

ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC SỞ HỮU ĐẾN CHÍNH SÁCH CHIA CỔ TỨC BẰNG TIỀN MẶT TẠI VIỆT NAM

● TRẦN PHƯƠNG THẢO

TÓM TẮT:

Bài viết tập trung nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến chính sách chia cổ tức bằng tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Thông qua sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2008 - 2016 với 4.818 quan sát, nghiên cứu đã tìm thấy bằng chứng về sở hữu gia đình và sở hữu nước ngoài cho tác động ngược chiều, trong khi sở hữu nhà nước và sở hữu doanh nghiệp có ảnh hưởng cùng chiều với chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt của doanh nghiệp. Sự đa dạng trong các ảnh hưởng là cơ sở tham khảo có ý nghĩa cho các nhà hoạch định chính sách.

Từ khóa: cấu trúc sở hữu, chính sách chia cổ tức bằng tiền mặt, doanh nghiệp niêm yết, thị trường chứng khoán.

1. Đặt vấn đề

Trong các nghiên cứu trước đây, chính sách chi trả cổ tức là một chủ đề nghiên cứu đã được thực hiện trong rất nhiều nghiên cứu ở nhiều phạm vi, quy mô khác nhau, như: nghiên cứu của Yeo (2018) cho 130 công ty hàng đầu thế giới trong lĩnh vực đường biển, Sheikh (2022) về các doanh nghiệp tại Mỹ, Xu & Huang (2021) cho các doanh nghiệp tại Trung Quốc và Wu, Ni, & Huang (2020) cho các doanh nghiệp tại Đài Loan. Các nghiên cứu cũng cho thấy, chi trả cổ tức bằng tiền mặt được xem là hình thức thanh toán cổ tức hấp dẫn các nhà đầu tư do sự khác nhau về lợi ích giữa người sở hữu và người quản lý theo lý thuyết chi phí đại diện như nghiên cứu của Song, Yao, Su, &

Lin (2021), Firth, Gao, Shen, & Zhang (2016) và Kent Baker & Kilincarslan (2019).

Gần đây, hướng nghiên cứu về hình thức sở hữu và chính sách chia cổ tức bằng tiền mặt thu hút sự quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu, đặc biệt là ở các quốc gia có nền kinh tế đang phát triển và kinh tế mới nổi. Theo giải thích trong nghiên cứu của Song và cộng sự (2021), ở các quốc gia này, thị trường tài chính chưa hoàn toàn phát triển và mất cân xứng thông tin cũng như mâu thuẫn giữa người sở hữu và nhà quản lý còn tồn tại khá rõ ràng nên các nhà đầu tư thường có khuynh hướng mong muốn nhận cổ tức tiền mặt để tránh rủi ro từ các quyết định của người quản lý. Trong khi đó, nghiên cứu của Kent Baker &

Kilincarslan (2019) cho rằng các nhà quản lý ở các quốc gia này thường không có khuynh hướng trả cổ tức bằng tiền mặt do những ảnh hưởng đến dòng tiền, tăng trưởng, nguồn vốn huy động và lợi nhuận trong tương lai.

Được biết đến là một quốc gia đang phát triển, thị trường chứng khoán Việt Nam cũng đã đạt được những thành tựu nhất định sau 21 năm hoạt động. Theo Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, quy mô vốn huy động thông qua thị trường chứng khoán trong giai đoạn 2011 - 2022 đạt gần 2,9 triệu tỷ đồng, gấp 10 lần so với giai đoạn 2001 - 2020, đóng góp 19,5% tổng vốn đầu tư toàn xã hội. Tổng quy mô của thị trường chứng khoán vào cuối năm 2020 đạt 131,95% GDP, chiếm tỷ trọng 47% tổng tài sản của thị trường tài chính và ngày càng tiệm cận với quy mô tín dụng ngân hàng, đạt 146,2% GDP (Bộ Tài chính, 2021). Thị trường chứng khoán Việt Nam đã và đang là điểm sáng trong khu vực Đông Nam Á (Bộ Tài chính, 2020).

