

Tác động của chính sách cổ tức và sở hữu nước ngoài đến biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tại Việt Nam

Tô Thị Thanh Trúc^{1,*}, Hồ Thị Hồng Minh¹, Phan Thị Kiều Hoa², Trần Hoài Nam³



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

TÓM TẮT

Nghiên cứu xem xét tác động của chính sách cổ tức và sở hữu nước ngoài đến biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tại Việt Nam thông qua phân tích hồi quy đa biến. Nghiên cứu cũng đánh giá tác động tương tác của sở hữu nước ngoài lên mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu. Trong đó, biến động giá cổ phiếu được đo theo cách đo của Baskin (1986) và chính sách cổ tức được thể hiện bằng tỷ suất cổ tức (dividend yield) và tỷ lệ chi trả cổ tức (payout ratio). Dữ liệu nghiên cứu được chọn lọc từ báo cáo tài chính của 420 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong 10 năm, từ năm 2009 đến năm 2018. Các phương pháp ước lượng FEM, PCSE được sử dụng để phân tích dữ liệu bảng với 4.045 quan sát. Kết quả nghiên cứu cho thấy cả tỷ suất cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức đều có mối quan hệ ngược chiều với sự biến động giá cổ phiếu. Bên cạnh đó, giá cổ phiếu của những công ty chi trả cổ tức cao hơn và có tỷ lệ sở hữu nước ngoài lớn hơn sẽ ít biến động hơn. Sở hữu nước ngoài có vai trò làm tăng tác động ngược chiều của chính sách cổ tức đến biến động giá cổ phiếu, điều này ngụ ý rằng sở hữu của cổ đông nước ngoài đóng vai trò quan trọng trong việc bình ổn giá cổ phiếu. Kết quả cũng cho thấy mức độ biến động của lợi nhuận hoạt động và tỷ lệ nợ có quan hệ cùng chiều với biến động giá cổ phiếu, trong khi quy mô doanh nghiệp và tỷ lệ sở hữu nhà nước có quan hệ ngược chiều với biến động giá cổ phiếu.

Từ khóa: chính sách cổ tức, sở hữu nước ngoài, biến động giá cổ phiếu

GIỚI THIỆU

Trong giai đoạn sơ khai khi nghiên cứu về chính sách cổ tức, các học giả chỉ nghiên cứu ở mức độ là một công ty lựa chọn giữa việc trả cổ tức bằng tiền cho cổ đông hay là giữ lại một phần lợi nhuận. Theo Hussainey et al (2011)¹, việc chi trả cổ tức được nghiên cứu dựa trên tấn suất thanh toán như là hàng năm, giữa năm hay theo quý và công ty sẽ chi trả với tỷ lệ bao nhiêu. Ngày nay, chính sách cổ tức được nghiên cứu ngoài các góc độ thông thường như là công ty sẽ chi trả cổ tức bằng tiền hay trả cổ tức bằng việc mua lại cổ phần... thì các vấn đề khác đã được xem xét nghiên cứu như là làm thế nào để cân bằng lợi ích giữa nhà đầu tư phải nộp thuế cao và nhà đầu tư không phải nộp thuế. Hay là, làm thế nào để duy trì và nâng cao giá trị của cổ phiếu trên thị trường¹.

Biến động giá cổ phiếu được hiểu là sự thay đổi của giá cổ phiếu theo thời gian, đó là kết quả của tính không ổn định, không dự báo được và yếu tố rủi ro, do đó, nghiên cứu về biến động giá cổ phiếu còn được hiểu như là một phần của nghiên cứu quản trị rủi ro trong đầu tư². Vai trò của chính sách cổ tức của công ty đối với sự biến động giá cổ phiếu là chủ đề luôn thu hút sự quan tâm, không chỉ đối với các nhà lãnh

đạo doanh nghiệp, những người phải trực tiếp đưa ra chính sách cho công ty mà còn đối với các nhà đầu tư vì nó liên quan đến việc hoạch định danh mục đầu tư trong tương lai. Ngoài ra, nó còn quan trọng đối với các nhà kinh tế học, những người nghiên cứu về chủ đề đánh giá hoạt động của thị trường vốn³.

Theo Demsetz (1983)⁴, cấu trúc sở hữu của một doanh nghiệp được xác định dựa vào tỷ lệ sở hữu của những cổ đông chiếm đại đa số cổ phần. Trong bối cảnh chính trị-xã hội của Việt Nam, cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp chủ yếu gồm hai thành phần chính là sở hữu của cổ đông nhà nước và cổ đông nước ngoài⁵. Chính phủ Việt Nam xác định sở hữu nhà nước đóng vai trò quan trọng trong việc định hướng phát triển kinh tế của Việt Nam⁶. Tuy nhiên, cùng với quá trình mở cửa và hội nhập với kinh tế quốc tế, thị trường tài chính Việt Nam đang thu hút một lượng lớn nguồn vốn đầu tư từ các nhà đầu tư nước ngoài đến từ các nước như Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc...Nghị Định số 60/2015/NĐ-CP 26/05/2015 cho phép nâng tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài tại các công ty đại chúng lên trên 51%, chứng tỏ rằng chính phủ Việt Nam đã nhận thấy vai trò của cổ đông nước ngoài đối với sự phát triển của doanh nghiệp và thị trường chứng khoán Việt Nam⁷.

¹Trường Đại học Kinh Tế - Luật, ĐHQG-HCM

²Trường Đại học RMIT, Melbourne, Australia

³Trường Đại học Kinh Tế TP.HCM

Liên hệ

Tô Thị Thanh Trúc, Trường Đại học Kinh Tế - Luật, ĐHQG-HCM

Email: tructtt@uel.edu.vn

Lịch sử

- Ngày nhận: 27/05/2020
- Ngày chấp nhận: 12/10/2020
- Ngày đăng: xx/10/2020

DOI:



Bản quyền

© ĐHQG Tp.HCM. Đây là bài báo công bố mở được phát hành theo các điều khoản của the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



Trích dẫn bài báo này: Trúc T T T, Minh H T H, Hoa P T K, Nam T H. **Tác động của chính sách cổ tức và sở hữu nước ngoài đến biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tại Việt Nam**. *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 4(4):xxx-xxx.

