

# CƠ CẤU SỞ HỮU VÀ CỔ TỨC TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Võ Xuân Vinh\*

Ngày nhận: 18/6/2014

Ngày nhận bản sửa: 14/8/2014

Ngày duyệt đăng: 01/12/2014

## Tóm tắt:

Cơ cấu sở hữu và cổ tức là một chủ đề thu hút nhiều học giả trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp trên thế giới. Sử dụng phương pháp hồi quy pooled OLS, với dữ liệu nghiên cứu là các chỉ số tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và cổ tức bằng tiền của các công ty niêm yết. Kết quả cho thấy các công ty có tỷ lệ sở hữu nhà nước càng cao thì tỷ lệ cổ tức lớn, các công ty có sở hữu nước ngoài cao thì mức cổ tức thấp, các công ty có sở hữu quản lý cao thì mức chi trả cổ tức thấp và các công ty có tỷ lệ sở hữu cổ đông tổ chức cao thì mức cổ tức cao.

**Từ khóa:** cổ tức, sở hữu nước ngoài, sở hữu nhà nước, sở hữu tổ chức, sở hữu nhà quản lý

## Ownership Structure and Dividend Policy in Vietnam Stock Market

### Abstract

Relationship between ownership structure and dividend policy is a widely investigated topic in corporate finance. Employing pooled OLS regressions and a data set from non-financial firms listed on Ho Chi Minh City stock exchange, this paper examines the relationship between ownership structure and dividend policy in Vietnam. The result suggests that firms with higher level of state ownership and institutional ownership pay more dividend while firms with higher level of foreign ownership and management ownership pay less dividend.

**Keywords:** dividend, state ownership, foreign ownership, management ownership, institutional ownership

## 1. Giới thiệu

Một trong những vấn đề cổ đông quan tâm khi đầu tư cổ phiếu là chính sách cổ tức vì ngoài kỳ vọng về chênh lệch giá thì thu nhập từ cổ tức là một thành phần quan trọng trong định giá cổ phiếu. Các nhóm cổ đông khác nhau thì có những quyền lợi và lợi ích khác nhau nên kỳ vọng về cổ tức khác nhau. Chính sách cổ tức của các doanh nghiệp là một chủ

đề thu hút sự quan tâm của nhiều học giả trên thế giới thể hiện ở một khối lượng đồ sộ các công trình nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm về chủ đề này được xuất bản ở các tạp chí chuyên ngành (Frankfurter và Wood, 2002). Nhiều nghiên cứu xem xét các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp trên thế giới (Baker và Wurgler, 2004; Faccio và cộng sự, 2001; Graham và Kumar, 2006)

và ở Việt Nam (Võ Xuân Vinh, 2013).

Ở mỗi quan hệ giữa cơ cấu sở hữu và chính sách cổ tức, nhiều nghiên cứu trên thế giới xem xét tác động của cấu trúc sở hữu lên chính sách cổ tức ở các nước khác nhau tuy nhiên kết quả chưa thống nhất (Al-Nawaiseh, 2013; Farinha, 2003; Gugler và Yurtoglu, 2003; Harada và Nguyen, 2011; Khan, 2006; Ramli, 2010; Renneboog & Szilagyi, 2007; Short và cộng sự, 2002; Thanatawee, 2013). Ở Việt Nam, gần đây đã có một số nghiên cứu liên quan đến chủ đề này ở góc độ hẹp hơn. Ví dụ, Võ Xuân Vinh (2014) nghiên cứu về sở hữu quản lý và chính sách cổ tức. Tuy nhiên, nghiên cứu về cấu trúc sở hữu và chính sách cổ tức một cách đầy đủ và chi tiết các loại hình cổ đông ở Việt Nam chưa nhiều. Do vậy, nghiên cứu này đóng góp cho kho tàng học thuật về chủ đề này thông qua một quy mô rộng hơn về các loại hình sở hữu và tác động của từng loại hình cổ đông lên chính sách cổ tức.

## 2. Cơ sở lý thuyết

Miller và Modigliani (1961) cho rằng chính sách cổ tức không có liên quan đến giá cổ phiếu và giá trị công ty nên cổ đông không quan tâm đến chính sách cổ tức. Lý thuyết này được hỗ trợ bởi nhiều nghiên cứu sau đó (Bernstein, 1996; Black và Scholes, 1974; Miller, 1986; Miller và Scholes, 1978, 1982). Tuy nhiên, có nhiều nghiên cứu thực nghiệm bác bỏ lý thuyết này (Baker và cộng sự, 1985; Baker và Powell, 1999; Ball và cộng sự, 1979; Partington, 1985).

Gordon (1963) cho rằng mức trả cổ tức của công ty sẽ làm thay đổi mức độ rủi ro của nhà đầu tư. Cổ tức cao làm giảm sự không chắc chắn dòng tiền trong tương lai của cổ đông, cổ đông sẽ chiết khấu thu nhập tương lai của công ty thấp hơn và sẽ làm tăng giá trị của công ty và ngược lại (Gordon, 1959, 1963; Gordon & Shapiro, 1956; Lintner, 1962; Walter, 1963). Ở khía cạnh khác, Friend và Puckett (1964) cho rằng các công ty phải đối mặt với rủi ro của dòng tiền trong tương lai thường có xu hướng trả cổ tức thấp. Rozeff (1982) cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa cổ tức và rủi ro của công ty.

Litzenberger và Ramaswamy (1979) cho rằng công ty chia cổ tức tiền mặt thấp sẽ giảm chi phí sử dụng vốn và giá trị công ty sẽ tăng. Lập luận này dựa trên giả định rằng cổ tức tiền mặt được đánh thuế cao hơn so với lãi vốn. Mặc khác, cổ tức tiền mặt bị đánh thuế ngay khi cổ đông nhận cổ tức, trong khi đó phần lợi vốn được đánh thuế khi cổ

đông bán cổ phần. Việc đánh thuế trên cổ tức tiền mặt cao hơn so với phần lãi vốn sẽ ảnh hưởng đến quyết định chính sách cổ tức do các nhà đầu tư thích giữ lại vốn để tăng giá trị cổ phiếu của công ty hơn là trả cổ tức cho cổ đông.