Về hoạt động của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán, có thể thấy sự đa dạng về hình thức sở hữu doanh nghiệp với 24% cơ cấu sở hữu của thị trường là các doanh nghiệp sở hữu nhà nước, 18% là các doanh nghiệp sở hữu nước ngoài và 58% là các doanh nghiệp sở hữu tư nhân tham gia dưới hình thức công ty cổ phần, các tập đoàn kinh tế (Yến, 2020). Bên cạnh đó, chính sách chi trả cổ tức nói chung và thanh toán cổ tức bằng tiền mặt nói riêng cũng được xem là chính sách quan trọng của doanh nghiệp do sự đa dạng về hình thức sở hữu cũng như sự khác nhau trong kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp tại Việt Nam (Ngọc & Cường, 2014; Lý & Bảy, 2015). Tuy nhiên, nghiên cứu về cấu trúc sở hữu và chính sách chia cổ tức bằng tiền mặt chưa được thực hiện trong các nghiên cứu trước đây, đặc biệt là trong giai đoạn hiện nay, khi cấu trúc sở hữu doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam ngày càng đa dạng theo hướng phát triển nhanh của thị trường.

Trên cơ sở đó, bài báo nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến chính sách chia cổ tức bằng tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua dữ

liệu thu thập trong giai đoạn 2008 - 2016. Kết quả thực nghiệm cho thấy, sự đa dạng trong ảnh hưởng của các hình thức sở hữu khác nhau đến chính sách chia cổ tức bằng tiền mặt. Theo đó, tồn tại quan hệ trái chiều giữa sở hữu nước ngoài, sở hữu gia đình với chính sách chia cổ tức bằng tiền mặt và mối quan hệ cùng chiều trong ảnh hưởng của sở hữu nhà nước hay sở hữu tổ chức. Kết quả này không chỉ bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm về những ảnh hưởng khác nhau của hình thức sở hữu và chính sách chia cổ tức bằng tiền mặt mà còn giúp cho các nhà quản trị doanh nghiệp, nhà hoạch định chính sách thấy được tầm quan trọng của chính sách cổ tức để đưa ra các quyết định, chính sách phù hợp.

2. Tổng quan nghiên cứu

Trong các lý thuyết về tài chính doanh nghiệp, mâu thuẫn đại diện và bất cân xứng thông tin luôn tồn tại tiềm tàng trong hoạt động của các doanh nghiệp có sự tách bạch giữa quyền sở hữu và quyền quản lý. Do đó, để giảm bớt mâu thuẫn, nhà quản lý thông qua chính sách chi trả cổ tức sẽ giảm bớt mâu thuẫn về bất cân xứng thông tin (Vinh, 2014). Đồng thời, doanh nghiệp có thể thanh toán cổ tức theo các hình thức khác nhau như chính sách trả cổ tức ổn định, chính sách trả cổ tức theo thu nhập còn lại, hoặc trả cổ tức bằng tiền mặt, bằng cổ phiếu cũng là những lựa chọn đa dạng cho nhà quản lý.

Ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu và chính sách chi trả cổ tức cũng thu hút sự quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu trên thế giới nói chung và tại Việt Nam nói riêng. Một số nghiên cứu tiêu biểu có thể kể ra như: nghiên cứu của Bradford, Chen, & Zhu (2013) về chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt, cấu trúc doanh nghiệp và cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp; nghiên cứu của (Firth và cộng sự, 2016) về hình thức sở hữu doanh nghiệp và chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Các nghiên cứu gắn liền với thị trường chứng khoán Việt Nam, như: nghiên cứu của Lý & Bảy (2015) về cấu trúc sở hữu và chính sách cổ tức; Vinh (2014) về chính sách cổ tức và dao động giá cổ phiếu; Ngọc & Cường (2014) tìm hiểu về các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức.

