ phần, do tồn tại sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát dẫn đến mâu thuẫn về lợi ích có thể phát sinh giữa người chủ sở hữu với người thừa hành (Jensen và Meckling, 1976). Vì vậy, Hội đồng quản trị (HĐQT) được bầu chọn, đại diện cho cổ đông (người sở hữu vốn) để giám sát hành vi cấp quản lý. Tuy nhiên, ở một góc độ nào đó, HĐQT cũng là người thừa hành, và một khi HĐQT có nhiều thành viên tham gia điều hành công ty, khả năng mất cân đối về lợi ích giữa HĐQT với cổ đông là rất lớn. Vì lẽ đó, cổ đông có thể gắn kết thù lao của các thành viên HĐQT vào thu nhập của cổ đông với lập luận rằng, khi thù lao phụ thuộc vào giá trị công ty, các thành viên HĐQT sẽ có động cơ và cố gắng làm việc để gia tăng lợi ích cổ đông (Kubo, 2001). Vì vậy, các thỏa thuận ưu đãi cần thiết phải đáp ứng được lợi ích cá nhân thích đáng và hợp lý cho các thành viên HĐQT (Kumar và Sivaramakrishnan, 2008). Đã có bằng chứng gần đây cho thấy vấn đề người đại diện có thể được hạn chế thông qua công cụ lương thưởng, thù lao HĐQT cụ thể như nghiên cứu của Ertugrul và Hegde (2008).

Trong điều kiện của Việt Nam, do một vài hạn chế trong việc tiếp cận các dữ liệu, nên có rất ít các nghiên cứu về vấn đề này. Vì vậy, nghiên cứu này được thực hiện nhằm cung cấp bằng chứng khoa học về các yếu tố ảnh hưởng đến thù lao HĐQT.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

Theo Jensen và Meckling (1976), Fama và Jensen (1983), vấn đề người đại diện có thể tồn tại ngay cả giữa cổ đông với HĐQT, được biểu hiện rõ nhất khi tính

độc lập và chức năng giám sát của HĐQT không hiệu quả. Giải pháp để hạn chế vấn đề người đại diện giữa cổ đông với HĐQT, gia tăng chức năng giám sát của HĐQT là cấu trúc các gói thù lao để tổng hòa được lợi ích của cả hai bên (Jensen và Meckling, 1976).

Nghiên cứu này chủ yếu tập trung phân tích các yếu tố bên trong công ty ảnh hưởng đến thù lao HĐQT. Cụ thể, các yếu tố bên trong công ty bao gồm: đặc điểm công ty và đặc điểm HĐQT.

2.1. Đặc điểm công ty

Các nghiên cứu thực nghiệm thừa nhận đặc điểm công ty có tác động đáng kể đến thù lao HĐQT. Tuy nhiên, mức độ tác động còn tùy thuộc vào từng yếu tố được sử dụng để đại diện cho đặc điểm công ty. Trong phạm vi này, nghiên cứu sử dụng ba yếu tố thường được đề cập, đại diện cho đặc điểm công ty: (i) quy mô công ty, (ii) tỷ lệ nợ và (iii) hiệu quả công ty.

Quy mô công ty

Khi nghiên cứu các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán KLSE (Malaysia) giai đoạn 1989-2000, Dogan và Smyth (2002) đã tìm thấy quy mô công ty tác động tích cực đến thù lao HĐQT. Tương tự, nghiên cứu các công ty niêm yết trên sàn S&P 500 năm 1997, Ryan và Wiggins (2004) kết luận thù lao HĐQT sẽ gia tăng ở những công ty có quy mô lớn. Kết quả nghiên cứu của Linn và Park (2005); Brick và các tác giả (2006) cũng có cùng quan điểm khi sử dụng mẫu nghiên cứu các công ty ở Mỹ.

Không những vậy, Barontini và Bozzi (2009) khảo sát các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Milan (Ý) giai đoạn 1995-2002, kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô công ty với thù lao HĐQT. Ngoài ra, khi nghiên cứu 255 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Indonesia giai đoạn 2006-2007, Darmadi (2011) kết luận thù lao HĐQT có mối quan hệ đồng

biến với quy mô công ty. Tác giả lập luận, các công ty lớn có điều kiện thuận lợi về nguồn lực tài chính để thuê nhân sự cao cấp vào các vị trí trong HĐQT. Hơn nữa, các công ty lớn có mô hình hoạt động kinh doanh phức tạp và tính đa dạng hóa cao, do đó họ trả nhiều thù lao, lương thưởng cho các thành viên HĐQT để xử lý các công việc phức tạp đòi hỏi nhiều kỹ năng. Có thể nhận thấy phần lớn các nghiên cứu đều cho rằng quy mô công ty tác động tích cực và đáng kể đến thù lao HĐQT.

Tỷ lệ nợ

Nợ có thể hạn chế chi phí người đại diện phát sinh từ hoạt động đầu tư quá mức, đồng thời hạn chế các nhà quản lý sử dụng dòng tiền tự do để đầu tư vào các dự án kém hiệu quả, dự án có lợi cho nhà quản lý từ việc hưởng hoa hồng, lợi ích đi kèm trong ngắn hạn nhưng bất lợi cho công ty trong dài hạn. Ngoài ra, theo Jensen (1986), ở những công ty có cấu trúc nợ thấp, đồng nghĩa với dòng tiền tự do nhiều, các nhà quản lý sẽ chiếm đoạt dòng tiền tự do dưới hình thức lương thưởng thay vì chi trả cổ tức cho cổ đông.

