

QUYỀN KIỂM SOÁT GIA ĐÌNH VÀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC: BẰNG CHỨNG TỪ CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT VIỆT NAM

Nguyễn Bá Hoàng¹, Đinh Nguyệt Bích²

^{1,2}Trường Đại học Văn Hiến

¹HoangNB@vhu.edu.vn

Ngày nhận bài: 17/04/2019, Ngày duyệt đăng: 07/09/2019

Tóm tắt

Mục tiêu chính của bài nghiên cứu là kiểm tra tác động của quyền kiểm soát gia đình đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn từ 2009 – 2017. Vận dụng mô hình nghiên cứu tác động cố định (FEM) và phương pháp moment tổng quát (GMM) cho bộ dữ liệu bảng, kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ thuận chiều giữa quyền kiểm soát gia đình và chính sách cổ tức của các doanh nghiệp. Bài nghiên cứu này cung cấp cho các nhà đầu tư có một cái nhìn đúng đắn về mức độ ảnh hưởng của quyền kiểm soát gia đình đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam và cần nhắc khi tiến hành đầu tư vào cổ phiếu của các doanh nghiệp này.

Từ khóa: quyền kiểm soát gia đình, chính sách cổ tức, các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam.

Family control and dividend policy: An evidence from the Vietnamese listed companies

Abstract

The main objective of this article is to examine the impact of family control on dividend policy in the companies listed in HOSE and HNX in 2009-2017. Using Fixed Effect Model (FEM) and General Moment Model (GMM) methods combined a panel data, the results of this paper showed a positive relationship between family control and dividend policy. This article brings investors a thoroughly view of the impacts of family control on dividend policy in the Vietnamese listed companies and investing in these companies' stocks should be considered.

Keywords: family control, dividend policy, the Vietnamese listed companies.

1. Đặt vấn đề

Chính sách cổ tức là một trong những quyết định quan trọng trong lý thuyết tài chính hiện đại. Quyết định của chính sách cổ tức có tầm quan trọng trong việc xác định giá trị của công ty đã trở thành chủ

đề tranh cãi đối với nhiều nhà nghiên cứu. Về mặt lý thuyết, với giả định là một thị trường hoàn hảo, thì câu trả lời là chính sách cổ tức không tác động gì lên giá trị của doanh nghiệp, đại diện cho lập luận này là kết quả nghiên cứu của Modigliani

và Miller (1961). Nhưng thực tế, thị trường không hoàn hảo như lý thuyết đã giả định vì tồn tại các chi phí giao dịch, thuế và thông tin bất cân xứng. Do đó, chính sách cổ tức có tác động không nhỏ đến giá trị của công ty và có ảnh hưởng nhất định đến lợi ích của các cổ đông (Carvalho Da Silva và Leal, 2005). Jensen (1986) và Rozeff (1982) lập luận rằng các doanh nghiệp có thể sử dụng chính sách chi trả cổ tức để giải quyết các vấn đề chi phí đại diện.

Trên thế giới, đã có một số nghiên cứu về ảnh hưởng của quyền sở hữu nội bộ đối với chính sách cổ tức của công ty như: Jensen và Meckling (1976), Setia-Atmaja (2009), Mulyani và cộng sự (2016). Một vài nghiên cứu trong nước gần đây cũng đã tiến hành kiểm tra ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu (*tỷ lệ sở hữu vốn của nhà nước, tỷ lệ sở hữu vốn của cổ đông tổ chức, tỷ lệ sở hữu vốn của cổ đông nước ngoài*) đến hiệu quả hoạt động của công ty (Hoàng Tuấn Dũng, 2014) hoặc đến chính sách cổ tức (Trần Thị Hải Yến, 2014). Tuy nhiên, trong nhận thức của nhóm tác giả về chủ đề này, chưa có nghiên cứu chính thức nào tập trung xem xét ảnh hưởng của quyền kiểm soát gia đình đến chính sách cổ tức với mẫu các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Bên cạnh đó, việc vận dụng các kỹ thuật ước lượng với dữ liệu bảng như: mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) và mô hình moment tổng quát (GMM) giúp khắc phục các khuyết tật (hiện tượng phương sai thay đổi, tự tương quan) mang lại kết quả vững và đáng tin cậy hơn so với kỹ thuật ước lượng OLS thông thường là những đóng góp chính của bài nghiên cứu.