Dựa vào hoàn cảnh khác nhau của từng nhà đầu tư, ví dụ như thuế và chi phí giao dịch nên có thể có nhiều nhóm nhà đầu tư. Những nhóm nhà đầu tư này sẽ bị thu hút bởi những công ty có những chính sách cổ tức phù hợp với hoàn cảnh của mình và hiện tượng này thường gọi là hiệu ứng khách hàng do ảnh hưởng của thuế (Dhaliwal và cộng sự, 1999; Han và cộng sự, 1999; Short và cộng sự, 2002) và do ảnh hưởng của chi phí giao dịch (Ang và cộng sự, 1991; Bajaj và Vijh, 1990; Denis và cộng sự, 1994).

Khi một công ty tăng cổ tức thì được cho là có tín hiệu về lợi nhuận trong tương lai, do đó giá cổ phiếu sẽ phản ánh tích cực với thông tin này. Ngược lại, cắt giảm cổ tức có thể xem như một tín hiệu xấu về sự sụt giảm thu nhập trong tương lai, giá cổ phiếu cũng sẽ giảm theo khi tiếp nhận thông tin này. Vì vậy, các nhà quản lý không muốn cắt giảm cổ tức như diễn giải của lý thuyết tín hiệu (Bhattacharya, 1979; John và Williams, 1985; Miller và Rock, 1985).

Theo lý thuyết chi phí đại diện thì quyền lợi của cổ đông và quyền lợi của nhà quản lý khác nhau (Jensen và Meckling, 1976). Chi phí đại diện là chi phí tiềm ẩn gây ra xung đột lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý và chi trả cổ tức bằng tiền cho cổ đông có thể khắc phục vấn đề đại diện (Alli và cộng sự, 1993; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Rozeff, 1982). Jensen (1986) giải thích khác cho việc trả cổ tức dựa trên giả thuyết về chi phí đại diện khi cho rằng các công ty có dòng tiền dư thừa có thể dẫn đến các nhà quản lý sử dụng vì lợi ích riêng mà không có lợi cho cổ đông. Các nhà quản lý thường muốn mở rộng qui mô để tăng quyền lực kiểm soát (Gaver và Gaver, 1993). Nếu công ty có nhiều tiền mặt nhàn rỗi thì vấn đề đầu tư quá mức sẽ thể hiện rõ hơn và các nhà quản lý có thể sẽ đầu tư vào những dự án không hiệu quả mang lại giá trị cho doanh nghiệp. Do đó, trả cổ tức cao sẽ là một phương thức làm giảm chi phí đại diện.

Easterbrook (1984) cho rằng cổ tức tiền mặt là một công cụ để hạn chế dòng tiền tự do mà nhà quản lý có thể sử dụng để mang lại lợi ích cho họ. Ngoài ra, tác giả còn cho rằng việc dùng dòng tiền tự do để

trả cổ tức cho cổ đông buộc các nhà quản lý phải tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài để đầu tư vào các dự án. Khi đó, các chủ nợ sẽ tăng cường giám sát các hoạt động của nhà quản lý, chi phí đại diện giảm mang lại lợi ích cho cổ đông. Tuy nhiên, Easterbrook (1984) cũng cho rằng việc cổ tức cao có thể buộc các nhà quản lý tăng đòn bẩy tài chính để đầu tư vào các dự án mà đôi khi làm tăng rủi ro cho cổ đông.

### **2.1. Một số nghiên cứu trước về cấu trúc sở hữu và chính sách cổ tức**

Gugler (2003) cho rằng cấu trúc sở hữu là một yếu tố quan trọng quyết định chính sách cổ tức của công ty. Các công ty nhà nước thường thích trả cổ tức và họ chỉ cắt giảm cổ tức chỉ khi bị ép buộc. Kết quả này phù hợp với sự giải thích của lý thuyết thông tin bất cân xứng và chi phí đại diện của người quản lý. Ngoài ra, kết quả còn chỉ ra rằng những công ty không có cơ hội đầu tư tốt thì nên trả cổ tức cho cổ đông cho dù ai là người kiểm soát công ty. Wei và Xiao (2009) chỉ ra rằng không có mối quan hệ giữa cổ đông nhà nước và mức trả cổ tức tiền mặt ở các công ty ở Trung Quốc.

Manos (2002) không tìm thấy sự tác động của sở hữu nước ngoài lên chính sách trả cổ tức của ở Ấn Độ. Warrad và cộng sự (2012) chỉ ra các cổ đông nước ngoài nhiều thì trả cổ tức nhiều ở Jordan. Douglas và Jin (2006) dựa trên giả thuyết chi phí đại diện, họ kết luận rằng sở hữu nước ngoài cao thì sẽ trả cổ tức cao. Ngược lại Jeon, Lee và Moffett (2011) nhận thấy rằng các nhà đầu tư nước ngoài thích đầu tư vào các công ty có trả cổ tức mức thấp ở Hàn Quốc.

Jensen, Solberg và Zorn (1992) chỉ ra rằng công ty có sở hữu bên trong cao sẽ chọn mức nợ cũng như mức chia cổ tức thấp hơn các công ty có sở hữu bên trong thấp hơn. Kết quả này được hỗ trợ bởi Agrawal và Jayaraman (1994) khi cho rằng những công ty có tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý cao hơn thì tỷ lệ cổ tức thấp hơn. Short, Zhang và Keasey (2002) cũng đã tìm được một số minh chứng để giải thích cho mối quan hệ ngược chiều giữa mức trả cổ tức và tỷ lệ sở hữu nhà quản lý.