Trong các nghiên cứu về chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt tại các quốc gia đang phát triển cho thấy, chính sách chi trả cổ tức khá đa dạng và có những ảnh hưởng khác nhau đối với từng loại hình doanh nghiệp. Các kết quả nghiên cứu cho thấy, tại sở hữu nước ngoài có xu hướng muốn chấp nhận mức thanh toán cổ tức thấp hơn bởi họ muốn giữ lại thu nhập cho các hoạt động tái đầu tư (Lam và cộng sự, 2012). Nghiên cứu của Wu và cộng sự (2020) tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu gia đình và chính sách thanh toán cổ tức bằng tiền mặt. Từ đó, bài nghiên cứu đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết H1: Có mối tương quan trái chiều giữa sở hữu nước ngoài và chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt.

Giả thuyết H2: Có mối tương quan trái chiều giữa sở hữu gia đình và chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt.

Bradford và cộng sự (2013) tìm thấy bằng chứng về doanh nghiệp tư nhân sẽ ít có khuynh hướng trả cổ tức bằng tiền mặt so với các doanh nghiệp sở hữu nhà nước tại thị trường chứng khoán; hay Firth và cộng sự (2016) chỉ ra sở hữu bởi các quỹ đầu tư cũng sẽ có khuynh hướng thanh toán cổ tức bằng tiền mặt nhiều hơn. Trong khi đó, Short và cộng sự (2002), Lam và cộng sự (2012) cho thấy, các cổ tức có thể được xem như một tín hiệu để thông tin về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đối với các nhà đầu tư bên ngoài. Do đó, các doanh nghiệp có sở hữu tổ chức cao có xu hướng thanh toán nhiều cổ tức hơn. Trên cơ sở lý thuyết và các kết quả nghiên cứu thực nghiệm trên, bài nghiên cứu đưa ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H3: Có mối tương quan cùng chiều giữa sở hữu nhà nước và chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt.

Giả thuyết H4: Có mối tương quan cùng chiều giữa sở hữu tổ chức với chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Thu thập dữ liệu

Nghiên cứu của chúng tôi sử dụng dữ liệu về các chỉ số tài chính và cấu trúc sở hữu của các

công ty Việt Nam từ Orbis Bureau van Dijk và dữ liệu về sở hữu gia đình được thu thập thủ công thông qua các báo cáo về cấu trúc sở hữu có sẵn trên cơ sở dữ liệu của Orbis. Sau khi, (1) loại bỏ các doanh nghiệp trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng, (2) loại trừ các doanh nghiệp có tổng tài sản âm hoặc các giá trị quan sát bị trống, (3) loại trừ những giá trị ngoại lai ở mức 2% trên và dưới cho mỗi biến giá trị liên tục. Mẫu cuối cùng bao gồm 4.818 quan sát của trong khoảng thời gian từ 2008 - 2016.

3.2. Mô hình thực nghiệm

Để kiểm định mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và chính sách chi trả cổ tức, tác giả dựa trên các nghiên cứu trước đây (Brockman & Unlu, 2009; DeAngelo và cộng sự, 2006; Deshmukh và cộng sự, 2013) để xây dựng công thức:

$$\begin{aligned} DIV_{it}(DIV_DUM_{it}) \\ = \beta_0 + \beta_1FO_{it} + \beta_2FAM_{it} + \beta_3IO_{it} \\ + \beta_4SO_{it} + Controls + FEs + \varepsilon_{it} \quad (1) \end{aligned}$$

Trong công thức trên, tác giả sử dụng 2 phương pháp đo lường chính sách cổ tức bằng tiền mặt: (1) tỷ lệ giữa cổ tức bằng tiền mặt chia cho thu nhập thuần (DIV); (2) biến giả bằng 1 cho các công ty chi trả cổ tức bằng tiền mặt, giá trị 0 cho các quan sát còn lại (DIV_DUM).

Để đo lường cấu trúc sở hữu, tác giả sử dụng 4 biến: (1) tỷ lệ phần trăm sở hữu của cổ đông nước ngoài (FO); (2) tỷ lệ phần trăm sở hữu của cổ đông gia đình (FAM); (3) tỷ lệ phần trăm sở hữu của cổ đông tổ chức (IO); (4) tỷ lệ phần trăm của sở hữu của cổ đông nhà nước (SO).