Bài nghiên cứu “Quyền kiểm soát gia

đình và chính sách cổ tức: Bằng chứng từ các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam” đóng góp thêm bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của quyền kiểm soát gia đình đến chính sách cổ tức ở các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam. Bên cạnh đó, một số hàm ý chính sách từ kết quả nghiên cứu là tài liệu tham khảo cho các nhà đầu tư, cân nhắc trước khi tiến hành đầu tư vào cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết chịu sự kiểm soát của gia đình trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Khung lý thuyết

Quyền kiểm soát gia đình

Faccio và Lang (2002), Kusnadi (2011) cho rằng công ty có tổng tỷ lệ sở hữu vốn của các cổ đông có mối quan hệ gia đình vượt quá 20% tổng số vốn, được xem là những công ty có quyền kiểm soát gia đình.

Lý thuyết chi phí đại diện và hiệu ứng hội tụ lợi ích

Jensen và Meckling (1976) đã kết luận rằng trong môi trường bất cân xứng thông tin, chi phí đại diện xuất hiện do mâu thuẫn giữa người quản lý và chủ sở hữu. Nhà quản lý không phải lúc nào cũng hành động vì mục tiêu tối đa hóa giá trị công ty, họ có thể hành động vì mục đích tư lợi cá nhân. Những phí tổn do mâu thuẫn lợi ích này sẽ do các chủ sở hữu gánh chịu.

Về hiệu ứng hội tụ lợi ích, Jensen và Meckling (1976) cho rằng việc sở hữu cổ phần của nhà quản lý sẽ giúp lợi ích của chủ sở hữu và nhà quản lý thống nhất với nhau hơn. Vì vậy, sẽ không có chi phí đại diện đối với những công ty cổ phần có các cổ đông đồng thời là nhà quản lý.

Theo Rozeff (1982) và Easterbrook (1984) việc chi trả cổ tức là một phương pháp giúp hạn chế chi phí đại diện bằng

cách buộc công ty phải tiếp cận với thị trường vốn bên ngoài và do đó có thêm nhiều sự giám sát. La Porta và cộng sự (2000) cho rằng chi trả cổ tức có thể giảm vấn đề chi phí đại diện vì nhà quản lý buộc phải tạo tiền mặt đủ để chi trả cổ tức, đồng thời tiếp cận thị trường vốn bên ngoài để tài trợ cho các dự án và vì vậy họ sẽ phải cung cấp nhiều thông tin nội bộ hơn, dòng tiền tự do sẽ giảm và sẽ không bị sử dụng lãng phí.

Bên cạnh đó, Jensen (1986) cho rằng chi trả cổ tức được sử dụng làm công cụ trung hòa mâu thuẫn giữa những người quản lý và các cổ đông vì các nhà quản lý muốn giữ lại nguồn lực tài chính thay vì chi trả cổ tức cho các cổ đông. Nhà quản lý ưa thích giữ lại lợi nhuận để thực hiện chiến lược tăng trưởng công ty do sự lớn mạnh của công ty sẽ cho họ nhiều quyền lực hơn trong việc kiểm soát các nguồn lực. Mặt khác, các cổ đông lại thích chi trả cổ tức hơn giữ lại lợi nhuận. Nếu lợi nhuận không được chi trả cho các cổ đông dưới hình thức cổ tức, người quản lý có thể thay đổi mục tiêu hướng các chính sách phục vụ cho lợi ích của họ hoặc đầu tư nguồn lực vào những dự án không sinh lợi. Với những nguyên do trên, khi mâu thuẫn lợi ích xảy ra giữa các bên, nó có thể được giải quyết thông qua chính sách chi trả cổ tức.