Han, Lee và Suk (1999) chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa mức trả cổ tức và sở hữu của cổ đông tổ chức, được bởi giả thuyết ảnh hưởng của thuế lên cổ tức. Short, Zhang và Keasey (2002) Lintner (1956), Waud (1966), Fama và Babiak (1968), kết luận rằng có mối quan hệ cùng chiều giữa chính sách cổ tức

và sở hữu của cổ đông tổ chức. Bichara (2008) kiểm định giả thuyết về mối liên hệ giữa cổ tức và cổ đông tổ chức bằng việc sử dụng lý thuyết tín hiệu của cổ tức và chi phí đại diện, cho rằng cổ đông tổ chức là những nhà đầu tư tinh vi với những khả năng vượt trội và tác động mạnh mẽ để có những thông tin về công ty tốt hơn so với những nhà đầu tư nhỏ lẻ. Cổ đông tổ chức có thể phát hiện và điều chỉnh những sai sót của nhà quản lý nên sự xuất hiện của họ bảo đảm cho công ty hoạt động tốt hơn. Hơn nữa, cổ đông tổ chức phản ứng tích cực các thông tin ban đầu về trả cổ tức bằng cách điều chỉnh danh mục đầu tư bằng cách mua hoặc tăng khả năng nắm giữ của cổ phiếu sắp trả cổ tức. Thanatawee (2013) xem xét các mối quan hệ giữa cơ cấu sở hữu và chính sách cổ tức tại Thái Lan, chỉ ra rằng công ty có sở hữu của cổ đông tổ chức càng cao thì càng có nhiều khả năng trả cổ tức và cổ tức ở mức cao. Ngược lại, Mehrani, Moradi và Eskandar (2011) cung cấp thêm bằng chứng về mối quan hệ ngược chiều giữa cổ đông tổ chức và mức trả cổ tức.

### **2.2. Giả thuyết nghiên cứu**

Từ cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước, chúng tôi xây dựng các giả thuyết nghiên cứu như sau:

#### *Cổ đông nhà nước và chính sách cổ tức*

Cổ đông nhà nước cũng như các cổ đông khác, cũng có những xung đột lợi ích với nhà quản lý (Jensen và Mecking, 1976) và muốn sử dụng cổ tức tiền mặt như một công cụ để giảm dòng tiền nhân rồi mà các nhà quản lý có thể sử dụng cho các mục đích khác. Ngoài ra, các công ty có cổ phần nhà nước thường có những ưu đãi hơn so với các công ty cổ phần khác như ưu đãi hơn từ các chính sách nhà nước, có nhiều tài sản hơn, có mối quan hệ với ngân hàng nên việc tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài dễ dàng hơn, khi đó công ty cũng thuận lợi hơn trong việc trả cổ tức cho cổ đông, nhất là cổ tức tiền mặt. Do vậy, chúng tôi đưa ra giả thuyết nghiên cứu là:

*H1: Tỷ lệ sở hữu nhà nước có quan hệ cùng chiều với mức cổ tức bằng tiền*

#### *Cổ đông nước ngoài và chính sách cổ tức*

Các cổ đông nước ngoài thường là những nhà đầu tư chuyên nghiệp, kỹ năng hiện đại kiểm soát và ngăn chặn những hành động gây thiệt hại cho cổ đông của người quản lý. Theo nghiên cứu của Vinh (2010) về sở hữu nhà đầu tư nước ngoài trên sàn

HOSE từ 2007 đến 2009 thì các nhà đầu tư nước ngoài thích đầu tư vào những công ty lớn, tỷ lệ vốn hóa thị trường trên vốn chủ sở hữu cao và có tỷ lệ nợ thấp. Ngoài ra, Jeon, Lee và Moffett (2011) cho rằng các nhà đầu tư nước ngoài thích những công ty lớn, ổn định, có nhiều cơ hội đầu tư hơn. Trong những công ty đó, họ thích những công ty có mức trả cổ tức thấp hơn những công ty trả cổ tức cao. Lam, Sami và Zhou (2012) cho rằng các nhà đầu tư nước ngoài không thích những công ty trả cổ tức tiền mặt. Manos (2002) khi nghiên cứu ở Ấn Độ, không tìm thấy tác động của sở hữu nước ngoài lên chính sách cổ tức. Vì vậy, giả thuyết nghiên cứu là:

*H2: Tỷ lệ sở hữu nước ngoài có quan hệ ngược chiều với mức cổ tức bằng tiền*

#### *Cổ đông quản lý và chính sách cổ tức*

Một mặt, Jensen và Meckling (1976) cho rằng khi tỷ lệ sở hữu quản lý càng tăng thì có thể hưởng lợi ích của nhà quản lý giống với lợi ích của cổ đông và nhà quản lý sẽ có những động lực mạnh mẽ để làm tối đa hóa giá trị công ty, tạo ra nhiều lợi nhuận cho nên cổ đông có thể được hưởng cổ tức nhiều hơn. Lập luận này được hỗ trợ bởi nhiều nghiên cứu sau đó (Alli và cộng sự, 1993; Jensen và cộng sự, 1992; Jensen và Meckling, 1976; Rozeff, 1982). Mặt khác, Demsetz và Lehn (1985) cho rằng tỷ lệ sở hữu quá lớn của nhà quản lý có thể làm cho họ luôn nghĩ về lợi ích của mình hơn lợi ích của cổ đông bên ngoài. Do vậy, các nhà quản lý sẽ tìm cách giữ lại dòng tiền ở trong doanh nghiệp cho nên các công ty có sở hữu quản lý thường chi trả cổ tức ít hơn. Lập luận này được hỗ trợ nhiều nghiên cứu sau đó (Agrawal và Jayaraman, 1994; Harada và Nguyen, 2011; Jensen và cộng sự, 1992; Manos, 2002; Short và cộng sự, 2002; Sulong và Nor, 2008). Ở Việt Nam, với hiện trạng luật pháp hiện hành, cùng với những lập luận như trên, giống như nghiên cứu của Võ Xuân Vinh (2014), nghiên cứu đưa ra giả thuyết:

*H3: Tỷ lệ sở hữu quản lý quan hệ ngược chiều với cổ tức bằng tiền.*

#### *Cổ đông tổ chức và chính sách cổ tức*

Jensen (1986) dựa trên giả thuyết về dòng tiền tự do cho rằng cổ đông tổ chức có khả năng giám sát, kiểm soát các hoạt động của công ty tốt hơn các cổ đông cá nhân. Họ luôn biết tạo những ảnh hưởng đến các quyết định công ty, cụ thể quyết định trả cổ tức cho cổ đông. Ngoài ra, các nhà quản lý phải chịu sự giám sát của cổ đông tổ chức (Shleifer và Vishny,

1986). Eckbo và Verma (1994) cũng cho rằng cổ đông tổ chức thích cổ tức tiền mặt để giảm chi phí đại diện. Mối tương quan cùng chiều giữa cổ đông tổ chức và cổ tức được tìm thấy trong nhiều nghiên cứu (Abdelsalam và cộng sự, 2008; Bichara, 2008; Khan, 2006; Manos, 2002; Moh'd và cộng sự, 1995; Short và cộng sự, 2002). Ngược lại, mối quan hệ ngược chiều giữa cổ tức và tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức được tìm thấy trong nghiên cứu của Kouki và Guizani (2009). Dựa vào lý thuyết đại diện, giả thuyết nghiên cứu là:

*H4: Tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức có quan hệ cùng chiều với cổ tức bằng tiền*

Ngoài ra, nghiên cứu cũng kiểm định một số mối quan hệ giữa các yếu tố khác với chính sách cổ tức bao gồm tỷ lệ lợi nhuận, tỷ lệ nợ, quy mô công ty, cơ hội tăng trưởng, rủi ro kinh doanh và lượng tiền mặt.

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

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh giai đoạn từ 2007 đến 2012 từ các báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các công ty được công bố và từ sở giao dịch chứng khoán HOSE. Dữ liệu không bao gồm các ngân hàng, các công ty tài chính, những công ty có lợi nhuận âm nhưng trả cổ tức bằng cổ phiếu. Dữ liệu có cấu trúc chéo và mẫu cuối cùng có dạng “công ty\_năm” là 1030 quan sát.

Căn cứ vào các nghiên cứu trước, mô hình nghiên cứu được sử dụng như sau:

$$PAYOUT_{it} = \alpha + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 INVEST_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 DEBT_{it} + \beta_5 RISK_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 CASH_{it} + \varepsilon_{it}$$

và

$$DYIELD_{it} = \alpha + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 INVEST_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 DEBT_{it} + \beta_5 RISK_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 CASH_{it} + \varepsilon_{it}$$

trong đó:

-  $PAYOUT_{it}$  là tỷ lệ chi trả cổ tức, được xác định bằng cổ tức tiền mặt trên lợi nhuận sau thuế cuối năm  $t$  của công ty  $i$ .

-  $DYIELD_{it}$  là suất sinh lợi của cổ tức, được xác định bằng cổ tức tiền mặt trên giá cổ phiếu tại thời điểm cuối năm  $t$  của công ty  $i$  (Al-Nawaiseh, 2013; Bradford và cộng sự, 2013; Han và cộng sự, 1999; Wei và Xiao, 2009).

-  $OWN_{it}$  đại diện cho các loại cổ đông, bao gồm bốn loại cổ đông là: cổ đông nhà nước (STATE)

được xác định bằng số cổ phần sở hữu bởi nhà nước trên tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành của công ty tại thời điểm cuối năm tài chính; cổ đông nước ngoài (FOREIGN), được tính bằng phần trăm vốn cổ phần sở hữu bởi cổ đông nước ngoài ở thời điểm cuối năm; cổ đông quản lý (MAN) được xác định bằng số cổ phần sở hữu bởi ban giám đốc, kế toán trưởng và kể cả phần các thành viên này đại diện cho các cổ đông khác chia cho tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty ở thời điểm cuối năm tài chính; và cổ đông tổ chức (INST) được tính bằng số lượng cổ phần sở hữu bởi cổ đông tổ chức (bao gồm cổ đông tổ chức trong nước và cổ đông tổ chức nước ngoài) có sở hữu từ 5% trở lên chia cho tổng số cổ phần đang lưu hành tại thời điểm cuối năm tài chính.

-  $INVEST_{it}$  là chỉ số đại diện cho cơ hội tăng trưởng của công ty  $i$  tại thời điểm  $t$ . Tương tự như (Wei và Xiao, 2009), chúng tôi sử dụng tỷ lệ tăng trưởng tài sản của công ty để đại diện cho cơ hội tăng trưởng của công ty. Công ty có cơ hội tăng trưởng cao thì khả năng trả cổ tức tiền mặt thấp, trong khi những công ty không có cơ hội tăng trưởng sẽ trả cổ tức tiền mặt cao hơn thay vì phải đầu tư vào các dự án kém hiệu quả (Smith và Watts, 1992).

-  $SIZE_{it}$  là chỉ số đại diện cho qui mô của công ty  $i$  ở năm  $t$ . Qui mô công ty đo bằng logarit tự nhiên tổng tài sản tại thời điểm cuối năm tài chính (Chen và cộng sự, 2005; Farinha, 2003; Gugler và Yurtoglu, 2003; Harada và Nguyen, 2011; Lam và cộng sự, 2012; Ramli, 2010; Smith và Watts, 1992; Thanatawee, 2013; Wei và Xiao, 2009).

-  $DEBT_{it}$  đại diện cho tỷ lệ nợ của công ty  $i$  ở năm  $t$ . Nhiều nghiên cứu cho thấy tỷ lệ nợ là yếu tố chính quyết định đến chính sách cổ tức của công ty (Aivazian và cộng sự, 2003; Jensen và cộng sự, 1992). Một công ty có tỷ lệ nợ thấp thì có nhiều khả năng trả cổ tức hơn những công ty có tỷ lệ nợ cao.  $DEBT$  được xác định bằng tổng nợ trên tổng tài sản tại thời điểm cuối năm tài chính (Aivazian và cộng sự, 2003; Jensen và cộng sự, 1992; Lam và cộng sự, 2012; Wei và Xiao, 2009).

