# TÁC ĐỘNG CỦA KINH NGHIỆM QUỐC TẾ CỦA THÀNH VIÊN HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ ĐẾN MỨC CHI TRẢ CỔ TỨC BẰNG TIỀN MẶT: NGHIÊN CỨU TẠI CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

**TS. Trần Tất Thành***

***Nghiên cứu này xem xét tác động của kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị đến mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt tại các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Dựa trên 4.657 quan sát của 430 công ty theo năm trong giai đoạn 2010-2023, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng với hiệu ứng cố định theo doanh nghiệp và năm, kết hợp sai số chuẩn bootstrap theo cụm doanh nghiệp nhằm đảm bảo độ tin cậy của kết quả. Kết quả thực nghiệm cho thấy kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị có tác động tích cực đến mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt, hàm ý rằng thành viên hội đồng quản trị có kinh nghiệm quốc tế thường theo đuổi định hướng quản trị minh bạch và thân thiện hơn với cổ đông. Kết quả nghiên cứu thể hiện tính nhất quán và độ vững cao khi được ước lượng bằng nhiều phương pháp hồi quy khác nhau. Nghiên cứu góp phần mở rộng bằng chứng thực nghiệm về vai trò của đặc điểm cá nhân nhà quản trị trong việc định hình chính sách cổ tức tại các thị trường mới nổi, đồng thời cung cấp hàm ý quan trọng cho doanh nghiệp, nhà đầu tư và cơ quan quản lý tại Việt Nam.***

• Từ khóa: *cổ tức bằng tiền mặt; kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị; quản trị doanh nghiệp; thị trường chứng khoán Việt Nam.*

*This study examines the impact of board directors' foreign experience on cash dividend payouts among non-financial firms listed on the Vietnamese stock market. Using a panel dataset of 4,657 firm-year observations from 430 companies over the period 2010-2023, the study employs panel regression models with firm and year fixed effects, combined with firm-clustered bootstrap standard errors to ensure the robustness of the results. The empirical findings indicate that board directors' foreign experience has a positive effect on cash dividend payouts, suggesting that board directors' foreign experience tends to pursue more transparent and shareholder-friendly governance orientations. The results remain consistent and robust across various regression specifications. This study contributes to the literature by extending empirical evidence on the role of managerial personal characteristics in shaping dividend policy in emerging markets, and provides important implications for firms, investors, and policymakers in Vietnam.*

• Key words: *cash dividends; board directors' foreign experience; corporate governance; Vietnam stock market.*

*JEL codes: G11, G32, G35*

*Ngày nhận bài: 21/01/2026*
*Ngày gửi phản biện: 22/02/2026*
*Ngày duyệt đăng: 29/3/2026*
*DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i310.51*

## 1. Giới thiệu

Trong các doanh nghiệp hiện đại, sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát làm phát sinh xung đột đại diện giữa cổ đông và nhà quản lý, đặc biệt nghiêm trọng tại các thị trường mới nổi với mức độ bảo vệ nhà đầu tư và minh bạch thông tin còn hạn chế (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Do đó, các cơ chế quản trị doanh nghiệp, trong đó có chính sách cổ tức, đóng vai trò quan trọng trong việc hạn chế hành vi cơ hội của nhà quản lý và bảo vệ lợi ích cổ đông.

Mặc dù lý thuyết bất liên quan của cổ tức cho rằng cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp trong điều kiện thị trường hoàn hảo (Miller & Modigliani, 1961), nhiều nghiên cứu cho thấy cổ tức tiền mặt giúp giảm chi phí đại diện thông qua việc hạn chế dòng tiền tự do và tăng cường giám sát bên ngoài, đặc biệt tại các quốc gia có mức độ bảo vệ nhà đầu tư thấp (Jensen & Meckling, 1976; La Porta và cộng sự, 2000). Tuy

** Đại học Kinh tế Quốc dân; email: trantatthanh@neu.edu.vn*

nhiên, chính sách cổ tức luôn hàm chứa sự đánh đổi giữa lợi ích ngắn hạn của cổ đông và nhu cầu đầu tư dài hạn (Bataineh, 2021).