Các nghiên cứu về ảnh hưởng của mức độ sở hữu gia đình đến chính sách cổ tức

Jensen và cộng sự (1992) đã thực hiện nghiên cứu kiểm tra mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và quyền sở hữu nội bộ của công ty. Kết quả nghiên cứu cho thấy *mức độ sở hữu nội bộ có ảnh hưởng ngược chiều đến mức độ chi trả cổ tức của công ty.*

Chen và cộng sự (2005) đã thực hiện phân tích mẫu 412 công ty được niêm yết ở Sở giao dịch chứng khoán Hồng Kông (SEHK) từ năm 1995 – 1998. Kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ yếu giữa mức độ sở hữu gia đình và chính sách cổ tức. *Mối quan hệ ngược chiều giữa chính sách cổ tức và quyền sở hữu gia đình với tỷ lệ sở hữu tối đa 10% số cổ phần của công ty, và cùng chiều đối với tỷ lệ sở hữu gia đình từ 10% đến 35%.*

Vận dụng dữ liệu bảng của các công ty cổ phần được niêm yết trên sàn chứng khoán ở Úc trong giai đoạn từ năm 2000 – 2005, Setia-Atmaja và cộng sự (2009) đã kiểm tra ảnh hưởng của mức độ sở hữu gia đình đối với chính sách cổ tức. Kết quả cho thấy *mối quan hệ thuận chiều giữa mức độ sở hữu gia đình và chính sách cổ tức của công ty.*

González và cộng sự (2014) xem xét sự ảnh hưởng của sở hữu gia đình lên chính sách cổ tức ở thị trường Columbia. Phân tích mẫu nghiên cứu bao gồm 458 công ty, kết quả cho thấy *sự tham gia của gia đình vào việc quản lý không ảnh hưởng đến chính sách cổ tức.*

Attig và cộng sự (2015) đã tiến hành so sánh tỷ lệ chi trả cổ tức ở các công ty gia đình và công ty không thuộc sở hữu gia đình ở 9 nền kinh tế Đông Á (Hong Kong, Indonesia, Nhật Bản, Hàn Quốc, Malaysia, Philipines, Singapore, Đài Loan, Thái Lan) trong giai đoạn 2006 – 2010. Kết quả nghiên cứu tìm thấy bằng chứng mạnh về *mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ sở hữu gia đình và chính sách cổ tức.*

Mulyani và cộng sự (2016) tiến hành kiểm tra ảnh hưởng của mức độ sở hữu gia đình đến chính sách cổ tức của 5744 doanh nghiệp niêm yết trên Sàn giao dịch chứng

khóan Indonesia trong giai đoạn 1990 – 2011. Kết quả nghiên cứu đã phát hiện được *quyền kiểm soát gia đình có tác động ngược chiều đến chính sách cổ tức của các công ty*.

Dựa trên nền tảng cơ sở lý thuyết và lược khảo các nghiên cứu trước, nhóm tác giả nhận định rằng các công ty có quyền kiểm soát gia đình càng cao sẽ quản lý tốt hơn so với các công ty không có quyền kiểm soát gia đình. Và vì vậy, họ sẽ không cần sử dụng chính sách cổ tức để làm giảm bớt vấn đề về chi phí đại diện. Nghĩa là,

công ty có quyền kiểm soát gia đình càng cao, càng thực hiện chi trả cổ tức thấp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Kế thừa nghiên cứu của Mulyani và cộng sự (2016), nhóm tác giả tiến hành xây dựng mô hình nghiên cứu nhằm xem xét mức độ ảnh hưởng của quyền kiểm soát gia đình đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn 2009 – 2017.

$$\text{pay}_{it} = + \text{lev}_{it} + \text{fcon}_{it} + \text{ins}_{it} + \text{size}_{it} + \text{pro}_{it} + \text{lpro}_{it} + \text{cash}_{it} +$$