-  $RISK_{it}$  là chỉ số đại diện cho rủi ro kinh doanh của công ty  $i$  ở năm  $t$ , được tính bằng độ lệch chuẩn từ năm  $t-2$  đến năm  $t$  của EBIT (lợi nhuận trước thuế và lãi vay) chia cho giá trị sổ sách của tổng tài sản (Wei và Xiao, 2009).

-  $ROA_{it}$  là chỉ số đại diện cho suất sinh lời của tài sản, hay khả năng sinh lời của công ty  $i$  ở năm  $t$ .  $ROA$  được xác định bằng lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông của công ty mẹ trên tổng tài sản ở thời điểm cuối năm tài chính (Lam và cộng sự, 2012; Wei và Xiao, 2009).

-  $CASH_{it}$  là chỉ số đại diện cho lượng tiền mặt, được đo bằng tiền và các khoản tương đương tiền chia cho tổng tài sản ở cuối năm  $t$  của công ty  $i$ . Theo các nghiên cứu trước (Lam và cộng sự, 2012; Lie, 2001; Wei và Xiao, 2009), chúng tôi tìm hiểu ảnh hưởng của lượng tiền mặt đến chính sách cổ tức của công ty.  $CASH$  được xác định bằng tiền và các khoản tương đương tiền ở thời điểm cuối năm  $t$ .

-  $\varepsilon_{it}$  là phần dư không quan sát của công ty  $i$  ở thời điểm  $t$ .

#### 4. Kết quả và thảo luận

Bảng 1 mô tả đặc tính thống kê của các biến trong nghiên cứu.

Hệ số tương quan giữa các biến được mô tả ở bảng 2. Kết quả ở bảng này thể hiện các hệ số tương quan giữa các biến nghiên cứu không có cặp nào lớn hơn 0.8. Do vậy, khi sử dụng mô hình hồi quy OLS sẽ ít có khả năng gặp hiện tượng tương quan giữa các biến (multicollinearity). Điều này cũng được kiểm định lại bằng cách sử dụng hệ số VIF khi chạy hồi quy.

Bảng 3 biểu diễn kết quả hồi quy OLS với biến phụ thuộc là  $PAYOUT$ . Kết quả từ bảng này cho thấy hệ số tỷ lệ sở hữu nhà nước là dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ số của tỷ lệ sở hữu nước ngoài là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ số tỷ lệ sở hữu của người quản lý là âm nhưng không có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Hệ số tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức là dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%.

Bảng 4 thể hiện kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là  $DYIELD$ . Kết quả ở bảng này cho thấy hệ số tỷ lệ sở hữu của nhà nước là dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Hệ số tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ số tỷ lệ sở hữu của cổ đông quản lý là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ số tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức là dương không có ý nghĩa thống kê.

Tóm lại, kết quả của bảng 3 và bảng 4 cho chúng ta các kết luận đối với các giả thuyết nghiên cứu như sau:

**Bảng 1: Thống kê mô tả các biến**

	Giá trị trung bình	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
PAYOUT	0,4137	1,7986	-0,6686	0,3294
DYIELD	0,0651	0,3590	0,0000	0,0615
STATE	0,2492	0,9672	0,0000	0,2348
FOREIGN	0,1229	0,4900	0,0000	0,1419
MAN	0,1323	0,8496	0,0000	0,1680
INST	0,4802	0,9675	0,0000	0,2617
INVEST	0,2504	5,7223	-0,6742	0,5146
SIZE	13,6982	17,6254	11,3920	1,1110
DEBT	0,4819	0,9575	0,0311	0,2103
RISK	76,0285	3435,7720	0,0842	189,7847
ROA	0,0786	0,5484	-0,6455	0,0830
CASH	0,0977	0,8397	0,0002	0,1025

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

**Bảng 2: Ma trận tương quan giữa các biến**

	PAYOUT	DYEILD	STATE	FOREI	INST	MAN	INVES	SIZE	DEBT	RISK	ROA	CASH
PAYOUT	1											
DYEILD	0,6407	1										
STATE	0,1520	0,1178	1									
FOREIGN	-0,0904	-0,1315	-0,0898	1								
INST	-0,0300	-0,0813	0,0473	0,1087	1							
MAN	0,0861	0,0616	0,6716	0,2280	-0,1123	1						
INVEST	-0,0659	-0,0809	-0,1164	0,0517	-0,0141	-0,0865	1					
SIZE	-0,1325	-0,1432	0,0118	0,2390	0,0668	0,1730	0,0873	1				
DEBT	-0,0657	-0,0146	-0,0254	0,2920	0,0941	-0,1249	0,0416	0,3269	1			
RISK	-0,1063	-0,1001	0,0340	0,1783	0,0024	0,1266	0,0941	0,5829	0,0020	1		
ROA	0,0829	0,2211	0,1377	0,2335	-0,0178	0,2224	0,1629	-0,0901	-0,4791	0,1344	1	
CASH	0,1194	0,1755	0,1682	0,0971	-0,0497	0,2271	0,0365	-0,0968	-0,3526	0,0758	0,4580	1

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

- Nếu công ty có tỷ lệ sở hữu nhà nước càng cao thì mức chi trả cổ tức bằng tiền càng cao và giả thuyết H1 được chấp nhận.

- Nếu công ty có tỷ lệ sở hữu nước ngoài càng cao thì mức chi trả cổ tức bằng tiền càng thấp và giả thuyết H2 được chấp nhận.

- Nếu công ty có sở hữu của các nhà quản lý càng

cao thì mức chi trả cổ tức bằng tiền càng thấp và giả thuyết H3 được chấp nhận.