Theo lý thuyết cấp bậc cao, các đặc điểm và kinh nghiệm của lãnh đạo cấp cao ảnh hưởng đáng kể đến các quyết định chiến lược và tài chính của doanh nghiệp (Hambrick & Mason, 1984). Trong bối cảnh toàn cầu hóa, kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị ngày càng được quan tâm do gắn với các chuẩn mực quản trị tiên tiến và mức độ minh bạch cao hơn, qua đó có thể tác động đến hiệu quả hoạt động và các chính sách doanh nghiệp, dù bằng chứng thực nghiệm còn chưa thống nhất (Giannetti và cộng sự, 2015; Duan & Hou, 2018).

Các nghiên cứu trước cho thấy kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị ảnh hưởng đến nhiều khía cạnh của doanh nghiệp như hiệu quả hoạt động, trách nhiệm xã hội, đổi mới sáng tạo, hiệu quả đầu tư, hành vi tránh thuế và đòn bẩy tài chính (Giannetti và cộng sự, 2015; Zhang & Dong, 2023; Nguyen & Ha, 2024; Huong & Vu, 2023). Tuy nhiên, các nghiên cứu về tác động của kinh nghiệm quốc tế đến chính sách tài chính, đặc biệt là chính sách cổ tức tiền mặt, vẫn còn hạn chế và chủ yếu tập trung vào Trung Quốc hoặc các nền kinh tế mới nổi lớn khác. Bằng chứng thực nghiệm cho thị trường Việt Nam hiện vẫn rất khan hiếm.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu hiện có chủ yếu xem xét mối liên hệ giữa kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị với hiệu quả hoạt động, đòn bẩy tài chính hoặc mức nắm giữ tiền mặt (Huong & Vu, 2023; Nguyen & Ha, 2024; Huong, 2025), trong khi vai trò của yếu tố này đối với chính sách chi trả cổ tức tiền mặt, một cơ chế quản trị quan trọng nhằm hạn chế chi phí đại diện và bảo vệ cổ đông, chưa được phân tích đầy đủ. Khoảng trống này đặc biệt đáng chú ý trong bối cảnh các thị trường mới nổi, nơi xung đột đại diện còn phổ biến và cơ chế bảo vệ nhà đầu tư chưa hoàn thiện (La Porta và cộng sự, 2000).

Do đó, nghiên cứu này tập trung xem xét tác động của kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị đến mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam, qua đó bổ sung bằng chứng thực nghiệm về quản trị doanh nghiệp trong các thị trường mới nổi và làm rõ vai trò của đặc điểm lãnh đạo trong việc định hình các quyết định tài chính.

Bài nghiên cứu gồm năm phần: Phần 1 giới thiệu bối cảnh nghiên cứu; Phần 2 tổng quan tài liệu và phát triển giả thuyết; Phần 3 trình bày dữ liệu và phương pháp; Phần 4 phân tích kết quả; và Phần 5 thảo luận và kết luận.

**2. Tổng quan các công trình nghiên cứu và xây dựng giả thuyết khoa học**

***2.1. Lý thuyết cấp bậc cao (Upper Echelons Theory)***

Theo Lý thuyết cấp bậc cao, các quyết định chiến lược của doanh nghiệp phản ánh đặc điểm cá nhân và kinh nghiệm của đội ngũ lãnh đạo cấp cao (Hambrick & Mason, 1984). Trong môi trường kinh doanh phức tạp, nhà quản lý thường dựa vào hệ thống nhận thức hình thành từ nền tảng và kinh nghiệm tích lũy, khiến các đặc điểm của thành viên hội đồng quản trị trở thành yếu tố quan trọng định hình hành vi quản trị và chính sách doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, nhiều nghiên cứu thực nghiệm cho thấy các đặc điểm của thành viên hội đồng quản trị, như giới tính, độ tuổi, trình độ học vấn và kinh nghiệm quốc tế, có ảnh hưởng đáng kể đến các quyết định chiến lược, bao gồm chính sách tài chính và chính sách cổ tức (Giannetti & cộng sự, 2015; Zhang & Dong, 2023).