Về các biến kiểm soát, tác giả sử dụng một số biến ở cấp công ty có thể ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức như được đề xuất trong các nghiên cứu trước đây. Cụ thể như sau: quy mô doanh nghiệp là logarit tự nhiên của tổng tài sản (SIZE); Đòn bẩy tài chính là LEV, là tỷ lệ giữa tổng nợ vay ngắn hạn và dài hạn trên tổng tài sản; tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, CASH; tỷ lệ giữa tiền và các khoản tương đương tiền và tổng tài sản; tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA), tài sản hữu hình (TAN); chỉ số Tobins Q (TOBINQ), tỷ lệ giữa thu nhập giữ lại và tổng tài sản (RETAIN).

FEs: một dãy các biến giả để kiểm soát các ảnh hưởng cố định từ các nhân tố ngành nghề và xu hướng kinh tế biến đổi theo thời gian.

4. Kết quả thực nghiệm

4.1. Thống kê mô tả dữ liệu

Bảng 1 thống kê mô tả toàn mẫu cho thấy, chi trả cổ tức bằng tiền mặt chiếm 17,6% trong tổng thu nhập thuần, trong đó 23,5% số công ty có chi trả cổ tức. Cổ đông nước ngoài trung bình chiếm 4,3%, cổ đông gia đình chiếm 36,5%, cổ đông tổ chức sở hữu 48,7% và cổ đông nhà nước chiếm 7,3%. Liên quan đến một số biến kiểm soát khác, thống kê mẫu cho thấy, giá trị trung bình của SIZE là 4,513. Các ngân hàng nắm giữ trung bình 10,1% tiền mặt trên tổng tài sản, tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản đạt trung bình 4,5%. Bên cạnh đó, tỷ lệ giữa tài sản hữu hình trên tổng tài sản là 34% và tỷ lệ của thu nhập giữ lại là 50%. (Bảng 1).

4.2. Kiểm tra đa cộng tuyến

Tác giả đã kiểm tra mối tương quan giữa các biến được sử dụng trong nghiên cứu này. Hệ số tương quan giữa các biến độc lập Được thể hiện ở Bảng 2 cho thấy sự tương quan thấp giữa các biến

giải thích của mô hình, vì vậy, đa cộng tuyến không phải là vấn đề nghiêm trọng trong mô hình này. Đáng chú ý, hệ số tương quan giữa DIV(DIV_DUM) với FO, FAM là âm và có ý nghĩa thống kê. Trong khi đó, tồn tại tương quan tích cực và có ý nghĩa thống kê giữa DIV(DIV_DUM) và SO, IO. Kết quả này cung cấp bằng chứng sơ bộ về sự tồn tại một mối quan hệ trái chiều giữa sở hữu nước ngoài, sở hữu gia đình và chính sách chi trả cổ tức. Trong khi đó, doanh nghiệp có vốn sở hữu nhà nước và tổ chức có xu hướng chi trả cổ tức bằng tiền mặt.

4.3. Cấu trúc sở hữu và chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt

Bảng 3 trình bày kết quả ước lượng của nghiên cứu để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu cho thấy, hệ số hồi quy của biến sở hữu nước ngoài (FO) và sở hữu gia đình (FAM) mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% hay 1%. Kết quả khá chắc chắn với cả 2 biến đo lường chính sách chi trả cổ tức. Cụ thể, hệ số hồi quy của biến FO ở cột (1) là -0,117, giá trị thống kê $t=-2,16$, ủng hộ giả thuyết khi sở hữu nước ngoài gia tăng,