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

Ký hiệu	Tên biến	Định nghĩa biến	Nguồn tham khảo
pay	Chính sách cổ tức	Tổng cổ tức cổ phiếu phổ thông chia cho thu nhập ròng.	La Porta và cộng sự. (2000), Faccio và cộng sự (2001), Setia-Atmaja và cộng sự (2009)
lev	Mức độ sử dụng nợ	Tổng nợ chia cho tổng tài sản.	Jensen và Meckling (1976), Jensen (1986), Setia-Atmaja và cộng sự (2009)
fcon	Quyền kiểm soát gia đình	Biến giả = 1 nếu tổng tỷ lệ sở hữu vốn của các cổ đông trong công ty cổ phần có mối quan hệ là gia đình lớn hơn 20% = 0 các trường hợp còn lại	Faccio và Lang (2002), Kusnadi (2011)
ins	Quyền sở hữu của cổ đông tổ chức	Phần trăm sở hữu vốn của cổ đông tổ chức.	Wang (2006), Mulyani và cộng sự (2016)
size	Quy mô công ty	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	Setia-Atmaja và cộng sự (2009), Mulyani và cộng sự (2016)
pro	Lợi nhuận công ty	Thu nhập ròng trên tổng tài sản (ROA).	Fama và French (1998), Setia-Atmaja và cộng sự (2009), Mulyani và cộng sự (2016)
lpro	Lợi nhuận công ty năm trước	ROA của năm trước	Setia-Atmaja và cộng sự (2009), Mulyani và cộng sự (2016)
cash	Lượng tiền mặt của công ty	Tiền và các khoản tương đương tiền chia cho tổng tài sản	Farinha (2003), Jensen (1986)

3.2. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu thực hiện với dữ liệu bảng cân bằng của 185 công ty được niêm yết trong giai đoạn 2009 – 2017, bao gồm 101 công ty được niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) và 84 công ty được niêm yết trên sàn Hà Nội (HNX).

Nghiên cứu vận dụng mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) và mô hình moment tổng quát (GMM) để xem xét ảnh hưởng của quyền kiểm soát gia đình đến chính sách cổ tức của các công ty trong mẫu nghiên cứu.

4. Kết quả nghiên cứu

Kết quả ước lượng với mô hình FEM, REM

Bảng 2. Kết quả kiểm định Hausman

chi2	22.53
Pro>chi2	0.0284

Dựa vào kết quả Prob>chi2 = 0.0284 < 0.05, do đó, bác bỏ giả thuyết H_0 ở mức ý nghĩa 5%. Điều này đồng nghĩa rằng, sử dụng mô hình FEM là phù hợp hơn mô hình REM.

Bảng 3. Kết quả ước lượng bằng mô hình FEM

Biến	pay (1)
Fcon	.0675012
Pay	-----
Lev	-.3617586**
Ins	.213506
Size	.11419**
Pro	-1.39959***
Lpro	1.87869***
Cash	-.1926295

*, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5%, 1%

Bảng 4. Kết quả kiểm định phương sai thay đổi

chi2 (185)	3.6e + 05
Prob>chi2	0.0000
Kết luận	Phương sai thay đổi

Bảng 5. Kết quả kiểm định hiện tượng tự tương quan

F(1, 184)	11.079
Prob>F	0.0003
Kết luận	Tự tương quan

Kết quả kiểm định ở các Bảng 4 và Bảng 5 cho thấy mô hình ước lượng theo phương pháp FEM xảy ra hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan. Do đó, phần tiếp theo nhóm tác giả sử dụng phương pháp ước lượng GMM để tiến hành khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan nhằm tạo ra kết quả ước lượng vững và hiệu quả cho mô hình nghiên cứu.

Kết quả ước lượng GMM:

Bảng 6. Kết quả ước lượng bằng GMM

Biến	pay (2)
Fcon	.1352557*
Pay	-----
Lev	2.683265**
Ins	.6877529***
Size	-.6147092**
Pro	.5388665
Lpro	1.870716***
Cash	-.2219062
Sargan test	0.257
AR(2)	0.174

*, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5%, 1%

Bảng 6 cho thấy giá trị của Sargan và AR (2) của mô hình đều lớn hơn 0.1 nên có thể kết luận mô hình hồi quy với các biến

công cụ là đầy đủ và có độ tin cậy cao.