- Nếu công ty có sở hữu của các cổ đông tổ chức càng cao thì tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền cao và giả thuyết H4 được chấp nhận.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho chúng ta thấy một số quan hệ sau: Công ty có cơ hội tăng

**Bảng 3: Kết quả hồi qui OLS với biến phụ thuộc là PAYOUT**

	Dấu kỳ vọng	Hệ số	Prob.	Hệ số	Prob.	Hệ số	Prob.	Hệ số	Prob.
C		0,6664	0,0000	0,5831	0,0004	0,6845	0,0000	0,7266	0,0000
STATE	(+)	0,1825	0,0000						
FOREIGN	(-)			-0,2132	0,0082				
MAN	(-)					-0,0439	0,4689		
INST	(+)							0,1010	0,0148
INVEST	(-)	-0,0315	0,1280	-0,0430	0,0367	-0,0447	0,0302	-0,0372	0,0732
SIZE	(+)	-0,0244	0,0449	-0,0125	0,3352	-0,0233	0,0569	-0,0302	0,0159
DEBT	(-)	0,0272	0,6466	-0,0100	0,8748	0,0495	0,4076	0,0551	0,3550
RISK	(-)	-0,0001	0,0705	-0,0001	0,0519	-0,0001	0,0743	-0,0001	0,0965
ROA	(+)	0,1816	0,2327	0,2955	0,0530	0,2599	0,0884	0,2012	0,1900
CASH	(+)	0,2626	0,0200	0,3084	0,0062	0,3198	0,0046	0,2810	0,0136
R-squared		0,0538		0,0444		0,0383		0,0434	
Adjusted R-squared		0,0473		0,0379		0,0317		0,0369	
F-statistic		8,2894		6,7793		5,8153		6,6214	
Prob(F-statistic)		0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

**Bảng 4: Kết quả hồi qui OLS với biến phụ thuộc là DYIELD**

	Dấu kỳ vọng	Hệ số	Prob.	Hệ số	Prob.	Hệ số	Prob.	Hệ số	Prob.
C		0,1134	0,0001	0,0881	0,0026	0,1140	0,0001	0,1169	0,0001
STATE	(+)	0,0149	0,0602						
FOREIGN	(-)			-0,0557	0,0001				
MAN	(-)					-0,0309	0,0043		
INST	(+)							0,0047	0,5260
INVEST	(-)	-0,0140	0,0002	-0,0147	0,0001	-0,0154	0,0000	-0,0148	0,0001
SIZE	(+)	-0,0072	0,0011	-0,0042	0,0710	-0,0068	0,0018	-0,0074	0,0010
DEBT	(-)	0,0599	0,0000	0,0468	0,0000	0,0637	0,0000	0,0619	0,0000
RISK	(-)	0,0000	0,1025	0,0000	0,0594	0,0000	0,0882	0,0000	0,1123
ROA	(+)	0,2056	0,0000	0,2222	0,0000	0,2150	0,0000	0,2091	0,0000
CASH	(+)	0,0645	0,0016	0,0657	0,0011	0,0676	0,0008	0,0674	0,0010
R-squared		0,1180		0,1278		0,1219		0,1153	
Adjusted R-squared		0,1119		0,1218		0,1159		0,1092	
F-statistic		19,5104		21,3679		20,2575		19,0040	
Prob(F-statistic)		0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

trường cao thì tỷ lệ cổ tức thấp, công ty có quy mô lớn thì trả cổ tức thấp, công ty có tỷ lệ nợ cao thì cổ tức cao, công ty có rủi ro cao thì mức cổ tức cao, công ty có hệ số lợi nhuận cao thì tỷ lệ cổ tức cao và công ty có tỷ lệ tiền mặt cao thì mức chi trả cổ tức cao.

## 5. Kết luận

Nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và cổ tức bằng tiền của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả cho thấy các công ty có tỷ lệ sở hữu nhà nước càng cao thì tỷ lệ cổ tức bằng tiền lớn, các công ty có sở hữu nước ngoài cao thì mức chi trả cổ tức thấp, các công ty có sở hữu quản lý cao thì mức chi trả cổ tức thấp và các công ty có tỷ lệ sở hữu cổ đông tổ chức cao thì mức chi trả cổ tức cao.

Kết quả nghiên cứu có một số hàm ý như sau. Một là, về phía nhà đầu tư, tùy thuộc vào mong muốn của mình về cổ tức có thể lựa chọn cấu trúc sở hữu như là một gợi ý. Ví dụ, nếu nhà đầu tư mong muốn lợi nhuận từ cổ tức và cổ tức cao thì có

thể lựa chọn các cổ phiếu của công ty có sở hữu nhà nước và sở hữu tổ chức. Hai là, nghiên cứu hàm ý rằng các cổ đông nhà nước, cổ đông tổ chức ở Việt Nam thông thường yêu cầu chi trả cổ tức cao, điều này có thể gây khó khăn về mặt dài hạn khi doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng trong tương lai cần vốn đầu tư trong khi dòng tiền tự do giảm do trả cổ tức hoặc khi mà lợi thế quan hệ của các doanh nghiệp này không còn nữa. Ba là, nghiên cứu cũng hàm ý sự khác biệt giữa cổ đông tổ chức, cổ đông nhà nước và cổ đông nước ngoài trên thị trường Việt Nam. Cụ thể, các nhà đầu tư tổ chức, cổ đông nhà nước thường quan tâm vấn đề người đại diện (agency cost) bằng cách yêu cầu cổ tức cao, trong khi đó các doanh nghiệp có cổ đông nước ngoài cao thì chi trả cổ tức ít hơn. Một mặt, các nhà đầu tư nước ngoài không yêu cầu chi trả cổ tức cao nên các doanh nghiệp có cơ hội tái đầu tư tạo lợi thế trong tương lai của doanh nghiệp. Mặt khác, điều này chứng tỏ các nhà đầu tư nước ngoài kiểm soát tốt hơn vấn đề đại diện nên họ không sử dụng cổ tức như một công cụ để giảm thiểu vấn đề đại diện. □