Tại Việt Nam, đã có một số nghiên cứu về mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu với các góc độ như là mối quan hệ giữa tỷ suất lợi tức và tỷ lệ chi trả cổ tức với biến động giá cổ phiếu⁸. Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu chỉ tập trung vào các công ty niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX), trong khi đó hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam được tiến hành trên cả hai sàn HSX và HNX. Ngoài ra, các nghiên cứu về chính sách cổ tức có liên quan đến cấu trúc sở hữu nhất là vai trò của cổ đông nước ngoài trong việc ổn định giá cổ phiếu còn khá khiêm tốn.

Do đó, bài nghiên cứu ngoài việc tập trung phân tích ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến biến động giá cổ phiếu, còn tiến hành nghiên cứu sự ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài lên mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu để tìm hiểu sâu hơn vai trò của cổ đông nước ngoài đối với sự bình ổn giá cổ phiếu của thị trường chứng khoán Việt Nam.

TỔNG QUAN CÁC NGHIÊN CỨU VỀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC VÀ BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU

Lý thuyết về chính sách chi trả cổ tức

Lý thuyết về chính sách chi trả cổ tức đã được hình thành và phát triển hơn 70 năm, tuy nhiên vẫn đang là một chủ đề gây tranh cãi trong giới học thuật, lý thuyết này được dựa trên một số lý thuyết quan trọng như: Lý thuyết trong lòng bàn tay (The bird-in-hand theory), Lý thuyết chính sách cổ tức không quan trọng (Dividend irrelevance theory), Lý thuyết phát tín hiệu (The signalling hypothesis), Lý thuyết hiệu ứng nhóm khách hàng (The clientele effect).

Lý thuyết trong lòng bàn tay (The bird-in-hand theory) của Linter (1956), Gordon và Shapiro (1956) thừa nhận rằng việc nhận được cổ tức từ số cổ phần sở hữu sẽ có giá trị hơn là chờ đợi lãi vốn^{9,10}. Al-Malkawi (2007) bổ sung thêm rằng do sự không chắc chắn của dòng tiền trong tương lai, nên nhà đầu tư sẽ ưa thích cổ tức hơn là lợi nhuận giữ lại¹¹. Lý thuyết này gợi ý là tỷ lệ chi trả cổ tức thì có mối quan hệ cùng chiều với giá cổ phiếu và quan hệ ngược chiều với chi phí vốn cổ phần, do đó, công ty phải thực hiện chính sách chi trả cổ tức với một tỷ lệ cao để thúc đẩy giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên **lý thuyết chính sách cổ tức không quan trọng (Dividend irrelevance theory)** của Miller và Modigliani (1961) lại cho rằng chính sách chi trả cổ tức không tác động đến giá của cổ phiếu và chi phí vốn, nên chính sách chi trả cổ tức không liên quan đến biến động giá cổ phiếu³.

Lý thuyết phát tín hiệu (The signalling hypothesis): Miller và Modigliani (1961) giả định là các nhà đầu tư

và các nhà quản lý doanh nghiệp thì có đầy đủ thông tin về lợi nhuận dự kiến của doanh nghiệp và cổ phần dự kiến mà công ty sẽ trả cho cổ đông³. Al-Malkawi (2007)¹¹ bổ sung thêm là chính sách cổ tức chính là công cụ để xoá bỏ sự chênh lệch thông tin giữa nhà quản lý và nhà đầu tư. Trong khi đó, Petit (1972) chỉ ra rằng số tiền công ty dùng để chi trả cổ tức chứa đựng những thông tin về triển vọng của công ty đó và được thể hiện thông qua biến động giá cổ phiếu. Việc tăng chi trả cổ tức là tin tức tích cực và đưa đến triển vọng tốt đẹp và ngược lại¹².

Lý thuyết hiệu ứng nhóm khách hàng (The clientele effect): Lý thuyết này nói rằng các nhóm nhà đầu tư khác nhau sẽ ưa thích các chính sách cổ tức khác nhau. Al-Malkawi (2007) chỉ ra rằng hiệu ứng nhóm khách hàng bao gồm hiệu ứng thuế và hiệu ứng giao dịch. Nghiên cứu này chỉ ra rằng những nhà đầu tư phải trả thuế cao sẽ mong muốn doanh nghiệp trả ít hoặc không trả cổ tức, họ sẽ bù lại phần lợi ích từ việc tăng giá cổ phiếu. Ngược lại, các nhà đầu tư nhỏ ưa thích các công ty có thực hiện việc chi trả cổ tức hơn bởi vì họ có thể không trả được chi phí giao dịch nếu thực hiện việc bán cổ phiếu¹¹.

Như vậy, mặc dù **lý thuyết chính sách cổ tức không quan trọng** bác bỏ vai trò của chính sách cổ tức đối với giá cổ phiếu, các lý thuyết như là hiệu ứng nhóm khách hàng, hiệu ứng tín hiệu và lý thuyết trong lòng bàn tay lại chỉ ra được những ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến sự thay đổi giá cổ phiếu. Do đó, việc bổ sung thêm các nghiên cứu thực chứng để kiểm định lại các lý thuyết để giải quyết các tranh cãi này là cần thiết.

Biến động giá cổ phiếu và chính sách cổ tức

Mối liên quan giữa biến động giá và chính sách cổ tức đã được chỉ ra trong các lý thuyết về hiệu ứng nhóm khách hàng, hiệu ứng tín hiệu và lý thuyết trong lòng bàn tay. Ngoài ra, mối quan hệ này được tìm thấy trong các nghiên cứu thực chứng của Baskin (1989), Allen và Rachim (1996) và Hussainey et al. (2011), trong đó nhấn mạnh đến vai trò của hai yếu tố liên quan đến chính sách cổ tức là tỷ suất lợi tức và/hoặc tỷ lệ chi trả cổ tức^{1,13,14}. Baskin (1989) đã chỉ ra rằng lợi nhuận trên mỗi cổ phần có mối tương quan nghịch với biến động giá, từ đó kết luận là chính sách cổ tức của mỗi doanh nghiệp có ảnh hưởng đến sự biến động giá của cổ phiếu của công ty đó¹⁴.