***2.2. Kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị và hành vi doanh nghiệp***

Kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị được xem là một dạng vốn nhân lực và vốn nhận thức quan trọng, giúp tích lũy kiến thức quản trị, nâng cao năng lực chuyên môn và nhận thức về bảo vệ các bên liên quan (Giannetti và cộng sự, 2015; Zhang & Dong, 2023). Tuy nhiên, bằng chứng thực nghiệm còn chưa thống nhất: một số nghiên cứu ghi nhận tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động, đặc biệt tại các thị trường mới nổi (Giannetti và cộng sự, 2015; Huong & Vu, 2023), trong khi các nghiên cứu khác chỉ ra những hạn chế do khó thích nghi với thể chế trong nước hoặc thiếu mạng lưới xã hội địa phương (Li và cộng sự, 2012; Duan & Hou, 2018). Tại Việt Nam, Huong & Vu (2023) cho thấy tác động tích cực này rõ nét hơn khi thành viên hội đồng quản trị có thời gian tại nhiệm dài, hàm ý vai trò mang tính điều kiện của kinh nghiệm quốc tế trong bối cảnh thị trường mới nổi.

***2.3. Chính sách cổ tức tiền mặt và các vấn đề đại diện***

Chính sách cổ tức tiền mặt chủ yếu được giải thích bởi lý thuyết chi phí đại diện và dòng tiền tự do, theo đó chi trả cổ tức giúp hạn chế dòng tiền tự do, giảm đầu tư kém hiệu quả và xung đột đại diện (Jensen, 1986). Đồng thời, theo lý thuyết tín hiệu

và lý thuyết đáp ứng thị hiếu, cổ tức còn phản ánh kỳ vọng tích cực của ban lãnh đạo và đáp ứng sở thích của nhà đầu tư (Bhattacharya, 1979; Baker & Wurgler, 2004). Tại các thị trường mới nổi, cổ tức tiền mặt cũng có thể gắn với động cơ cơ hội của nhà quản lý nhằm củng cố vị thế cá nhân, ngay cả khi làm giảm đầu tư dài hạn (Xiaobao, 2024).

***2.4. Kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị và chính sách cổ tức tiền mặt***

Các nghiên cứu gần đây tiếp cận mối quan hệ giữa kinh nghiệm quốc tế của lãnh đạo và chính sách cổ tức tiền mặt dưới góc độ quản trị doanh nghiệp và chi phí đại diện, song bằng chứng thực nghiệm vẫn chưa thống nhất do khác biệt về bối cảnh thể chế và mức độ phát triển thị trường vốn. Một số nghiên cứu cho rằng kinh nghiệm nước ngoài có thể phát huy hiệu quả hạn chế trong môi trường thể chế yếu, do nhà quản lý hồi hương thiếu mạng lưới quan hệ địa phương hoặc khó thích nghi với thực tiễn trong nước (Li và cộng sự, 2012; Duan & Hou, 2018).

Ngược lại, nhiều nghiên cứu khác ghi nhận tác động tích cực của kinh nghiệm quốc tế đối với chất lượng quản trị và các quyết định bảo vệ cổ đông. Các nhà quản lý có kinh nghiệm nước ngoài được cho là góp phần chuyển giao thông lệ quản trị tiên tiến, nâng cao hiệu quả giám sát và thúc đẩy chi trả cổ tức tiền mặt, đặc biệt trong các doanh nghiệp có cơ chế quản trị yếu hoặc tại các thị trường mới nổi (Giannetti và cộng sự, 2015; Tao và cộng sự, 2022). Bằng chứng tại Việt Nam cũng cho thấy tác động tích cực này mang tính điều kiện và trở nên rõ nét hơn khi thành viên hội đồng quản trị có thời gian tại nhiệm dài hơn (Huong & Vu, 2023). Ngoài ra, Xiaobao (2024) nhấn mạnh vai trò chủ động của thành viên hội đồng quản trị trong việc sử dụng chính sách cổ tức như một công cụ quản trị và phát tín hiệu tới nhà đầu tư.