Kết quả ước lượng mô hình (2) cho thấy biến quyền kiểm soát gia đình (fcon) có mối tương quan cùng chiều với biến chính sách chi trả cổ tức (pay) ở mức ý nghĩa 10%. Điều này đồng nghĩa rằng khi công ty có quyền kiểm soát gia đình càng cao thì càng gia tăng mức độ chi trả cổ tức. Kết quả này cùng quan điểm với nghiên cứu của Carney và Gedajlovic (2002), Yoshikawa và Rasheed (2010), Setia-Atmaja và cộng sự (2009). Điều này có thể được lý giải là do các công ty có quyền kiểm soát gia đình sử dụng chính sách chi trả cổ tức càng cao nhằm làm giảm dòng tiền tự do có thể bị chiếm đoạt bởi người đại diện và gia tăng tính minh bạch trong công ty để thu hút được nguồn vốn đầu tư của các cổ đông bên ngoài (Jensen, 1986; La Porta và cộng sự, 2000; Faccio và cộng sự, 2001 và Farinha, 2003). Do đó, chúng ta có thể kết luận quyền kiểm soát gia đình có ảnh hưởng thuận chiều đến chính sách cổ tức ở các công ty cổ phần tại Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu và đồng thời bác bỏ giả thuyết nghiên cứu đặt ra ban đầu, khi cho rằng: *“công ty có quyền kiểm soát gia đình càng cao, càng thực hiện chi trả cổ tức thấp”*.

Bên cạnh đó, biến mức độ sử dụng nợ (lev) tương quan cùng chiều với biến chính sách chi trả cổ tức (pay) ở mức ý nghĩa 5%. Chúng tôi doanh nghiệp có mức độ sử dụng nợ càng cao, càng thực hiện chính sách chi trả cổ tức cao và ngược lại. Kết quả này phù hợp với quan điểm của Myers và Frank (2004) cho rằng nợ có mối quan hệ cùng chiều với việc chi trả cổ tức khi cả hai có thể được sử dụng để gửi tín hiệu tích cực cho người bên ngoài để nâng cao giá trị của công ty và duy trì khả năng tiếp

cận thị trường vốn.

Biến tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức (ins) thể hiện mối tương quan cùng chiều với biến chính sách cổ tức (pay) ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Short và cộng sự (2002), các tác giả đã tìm thấy mối tương quan cùng chiều giữa chính sách cổ tức và tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức của các công ty ở Anh. Ủng hộ quan điểm trên, Mulyani và cộng sự (2016) đã kết luận rằng các cổ đông tổ chức khi có tỷ lệ sở hữu càng cao càng muốn thực hiện chính sách chi trả cổ tức cao, và xem nó như một công cụ giám sát độc lập nhằm kiểm soát vấn đề chi phí đại diện trong công ty.

Biến quy mô công ty (size) có mối tương quan ngược chiều với biến phụ thuộc chính sách chi trả cổ tức (pay) ở mức ý nghĩa 5%. Điều này đồng nghĩa rằng, các công ty có quy mô càng lớn càng giảm chi trả cổ tức. Kết quả này ủng hộ quan điểm của Jensen và cộng sự (1992), Fama và French (2001), các tác giả kết luận rằng công ty có quy mô càng lớn thì càng ít chi trả cổ tức. Bên cạnh đó, Mulyani và cộng sự (2016) cũng tìm thấy bằng chứng các công ty càng lớn càng sử dụng nguồn tài trợ bên trong và giảm chi trả cổ tức.

Biến tỷ lệ thu nhập ròng trên tổng tài sản năm trước (lpro) tương quan cùng chiều với biến chính sách chi trả cổ tức (pay) ở mức ý nghĩa cao 1%. Khi ROA năm trước tăng lên thì chính sách cổ tức cũng tăng theo và ngược lại. Nhận định này ủng hộ kết quả nghiên cứu của De Angelo và cộng sự (1992), Fama và French (2001), thu nhập hiện tại là một yếu tố quan trọng quyết định sự thay đổi cổ tức và công ty chi trả cổ tức nhiều hơn khi có lợi nhuận nhiều hơn. Như vậy, đối với các

công ty cổ phần Việt Nam, nếu lợi nhuận năm trước của công ty càng cao, công ty sẽ càng chi trả cổ tức cao và ngược lại.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Bài nghiên cứu đã tiến hành xem xét ảnh hưởng của quyền kiểm soát gia đình đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2009 – 2017. Kết quả nghiên cứu cho thấy, công ty có quyền kiểm soát gia đình càng cao thì càng sử dụng chính sách chi trả cổ tức cao. Bên cạnh đó, kết quả của các biến kiểm soát trong mô hình nghiên cứu cũng rất đáng quan tâm, cụ thể:

Quy mô công ty ảnh hưởng ngược chiều đến chính sách cổ tức.

Các công ty có *lợi nhuận năm trước* càng cao thì càng thực hiện chi trả cổ tức nhiều ở năm sau.