Tuy nhiên, bằng thực nghiệm, Bryan và các tác giả (2000) không tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính với thù lao bằng tiền hoặc ưu đãi từ cổ phiếu của HĐQT đối với các công ty Mỹ giai đoạn 1992-1997. Cả hai nghiên cứu của Farrell và các tác giả (2008), Darmadi (2011) cũng không tìm thấy mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính với thù lao HĐQT.

Mặc dù tồn tại kết quả không có mối quan hệ giữa nợ với thù lao HĐQT, nhưng theo lý thuyết người đại diện, gia tăng nợ đồng nghĩa với gia tăng giám sát từ bên ngoài, đồng thời hạn chế các nhà quản lý lạm dụng dòng tiền tự do nhằm mục đích tư lợi. Không những vậy, ở Việt Nam trong giai đoạn gần đây, cấu trúc nợ hiện là gánh nặng đối với các công ty vay nợ nhiều. Khủng hoảng tài chính và lạm phát từ năm 2008 đến nay đã đẩy lãi suất cũng như chi phí lãi vay gia tăng. Những công ty vay nợ

hiều đồng nghĩa với dòng tiền hoạt động kinh doanh chủ yếu được tài trợ từ vốn vay và đây là dấu hiệu hoạt động không hiệu quả. Do đó, các thành viên HĐQT ở những công ty có vốn vay cao có thể nhận mức thù lao khiêm tốn.

Hiệu quả công ty

Khi đầu tư vốn, cổ đông cố gắng thúc đẩy nhà quản lý điều hành công ty theo hướng tối đa hóa lợi ích cho cổ đông. Tuy nhiên, người quản lý có thể có những mục đích riêng và có khả năng theo đuổi lợi ích cá nhân trong việc điều hành công ty. Do đó HĐQT được cổ đông bầu ra để giám sát các nhà quản lý. Một khi, vai trò giám sát của HĐQT không thật sự hiệu quả sẽ dẫn đến mâu thuẫn về lợi ích giữa cổ đông với HĐQT. Theo Jensen và Murphy (1990), giải pháp chính để giải quyết mâu thuẫn lợi ích là đưa ra các quy định về thù lao cho HĐQT dựa trên thu nhập của cổ đông. Nếu chính sách thù lao được tổng hòa dựa trên hiệu quả công ty sẽ khuyến khích HĐQT thực hiện tốt vai trò giám sát các nhà quản lý nhằm tối đa hóa giá trị công ty và quyền lợi cho cổ đông (Dhaouadi, 2012). Một số nghiên cứu khác cũng cho thấy tồn tại mối quan hệ tích cực giữa hiệu quả công ty với thù lao của HĐQT như nghiên cứu của Barontini và Bozzi (2009), Andreas và các tác giả (2010), Darmadi (2011).

Bên cạnh đó, Hempel và Fay (1994) kết luận rằng không tồn tại bất kỳ mối quan hệ nào giữa thù lao HĐQT với hiệu quả công ty. Dogan và Smyth (2002) thừa nhận mối quan hệ giữa thù lao HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty là không rõ ràng. Một kết quả khác được đưa ra từ nghiên cứu của Jiang và các tác giả (2009). Theo nghiên cứu này, thù lao HĐQT có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả hoạt động công ty.

Mặc dù vẫn còn nhiều ý kiến không đồng nhất về ảnh hưởng của hiệu quả công ty đến thù lao HĐQT, song phần lớn kết luận từ các nghiên cứu thực nghiệm đều thừa nhận có tác động tích cực giữa hiệu

quả công ty với thù lao HĐQT.

2.2. Đặc điểm Hội đồng quản trị

Đối với những nghiên cứu liên quan đến mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT với thù lao HĐQT, Ryan và Wiggins (2004), Adams và các tác giả (2009), Andreas và các tác giả (2010) và Darmadi (2011) chủ yếu tập trung vào các yếu tố như: (i) sở hữu vốn của HĐQT, (ii) quy mô HĐQT, (iii) trình độ học vấn, (iv) quyền kiêm nhiệm, và (v) thành viên HĐQT độc lập. Dựa trên cơ sở đó, nghiên cứu này sẽ lần lượt xem xét các yếu tố vừa đề cập như sau:

Sở hữu vốn của Hội đồng quản trị

Nghiên cứu thực nghiệm về tác động của quyền sở hữu vốn đến thù lao HĐQT có những kết luận khác nhau. Trong khi Cheng và Firth (2006) cho rằng tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT có thể ảnh hưởng đến thù lao HĐQT thì một số nghiên cứu khác nhận định không có mối quan hệ hoặc mối quan hệ này là không rõ ràng (Ertugrul và Hegde, 2008; Darmadi, 2011). Một số nghiên cứu cho thấy quyền sở hữu bên trong công ty ảnh hưởng tích cực đến thù lao HĐQT (Li và các tác giả, 2007; Byrd và các tác giả, 2010). Tuy nhiên, Cordeiro và các tác giả (2000), Brick và các tác giả (2006) lại cho rằng tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa quyền sở hữu vốn với thù lao HĐQT.