Khi nghiên cứu về tác động của chính sách cổ tức lên biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Australia (ASX), kết quả nghiên cứu của Allen và Rachim (1996) đã bác bỏ giả thuyết rằng lợi nhuận trên mỗi cổ phần ảnh hưởng đến biến động

giá cổ phiếu và gợi ý rằng sự biến động của giá cổ phiếu bị ảnh hưởng chủ yếu bởi tỷ lệ chi trả cổ tức, quy mô của doanh nghiệp, mức độ biến động của nợ và lợi nhuận doanh nghiệp¹³. Ngược lại, Hussainey et al. (2011) đã nghiên cứu mối tương quan giữa chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết tại Anh và chỉ ra rằng lợi nhuận trên mỗi cổ phần có mối tương quan dương với sự thay đổi giá của cổ phiếu, trong khi đó tỷ lệ chi trả cổ tức lại có mối tương quan âm với sự biến động giá¹. Ngoài ra, tốc độ tăng trưởng của công ty, tỷ lệ nợ, quy mô công ty và lợi nhuận cũng có ảnh hưởng đến sự thay đổi giá¹.

Trần (2014)¹⁵ đã nghiên cứu mối tương quan giữa chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết. Tác giả chỉ ra rằng giá cổ phiếu có mối tương quan âm với lợi nhuận trên mỗi cổ phần¹⁵, kết quả này đồng nhất với nghiên cứu của Baskin (1989)¹⁴. Ngoài ra, Trần (2014) giải thích thêm rằng công ty càng trả nhiều cổ tức bằng tiền mặt thì giá cổ phiếu của nó càng ít biến động¹⁵. Tuy nhiên, bài viết này chỉ nghiên cứu các công ty niêm yết tại HSX mà không nghiên cứu các công ty niêm yết tại HNX. Ngoài ra, bài viết không chỉ ra được sự khác biệt giữa doanh nghiệp có sở hữu nhà nước và doanh nghiệp không có sở hữu nhà nước trong mối tương quan giữa chính sách cổ tức và biến động giá.

Tương tự như vậy, Nguyễn et al. (2020)⁸ cũng đã tiến hành phân tích mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và mức độ biến động giá cổ phiếu tại thị trường tài chính Việt Nam thông qua nghiên cứu 260 công ty niêm yết tại HSX. Nghiên cứu này chỉ ra rằng, tỷ suất cổ tức và mức độ biến động giá cổ phiếu có mối quan hệ ngược chiều, trong khi đó tỷ lệ chi trả cổ tức có mối quan hệ ngược chiều với sự biến động giá. Các tác giả cũng nhấn mạnh rằng trong khi tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp, tỷ lệ đòn bẩy tài chính và mức độ biến động của thu nhập tác động cùng chiều đến sự biến động giá cổ phiếu thì chỉ số quy mô thị trường lại tác động ngược chiều lên mức độ biến động giá cổ phiếu⁸. Tuy nhiên, nghiên cứu này không đề cập đến các yếu tố có thể liên quan đến chính sách cổ tức như yếu tố sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài hay phương thức chi trả cổ tức.

Ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài đến biến động giá cổ phiếu

Tiến trình tự do hóa và quốc tế hóa các nền kinh tế đưa đến mối quan tâm về vai trò của nhà đầu tư nước ngoài đối với biến động của thị trường chứng khoán trong nước. Bae et al. (2004) đầu tiên tìm thấy bằng chứng về sự tương quan dương giữa độ mở đầu tư

nước ngoài và biến động tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu¹⁶. Rõ ràng, điều này cho thấy rằng những ràng buộc pháp lý (như trần sở hữu nước ngoài) và các rào cản thực tiễn (như ngành và thanh khoản) có tác động đến dòng vốn đầu tư xuyên quốc gia. Tương tự như vậy, Chen et al. (2013)¹⁷ đã tiến hành nghiên cứu thị trường tài chính Trung Quốc trong 11 năm và chỉ ra rằng nguồn vốn từ các tổ chức nước ngoài sẽ làm gia tăng thêm mức độ biến động giá của cổ phiếu, kể cả sau khi các nhà nghiên cứu đã kiểm soát các yếu tố trong mô hình nghiên cứu như cấu trúc sở hữu, quy mô công ty, vòng quay vốn, tỷ lệ đòn bẩy tài chính và giải quyết vấn đề nội sinh trong mô hình hồi quy.

Ngược lại, Wang (2013)¹⁸ lại tìm thấy mối tương quan nghịch giữa sở hữu nước ngoài và biến động giá cổ phiếu tại thị trường Indonesia và tác giả gọi đó là hiệu ứng bình ổn – claiming effect. Tác giả cho rằng hiệu ứng bình ổn tồn tại trước, trong và sau khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997. Hiệu ứng này tăng lên khi mức độ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tăng lên¹⁸. Tương tự như vậy, Chiang và Chan (2019)¹⁹ nghiên cứu vai trò của nhà đầu tư nước ngoài tại thị trường Đài Loan giai đoạn từ 1994 đến 2014 cũng chỉ ra mối tương quan ngược chiều giữa tỷ lệ sở hữu nước ngoài và sự biến động giá cổ phiếu. Điều này được gọi là hiệu ứng ổn định – stabilizing effect, hay nhấn mạnh đến vai trò của cổ đông nước ngoài trong việc ổn định giá cổ phiếu của thị trường nội địa. Tuy nhiên, khi nghiên cứu giai đoạn sau khủng hoảng tài chính 2008 đến nay, thì hiệu ứng ổn định lại không tồn tại¹⁹.

Đối với thị trường Việt Nam, Võ (2015)²⁰ tìm thấy bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ âm giữa sở hữu nước ngoài và biến động suất sinh lời cổ phiếu. Tuy nhiên, nghiên cứu của Võ (2015) chỉ tập trung vào các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX) trong giai đoạn 2006-2012²⁰. Nghiên cứu của Phan và Trần (2019)²¹ sử dụng dữ liệu của các công ty niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội từ 2008 đến 2015 đã chỉ ra rằng tỷ suất cổ tức có quan hệ ngược chiều với biến động giá cổ phiếu nhưng hai tác giả lại không tìm thấy bằng chứng về vai trò của cổ đông nước ngoài trong việc ổn định giá cổ phiếu tại thị trường tài chính Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu này.