Tổng hợp các lập luận trên cho thấy, dù kết quả chưa hoàn toàn đồng thuận, lý thuyết và phần lớn bằng chứng thực nghiệm nghiêng về tác động tích cực của kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị đối với chính sách cổ tức tiền mặt, đặc biệt trong bối cảnh các thị trường mới nổi nơi xung đột đại diện còn phổ biến. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất giả thuyết sau:

***$H_1$:*** *Kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị có tác động tích cực đến mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.*

**3. Phương pháp nghiên cứu**

***3.1. Mô hình nghiên cứu***

Trong phần này, tác động của kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị đến cổ tức bằng tiền mặt được xem xét bằng cách ước lượng mô hình hồi quy cơ bản từ Phương trình (1) như sau:

$$\text{Cash dividend}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Foreign experience}_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó, $Cash\ dividend_{i,t}$ là biến phụ thuộc, đại diện cho cổ tức bằng tiền mặt của doanh nghiệp i tại năm t. Biến độc lập chính $Foreign\ experience_{i,t}$ phản ánh kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị tại doanh nghiệp i trong năm t. Hệ số là hằng số, trong khi đo lường mức độ và chiều hướng tác động của kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị đến chính sách cổ tức bằng tiền mặt.

$Control_{i,t}$ hợp các biến kiểm soát, được mô tả chi tiết trong Bảng 1, nhằm kiểm soát các đặc điểm tài chính và hoạt động của doanh nghiệp có thể ảnh hưởng đến chính sách cổ tức. *Year* đại diện cho các biến giả theo năm nhằm kiểm soát các cú sốc kinh tế và yếu tố vĩ mô theo thời gian, và là sai số ngẫu nhiên của mô hình.

***3.2. Các biến trong mô hình***

Nghiên cứu mô tả các biến sử dụng trong mô hình và thống kê mô tả các biến theo bảng sau:

**Bảng 1. Mô tả biến và thống kê mô tả**

| Biến | Ký hiệu | Mô tả biến | Tham chiếu | Nguồn dữ liệu | Số nhỏ nhất | Giá trị trung bình | Số lớn nhất |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Biến phụ thuộc** | | | | | | | |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt | Cash dividend | Tính toán bằng cách lấy cổ tức tiền mặt trên cổ phiếu phổ thông chia cho tổng tài sản | Bradford & cộng sự (2013) | Vietstock | 0 | 0,032 | 0,222 |
| **Biến độc lập** | | | | | | | |
| Kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị | Foreign Experience | tổng số thành viên học tập, làm việc hoặc đảm nhiệm chức vụ quản lý tại nước ngoài | Wu & Zhou (2022); Tao & cộng sự (2022) | FiinPro | 1 | 2,528 | 9 |
| **Biến kiểm soát** | | | | | | | |
| Quy mô công ty | Firmsize | Logarit của tổng tài sản | Bradford & cộng sự (2013) | Vietstock | 23,713 | 27,133 | 31,074 |
| Tuổi của doanh nghiệp | Firmage | Tuổi đời doanh nghiệp tính từ năm thành lập | Withisuphakorn & Jiraporn (2015) | Vietstock | 2 | 25,159 | 62 |
| Hiệu quả hoạt động | Firmperf | Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản | Agyei-Boapeah (2019) | Vietstock | -0,157 | 0,315 | 0,059 |
| Đòn bẩy tài chính | Leverage | Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản | Bradford & cộng sự (2013); Nguyen & Ha (2024) | Vietstock | 0,043 | 0,500 | 0,914 |
| Chất lượng kiểm toán | Audit quality | Biến giả nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp được kiểm toán bởi công ty thuộc BIG4 (PwC, Deloitte, EY, KPMG), và 0 nếu ngược lại | Cao & cộng sự (2019); Zhang & Dong (2023) | Vietstock | 0 | 0,236 | 1 |