Bảng 1. Thống kê mô tả

| | Số quan sát | Giá trị trung bình | Độ lệch chuẩn | Giá trị nhỏ nhất | Trung vị | Giá trị lớn nhất |
|---------|-------------|--------------------|---------------|------------------|----------|------------------|
| DIV | 4.818 | 0,176 | 0,465 | 0,000 | 0,000 | 0,604 |
| DIV_DUM | 4.818 | 0,235 | 0,424 | 0,000 | 0,000 | 1,000 |
| FO | 4.818 | 0,043 | 0,186 | 0,000 | 0,000 | 1,000 |
| SO | 4.818 | 0,073 | 0,611 | 0,000 | 0,000 | 1,000 |
| IO | 4.818 | 0,487 | 0,307 | 0,000 | 0,000 | 1,000 |
| FAM | 4.818 | 0,365 | 0,389 | 0,000 | 0,213 | 1,000 |
| SIZE | 4.818 | 4,513 | 0,550 | 1,019 | 4,535 | 5,879 |
| LEV | 4.818 | 0,190 | 0,127 | 0,000 | 0,035 | 0,529 |
| CASH | 4.818 | 0,101 | 0,171 | 0,000 | 0,000 | 0,709 |
| ROA | 4.818 | 0,045 | 0,072 | 0,000 | 0,035 | 0,267 |
| TAN | 4.818 | 0,340 | 0,234 | 0,002 | 0,304 | 0,957 |
| TOBINQ | 4.818 | 1,045 | 0,623 | 0,110 | 1,200 | 2,826 |
| RETAIN | 4.818 | 0,500 | 0,675 | 0,000 | 0,401 | 0,824 |

Nguồn: Tính toán của tác giả từ dữ liệu của Orbis

Bảng 2. Ma trận hệ số tương quan

| Biến | DIV | DIV_DUM | FO | SO | IO | FAM | SIZE | LEV | CASH | ROA | TAN | TOBINQ | RETAIN |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|--------|
| DIV | 1,00 | | | | | | | | | | | | |
| DIV_DUM | 0,07*** | 1,00 | | | | | | | | | | | |
| FO | -0,09*** | -0,11*** | 1,00 | | | | | | | | | | |
| SO | 0,00 | 0,04*** | -0,02* | 1,00 | | | | | | | | | |
| IO | 0,05*** | 0,28*** | 0,09*** | -0,02 | 1,00 | | | | | | | | |
| FAM | -0,03** | -0,33*** | -0,17*** | -0,10*** | -0,30*** | 1,00 | | | | | | | |
| SIZE | -0,01 | 0,44*** | 0,02 | 0,11*** | 0,24*** | -0,29*** | 1,00 | | | | | | |
| LEV | 0,03** | -0,06*** | -0,09*** | 0,03** | 0,01 | 0,07*** | -0,00 | 1,00 | | | | | |
| CASH | 0,05*** | 0,58*** | -0,10*** | 0,03** | 0,32*** | -0,32*** | 0,31*** | -0,13*** | 1,00 | | | | |
| ROA | -0,00 | -0,04** | 0,13*** | -0,00 | 0,00 | 0,02* | -0,12*** | -0,13*** | -0,01 | 1,00 | | | |
| TAN | 0,01 | 0,10*** | -0,11*** | 0,04*** | 0,02* | -0,04** | 0,25*** | 0,32*** | -0,08*** | -0,18*** | 1,00 | | |
| TOBINQ | -0,03** | -0,28*** | 0,07*** | -0,03** | 0,00 | 0,14*** | -0,24*** | -0,03* | 0,01 | 0,17*** | -0,09*** | 1,00 | |
| RETAIN | 0,02 | 0,15*** | 0,07*** | -0,01 | 0,10*** | -0,10*** | -0,08*** | -0,07*** | 0,17*** | 0,39*** | -0,04*** | 0,15*** | 1,00 |

Nguồn: Tính toán của tác giả từ dữ liệu của Orbis

Bảng 3. Cấu trúc sở hữu và chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt

| | DIV | | | | | DIV_DUM | | | | |
|-----|----------|----------|--------|-----|----------|-----------|-----------|----------|-----|-----------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) |
| FO | -0,117** | | | | -0,042** | -0,104*** | | | | -0,152*** |
| | (-2,16) | | | | (-2,05) | (-7,96) | | | | (-9,49) |
| FAM | | -0,299** | | | -0,375** | | -0,068*** | | | -0,075*** |
| | | (-2,41) | | | (-2,39) | | (-7,00) | | | (-6,89) |
| SO | | | 0,026* | | 0,050** | | | 0,004*** | | 0,007*** |
| | | | (1,78) | | (2,09) | | | (3,54) | | (2,87) |