Như vậy, nghiên cứu tại các thị trường quốc tế và Việt Nam đã thừa nhận những tác động của chính sách cổ tức đến biến động giá cổ phần thông qua hai yếu tố là tỷ suất cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức, tuy nhiên, các kết quả nghiên cứu vẫn còn gây nhiều tranh cãi. Trong khi một số tác giả ủng hộ vai trò của yếu tố lợi nhuận trên mỗi cổ phần, một số khác lại cho rằng tỷ lệ chi trả cổ tức lại có tác động mạnh hơn đến giá cổ

phiếu. Tương tự như vậy, vai trò của cổ đông nước ngoài đối với sự bình ổn giá cổ phiếu của thị trường chứng khoán nội địa phần nào được thừa nhận nhưng cũng chưa được giải thích một cách nhất quán trong các nghiên cứu trước. Do đó, cũng rất cần thiết thực hiện các bằng chứng thực nghiệm để giải quyết các mâu thuẫn này.

DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Dữ liệu

Mẫu nghiên cứu bao gồm các công ty niêm yết trên 2 sàn chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 10 năm 2009-2018. Tại thời điểm nghiên cứu, thị trường chứng khoán Việt Nam có 763 công ty niêm yết, trong đó có 390 công ty niêm yết trên HSX và 373 công ty niêm yết trên HNX. Nhóm tác giả tiến hành lọc dữ liệu các công ty có thông tin tài chính và tình hình chi trả cổ tức trong giai đoạn nghiên cứu. Các công ty này phải có dữ liệu giá cổ phiếu ít nhất là từ 8 năm trở lên. Đồng thời, nghiên cứu cũng loại trừ các ngân hàng, công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm. Vì vậy, mẫu nghiên cứu gồm 420 công ty niêm yết trong giai đoạn 10 năm với dữ liệu bảng không cân bằng gồm 4.045 quan sát. Dữ liệu được trích xuất từ Thomson Reuters tại Trung tâm nghiên cứu kinh tế và tài chính, Trường Đại học Kinh tế - Luật. Riêng dữ liệu về Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài và Tỷ lệ sở hữu nhà nước được lấy từ Báo cáo thường niên của các công ty niêm yết.

Phương pháp nghiên cứu

Theo Baskin (1989)¹⁴, các lý thuyết về chính sách cổ tức đưa đến nhiều gợi ý về cơ chế tác động của chính sách cổ tức lên giá của cổ phiếu, trong đó tỷ suất cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức là 2 thành phần quan trọng của chính sách cổ tức cần được xem xét. Do đó, nghiên cứu xem xét tác động của chính sách cổ tức thông qua hai đại diện chính bao gồm: Tỷ suất cổ tức – D-YIELD và Tỷ lệ chi trả cổ tức – PAYOUT. Ngoài ra, trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế và tự do hóa thương mại quốc tế, thị trường tài chính Việt Nam đang đón nhận một lượng lớn nguồn vốn đầu tư từ các nhà đầu tư nước ngoài, do đó, nghiên cứu này cũng tiến hành nghiên cứu vai trò của sở hữu nước ngoài (FOWN) lên biến động giá cổ phiếu (P-VOL) và những tác động của nó đến mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu, để tìm hiểu xem liệu việc gia tăng sở hữu nước ngoài có giúp bình ổn giá cổ phiếu của thị trường nội địa hay không. Định nghĩa và cách tính các biến được trình bày trong Bảng 1.

Trong mô hình nghiên cứu, ngoài các biến giải thích đại diện cho chính sách cổ tức và sở hữu nước ngoài, nghiên cứu còn đưa vào các biến kiểm soát khác như là mức độ biến động của thu nhập (E-VOL), quy mô công ty (SIZE), tỷ lệ nợ dài hạn (DEBT), tỷ lệ tăng trưởng tài sản (GROWTH) và sở hữu Nhà nước (STATE).

Cụ thể, hai mô hình có thể được trình bày lại chi tiết như sau:

Mô hình 1 :

$$P-VOL_{it} = a_0 + a_1 \times D-YIELD_{it} + a_2 \times PAYOUT_{it} + a_3 \times E-VOL_{it} + a_4 \times SIZE_{it} + a_5 \times DEBT_{it} + a_6 \times GROWTH_{it} + a_7 \times FOWN_{it} + a_8 \times STATE_{it} + u_{it}$$

Mô hình 2 :

$$P-VOL_{it} = a_0 + a_1 \times D-YIELD_{it} + a_2 \times PAYOUT_{it} + a_3 \times D-YIELD_{it} \times FOWN_{it} + a_4 \times PAYOUT_{it} \times FOWN_{it} + a_5 \times E-VOL_{it} + a_6 \times SIZE_{it} + a_7 \times DEBT_{it} + a_8 \times GROWTH_{it} + a_9 \times FOWN_{it} + a_{10} \times STATE_{it} + u_{it}$$

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Thống kê mô tả và hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

Bảng 2 thể hiện thống kê mô tả các biến.

Bảng 3 trình bày sự tương quan giữa các biến nghiên cứu, với hệ số tương quan nằm trong khoảng từ -0,41 đến 0,44. Nhóm tác giả tiến hành tính toán hệ số phóng đại phương sai (VIF) để kiểm tra đa cộng tuyến. VIF của các biến trong mô hình đều nhỏ hơn 2 cho thấy không xảy ra vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng trong mô hình.

Bên cạnh đó, Bảng 3 cũng cho thấy biến động giá cổ phiếu tương quan nghịch với tỷ suất cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức; nghĩa là công ty có chính sách chi trả cổ tức cao có thể giảm biến động trong giá cổ phiếu của công ty. Tương tự, biến động giá cổ phiếu cũng tương quan nghịch với các biến tỷ lệ sở hữu nước ngoài và sở hữu nhà nước.