### *3.3. Dữ liệu nghiên cứu*

Dữ liệu được thu thập từ báo cáo thường niên, báo cáo quản trị công ty, báo cáo tài chính kiểm toán và các cơ sở dữ liệu Vietstock, FiinPro. Biến giải thích chính là kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị, được thu thập từ tiểu sử lãnh đạo trong báo cáo quản trị hoặc website doanh nghiệp, bao gồm kinh nghiệm học tập, làm việc hoặc đảm nhiệm vị trí quản lý tại các tổ chức quốc tế. Phù hợp với các nghiên cứu trước (Giannetti và cộng sự, 2015; Wu & Zhou, 2022; Tao và cộng sự, 2022), một thành viên HĐQT được xem là có kinh nghiệm quốc tế nếu từng học tập, làm việc hoặc giữ chức vụ quản lý ở nước ngoài. Trên cơ sở cách tiếp cận của Giannetti và cộng sự (2015), nghiên cứu này đo lường kinh nghiệm nước ngoài của đội ngũ lãnh đạo thông qua tổng số thành viên học tập, làm việc hoặc đảm nhiệm chức vụ quản lý tại nước ngoài đang làm việc ở các nước ngoài Việt Nam.

Sau khi sàng lọc, mẫu nghiên cứu gồm 430 doanh nghiệp phi tài chính với 4.657 quan sát trong giai đoạn 2010-2023. Các biến liên tục được winsor hóa tại ngưỡng 1% và 99% nhằm hạn chế ảnh hưởng của giá trị ngoại lai.

### *3.4. Phương pháp nghiên cứu*

Nghiên cứu sử dụng phần mềm Stata 18 để xử lý và phân tích dữ liệu. Ban đầu, mô hình được ước lượng bằng hồi quy bình phương tối thiểu (Pooled OLS). Tuy nhiên, phương pháp này không kiểm soát được các đặc điểm không quan sát được nhưng cố định theo thời gian của từng doanh nghiệp, có thể dẫn đến sai lệch ước lượng trong dữ liệu bảng (Baltagi, 2005).

Do đó, nghiên cứu áp dụng mô hình hồi quy với hiệu ứng cố định theo doanh nghiệp và năm nhằm loại bỏ các yếu tố không quan sát được nhưng bất biến theo thời gian. Để đảm bảo độ tin cậy của các kiểm định thống kê, sai số chuẩn được ước lượng bằng phương pháp bootstrap theo cụm doanh nghiệp với 1.000 vòng lặp, qua đó khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan trong dữ liệu bảng. Ngoài ra, nghiên cứu tiến hành kiểm tra đa cộng tuyến thông qua hệ số VIF và so sánh kết quả giữa các đặc tả mô hình khác nhau nhằm đánh giá tính của các kết luận thực nghiệm.

## 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

### *4.1. Thống kê mô tả*

Dựa trên 4.657 quan sát, kết quả thống kê mô tả cho thấy mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt có giá trị trung bình 0,032 (dao động từ 0 đến 0,222), phản ánh mức chi trả còn thấp, phù hợp với đặc điểm tái đầu tư cao tại các thị trường mới nổi. Kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị đạt trung bình 2,528 năm (từ 1 đến 9 năm), cho thấy một bộ phận đáng kể có nền tảng quốc tế.