Có thể nhận thấy tồn tại nhiều quan điểm khác nhau về mối quan hệ giữa sở hữu vốn của HĐQT với thù lao HĐQT. Song, sở hữu vốn của HĐQT là công cụ gắn kết lợi ích giữa cổ đông với HĐQT, đồng thời cũng là một dạng kích lệ HĐQT gia tăng hiệu quả giám sát. Vì vậy sở hữu cổ phiếu của HĐQT là một cơ chế kích lệ có thể thay thế cho thù lao vật chất (Cronqvist và Fahlenbrach, 2009; Andreas và các tác giả, 2010).

Quy mô Hội đồng quản trị

HĐQT có quy mô lớn sẽ gia tăng kỹ năng và chuyên môn để giải quyết các vấn đề quản trị cũng như giám sát các nhà quản

lý (Jackson, 1992). Tuy nhiên, khi quy mô HĐQT tăng đến một mức nào đó sẽ xuất hiện các yếu tố bất lợi như: khó khăn trong việc phối hợp ra quyết định, tính ỷ lại trong giám sát (Jensen, 1993; Eisenberg và các tác giả, 1998). Những khó khăn trên còn được gọi là rào cản sự giám sát. Để phá vỡ rào cản này cần một cơ chế kích lệ HĐQT đó là chính sách thù lao chi trả cho HĐQT, và khi thù lao được chi trả hợp lý, HĐQT sẽ thực hiện tốt vai trò giám sát của mình. Nghiên cứu của Core và các tác giả (1999); Conyon và He (2004) cho thấy có mối tương quan cùng chiều giữa quy mô HĐQT với thù lao HĐQT.

Trái ngược quan điểm trên, khi quyền hành và tự ý quyết định của các nhà quản lý gia tăng đồng nghĩa với khả năng giám sát của HĐQT suy giảm (Hermalin và Weisbach, 1998). Đến một mức nào đó, các nhà quản lý sử dụng quyền hành của mình để gây áp lực lên các mức lương thưởng nhằm hạn chế khả năng giám sát của HĐQT. Minh chứng cho nhận định này, nghiên cứu của Ryan và Wiggins (2004); Adams và các tác giả (2009) cho thấy quy mô HĐQT tác động tiêu cực đến thù lao HĐQT.

Có thể nhận thấy hai quan điểm trái ngược về mối quan hệ giữa quy mô HĐQT với thù lao HĐQT. Trong bối cảnh Việt Nam, thù lao HĐQT ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty (Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy, 2013b). Đồng thời, khi quy mô HĐQT gia tăng sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động công ty (Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy, 2013a, b), hàm ý xuất hiện chi phí người đại diện và theo Jensen và Meckling (1976), thù lao sẽ là công cụ hữu ích trong việc dung hòa vấn đề người đại diện trong HĐQT. Do đó, ở Việt Nam, quy mô HĐQT sẽ có mối quan hệ cùng chiều với thù lao HĐQT.

Trình độ học vấn

Carpenter và Westphal (2001) nhận định rằng trình độ học vấn là yếu tố rất quan trọng tạo nên chất lượng của HĐQT

nhằm thực thi các nhiệm vụ được yêu cầu như: kiểm soát, tư vấn và đưa ra các quyết định chiến lược. Một HĐQT với các thành viên được trang bị tốt kiến thức nền tảng và các kỹ năng chuyên sâu sẽ có khả năng tạo ra giá trị tốt cho công ty và cho chính HĐQT. Từ quan điểm ràng buộc các nguồn lực, những thành viên HĐQT chất lượng như vậy được xem là nguồn lực quan trọng và có giá trị trong việc kết nối với các nguồn lực bên ngoài (Ingley và Van der Walt, 2001). Như vậy để có được những thành viên này tham gia vào HĐQT hoặc để giữ sự cống hiến của họ cho công ty thì rất cần một chính sách chi trả thù lao hợp lý.

Ủng hộ cho lập luận trên là kết quả nghiên cứu của Fairchild và Li (2005). Các tác giả cho rằng chất lượng HĐQT có tác động tích cực và đáng kể đến giá cổ phiếu công ty và đưa ra khuyến nghị nên chiêu mộ những cá nhân chất lượng như vậy vào các vị trí điều hành công ty. Hàm ý quan điểm thành viên HĐQT với trình độ học vấn cao rất có khả năng tạo ra thu nhập cao hơn cho chính HĐQT và gia tăng giá trị cho công ty.

Quyền kiêm nhiệm

Quyền kiêm nhiệm xảy ra khi chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm chức vụ tổng giám đốc. Goyal và Park (2002) tìm thấy ở những công ty tồn tại quyền kiêm nhiệm sẽ ít có sự thay đổi giám đốc điều hành hơn. Tác giả kết luận, một khi tồn tại quyền kiêm nhiệm sẽ dẫn đến cấu trúc quản trị công ty thiếu độc lập và tạo ra rào cản giám sát, khó khăn cho HĐQT trong việc sa thải các nhà điều hành kém hiệu quả. Kết quả này cũng hàm ý, quyền kiêm nhiệm có liên quan đến gia tăng quyền lực ở cấp quản lý công ty.