Phân tích hồi quy

Nghiên cứu tiến hành ước lượng dữ liệu bảng dựa trên các phương pháp OLS, FEM, REM và PCSE. Đầu tiên, nghiên cứu tiến hành ước lượng dữ liệu bảng mô hình bình phương nhỏ nhất (OLS), mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM); sau đó thực hiện các kiểm định để lựa chọn mô hình phù hợp. Kiểm định lựa chọn mô hình OLS, FEM hay REM cho thấy mô hình FEM là phù hợp nhất, trong cả 2 trường hợp không có, có các biến sở hữu và biến tương tác. Dựa vào kết quả của kiểm định Hausman,

Bảng 1: Mô tả các biến trong mô hình

| Ký hiệu | Tên biến | Nghiên cứu trước | Kỳ vọng | Cách đo lường các biến |
|---------|-------------------------------------|--|---------|---|
| P-VOL | Biến động giá cổ phiếu | Parkinson (1980) ²² ; Baskin (1989) ¹⁴ ; Allen và Rachim (1996) ¹³ ; Hussainey et al. (2011) ¹ | | Vùng giá chia cho trung bình giá bình phương, sau đó lấy căn bậc 2. Giá có điều chỉnh cổ tức và chia tách cổ phiếu. Trong đó, vùng giá là chênh lệch giữa giá cao nhất và giá thấp nhất trong năm, trung bình giá là trung bình của giá cao nhất và giá thấp nhất. $\sqrt{\frac{P_H - P_L}{\left(\frac{P_H + P_L}{2}\right)^2}}$ |
| D-YIELD | Tỷ suất cổ tức | Baskin (1989) ¹⁴ ; Allen và Rachim (1996) ¹³ ; Hussainey et al. (2011) ¹ | - | Cổ tức trên mỗi cổ phiếu chia cho giá cổ phiếu |
| PAYOUT | Tỷ lệ chi trả cổ tức | Baskin (1989) ¹⁴ ; Allen và Rachim (1996) ¹³ ; Hussainey et al. (2011) ¹ | - | Cổ tức trên mỗi cổ phiếu chia cho thu nhập trên mỗi cổ phiếu |
| E-VOL | Mức độ biến động của thu nhập | Baskin (1989) ¹⁴ ; Allen và Rachim (1996) ¹³ ; Dichev và Tang (2009) ²³ ; Hussainey et al. (2011) ¹ | + | Độ lệch chuẩn thu nhập (lợi nhuận trước thuế và lãi vay) chia cho tổng tài sản. |
| SIZE | Quy mô công ty | Baskin (1989) ¹⁴ ; Allen và Rachim (1996) ¹³ ; Hussainey et al. (2011) ¹ | - | Logarithm của giá trị thị trường của cổ phần phổ thông (giá nhân cho số lượng lưu hành) |
| DEBT | Tỷ lệ nợ dài hạn | Baskin (1989) ¹⁴ ; Allen và Rachim (1996) ¹³ ; Hussainey et al. (2011) ¹ | + | Nợ dài hạn trên tổng tài sản |
| GROWTH | Tỷ lệ tăng trưởng tài sản | Baskin (1989) ¹⁴ ; Allen và Rachim (1996) ¹³ ; Hussainey et al. (2011) ¹ | + | Thay đổi trong giá trị tài sản cuối năm so với giá trị đầu năm chia cho giá trị tài sản đầu năm |
| FOWN | Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài | Li et al. (2011) ²⁴ ; Võ (2015) ²⁰ | - | Tổng số cổ phần thuộc sở hữu cổ đông nước ngoài/Tổng số cổ phần đang lưu hành của doanh nghiệp |
| STATE | Tỷ lệ sở hữu nhà nước | Võ (2016) ²⁵ | - | Tổng số cổ phần thuộc sở hữu nhà nước/Tổng số cổ phần đang lưu hành của doanh nghiệp |

Bảng 2: Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

| Tên biến | Số quan sát | Giá trị trung bình | Độ lệch chuẩn | Giá trị nhỏ nhất | Giá trị lớn nhất |
|----------|-------------|--------------------|---------------|------------------|------------------|
| P-VOL | 4.045 | 0,236 | 0,109 | 0,000 | 0,858 |
| D-YIELD | 4.045 | 0,047 | 0,049 | 0,000 | 0,603 |
| PAYOUT | 4.045 | 0,539 | 0,653 | 0,000 | 4,963 |
| E-VOL | 4.045 | 0,032 | 0,034 | 0,000 | 0,275 |
| SIZE | 4.045 | 5,360 | 0,714 | 3,340 | 8,535 |
| DEBT | 4.045 | 0,075 | 0,122 | 0,000 | 0,759 |
| GROWTH | 4.045 | 0,132 | 0,294 | -0,499 | 2,469 |
| FOWN | 4.045 | 0,100 | 0,135 | 0,000 | 0,776 |
| STATE | 4.045 | 0,244 | 0,248 | 0,000 | 0,853 |

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả từ mẫu nghiên cứu

Bảng 3: Hệ số tương quan giữa các biến

| | P-VOL | D-YIELD | PAYOUT | E-VOL | SIZE | DEBT | GROWT | FOWN | STATE | VIF |
|---------|-------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| P-VOL | 1,00 | | | | | | | | | |
| D-YIELD | -0,17 | 1,00 | | | | | | | | 1,12 |
| PAYOUT | -0,08 | 0,22 | 1,00 | | | | | | | 1,07 |
| E-VOL | 0,04 | -0,08 | -0,05 | 1,00 | | | | | | 1,03 |
| SIZE | -0,41 | -0,15 | -0,05 | 0,04 | 1,00 | | | | | 1,43 |
| DEBT | 0,10 | -0,09 | -0,02 | -0,08 | 0,24 | 1,00 | | | | 1,12 |
| GROWT | -0,11 | -0,08 | -0,13 | 0,04 | 0,15 | 0,13 | 1,00 | | | 1,07 |
| FOWN | -0,26 | -0,08 | -0,06 | 0,01 | 0,44 | -0,02 | 0,03 | 1,00 | | 1,83 |
| STATE | -0,13 | 0,20 | 0,10 | -0,10 | -0,02 | 0,11 | -0,12 | -0,12 | 1,00 | 1,10 |