Công ty có *tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức* càng cao thì càng thực hiện chính sách chi trả cổ tức cao.

Kết quả nghiên cứu là tài liệu tham khảo cho các nhà đầu tư cân nhắc khi tiến hành đầu tư vào các công ty niêm yết Việt Nam chịu sự kiểm soát của các thành viên có mối quan hệ gia đình. Trong tương lai, nhóm tác giả kỳ vọng triển khai các nghiên cứu thực nghiệm có thể kiểm tra đồng thời mức độ ảnh hưởng của quyền kiểm soát gia đình đến cả chính sách cổ tức và mức độ sử dụng nợ của doanh nghiệp. Bởi vì, vay nợ cũng được xem là một công cụ hữu hiệu trong việc kiểm soát chi phí đại diện bên cạnh chính sách cổ tức (Mulyani và cộng sự, 2016).

Tài liệu tham khảo

- Agrawal, A. and Nagarajan, N. J. (1990). Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: The case of all-equity firms. *Journal of Finance*, 45 (4), pp. 1325-1331.
- Attig, N., Boubakri, N., Ghoual, S. E. and Guedhami, O. (2015). The global financial crisis, family control, and dividend policy. *Financial Management*, 45 (2). pp. 1-37. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2385037>.
- Carvalho Da Silva A. L. and Leal, R. P. C. (2005). Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3 (1), pp. 1-18. <http://dx.doi.org/10.12660/rbfin.v3n1.2005.1143>
- Carney, M. and Gedajlovic, E. (2002). The coupling of ownership and control and the allocation of financial resources: Evidence from Hong Kong. *Journal of Management Studies*, 13 (4), pp. 123-146.
- Chen, Z., Cheung, Y., Stouraitis, A. and Wong, A. W. S. (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, pp. 431- 449.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, D. J. (1992). Dividends and Losses. *Journal of Finance*, 47 (3), pp. 1837-1863. <http://doi.org/10.1111/j.15406261.1992.tb04685.x>
- Hoàng Tuấn Dũng (2014). *Nghiên cứu mối quan hệ giữa sở hữu gia đình và hiệu quả của các công ty gia đình niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*. Luận án Thạc sĩ, Trường Đại học Kinh tế Tp. Hồ Chí Minh.
- Easterbrook, F. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74 (4), pp. 650-659
- Faccio, M. and Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Perspectives*, 20 (2), pp. 73- 96.
- Faccio, M., Lang, L. H. P. and Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91 (1), pp. 54-78.
- Fama, E. and French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay. *Journal of Financial Economics*, 60 (1), pp. 3-43.

- Farinha, J. (2003). Dividend policy, corporate governance and managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30 (9-10), pp.1173-1209.
<http://doi.org/10.1111/j.0306686X.2003.05624.X>
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C. and Trujillo, M. (2014). Family involvement and dividend policy in closely held firms. *Family Business Review*, pp. 1-21.
<http://doi.org/10.1177/0894486514538448>
- Jensen, M. and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), pp.305-360. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economy Review*, 76 (2), pp. 323-329.
- Kusnadi, Y. (2011). Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value? *Pacific-Basin Finance Journal*, 19, pp. 554-570.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), pp. 3-27.
- Mulyani, E., Singh, H. and Mishra S. (2016). Dividend, Leverage, and Family Ownership in the Emerging Indonesian Market. *The Journal of International Finance Markets, Institutions and Money*.
- Myers, M. and Frank, B. (2004). The Determinants of Corporate Dividend Policy. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 8 (3), pp. 17-28.
- Setia-Atmaja, L., Tanewski, G. A. and Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36, pp. 863-898.
- Short H., Zhang, H. and Keasey, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8 (2), pp. 105-122.
- Rozeff, M. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5 (3), pp. 249-259.
- Trần Thị Hải Yến (2014). *Cấu trúc sở hữu và chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*. Luận văn Thạc sĩ, Trường Đại học Kinh tế Tp. Hồ Chí Minh.
- Yoshida, T. and Rasheed, A. A (2010). Family Control and Ownership Monitoring in Family-Controlled Firms in Japan. *Journal of Management Studies*, 47 (2), pp. 274-295. <http://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00891.x>