Nghiên cứu thực nghiệm các công ty Mỹ niêm yết trên sàn S&P 500 năm 1997, sau khi loại trừ yếu tố gia đình, Ryan và Wiggins (2004) tìm thấy có mối quan hệ cùng chiều giữa quyền kiêm nhiệm với thù lao HĐQT. Brick và các tác giả (2006)

cũng tìm thấy kết quả tương tự khi thực hiện khảo sát các công ty ở Mỹ giai đoạn 1992-2001. Các tác giả kết luận, quá nhiều quyền lực cho một cá nhân (quyền kiêm nhiệm) sẽ dẫn đến những quy định về mức lương thưởng quá mức. Do đó, theo quan điểm người đại diện và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan, quyền kiêm nhiệm tác động cùng chiều với thù lao HĐQT.

Thành viên Hội đồng quản trị độc lập

Nhiều nghiên cứu cho thấy thành viên HĐQT độc lập có mối quan hệ chặt chẽ đến tính độc lập của HĐQT bởi vì thành viên độc lập ít bị thiên lệch và do đó sẽ gia tăng hiệu quả giám sát hơn (Fama và Jensen 1983). Nói cách khác, thành viên HĐQT độc lập được xem như một cơ chế để giảm thiểu chi phí người đại diện. Nghiên cứu các công ty Mỹ, Hermalin và Weisbach (1988) phát hiện số lượng các thành viên HĐQT độc lập gia tăng khi công ty lâm vào tình trạng khó khăn. Khi các công ty gặp khó khăn thường có xu hướng tìm kiếm nhân tài bên ngoài với kỳ vọng những thành viên này sẽ giúp cải thiện hiệu quả hoạt động công ty. Do đó, theo tự nhiên chính sách thù lao sẽ được hình thành nhằm kích lệ các thành viên HĐQT độc lập.

Ủng hộ cho lập luận trên, Ryan và Wiggins (2004), Adams và các tác giả (2009) cho rằng, thù lao HĐQT sẽ gia tăng khi các công ty có nhiều thành viên HĐQT độc lập. Tuy nhiên, Firth và các tác giả (1999); Abdul-Wahab và Abdul-Rahman (2009) lại cung cấp bằng chứng về mối quan hệ ngược chiều giữa thành viên HĐQT độc lập với thù lao HĐQT.

Có thể nhận thấy các quan điểm trái ngược khi nghiên cứu về mối quan hệ giữa thành viên HĐQT độc lập với thù lao HĐQT. Tuy nhiên, theo quan điểm người đại diện, cần có nhiều thành viên HĐQT độc lập để giám sát các giám đốc tư lợi, các cá nhân có xu hướng ngăn cản lợi ích chung. Gia tăng thành viên HĐQT độc lập đồng nghĩa gia tăng chức năng giám

sát trong công ty và đồng hành với cơ chế giám sát này đó là chính sách thù lao thích hợp.

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

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

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của 122 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (không bao gồm các ngân hàng, các công ty tài chính, bảo hiểm và quỹ đầu tư) giai đoạn 2006-2012. Tuy nhiên, khi

biến sở hữu vốn của HĐQT được thu thập, mẫu nghiên cứu đã giảm đi chỉ còn 90 công ty. Tiếp tục, nghiên cứu thu thập thù lao của HĐQT thì kết quả mẫu nghiên cứu sau cùng chỉ còn 80 công ty, với tổng cộng 412 số quan sát. Đây là sự thiếu minh bạch khi công bố thông tin của các công ty niêm yết và những hạn chế trong việc giám sát vấn đề thiếu minh bạch này từ các cơ quan chức năng có liên quan. Ngoài ra, nghiên cứu thực hiện phân nhóm ngành các công ty niêm yết theo chuẩn phân ngành của Cục thống kê liên bang Mỹ (U.S. Census Bureau, 2008).

3.2. Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở các nghiên cứu thực nghiệm của Brick và các tác giả (2006), Barontini và Bozzi (2009), Andreas và các tác giả (2010), Darmadi (2011), nghiên cứu này tiến hành xây dựng mô hình hồi quy xác định các yếu tố ảnh hưởng đến thù lao HĐQT trong bối cảnh của Việt Nam như sau:

$COM_{it} = \beta_0 + \beta_1.FSIZE_{it} + \beta_2.LEVRG_{it} + \beta_3.ROE_{it} + \beta_4.BOWN_{it} + \beta_5.BSIZE_{it} + \beta_6.EDU_{it} + \beta_7.DUAL_{it} + \beta_8.OUTDR_{it} + \beta_9.INDUS_{it} + \beta_{10}.YEAR_{it} + \varepsilon_{it}$

Trong đó: *it* = giá trị của công ty *i* tại thời điểm *t*

i = 1, 2, 3, 4, ..., 80 và *t* = 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 (2006-2012)

Các biến được sử dụng trong mô hình

nghiên cứu bao gồm: (i) biến phụ thuộc, (ii) biến độc lập và (iii) biến kiểm soát. Khái quát cách đo lường các biến và kỳ vọng dấu về mối quan hệ giữa biến độc lập với biến phụ thuộc được trình bày trong Bảng 1 dưới đây:

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

Biến	Tên biến	Cách xác định	Kỳ vọng dấu
Biến phụ thuộc			
COM	Thù lao HĐQT	Logarit tự nhiên của (1 + Tổng thù lao và thưởng trung bình của HĐQT)	
Biến độc lập			
FSIZE	Quy mô công ty	Logarit tự nhiên của Tổng tài sản	+
LEVRG	Tỷ lệ nợ	Tổng nợ chia cho Tổng tài sản	-
ROE	Hiệu quả công ty	Lợi nhuận ròng chia cho vốn chủ sở hữu	+
BOWN	Sở hữu HĐQT	Số cổ phiếu của HĐQT chia cho số cổ phiếu đang lưu hành	-
BSIZE	Quy mô HĐQT	Số thành viên HĐQT	+
EDU	Trình độ học vấn	Tỷ lệ thành viên HĐQT có bằng sau đại học	+

Biến	Tên biến	Cách xác định	Kỳ vọng dấu
Biến độc lập			
DUAL	Kiểm nhiệm	DUAL = 1; nếu Chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm Tổng giám đốc, ngược lại bằng 0	+
OUTDR	Thành viên độc lập	Số thành viên HĐQT độc lập không điều hành chia cho tổng số thành viên HĐQT	+
Biến kiểm soát			
INDUS _{ij}	Ngành hoạt động	Biến giả ngành hoạt động	
YEAR _{ij}	Năm tài chính	Biến giả năm tài chính	

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

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

4.1. Thống kê mô tả

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

Bảng 2: Bảng thống kê mô tả các biến quan sát

Biến quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất
COM	105	117	751	0
FSIZE	1,443	2,219	19,698	72
LEVRG	47.6%	20.3%	86.3%	9.2%
ROE	13.8%	16.6%	95.1%	-186.7%
BOWN	10.5%	14.1%	83%	0%
BSIZE	5.8	1.2	11	5
EDU	24.8%	23.3%	100%	0%
DUAL	0.50	0.50	1	0
OUTDR	45.6%	21.5%	100%	0%

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

4.2. Ma trận tương quan

Kết quả trong Bảng 2 cho thấy giá trị nhỏ nhất của thù lao HĐQT (COM) bằng không. Điều này cho thấy tồn tại các công ty không chi trả thù lao cho HĐQT. Từ bộ dữ liệu, có đến 6 công ty không chi trả thù lao HĐQT chủ yếu ở năm 2011 và 2012.

Bảng 3 dưới đây mô tả ma trận tương quan giữa các biến và chỉ số VIF (Variance Inflation Factor). Các hệ số tương quan đều thấp hơn 0.8 (lớn nhất là 0.41) và VIF lớn nhất là 1.31, như vậy có thể nhận định hiện tượng đa cộng tuyến là không đáng kể.

Bảng 3. Ma trận tương quan giữa các biến

	COM	FSIZE	LEVRG	ROE	BOWN	BSIZE	DUAL	EDU	OUTD	VIF
COM	1									
FSIZE	0.410	1								1.31
LEVRG	-0.067	0.307	1							1.19
ROE	0.229	0.089	-0.147	1						1.05
BOWN	-0.182	-0.054	0.121	-0.017	1					1.13
BSIZE	0.084	0.009	-0.003	-0.016	0.006	1				1.02
DUAL	0.022	0.103	0.047	0.024	0.169	0.114	1			1.19
EDU	0.236	0.340	-0.033	0.047	-0.241	0.036	0.113	1		1.25
OUTDR	-0.037	0.049	0.081	-0.077	0.036	-0.097	-0.290	0.031	1	1.13

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

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

Trong Bảng 4, kết quả ở Bảng A trình bày kiểm định White (kiểm định phương sai của sai số thay đổi) và Bảng B trình bày kiểm định Breusch-Godfrey (kiểm

định tự tương quan của phần dư). Chỉ số Prob. Chi-Square ở cả Bảng A và Bảng B đều nhỏ hơn 5%. Kết quả này cho thấy mô hình có hiện tượng phương sai của sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan của sai số.

Bảng 4. Bảng kiểm định phương sai của sai số không đổi và tự tương quan của sai số

Bảng A: Kiểm định White			
F-statistic	1.517770	Prob. F(43,368)	0.0233
Obs*R-squared	62.06103	Prob. Chi-Square(43)	0.0299
Bảng B: Kiểm định Breusch-Godfrey			
F-statistic	61.64404	Prob. F(1,402)	0.0000
Obs*R-squared	54.77768	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

Như vậy có thể nhận thấy mô hình POOL theo phương pháp bình phương bé nhất thông thường không phù hợp để giải thích kết quả hồi quy do tồn tại các hiện tượng phương sai của sai số thay đổi và tự tương quan của sai số. Do đó, nghiên cứu sẽ thực hiện lựa chọn hai mô hình FEM và REM do cách ước lượng này có thể khắc phục được các khuyết tật như vừa đề cập.

4.4. Kết quả hồi quy

Trước khi thực hiện hồi quy, nghiên cứu thực hiện kiểm định Hausman (1978) để lựa chọn mô hình thích hợp. Từ Bảng 5, giá trị Chi-Sq (8) = 9.7802 không có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5% (Prob. = 0.28). Kết quả kiểm định này cho thấy mô hình REM là phù hợp và nghiên cứu sẽ sử dụng mô hình này để giải thích các kết quả hồi quy.