Về các biến kiểm soát, quy mô doanh nghiệp đạt trung bình 27,133, tuổi đời trung bình 25,159 năm, hiệu quả hoạt động 0,0315 và đòn bẩy tài chính 0,500, phản ánh mẫu nghiên cứu chủ yếu gồm các doanh nghiệp trung bình và lớn, hoạt động ổn định nhưng khả năng sinh lời còn khiêm tốn. Ngoài ra, khoảng 23,6% doanh nghiệp được kiểm toán bởi Big4, cho thấy vai trò đáng kể nhưng chưa chiếm ưu thế của kiểm toán chất lượng cao.

### *4.2. Kết quả hồi quy*

Nghiên cứu cho thấy kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị có tác động tích cực đến mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Kết quả này cho thấy thành viên hội đồng quản trị có trải nghiệm học tập, làm việc hoặc quản lý tại nước ngoài có xu hướng thúc đẩy doanh nghiệp chia sẻ lợi nhuận nhiều hơn cho cổ đông, phản ánh định hướng quản trị minh bạch và thân thiện với nhà đầu tư. Phát hiện này phù hợp với lý thuyết cấp bậc cao của Hambrick & Mason (1984), theo đó kinh nghiệm và nền tảng cá nhân của nhà quản trị cấp cao định hình các lựa chọn chiến lược và chính sách tài chính của doanh nghiệp. Các nghiên cứu thực nghiệm trước đây cũng cho thấy nhà quản lý có kinh nghiệm quốc tế thường gắn với chuẩn mực quản trị tốt hơn và các quyết định tài chính hướng tới bảo vệ lợi ích cổ đông (Giannetti & cộng sự, 2015).

**Bảng 2. Kết quả phân tích hồi quy và kiểm định đa cộng tuyến**

| Biến | (1) | (2) | (3) | VIF |
|---|---|---|---|---|
| | Cash dividend | | | |
| | | | | |
| Foreign Experience | 0,0020** | 0,0020** | 0,0020*** | 1,17 |
| | (0,0008) | (0,0008) | (0,0006) | |
| Firmsize | -0,0059*** | -0,0059*** | -0,0059** | 1,61 |
| | (0,0012) | (0,0012) | (0,0023) | |
| Firmage | 0,0004*** | 0,0004*** | 0,0004* | 1,01 |
| | (0,0001) | (0,0001) | (0,0002) | |
| Firmperf | 0,2258*** | 0,2258*** | 0,2258*** | 1,33 |
| | (0,0098) | (0,0170) | (0,0290) | |
| Leverage | -0,0242*** | -0,0242*** | -0,0242*** | 1,53 |
| | (0,0048) | (0,0058) | (0,0046) | |
| Audit quality | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 1,42 |
| | (0,0019) | (0,0020) | (0,0036) | |
| Trung bình VIF | | | | |
| Cố định doanh nghiệp | Có | Có | Có | 1,34 |
| Cố định năm | Không | Có | Không | |
| Cố định ngành | Không | Không | Có | |
| Số quan sát | 4.657 | 4.657 | 4.657 | |
| R2 điều chỉnh | 0,5812 | 0,5812 | 0,5812 | |

*Ghi chú: *, ** và *** lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.*

Tuổi đời doanh nghiệp có tác động tích cực đến chi trả cổ tức, phản ánh dòng tiền ổn định của các doanh nghiệp trưởng thành (Mueller, 1972), trong

khi đòn bẩy tài chính tác động tiêu cực do ưu tiên nghĩa vụ trả nợ (Jensen & Meckling, 1976). Hiệu quả hoạt động ảnh hưởng tích cực và mạnh đến cổ tức, khẳng định vai trò của khả năng sinh lời (Fama & French, 2001), còn quy mô doanh nghiệp có tác động ngược chiều do xu hướng giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư (Mueller, 1972). Cuối cùng, chất lượng kiểm toán không còn ý nghĩa thống kê trong mô hình hiệu ứng cố định, cho thấy tác động của Big4 đến chính sách cổ tức có thể mang tính gián tiếp hoặc phụ thuộc vào bối cảnh quản trị.