| | DIV | | | | | DIV_DUM | | | | |
|------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) |
| IO | | | | 0,090** | 0.113** | | | | 0,018*** | 0.017*** |
| | | | | (2,21) | (2.26) | | | | (3,60) | (3.34) |
| SIZE | 0,329** | 0,366** | 0,320** | 0,286** | 0.326** | 0,167*** | 0,153*** | 0,163*** | 0,155*** | 0.153*** |
| | (2,58) | (2,51) | (2,52) | (2,55) | (2.54) | (14,25) | (13,79) | (14,12) | (13,27) | (13.55) |
| LEV | -1,395** | -1,433** | -1,391** | -1,426** | -1.507** | -0,090** | -0,071** | -0,081** | -0,090** | -0.088** |
| | (-2,03) | (-2,04) | (-2,03) | (-2,04) | (-2.06) | (-2,54) | (-2,00) | (-2,29) | (-2,53) | (-2.50) |
| CASH | 1,526*** | 1,363*** | 1,507*** | 1,673** | 1.547** | 1,148*** | 1,133*** | 1,166*** | 1,131*** | 1.072*** |
| | (2,58) | (2,59) | (2,58) | (2,54) | (2.55) | (28,65) | (27,98) | (29,27) | (27,70) | (25.67) |
| ROA | -0,531 | -0,261 | -0,490 | -0,647* | -0.367 | -0,746*** | -0,715*** | -0,768*** | -0,741*** | -0.643*** |
| | (-1,62) | (-0,83) | (-1,53) | (-1,83) | (-1.12) | (-6,64) | (-6,34) | (-6,78) | (-6,56) | (-5.70) |
| TAN | 0,168* | 0,161* | 0,158* | 0,147* | 0.156* | 0,099*** | 0,110*** | 0,110*** | 0,111*** | 0.098*** |
| | (1,82) | (1,77) | (1,75) | (1,69) | (1.73) | (5,18) | (5,78) | (5,73) | (5,81) | (5.19) |
| TOBINQ | 0,270** | 0,249** | 0,268** | 0,261** | 0.238** | 0,165*** | 0,163*** | 0,168*** | 0,169*** | 0.161*** |
| | (2,50) | (2,51) | (2,50) | (2,50) | (2.52) | (7,18) | (7,13) | (7,20) | (7,23) | (7.10) |
| RETAIN | 0,145** | 0,109** | 0,144** | 0,170** | 0.129** | 0,143*** | 0,134*** | 0,142*** | 0,137*** | 0.129*** |
| | (2,26) | (2,14) | (2,27) | (2,28) | (2.18) | (11,10) | (10,46) | (11,00) | (10,60) | (10.03) |
| Hàng số | 1,381** | 1,675** | 1,354*** | 1,211*** | 1.535*** | -0,580*** | -0,499*** | -0,571*** | -0,536*** | -0.483*** |
| | (2,53) | (2,56) | (2,58) | (2,60) | (2.54) | (-8,56) | (-7,80) | (-8,41) | (-7,83) | (-7.63) |
| Ảnh hưởng cố định từ: | | | | | | | | | | |
| Ngành nghề | Có | Có | Có | Có | Có | Có | Có | Có | Có | Có |
| Thời gian | Có | Có | Có | Có | Có | Có | Có | Có | Có | Có |
| Số quan sát | 4.818 | 4.818 | 4.818 | 4.818 | 4.818 | 4.818 | 4.818 | 4.818 | 4.818 | 4.818 |
| R ² có hiệu chỉnh | 0,303 | 0,304 | 0,303 | 0,304 | 0,312 | 0,491 | 0,492 | 0,489 | 0,492 | 0,503 |

Nguồn: Tính toán của tác giả từ dữ liệu của Orbis

doanh nghiệp có xu hướng giảm việc chi trả cổ tức. Kết quả ở cột (5), và (6) cũng phù hợp với giả thuyết đã đưa ra. Kết quả này phù hợp với phát hiện của Lam và cộng sự (2012) khi đưa ra mối quan hệ trái chiều giữa sở hữu nước ngoài và chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt ở Trung Quốc.