## Tài liệu tham khảo

- Abdelsalam, O., El-Masry, A. & Elsegini, S. (2008), 'Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market: Further evidence from CASE 50', *Managerial Finance*, vol. 34, no. 12, pp. 953-964.
- Agrawal, A. & Jayaraman, N. (1994), 'The Dividend Policy of All equity Firms A Direct Test of The Free Cash Flow Theory', *Managerial And Decision Economics*, vol. 15, pp. 139-148.
- Aivazian, V., Booth, L. & Cleary, S. (2003), 'Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms?', *Journal of Financial Research*, vol. 26, no. 3, pp. 371-387.
- Al-Nawaiseh, M. (2013), 'Dividend Policy and Ownership Structure: An Applied Study on Industrial Companies in Amman Stock Exchange', *Journal of Management Research*, vol. 5, no. 2, pp. 83-106.
- Alli, K.L., Khan, A.Q. & Ramirez, G.G. (1993), 'Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis', *Financial Review*, vol. 28, no. 4, pp. 523-547.
- Ang, J.S., Blackwell, D.W. & Megginson, W.L. (1991), 'The Effect of Taxes on the Relative Valuation of Dividends and Capital Gains: Evidence from Dual-Class British Investment Trusts', *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 383-399.
- Bajaj, M.B. & Vijh, A.M. (1990), 'Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes', *Journal of Financial Economics*, vol. 26, pp. 193-219.
- Baker, H.K., Farrelly, G.E. & Edelman, R.B. (1985), 'A Survey of Management Views on Dividend Policy', *Financial Management*, vol. 14, pp. 78-84.
- Baker, H.K. & Powell, G.E. (1999), 'How Corporate Managers View Dividend Policy', *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 38, pp. 17-35.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2004), 'A catering theory of dividends', *The Journal of Finance*, vol. 59, no. 3, pp. 1125-1165.
- Ball, Ray, Brown, P., Finn, F.J. & Officer, R.R. (1979), 'Dividend and the Value of the Firm: Evidence from the Australian Equity Market', *Australian Journal of Management*, vol. 4, pp. 13-26.



- Bernstein, P.L. (1996), 'Dividends: The Puzzle', *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, pp. 16-22.
- Bhattacharya, S. (1979), 'Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy', *The Bell Journal of Economics*, vol. 10, no. 1, pp. 259-270.
- Bichara, L.Z. (2008), 'Institutional ownership and dividend policy: A framework based on tax clientele, information signaling and agency costs.', *Working paper, Doctor of Philosophy, August 2008*.
- Black, F. & Scholes, M.S. (1974), 'The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns', *Journal of Financial Economics*, vol. 1, pp. 1-22.
- Bradford, W., Chen, C. & Zhu, S. (2013), 'Cash Dividend Policy, Corporate Pyramids, and Ownership Structure: Evidence from China', *International Review of Economics and Finance*, vol. 27, pp. 445-464.
- Chen, Z., Cheung, Y.-L., Stouraitis, A. & Wong, A.W.S. (2005), 'Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong', *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, pp. 431-449.
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985), 'The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences', *Journal of Political Economy*, vol. 93, no. 6, pp. 1155-1177.
- Denis, D.J., Denis, D.K. & Sarin, A. (1994), 'The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 29, pp. 567-587.
- Dhaliwal, D.S., Erickson, M. & Trezevant, R. (1999), 'Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies', *National Tax Journal*, vol. 52, pp. 179-194.
- Easterbrook, F.H. (1984), 'Two agency-cost explanations of dividends', *The American Economic Review*, vol. 74, no. 4, pp. 650-659.
- Eckbo, B.E. & Verma, S. (1994), 'Managerial Shareownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy', *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, pp. 33-62.
- Faccio, M., Lang, L.H.P. & Young, L. (2001), 'Dividends and Expropriation', *American Economic Review*, vol. 91, no. 1, pp. 54-78.
- Fama, E.F. & Blahnik, H. (1968), 'Dividend policy: an empirical analysis', *Journal of the American Statistical Association*, vol. 63, no. 324, pp. 1132-1161.
- Farinha, J. (2003), 'Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis', *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 30, pp. 1173-1209.
- Frankfurter, G.M. & Wood, B.G. (2002), 'Dividend policy theories and their empirical tests', *International Review of Financial Analysis*, vol. 11, no. 2, pp. 111-138.
- Friend, I. & Puckett, M. (1964), 'Dividend and Stock Prices', *American Economic Review*, vol. 54, pp. 656-682.
- Gaver, J.J. & Gaver, K.M. (1993), 'Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies', *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, pp. 125-160.
- Gordon, M.J. (1959), 'Dividends, Earnings, and Stock Prices', *Review of Economics and Statistics*, vol. 41, pp. 99-105.
- Gordon, M.J. (1963), 'Optimal Investment and Financing Policy', *Journal of Finance*, vol. 18, pp. 264-272.
- Gordon, M.J. & Shapiro, E. (1956), 'Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit', *Management Science*, vol. 3, pp. 102-110.
- Graham, J.R. & Kumar, A. (2006), 'Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors', *The Journal of Finance*, vol. 61, no. 3, pp. 1305-1336.
- Gugler, K. (2003), 'Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment', *Journal of Banking & Finance*, vol. 27, pp. 1297-1321.
- Gugler, K. & Yurtoglu, B.B. (2003), 'Corporate governance and dividend payout in Germany', *European Economic Review*, vol. 47, pp. 731-758.