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả từ mẫu nghiên cứu

P-value đều bằng 0 bất kể mô hình có biến tương tác hay không cho phép bác bỏ giả thuyết H0 và vì vậy mô hình FEM phù hợp cho phân tích hơn REM. Ngoài ra, kiểm định F cho phép bác bỏ giả thuyết H0 và điều này nghĩa là mô hình FEM là phù hợp hơn mô hình OLS. Đồng thời, nhóm tác giả thực hiện kiểm định Modified Wald để xem xét hiện tượng phương sai thay đổi trong sai số của mô hình FEM. Trong kiểm định này, giả thuyết H0 cho rằng phương sai qua các thực thể là không đổi, vì p-value < 0,05 nên giả thuyết H0 bị bác bỏ và do đó kết luận dữ liệu có hiện tượng phương sai thay đổi. Kết quả kiểm định Hausman, F và Wald được trình bày trong Bảng 4 dưới đây.

Để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi, nghiên cứu thực hiện mô hình ước lượng hiệu chỉnh sai số dữ liệu bảng (PCSE)²⁶. Kết quả ước lượng của mô

Bảng 4: Kiểm định Hausman, kiểm định F và Modified Wald

| Kiểm định | P-value Mô hình 1 | P-value Mô hình 2 |
|---------------------|-------------------|-------------------|
| Kiểm định Hausman | 0,000 | 0,000 |
| Kiểm định F | 0,000 | 0,000 |
| Kiểm định Wald test | 0,000 | 0,000 |

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả từ mẫu nghiên cứu

hình FEM và PCSE được trình bày ở Bảng 5. Kết quả nghiên cứu cho thấy hai biến đại diện chính sách cổ tức đều có mối tương quan nghịch chiều với biến động giá cổ phiếu và có mức ý nghĩa 1%. Theo kết quả ước lượng, tỷ suất cổ tức (D-YIELD) tỷ lệ nghịch

với biến động giá cổ phiếu ở tất cả các mô hình. Điều này có nghĩa là các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam có tỷ suất cổ tức càng cao thì giá cổ phiếu càng ít biến động, kết quả này nhất quán với các nghiên cứu thực nghiệm trước đây như Allen & Rachim (1996)¹³, Hussainey et al. (2011)¹; nhưng mâu thuẫn với những phát hiện của Baskin (1989)¹⁴, Nguyễn et al. (2020)⁸. Tỷ suất cổ tức thể hiện suất sinh lời dưới dạng cổ tức mà các cổ đông thu được trên mỗi đồng vốn đầu tư vào công ty. Do đó, mối tương quan nghịch giữa tỷ suất cổ tức và biến động giá cổ phiếu hàm ý thị giá cổ phiếu của các công ty chi trả cổ tức cao thường ổn định hơn. Bên cạnh đó, hệ số của biến tỷ lệ chi trả cổ tức (PAYOUT) cũng đều mang dấu âm trong các mô hình và đều có ý nghĩa ở mức 1%. Đúng như kỳ vọng và như kết quả của các nghiên cứu trước của Baskin (1989)¹⁴, Allen & Rachim (1996)¹³, Hussainey et al. (2011)¹, công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức càng cao thì giá cổ phiếu càng ít biến động. Tỷ lệ chi trả cổ tức thể hiện phần trăm lợi nhuận sau thuế của công ty được dùng để chi trả cổ tức, hay nói cách khác là mối quan hệ giữa lợi nhuận sau thuế và cổ tức chi trả cho các cổ đông. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng các công ty dùng phần lớn lợi nhuận để chia cổ tức thì giá cổ phiếu thường không thay đổi nhiều, trong khi những công ty giữ lại phần lớn lợi nhuận để tái đầu tư thì giá cổ phiếu sẽ biến động hơn. Kết quả ước lượng tác động của chính sách cổ tức đến biến động giá cổ phiếu phần nào ủng hộ Lý thuyết trong lòng bàn tay, trong đó khẳng định rằng các cổ đông có thể thích một mức cổ tức nào đó hơn là hứa hẹn lãi vốn trong tương lai, vì cổ tức thường được xem là thu nhập thường xuyên, chắc chắn, trong khi lãi vốn trong tương lai ít chắc chắn hơn.

Kết quả ước lượng **mô hình 1** cũng chỉ ra tác động của sở hữu nước ngoài đến thay đổi trong giá cổ phiếu của các công ty niêm yết. Biến tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài (FOWN) có tương quan âm với biến động giá cổ phiếu và có độ tin cậy cao. Kết quả này nhất quán với những khám phá trước đây từ nghiên cứu của Wang (2013)¹⁸, Võ (2015)²⁰, Chiang và Chan (2019)¹⁹ về mối quan hệ âm giữa sở hữu nước ngoài và biến động suất sinh lời cổ phiếu, tức là những cổ phiếu có tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài càng cao thì giá cổ phiếu càng ít biến động. Điều này khẳng định hiệu ứng ổn định từ các nhà đầu tư nước ngoài, nghĩa là cổ đông nước ngoài có vai trò giúp ổn định giá cổ phiếu, nhất là ở những thị trường chứng khoán mới nổi như Việt Nam.

Kết quả hồi quy cũng cho thấy biến động giá cổ phiếu tỷ lệ thuận với mức độ biến động của thu nhập và tỷ lệ nợ dài hạn; nhưng tỷ lệ nghịch với quy mô công ty và tỷ lệ tăng trưởng của tài sản với mức ý nghĩa khá cao.

Các kết luận này nhất quán với những nghiên cứu trước của Baskin (1989)¹⁴, Allen và Rachim (1996)¹³, Hussainey et al. (2011)¹ về mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và thu nhập, cấu trúc vốn, quy mô và tăng trưởng của công ty. Như vậy, những công ty có biến động lợi nhuận lớn trong vòng 3 năm gần nhất và có tỷ lệ nợ dài hạn cao thì giá cổ phiếu cũng có khuynh hướng thay đổi nhiều hơn các công ty khác. Ngược lại, các công ty có quy mô lớn, thể hiện ở giá trị vốn hóa thị trường lớn thì giá cổ phiếu lại ít thay đổi hơn. Nghiên cứu cũng tìm ra rằng các công ty có tốc độ tăng trưởng tài sản cao thì giá cổ phiếu càng ít biến động. Đồng thời, nghiên cứu chỉ ra mối tương quan âm giữa biến sở hữu nhà nước (STATE) và biến động giá của các cổ phiếu niêm yết.