### *4.3. Kiểm tra độ chắc chắn của kết quả*

Bảng 3 khẳng định tính vững của kết quả nghiên cứu thông qua các đặc tả mô hình khác nhau với sai số chuẩn bootstrap. Biến kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị luôn có hệ số dương và ý nghĩa thống kê ở mức 5%, cho thấy kinh nghiệm quốc tế cao hơn gắn với mức chi trả cổ tức tiền mặt lớn hơn. Sự ổn định về dấu và mức ý nghĩa qua các mô hình phản ánh độ tin cậy của phát hiện chính. Nhìn chung, kết quả tại Bảng 3 củng cố tính nhất quán và độ vững của mối quan hệ giữa kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị và mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt.

**Bảng 3. Kết quả hồi quy với sai số chuẩn Boostrap 1.000 vòng lặp**

| Biến | (1) | (2) | (3) |
|---|---|---|---|
| | Cash dividend | | |
| Foreign Experience | 0,0020** | 0,0017** | 0,0017** |
| | (0,0008) | (0,0008) | (0,0008) |
| Firmsize | -0,0059*** | -0,0063*** | -0,0063*** |
| | (0,0014) | (0,0013) | (0,0013) |
| Firmage | 0,0004** | 0,0008 | 0,0008 |
| | (0,0002) | (0,0012) | (0,0012) |
| Firmperf | 0,2258*** | 0,2265*** | 0,2270*** |
| | (0,0174) | (0,0173) | (0,0172) |
| Leverage | -0,0242*** | -0,0242*** | -0,0240*** |
| | (0,0060) | (0,0060) | (0,0059) |
| Audit quality | 0,0029 | 0,0017 | 0,0016 |
| | (0,0021) | (0,0021) | (0,0021) |
| Cố định doanh nghiệp | Có | Có | Có |
| Cố định năm | Không | Có | Không |
| Cố định ngành | Không | Không | Có |
| Số quan sát | 4.657 | 4.657 | 4.657 |
| Hệ số R2 điều chỉnh | 0,5812 | 0,5973 | 0,5978 |

*Ghi chú: *, ** và *** lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.*

## 5. Kết luận và khuyến nghị

Nghiên cứu phân tích tác động của kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị đến mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt dựa trên 4.657 quan sát công ty theo năm của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2010-2023. Kết quả thực nghiệm cho thấy kinh nghiệm quốc tế của thành viên hội đồng quản trị có tác động tích cực và nhất quán đến mức chi trả cổ tức tiền mặt, phản ánh xu hướng quản trị minh bạch hơn và định hướng bảo vệ lợi ích cổ đông tại các doanh nghiệp có thành viên hội đồng quản trị có nền tảng quốc tế.

Dựa trên kết quả nghiên cứu, một số khuyến nghị được đề xuất. Doanh nghiệp nên cân nhắc yếu tố kinh nghiệm quốc tế khi lựa chọn thành viên hội đồng quản trị nhằm nâng cao chất lượng quản trị và thúc đẩy chính sách cổ tức thân thiện với cổ đông. Nhà đầu tư có thể sử dụng thông tin này như một tín hiệu bổ sung về mức độ minh bạch và cam kết chia sẻ lợi nhuận. Đồng thời, cơ quan quản lý cần hoàn thiện khung thể chế và cơ chế công bố thông tin để nâng cao tính minh bạch và bảo vệ nhà đầu tư. Những hàm ý này góp phần làm rõ vai trò của đặc điểm cá nhân nhà quản trị trong việc định hình chính sách cổ tức, đồng thời cung cấp bằng chứng thực nghiệm có giá trị cho các doanh nghiệp và nhà hoạch định chính sách trong bối cảnh thị trường mới nổi như Việt Nam.