Bảng 5. Kết quả hồi quy

Biến quan sát	POOL	REM	FEM
C	-2.19028 ***	-2.70450 ***	-5.38938 **
FSIZE	0.46366 ***	0.42460 ***	0.67886 ***
LEVRG	-0.83747 ***	-0.95170 ***	-1.27027 *
ROE	1.10535 ***	1.12746 ***	1.06228 ***
BOWN	-0.96434 ***	-0.90771 *	-0.23609
BSIZE	0.07286 *	0.10058 **	0.07376
EDU	0.24612	0.41251 *	0.93369 **
DUAL	-0.04547	-0.10094	-0.17465
OUTDR	-0.14298	0.08318	0.51085
INDUS	không kiểm soát	có kiểm soát	không kiểm soát
YEAR	không kiểm soát	có kiểm soát	không kiểm soát
Số quan sát	412	412	412
R.sq Adj.	0.2472	0.1788	0.4563
Durbin-Watson	1.28	1.63	1.94
Hausman Chi-Sq. (8)		9.78013	

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

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

5. THẢO LUẬN KẾT QUẢ

Trước khi thảo luận kết quả, nghiên cứu sẽ tóm lược những kỳ vọng đầu về mối quan hệ giữa biến độc lập với biến

phụ thuộc và kết quả nghiên cứu sau khi ước lượng mô hình hồi quy các yếu tố ảnh hưởng đến thù lao HĐQT. Kết quả tóm lược được trình bày trong Bảng 6 dưới đây:

Bảng 6. Tóm lược kỳ vọng đầu và kết quả nghiên cứu

Biến quan sát	Kỳ vọng đầu	Kết quả hồi quy	Ghi chú
FSIZE	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng
LEVRG	–	–	Kết quả đúng như kỳ vọng
ROE	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng
BOWN	–	–	Kết quả đúng như kỳ vọng
BSIZE	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng
EDU	+	+	Kết quả đúng như kỳ vọng
DUAL	+	o	Không có ý nghĩa
OUTDR	+	o	Không có ý nghĩa

Nguồn: Tóm lược kết quả nghiên cứu của tác giả.

5.1. Quy mô công ty

Kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô công ty tác động tích cực lên mức thù lao HĐQT và kết quả này đúng với kỳ vọng ban đầu, *thù lao HĐQT cao hơn trong những công ty có quy mô lớn*. Kết quả này

phù hợp với lập luận của Baker và các tác giả (1988), Darmadi (2011), các công ty lớn có nhiều nguồn lực tài chính để mời nhân sự cấp cao vào vị trí HĐQT và trả thù lao cao hơn. Hơn nữa, các công ty lớn có mô hình hoạt động kinh doanh phức tạp

và tính đa dạng hóa cao, do đó họ trả nhiều thù lao, lương thưởng cho các thành viên HĐQT để xử lý các công việc phức tạp đòi hỏi nhiều kỹ năng. Mặc dù các công ty có quy mô lớn chi trả thù lao rất cao cho các thành viên HĐQT, nhưng số tiền này không đáng kể so với quy mô của các công ty này (Firth và các tác giả, 1999).

5.2. Tỷ lệ nợ

Tỷ lệ nợ cao được kỳ vọng là có tương quan ngược chiều với mức thù lao của HĐQT và kết quả thực nghiệm ủng hộ cho giả thuyết này. Mỗi quan hệ ngược chiều này có thể được giải thích theo lập luận của Jensen (1986), nợ làm giảm chi phí người đại diện của dòng tiền tự do bằng cách làm giảm lưu lượng tiền mặt có sẵn, nhằm hạn chế thừa tiền mặt và khả năng chi tiêu theo những quyết định không hợp lý. Ngoài ra, Stulz (1990) cho rằng nhiều công ty có hiệu quả hoạt động kém thường sử dụng nguồn tài trợ nợ để bù đắp cho dòng tiền hoạt động. Nghiên cứu của Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2103a, b) cũng cho thấy đòn bẩy tài chính làm giảm hiệu quả hoạt động công ty trong bối cảnh của Việt Nam. Vì vậy, ở các công ty có tỷ lệ nợ cao, các thành viên HĐQT nhận mức chi trả thù lao thấp.

5.3. Hiệu quả công ty

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

5.4. Sở hữu vốn của Hội đồng quản trị

Kết quả nghiên cứu cho thấy sở hữu vốn của HĐQT và thù lao HĐQT có mối tương quan âm, phù hợp với giả thuyết đặt ra ban đầu. Theo quan điểm người đại diện, khi sở hữu vốn của HĐQT tăng lên thì động cơ để tối đa hóa giá trị tài sản cho cổ đông cũng tăng và HĐQT gia tăng sự cống hiến bằng việc tăng giám sát và làm giảm chi phí người đại diện. Do đó, sở hữu vốn của HĐQT cũng là một công cụ khích lệ có thể thay thế cho thù lao HĐQT trong việc gia tăng hiệu quả giám sát. Kết quả này tương tự như các nghiên cứu của Cordeiro và các tác giả (2000), Brick và các tác giả (2006).

5.5. Quy mô Hội đồng quản trị

Một khi quy mô HĐQT gia tăng càng tiềm ẩn nhiều vấn đề người đại diện như: tính ỷ lại trong giám sát, hạn chế sự đồng thuận và khả năng ra quyết định (Jensen, 1993; Eisenberg, 1998). Do đó, để giảm thiểu vấn đề người đại diện giữa HĐQT với cổ đông, thù lao HĐQT là một công cụ hữu hiệu để thực hiện chức năng gắn kết lợi ích, và gia tăng hiệu quả giám sát các nhà quản lý. Kết quả thực nghiệm cho thấy tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô HĐQT với thù lao HĐQT. Kết quả này cũng được hỗ trợ từ nghiên cứu của Boyd (1996), Core và các tác giả (1999), Conyon và He (2004) và Darmadi (2011).