- Han, K.C., Lee, S.H. & Suk, D.Y. (1999), 'Institutional shareholders and Dividends', *Journal of Financial and Strategic Decisions*, vol. 12, no. 1, pp. 53-62.
- Harada, K. & Nguyen, P. (2011), 'Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan', *Managerial Finance*, vol. 37, pp. 362-379.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P. & Zorn, T.S. (1992), 'Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, no. 02, pp. 247-263.
- Jensen, M.C. (1986), 'Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers', *American Economic Review*, vol. 76, no. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), 'Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
- Jeon, J.Q., Lee, C. & Moffett, C.M. (2011), 'Effects of foreign ownership on payout policy: Evidence from the Korean market', *Journal of Financial Markets*, vol. 14, pp. 344-375.
- John, K. & Williams, J. (1985), 'Dividends, Dillution, and Taxes: A Signalling Equilibrim', *Journal of Finance*, vol. 40, pp. 1053-1070.
- Khan, T. (2006), 'Company dividends and ownership structure: Evidence from UK panel data', *The Economic Journal*, vol. 116, pp. 172-189.
- Kouki, M. & Guizani, M. (2009), 'Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market', *European Journal of Scientific Research*, vol. 25, no. 1, pp. 42-53.
- Lam, K.C.K., Sami, H. & Zhou, H. (2012), 'The role of cross-listing, foreign ownership and state ownership in dividend policy in an emerging market', *China Journal of Accounting Research*, vol. 5, pp. 199-216.
- Lie, E. (2001), 'Financial flexibility and the corporate payout choice', *Working Paper. College of William & Mary*.
- Lintner, J. (1956), 'Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes', *The American Economic Review*, vol. 46, no. 2, pp. 97-113.
- Lintner, J. (1962), 'Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations', *The Review of Economics and Statistics*, vol. 64, pp. 243-269.
- Litzenberger, R.H. & Ramaswamy, K. (1979), 'The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices', *Journal of Financial Economics*, vol. 7, pp. 163-195.
- Manos, R. (2002), 'Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on Indian Firms', *Finance and Development Research Programme, Working Paper Series.*, vol. 41, pp. 1-25.
- Mehrani, S., Moradi, M. & Eskandar, H. (2011), 'Ownership structure and dividend policy: Evidence from Iran', *African Journal of Business Management*, vol. 5, no. 17, pp. 7516-7525.
- Miller, M.H. (1986), 'Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends', *Journal of Business*, vol. 59, pp. 451-468.
- Miller, M.H. & Modigliani, F. (1961), 'Dividend policy, growth, and the valuation of shares', *The Journal of Business*, vol. 34, no. 4, pp. 411-433.
- Miller, M.H. & Rock, K. (1985), 'Dividend Policy Under Asymmetric Information', *Journal of Finance*, vol. 40, pp. 1031-1051.
- Miller, M.H. & Scholes, M.S. (1978), 'Dividends and Taxes', *Journal of Financial Economics*, vol. 6, pp. 264-333.
- Miller, M.H. & Scholes, M.S. (1982), 'Dividend and Taxes: Some Empirical Evidence', *Journal of Political Economy*, vol. 90, pp. 1118-1141.
- Moh'd, M.A., Perry, L.G. & Rimbey, J.N. (1995), 'An investigation of the dynamic association between agency theory and dividend policy', *Financial Review*, vol. 30, pp. 367-385.
- Partington, G.H. (1985), 'Dividend policy and its Relationship to Investment and Financing Policies: Empirical Evidence', *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 12, pp. 531-542.
- Ramli, N.M. (2010), 'Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies', *International*

- Review of Business Research Papers*, vol. 6, no. 1, pp. 170-180.
- Renneboog, L. & Szilagyi, P.G. (2007), 'How Relevant is Dividend Policy under Low Shareholder Protection?', *ECGI Finance working paper*, vol. 128, pp. 1-33.
- Rozeff, M.S. (1982), 'Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios.', *Journal of Financial Research*, vol. 5, no. 3, pp. 249-259.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1986), 'Large shareholders and corporate control', *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 3, pp. 461-488.
- Short, H., Zhang, H. & Keasey, K. (2002), 'The link between dividend policy and institutional ownership', *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, pp. 105-122.
- Smith, J.C. & Watts, R.L. (1992), 'The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies.', *Journal of Financial Economics*, vol. 32, no. 3, pp. 263-292.
- Sulong, Z. & Nor, F.M. (2008), 'Dividends, ownership structure and board governance on firm value: empirical evidence from Malaysia listed Firms.', *Malaysian Accounting Review*, vol. 7, no. 2, pp. 55-94.
- Thanatawee, Y. (2013), 'Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand', *International Journal of Economics and Finance*, vol. 5, no. 1, pp. 121-132.
- Vinh, V.X. (2010), 'Foreign ownership in Vietnam stock markets - an empirical analysis', *MPRA Paper*, vol. 29863, pp. 1-26.
- Võ Xuân Vinh (2013), 'Các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức bằng tiền mặt', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số 197, tr. 36-43.
- Võ Xuân Vinh (2014), 'Sở hữu quản lý và chính sách cổ tức: Nghiên cứu các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Công nghệ Ngân hàng*, Số 100, tr. 15-22.
- Walter, J.E. (1963), 'Dividend policy its influence on the value of the enterprise', *Journal of finance*, vol. 18, pp. 281-291.
- Warrad, L., Abed, S., Khriasat, O. & Al-Sheikh, A. (2012), 'The Effect of Ownership Structure on Dividend Payout Policy: Evidence from Jordanian Context', *International Journal of Economics and Finance*, vol. 4, no. 2, pp. 187-195.
- Waud, R.N. (1966), 'Small Sample Bias Due to Misspecification in the "Partial Adjustment" and "Adaptive Expectations" Models', *Journal of the American Statistical Association*, vol. 61, no. 316, pp. 1130-1152.
- Wei, G. & Xiao, J.Z. (2009), 'Equity ownership segregation, shareholder preferences, and dividend policy in China', *The British Accounting Review*, vol. 41, pp. 169-183.

### **Thông tin tác giả:**

**\*Võ Xuân Vinh, Tiến sỹ**

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Ngân hàng – Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh và Trung tâm Pháp Việt đào tạo về Quản lý, Tp Hồ Chí Minh.

- Một số tạp chí đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Tạp chí Phát triển kinh tế, Tạp chí Kinh tế và Phát triển,...*

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ Email: [vinhvx@ueh.edu.vn](mailto:vinhvx@ueh.edu.vn)