## Tài liệu tham khảo:

*Agyei-Boapeah, H. (2019). Foreign acquisitions and firm performance: The moderating role of prior foreign experience. Global Finance Journal, 42, 100415. https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.02.001*

*Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A Catering Theory of Dividends. The Journal of Finance, 59(3), 1125-1165. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x*

*Baltagi, B. H. (2005). Econometric Analysis of Panel Data.*

*Bataineh, H. (2021). The impact of ownership structure on dividend policy of listed firms in Jordan. Cogent Business & Management, 8(1), 1863175. https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1863175*

*Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. The Bell Journal of Economics, 10(1), 259-270. https://doi.org/10.2307/3003330*

*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. https://doi.org/10.1016/j.iref.2013.01.003*

*Cao, F., Sun, J., & Yuan, R. (2019). Board directors with foreign experience and stock price crash risk: Evidence from China. Journal of Business Finance & Accounting, 46(9-10), 1144-1170. https://doi.org/10.1111/jbfa.12400*

*Duan, T., & Hou, W. (2018). Returnee CEOs Under Weak Institutions: Blessing or Curse? SSRN Electronic Journal. https://doi.org/10.2139/ssrn.3312913*

*Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? Journal of Financial Economics, 60(1), 3-43. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1*

*Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. Journal of Law and Economics, 26(2,), 327-349.*

*Giannetti, M., Liao, G., & Yu, X. (2015). The Brain Gain of Corporate Boards: Evidence from China. The Journal of Finance, 70(4), 1629-1682. https://doi.org/10.1111/jofi.12198*

*Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. The Academy of Management Review, 9(2), 193-206. https://doi.org/10.2307/258434*

*Huong, N. (2025). Kinh nghiệm quốc tế của ceo và lượng tiền mặt nắm giữ của doanh nghiệp. The University of Danang - Journal of Science and Technology, 13-17. https://doi.org/10.31130/ud-jst.2025.23(10A).367E*

*Huong, N. T., & Vu, H. P. (2023). CEO foreign experience and firm performance: Does CEO tenure matter? Tạp Chí Khoa Học và Công Nghệ - Đại Học Đà Nẵng, 7-11. https://doi.org/10.31130/ud-jst.2023.570E.12.2*

*Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. The American Economic Review, 76(2), 323-329.*

*Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X*

*La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. The Journal of Finance, 55(1), 1-33. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199*

*Li, H., Zhang, Y., Li, Y., Zhou, L.-A., & Zhang, W. (2012). Returnees Versus Locals: Who Perform Better in China's Technology Entrepreneurship? Strategic Entrepreneurship Journal, 6(3), 257-272. https://doi.org/10.1002/sej.1139*

*Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. The Journal of Business, 34(4), 411. https://doi.org/10.1086/294442*

*Mueller, D. C. (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. The Journal of Industrial Economics, 20(3), 199-219. https://doi.org/10.2307/2098055*

*Nguyen, T. H., & Ha, P. V. (2024). CEO foreign experience and firm leverage: Evidence from Vietnam. Cogent Business & Management, 11(1), 2401156. https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2401156*

*Tao, Q., Wei, K. C. J., Xiang, X., & Yi, B. (2022). Board directors' foreign experience and firm dividend payouts. Journal of Corporate Finance, 75, 102237. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2022.102237*

*Withisuphakorn, P., & Jiraporn, P. (2015). The effect of firm maturity on corporate social responsibility (CSR): Do older firms invest more in CSR? Applied Economics Letters, 23, 1-4. https://doi.org/10.1080/13504851.2015.1071464*

*Wu, Y. (Ava), & Zhou, S. (2022). Do firms practicing integrated reporting engage in less myopic behavior? International evidence on opportunistic earnings management. Corporate Governance: An International Review, 30(3), 290-310. https://doi.org/10.1111/corg.12401*

*Xiaobao, S. (2024). Does CEO Tenure Affect Cash Dividends? (SSRN Scholarly Paper 4982000). Social Science Research Network. https://doi.org/10.2139/ssrn.4982000*

*Zhang, Y., & Dong, L. (2023). Foreign experience of CEO and corporate social responsibility: Evidence from China. Frontiers in Environmental Science, 11. https://doi.org/10.3389/fenvs.2023.1103394*