Liên quan đến sở hữu gia đình, hệ số hồi quy của biến sở hữu gia đình có giá trị âm và có ý nghĩa thống kê, điều này cho thấy khi phần sở hữu của cổ đông gia đình càng cao thì tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt càng thấp. Hệ số hồi quy của biến FAM ở cột (2) và (7) tương ứng là -0,299 và -0,068, và đều có ý nghĩa thống kê. Nhìn chung, kết quả này ủng hộ giả thuyết tồn tại mối quan hệ trái chiều giữa sở hữu gia đình và chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Theo Benjamin và cộng sự (2016), các cổ đông gia đình có thể làm giảm vấn đề đại diện, do đó doanh nghiệp có xu hướng chi trả ít cổ tức bằng tiền mặt hơn.

Bên cạnh đó, tác giả cũng kiểm định vai trò của cổ đông nước ngoài và cổ đông nhà nước đối với các quyết định chi trả cổ tức. Kết quả từ cột (3) - (5) và (8) - (10) cho thấy, tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa cổ đông tổ chức, cổ đông nhà nước và việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Hệ số hồi quy của các biến IO và SO đều mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở toàn bộ mô hình. Do đó, có bằng chứng chắc chắn các doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp được sở hữu bởi phần lớn cổ đông tổ chức có xu hướng chi trả nhiều cổ tức bằng tiền mặt hơn. Kết quả này nhất quán với những phát hiện trước đây của Short và cộng sự (2002) và Lam và cộng sự (2012). Các tác giả này chỉ ra cổ tức có thể được xem như một tín hiệu để thông tin về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đối với nhà đầu tư bên ngoài.

5. Kết luận

Bài báo nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến chính sách chia cổ tức bằng tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua dữ liệu bảng thu thập trong giai đoạn 2008 - 2016. Kết quả thực nghiệm cho thấy, sự đa dạng trong ảnh hưởng của các hình thức sở hữu khác nhau đến chính sách chia cổ tức bằng tiền mặt. Thứ nhất, tồn tại quan hệ cùng chiều

giữa sở hữu nước ngoài và sở hữu nhà nước với chính sách chia cổ tức bằng tiền mặt. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Lý và Bầy (2015) và Lam và cộng sự (2012) về ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài với chính sách chi trả cổ tức. Thứ hai, ảnh hưởng ngược chiều của sở hữu doanh nghiệp lên chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong giai đoạn này cho thấy sự khác biệt với kết quả nghiên cứu của Lý và Bầy (2015) khi không tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ này trong giai đoạn 2008 - 2012 ở thị trường chứng khoán Việt Nam. Thứ ba, hình thức sở hữu gia đình là một trong những kết quả nghiên cứu mới của bài so với các nghiên cứu trước đây về cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy, tác động cùng chiều của sở hữu gia đình lên chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt ở Việt Nam. Đây là kết quả có sự tương đồng trong nghiên cứu trước đây của Benjamin và cộng sự (2016).

Như vậy, sự đa dạng trong ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2008 - 2016 đã cho thấy tầm quan trọng của việc đưa ra các chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt với sự khác nhau trong các quyết định quản lý doanh nghiệp theo hình thức sở hữu. Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng có ý nghĩa cho các nhà quản lý thị trường, nhà hoạch định chính sách để thực hiện tốt hơn việc kiểm soát thị trường.