5.6. Trình độ học vấn

Kết quả về mối quan hệ cùng chiều giữa trình độ học vấn với thù lao HĐQT đúng như kỳ vọng ban đầu. Một HĐQT với các thành viên được trang bị tốt kiến thức nền tảng và các kỹ năng quan trọng có khả năng tạo ra giá trị tốt hơn cho công ty và cho chính bản thân HĐQT đó. Theo Ingley và Van der Walt (2001), những thành viên HĐQT có chất lượng được xem là nguồn lực quan trọng cho công ty và theo nghiên cứu của Fairchild và Li (2005), HĐQT có chất lượng sẽ tác động tích cực đến giá cổ phiếu công ty và các tác giả đưa ra khuyến nghị công ty nên chiêu mộ những cá nhân “chất lượng” vào các vị trí quản lý. Như

vậy để có được những thành viên này tham gia vào HĐQT hoặc để giữ sự cống hiến của họ cho công ty thì một chính sách ưu đãi thù lao phải được quan tâm.

5.7. Quyền kiêm nhiệm và thành viên Hội đồng quản trị độc lập

Kết quả thực nghiệm không đưa ra được cơ sở để thừa nhận tồn tại mối quan hệ giữa quyền kiêm nhiệm với thù lao HĐQT. Như vậy, giả thuyết cho rằng các công ty tồn tại quyền kiêm nhiệm có ảnh hưởng đến thù lao của HĐQT đã không được xác nhận từ số liệu thực tế. Kết quả này tương tự như nghiên cứu của Ryan và Wiggins (2004).

Đồng thời, nghiên cứu không tìm thấy kết quả tồn tại mối quan hệ giữa thành viên HĐQT độc lập với thù lao HĐQT. Không có cơ sở để chấp nhận hay bác bỏ giả thuyết cho rằng thành viên HĐQT độc lập ảnh hưởng tích cực đến thù lao HĐQT.

6. CÁC KHUYẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH

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

6.1. Các công ty niêm yết

Kết quả nghiên cứu đã phản ánh mô hình chi trả thù lao HĐQT được xây dựng để thúc đẩy chức năng giám sát hiệu quả của HĐQT nhằm gia tăng lợi ích cho cổ đông. Kết quả này hàm ý, các công ty niêm yết khi đứng trước quyết định lựa chọn cấu trúc thù lao HĐQT cần xem xét, đánh giá, tổng hòa các “chi phí và lợi ích” của từng đặc điểm công ty (quy mô công ty, tỷ lệ nợ và hiệu quả công ty) và các công cụ quản trị công ty như giám sát trực tiếp (tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT), kỹ năng và tri thức của HĐQT (trình độ học vấn của HĐQT).

6.2. Cơ quan quản lý

Trong quá trình thu thập số liệu, nghiên cứu nhận thấy công tác quản lý các công ty niêm yết là một vấn đề đáng quan tâm. Cụ thể, thông tin của nhiều công ty không được công bố đầy đủ làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến các cổ đông hiện hữu và các nhà đầu tư bởi họ thiếu thông tin để đưa ra các quyết định hợp lý. Ngoài ra, minh bạch công bố thông tin cũng chính là gia tăng cơ chế giám sát từ bên ngoài. Do đó, nghiên cứu khuyến nghị các nhà hoạch định chính sách cần gia tăng các biện pháp chế tài mạnh, mang tính răn đe cần thiết đối với các công ty không thực hiện công bố thông tin đầy đủ và có dấu hiệu thiếu minh bạch.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Abdul-Wahab, E. A. and Abdul-Rahman, R. (2009), “Institutional investors and director remuneration: do political connections matter?”. *Corporate Governance and Firm Performance (Advances in Financial Economics)*, 13, 139-169.
2. Adams R. B. and Ferreira, D. (2009), “Women in the boardroom and their impact on governance and performance”. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.
3. Andreas, J. M., Rapp, M. S. and Wolff, M. (2010), “Determinants of director compensation in two-tier systems: evidence from German panel data”. CEFS working paper series, 06.
4. Baker, G. P., Jensen M. C. and Murphy K. J. (1988), “Compensation and Incentives: Practice vs. Theory”. *The Journal of Finance*, 43(3), 593-616.