Như vậy, cả chính sách cổ tức và sở hữu nước ngoài đều tác động đến biến động giá cổ phiếu. Bài viết tiếp tục nghiên cứu sự ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài lên tác động của chính sách cổ tức đến biến động giá cổ phiếu để xem xét sâu hơn vai trò của cổ đông nước ngoài đối với sự bình ổn giá cổ phiếu của thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả hồi quy theo phương pháp PCSE **mô hình 2**, mô hình có thêm 2 biến tương tác giữa chính sách cổ tức và sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài (D-YIELD*FOWN) và (PAYOUT*FOWN) được thể hiện ở Bảng 5. Kết quả ước lượng cho thấy hệ số của các biến vẫn giữ nguyên dấu như trong mô hình 1. Bên cạnh đó, hệ số của 1 biến tương tác có ý nghĩa thống kê cùng với sự tăng lên đôi chút của R^2 ở mô hình 2 thể hiện mô hình 2 giải thích tốt hơn tác động của các biến đến thay đổi giá cổ phiếu. Nếu như hệ số và mức ý nghĩa của biến D-YIELD và FOWN trong ước lượng PCSE ở mô hình 2 hầu như không đổi so với mô hình 1, hệ số của biến tương tác D-YIELD*FOWN mang dấu âm với mức ý nghĩa 10% cho thấy sở hữu nước ngoài làm tăng tác động nghịch chiều của tỷ suất cổ tức đến biến động giá cổ phiếu, với cùng một tỷ suất cổ tức, công ty có tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài càng cao giá cổ phiếu càng ít biến động. Tuy nhiên, nghiên cứu chưa tìm thấy bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa biến tương tác PAYOUT*FOWN và biến động giá cổ phiếu.

KẾT LUẬN

Kết quả ước lượng thể hiện tỷ suất cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức có tương quan âm với biến động giá cổ phiếu, cho thấy chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến sự biến động giá cổ phiếu. Đồng thời, nghiên cứu tìm ra bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ nghịch biến giữa tỷ lệ sở hữu nước ngoài với biến động giá cổ phiếu. Điều này giúp khẳng định vai trò của các cổ đông nước ngoài trong việc bình ổn giá cổ phiếu trên

Bảng 5: Kết quả hồi quy mô hình 1 và 2

| Biến | Mô hình 1 | | Mô hình 2 | |
|--------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | FEM | PCSE | FEM | PCSE |
| C | 1,189*** (0,021) | 0,562*** (0,014) | 1,91*** (0,021) | 0,563*** (0,014) |
| D-YIELD | -0,081*** (0,021) | -0,478*** (0,031) | -0,057* (0,024) | -0,439*** (0,037) |
| PAYOUT | -0,006*** (0,001) | -0,016*** (0,002) | -0,007*** (0,002) | -0,016*** (0,003) |
| E-VOL | 0,122*** (0,032) | 0,132** (0,047) | 0,120*** (0,032) | 0,131** (0,047) |
| SIZE | -0,182*** (0,004) | -0,062*** (0,003) | -0,183*** (0,004) | -0,062*** (0,003) |
| DEBT | 0,029* (0,013) | 0,184*** (0,012) | 0,029* (0,013) | 0,185*** (0,012) |
| GROWTH | -0,023*** (0,003) | -0,030*** (0,006) | -0,023*** (0,003) | -0,030*** (0,006) |
| FOWN | -0,036** (0,013) | -0,085*** (0,011) | -0,024 (0,016) | -0,069*** (0,017) |
| STATE | -0,012 (0,010) | -0,059*** (0,006) | -0,013 (0,010) | -0,058*** (0,006) |
| D-YIELD*FOWN | | | -0,407 (0,210) | -0,598* (0,297) |
| PAYOUT*FOWN | | | 0,009 (0,013) | 0,012 (0,021) |
| Số quan sát | 4.045 | 4.045 | 4.045 | 4.045 |
| R2 | 0,560 | 0,384 | 0,560 | 0,385 |

*, **, ***: Tương ứng có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả từ mẫu nghiên cứu

thị trường chứng khoán Việt Nam. Do đó, nghiên cứu ủng hộ việc điều chỉnh và nới lỏng tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài trong các công ty Việt Nam. Phát hiện mới của nghiên cứu là khi đánh giá tác động cùng lúc giữa tỷ suất cổ tức và sở hữu nước ngoài, nghiên cứu tìm thấy tương quan âm giữa biến tương tác này với biến động giá cổ phiếu, nghĩa là sở hữu nước ngoài giúp giá cổ phiếu của các công ty có tỷ suất cổ tức càng cao càng ổn định. Đây cũng là điểm đóng góp của nghiên cứu liên quan đến vai trò của nhà đầu tư nước ngoài tại các nước đang phát triển, nhất là tại thị trường Việt Nam. Nghiên cứu cũng nhận thấy rằng sở hữu nhà nước là một trong số các yếu tố giúp giảm thiểu biến động giá trên thị trường chứng khoán. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng tìm ra bằng chứng thực nghiệm về tác động của các biến kiểm soát khác đến thay đổi trong giá cổ phiếu. Các công ty có biến động lợi nhuận hoạt động cao qua các năm và sử

dụng nhiều nợ dài hạn trong cơ cấu vốn của mình thì giá cổ phiếu thay đổi nhiều hơn hay rủi ro hơn. Ngược lại, các công ty có quy mô lớn, tốc độ tăng trưởng cao thì giá thị trường ít thay đổi.