Tuy nhiên, bài nghiên cứu vẫn tồn tại những hạn chế nhất định. Thứ nhất, bài báo chưa nghiên cứu mối quan hệ phi tuyến tồn tại trong cấu trúc sở hữu doanh nghiệp và chính sách chia cổ tức bằng tiền mặt, cũng như ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đối với từng loại hình doanh nghiệp khác, mô hình quản lý doanh nghiệp khác nhau. Thứ hai, nghiên cứu chỉ mới xem xét ảnh hưởng của các yếu tố bên trong hoạt động của doanh nghiệp mà chưa phân tích ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô, yếu tố không kiểm soát đến chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt của doanh nghiệp ở các giai đoạn khác nhau. Các hạn chế này chính là những định hướng cho các nghiên cứu tiếp theo liên quan đến chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Benjamin, S. J., Wasiuzzaman, S., Mokhtarinia, H., & Nejad, N. R. (2016). Family ownership and dividend payout in Malaysia. *International Journal of Managerial Finance*.
2. Bộ Tài Chính. (2020). Thị trường chứng khoán Việt Nam: Điểm sáng trong khu vực Đông Nam Á. Truy cập tại: https://mof.gov.vn/webcenter/portal/btcvn/pages_r//tin-bo-tai-chinh?dDocName=MOFUCM170723
3. Bộ Tài chính. (2021). Thị trường chứng khoán Việt Nam khẳng định vai trò là kênh huy động vốn quan trọng cho nền kinh tế. Truy cập tại: https://mof.gov.vn/webcenter/portal/btcvn/pages_r//tin-bo-tai-chinh?dDocName=MOFUCM216349
4. Bradford, W., Chen, C., & Zhu, S. (2013). Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 27, 445-464.
5. Brockman, P., & Unlu, E. (2009). Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 276-299.
6. DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.
7. Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463.
8. Firth, M., Gao, J., Shen, J., & Zhang, Y. (2016). Institutional stock ownership and firms cash dividend policies: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 65, 91-107.
9. 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*, 14(2), 344-375.
10. Kent Baker, H., & Kilincarslan, E. (2019). Why companies do not pay cash dividends: The Turkish experience. *Global Finance Journal*, 42, 100419.
11. Lam, K. C., 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*, 5(3), 199-216.
12. Lý, T. T. H., & Bầy, Đ. T. (2015). Cấu trúc sở hữu và chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết: Bằng chứng tại Việt Nam. *Phát triển và hội nhập*, 22(33), 72 - 78.
13. Ngọc, Đ. B., & Cường, N. C. (2014). Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 290(12), 42 - 60.
14. Sheikh, S. (2022). CEO power and the likelihood of paying dividends: Effect of profitability and cash flow volatility. *Journal of Corporate Finance*, 73, 102186.
15. Short, H., Zhang, H., & Keasey, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8(2), 105-122.
16. Song, X., Yao, M., Su, W., & Lin, D. (2021). The impact of ultimate controllers ownership on cash dividend policy based on a comparative analysis between owner-management and professional-management modes. *The North American Journal of Economics and Finance*, 57, 101439.
17. Vinh, V. X. (2014). Chính sách cổ tức và dao động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 203(5), 48 - 55.
18. Wu, M., Ni, Y., & Huang, P. (2020). Dividend payouts and family-controlled firms - The effect of culture on business. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 75, 221-228.
19. Xu, J., & Huang, H. (2021). Pay more or pay less? The impact of controlling shareholders' share pledging on firms' dividend payouts. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101493.

20. Yến, H. H. (2020). Quản trị công ty niêm yết sở hữu gia đình tại Việt Nam - Góc nhìn từ thực tiễn. *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, 125.

21. Yeo, H.-J. (2018). Role of free cash flows in making investment and dividend decisions: The case of the shipping industry. *The Asian Journal of Shipping and Logistics*, 34(2), 113-118.

Ngày nhận bài: 3/4/2022

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 22/4/2022

Ngày chấp nhận đăng bài: 14/5/2022

Thông tin tác giả:

TS. TRẦN PHƯƠNG THẢO

Viện Đào tạo quốc tế, Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

IMPACTS OF THE OWNERSHIP STRUCTURE ON THE CASH DIVIDENDS POLICY IN VIETNAM

● **Ph.D. TRAN PHUONG THAO**

International School of Business

University of Economics Ho Chi Minh City

ABSTRACT:

This study analyzes the impacts of the ownership structure on the cash dividends policy of companies listing in Vietnamese stock market. This study uses panel data of listed companies from 2008 to 2016 with 4,818 observations. The study's empirical results show that the family-ownership and the foreign ownership have negative impacts on the cash dividends policy while the state-ownership and the institutional ownership have positive impacts on the cash dividends policy of companies listing in Vietnamese stock market. Different impacts of the ownership structure on the cash dividend policy have significant contributions for policymakers to develop appropriate market management policies.

Keywords: ownership structure, cash dividends policy, listed companies, Vietnamese stock market.