5. Barontini, R. and Bozzi, S. (2009), "Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies". *Journal of Management & Governance*, Springer Science+Business Media, LLC, Published Online.
6. Bryan, S. H., Hwang, L., Klein, A., Lilien, S.B. (2000), "Compensation of Outside Directors An Empirical Analysis of Economic Determinants". NYU Working Paper, Baruch College.
7. Brick, I. E., Palmon. O. and Wald. J. K. (2006), "CEO compensation, director compensation, and firm performance Evidence of cronyism?". *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-23.
8. Boyd, B. K. (1996), "Determinants of US Outside Director Compensation". *Corporate Governance*, 4(4), 202-210.
9. Byrd, J., Cooperman, E. S., and Wolfe, G. A. (2010), "Director tenure and the compensation of bank CEOs". *Managerial Finance*, 36(2), 86-102.
10. Cheng, S. and Firth, M. (2006), "Family ownership, corporate governance, and top management compensation". *Managerial and Decision Economics*, 27(7), 549-561.
11. Carpenter, M. A., and Westphal, J. D. (2001), "The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making". *Academy of Management Journal*, 44(4), 639-660.
12. Conyon, M. J. and He, L. (2004), "Compensation committee and CEO compensation incentives in US entrepreneurial firms". *Journal of Management Accounting Research*, 16(1), 35-56.
13. Cordeiro, J. et al. (2000), "An Empirical Investigation of the Determinants of Outside Director Compensation". *Corporate Governance: An International Review*, 8(3), pp.268-279.
14. 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.
15. Cronqvist, H. and Fahlenbrach, R. (2009), "Large shareholders and corporate policies". *The Review of Financial Studies*, 22(10), 3941-3976.
16. Darmadi, S. (2011), "Board Compensation, Corporate Governance, and Firm Performance in Indonesia". Working Paper.
17. Dhaouadi, K. (2012), "Effect of corporate governance on the top management team compensation". *Journal of Economics and International Finance*, 4(1), 18-29.
18. Dogan, E. and Smyth, R. (2002), "Board Remuneration, Company Performance, and Ownership Concentration - Evidence from Publicly Listed Malaysian Companies". *ASEAN Economic Bulletin*, 19(3), 319-347.
19. Eisenberg, T., Sundgren, S., and Wells, M. (1998), "Larger board size and decreasing firm value in small firms". *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35-54.
20. Ertugrul, M. and Hegde, S. (2008), "Board compensation practices and agency costs of debt". *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 512-31.
21. Fairchild, L. and Li, J. (2005), "Director Quantity and Firm Performance". *The Financial Review*, 40(2), 257-279.

22. Fama, E. F. and Jensen, M. (1983), "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*, 15(2), 301-325.
23. Farrell, K. A., Friesen, G. C. and Hersch, P. L. (2008), "How do firms adjust director compensation". *Journal of Corporate Finance*, 14, 753-754.
24. Firth, M., Tam, M., and Tang, M. (1999), "The determinants of top management pay". *Omega: The International Journal of Management Science*, 27(6), 617-635.
25. Goyal, Vidhan K. and Park, C. W. (2002), "Board Leadership Structure and CEO Turnover". *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 49-66.
26. Hausman, J. A. (1978), "Specification Tests in Econometrics", *Econometrica*, 46(6), 1251-1271.
27. Hempel, P. and Fay, C. (1994), "Outside director compensation and firm performance". *Human Resource Management*, 33(1), 111-133.
28. Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. (1988), "The Determinants of Board Composition". *RAND Journal of Economics*, 19(4), 589-606.
29. Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. (1998), "Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO". *American Economic Review*, 88, 96-118.
30. Ingley, C. B. and Van der Walt, N. T. (2001), "The Strategic Board: The Changing Role of Director in Developing and Maintaining Corporate Capability". *Corporate Governance: An International Review*, 9(3), 174-185.
31. Jackson, S. (1992), "Consequences of group composition for the interpersonal dynamics of strategic issue processing". *Advances in Strategic Management*, 8, 345-382.
32. Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
33. 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.
34. Jensen, M. C. and Murphy, K. J. (1990), "Performance pay and top-management incentives". *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
35. Jensen, M.C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems". *Journal of Finance*, 48, 831-880.
36. Jiang, H., Habib, A. and Smallman, C. (2009), "The effect of ownership concentration on CEO compensation-firm performance relationship in New Zealand". *Pacific Accounting Review*, 21(2), 104-131.
37. Kubo, K. (2001), "The Determinants of Executive Compensation in Japan and the UK: Agency Hypothesis or Joint Determination Hypothesis?". Working Paper.
38. Kumar P, Sivaramakrishnan, K. (2008), "Who Monitors the Monitor? The Effect of Board Independence on Executive Compensation and Firm Value". *The Review of Financial Studies*, 21(3), 1371-1401.
39. Li, D., Moshirian, F., Nguyen, P. and Tan, L. (2007), "Corporate governance or globalization: what determines CEO compensation in China?" *Research in International Business and Finance*, 21(1), 32-49.

40. Linn, S. and Park, D. (2005), “Outside director compensation policy and the investment opportunity set”. *Journal of Corporate Finance*, 11(4), 680-715.
41. Ryan, H. and Wiggins, R. A. (2004), “Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring”. *Journal of Financial Economics*, 73(3), 497-524.
42. Stulz, R., M. (1990), “Managerial discretion and optimal financing policies”. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.
43. U.S. Census Bureau. (2008), “2007 NAICS Definitions, 448110, Men’s Clothing Stores”. Retrieved March 10, 2008, from <http://www.census.gov/eos/www/naics/htmls/4/448110.htm>.
44. Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2013a), “Tác động của đặc điểm hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động công ty: Minh chứng từ Việt Nam”. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số 188(II), 68-75.
45. Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2013b), “Quản trị công ty & hiệu quả hoạt động doanh nghiệp: Minh chứng thực nghiệm từ các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM ”. *Tạp chí phát triển kinh tế*, Số 275, 1-15.