Ngoài những đóng góp nêu trên, nghiên cứu có thể tiếp tục được mở rộng để đánh giá tác động của chính sách cổ tức cũng như vai trò của các nhà đầu tư nước ngoài đến thị giá của các công ty thuộc các lĩnh vực ngành nghề khác nhau. Từ đó, đề xuất chính sách cổ tức và tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài phù hợp nhất với từng lĩnh vực, vì đặc trưng của mỗi lĩnh vực, ngành nghề là khác nhau. Thêm vào đó, các nhà nghiên cứu có thể kết hợp thị trường chứng khoán Việt Nam với các thị trường chứng khoán đang phát triển để đưa ra những nhận định chung về tác động của chính sách cổ tức, sở hữu nước ngoài lên giá cổ phiếu.

LỜI CẢM ƠN

Nghiên cứu này được tài trợ bởi Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh trong khuôn khổ Đề tài cấp cơ sở Mã số CS/2019-02, Quyết định giao đề tài số 425/QĐ ĐHKTL ngày 25 tháng 4 năm 2019.

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

HSX: Ho Chi Minh City Stock Exchange - Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM

HNX: Ha Noi Stock Exchange - Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội

OLS: Ordinary Least Square – Bình phương nhỏ nhất

FEM: Fixed Effect Model – Mô hình tác động cố định

REM: Random Effect Model – Mô hình tác động ngẫu nhiên

PCSE: Panel-Corrected Standard Errors - Hiệu chỉnh sai số dữ liệu bảng

TUYÊN BỐ XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Nhóm tác giả xin cam đoan rằng không có bất kì xung đột lợi ích nào trong công bố bài báo.

TUYÊN BỐ ĐÓNG GÓP CỦA CÁC TÁC GIẢ

Nhóm tác giả cùng nhau thực hiện bài nghiên cứu

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Hussainey K, Oscar MG, Chijoke-Mgbame AM. Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *The Journal of risk finance*. 2011;12(1):57–68. Available from: <https://doi.org/10.1108/15265941111100076>.
2. Beg AR, Anwar S. Detecting volatility persistence in GARCH models in the presence of the leverage effect. *Quantitative Finance*. 2012;14(12):2205–2213. Available from: <https://doi.org/10.1080/14697688.2012.716162>.
3. Miller MH, Modigliani F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *The Journal of Business*. 1961;34:411–433. Available from: <https://doi.org/10.1086/294442>.
4. Demsetz H. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*. 1983;26:375–390. Available from: <https://doi.org/10.1086/467041>.
5. Phung DN, Mishra AV. Ownership structure and firm performance: Evidence from Vietnamese listed firms. *Australian Economic Papers*. 2016;55(1):63–98. Available from: <https://doi.org/10.1111/1467-8454.12056>.
6. Quốc Hội. Hiến pháp nước Cộng hòa Xã hội Chủ nghĩa Việt Nam. 2013;.
7. Chính Phủ. Nghị định số 60/2015/NĐ-CP ngày 26 tháng 6 năm 2015. 2015;.
8. Nguyen T, Nguyen H, Tran Q, Le Q. Dividend policy and share price volatility: empirical evidence from Vietnam. *Accounting*. 2020;6(2):67–78. Available from: <https://doi.org/10.5267/j.ac.2019.12.006>.

9. Lintner J. The distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review*. 1956;46:97–113.
10. Gordon MJ, Shapiro E. Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management Science*. 1956;3:102–110. Available from: <https://doi.org/10.1287/mnsc.3.1.102>.
11. Al-Malkawi HA. Determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the Tobit model. *Journal of Economic and Administrative Sciences*. 2007;23(2):44–70. Available from: <https://doi.org/10.1108/10264116200700007>.
12. Petit RR. Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *Journal of Finance*. 1972;27:993–1007. Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1972.tb03018.x>.
13. Allen DE, Rachim VS. Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence. *Applied financial economics*. 1996;6(2):175–188. Available from: <https://doi.org/10.1080/096031096334402>.
14. Baskin J. Dividend policy and the volatility of common stocks. *The Journal of Portfolio Management*. 1989;15(3):19–25. Available from: <https://doi.org/10.3905/jpm.1989.409203>.
15. Thai TQ. Dividend policy and share price volatility in Vietnam stock market [Doctoral dissertation]. Ho Chi Minh City International University HCMC. 2014;.
16. Bae KH, Chan K, Ng A. Investibility and return volatility. *Journal of Financial Economics*. 2004;71(2):239–263. Available from: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00166-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00166-1).
17. Chen Z, Du J, Li D, Ouyang R. Does foreign institutional ownership increase return volatility? Evidence from China *Journal of Banking & Finance*. 2013;37(2):660–669. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.10.006>.
18. Wang J. The impact of foreign ownership on stock volatility in Indonesia. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*. 2013;42(3):493–509. Available from: <https://doi.org/10.1111/ajfs.12022>.
19. Chiang YC, Chan MH. Foreign ownership and firm-level stock return volatility in Taiwan. *Innovations*. 2019;14(3):261–269. Available from: [https://doi.org/10.21511/imfi.14\(3-1\).2017.10](https://doi.org/10.21511/imfi.14(3-1).2017.10).
20. Vo XV. Foreign ownership and stock return volatility-Evidence from Vietnam. *Journal of Multinational Financial Management*. 2015;30:101–109. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2015.03.004>.
21. Phan TKH, Tran NH. Dividend policy and stock price volatility in an emerging market: Does ownership structure matter? *Cogent Economics & Finance*. 2019;7(1). Available from: <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1637051>.
22. Parkinson M. The extreme value method for estimating the variance of the rate of return. *Journal of business*. 1980;61(65). Available from: <https://doi.org/10.1086/296071>.
23. Dichev ID, Tang VW. Earnings volatility and earnings predictability. *Journal of accounting and Economics*. 2009;47(1-2):160–181. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.09.005>.
24. Li D, Nguyen QN, Pham PK, Wei SX. Large foreign ownership and firm-level stock return volatility in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2011;46(4):1127–1155. Available from: <https://doi.org/10.1017/S0022109011000202>.
25. Vo XV. Does institutional ownership increase stock return volatility? Evidence from Vietnam *International Review of Financial Analysis*. 2016;45:54–61. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.02.006>.
26. Beck N, Katz JN. What to do (and not to do) with time-series cross-section data. *American political science review*. 1995;p. 634–647. Available from: <https://doi.org/10.2307/2082979>.