

**BỘ GIÁO DỤC ĐÀO TẠO**

**ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG**

**CHU THỊ HẬU**

**NGHIÊN CỨU NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN  
CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC CỦA CÁC  
DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ  
TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI**

**Chuyên ngành: Tài chính Ngân hàng**

**Mã số: 60.34.02.01**

**TÓM TẮT LUẬN VĂN THẠC SĨ TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG**

**Đà Nẵng – Năm 2016**

Công trình được hoàn thành tại  
**ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG**

**Người hướng dẫn khoa học: PGS.TS. Trần Đình Khôi Nguyên**

Phản biện 1: PGS.TS. Lê Văn Huy

Phản biện 2: TS. Phạm Long

Luận văn đã được bảo vệ trước Hội đồng chấm Luận văn tốt nghiệp Thạc sĩ Tài chính Ngân hàng họp tại Đại học Đà Nẵng vào ngày 27 tháng 8 năm 2016.

Có thể tìm hiểu luận văn tại:

- Trung tâm thông tin học liệu – Đại học Đà Nẵng
- Thư viện Trường Đại học Kinh tế – Đại học Đà Nẵng

## MỞ ĐẦU

### 1. Tính cấp thiết của đề tài

Trong tài chính doanh nghiệp có ba quyết định cơ bản: quyết định đầu tư, quyết định tài trợ và quyết định chi trả cổ tức. Cả ba quyết định trên có liên hệ với nhau và hướng đến tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Chính sách chi trả cổ tức có những tác động rất lớn đến quá trình hoạt động, tồn tại và phát triển của doanh nghiệp trên nhiều phương diện. Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp thời gian qua nổi lên thành một trong những vấn đề được các nhà đầu tư rất chú trọng. Mỗi doanh nghiệp niêm yết sẽ theo đuổi những mục tiêu phát triển khác nhau nhằm mang lại lợi ích cho doanh nghiệp cũng như nhà đầu tư. Chính sách chi trả cổ tức sẽ tác động lớn đến quá trình hoạt động và tồn tại của doanh nghiệp. Trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu lý thuyết cũng như thực nghiệm liên quan đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả của một số nghiên cứu thực nghiệm cho thấy các nhân tố tác động rất đa dạng và chiều hướng tác động cũng không thống nhất. Ở Việt Nam, hiện vẫn chưa có nhiều nghiên cứu liên quan đến vấn đề này, nhưng cũng chưa có sự thống nhất về chiều hướng của các nhân tố tác động đến chính sách chi trả cổ tức. Đây là lý do mà đề tài này luôn được quan tâm trong giới học thuật về tài chính.

Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội là một trong hai sở giao dịch chứng khoán của Việt Nam. Mặc dù, được thành lập sau Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh nhưng Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội đã từng bước phát triển và hoàn thiện hơn, các doanh

nghiệp niêm yết tăng lên về cả số lượng và chất lượng, tạo niềm tin cho các nhà đầu tư. Vì vậy, để có thể nâng cao năng lực cạnh tranh, tối đa hóa giá trị doanh nghiệp thì cần phải xây dựng một chính sách chi trả cổ tức hợp lý.

Với lý do như vậy tôi xin chọn đề tài: ***“Nghiên cứu nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Hà Nội”***.

## **2. Mục tiêu nghiên cứu của đề tài**

- Xây dựng mô hình nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp.

- Nhận diện và nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Qua đó đưa ra các hàm ý chính sách có liên quan.

## **3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

- Đối tượng nghiên cứu: Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội.

- Phạm vi nghiên cứu:

Về không gian, đề tài nghiên cứu các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, ngoại trừ các doanh nghiệp thuộc ngành tài chính như ngân hàng thương mại, công ty tài chính, công ty bảo hiểm ...

Về thời gian, các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong khoảng thời gian 5 năm từ năm 2010 - 2014.

## **4. Phương pháp nghiên cứu**

- Phương pháp thu thập số liệu: Dựa trên các báo cáo tài chính

đã được kiểm toán của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2014, thu thập số liệu của các chỉ tiêu nghiên cứu liên quan đến các biến của mô hình. Số lượng doanh nghiệp trong nghiên cứu thống kê là 261.

- Phương pháp xử lý và phân tích thông tin: Luận văn sử dụng kỹ thuật phân tích dữ liệu bảng để xác định các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp.

### **5. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài**

- Ý nghĩa khoa học: Hệ thống hóa các nghiên cứu trước đây trên thế giới về chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp để làm cơ sở nghiên cứu cho đề tài.

- Ý nghĩa thực tiễn: Đề tài giúp xác định ảnh hưởng của các nhân tố đến chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Đồng thời, cung cấp bằng chứng thực nghiệm để các doanh nghiệp có thể xây dựng một chính sách chi trả cổ tức hợp lý, góp phần nâng cao giá trị của doanh nghiệp.

### **6. Kết cấu của đề tài**

Ngoài phần mở đầu và kết luận thì kết cấu đề tài gồm có 4 chương:

Chương 1: Cơ sở lý thuyết về chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp và các nhân tố ảnh hưởng.

Chương 2: Thiết kế nghiên cứu.

Chương 3: Kết quả nghiên cứu.

Chương 4: Kết luận và hàm ý chính sách.

### **7. Tổng quan tài liệu nghiên cứu**

## CHƯƠNG 1

### LÝ THUYẾT VỀ CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC CỦA DOANH NGHIỆP VÀ CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG

#### 1.1. CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC CỦA DOANH NGHIỆP

##### 1.1.1. Khái niệm về chính sách chi trả cổ tức

Cổ tức là phần lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp dùng để trả cho các chủ sở hữu của doanh nghiệp cổ phần.

Chính sách chi trả cổ tức là chính sách ấn định mức lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp được đưa ra phân phối như thế nào, bao nhiêu được giữ lại để tái đầu tư và bao nhiêu dùng để chi trả cổ tức cho các cổ đông.

##### 1.1.2. Trình tự chi trả cổ tức

Việc chi trả cổ tức của các doanh nghiệp cho các cổ đông có thể thực hiện một lần hoặc nhiều lần trong năm. Về cơ bản, trình tự chi trả cổ tức diễn ra với các mốc thời gian như sau:

- Ngày công bố chi trả cổ tức.
- Ngày đăng ký cuối cùng (ngày khóa sổ).
- Ngày không hưởng cổ tức (ngày giao dịch không có cổ tức).

##### 1.1.3. Các chỉ tiêu đo lường việc chi trả cổ tức

###### a. Cổ tức một cổ phần thường (*Dividend per Share - DPS*)

- Cổ tức một cổ phần là chỉ tiêu phản ánh mức thu nhập thực tế mà mỗi cổ phần được hưởng từ kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Cổ tức mỗi cổ phần được tính như sau:

$$DPS = \frac{\text{Tổng thu nhập cổ phần thường dùng để chi trả cổ tức}}{\text{Tổng số cổ phần thường}}$$

###### b. Tỷ lệ chi trả cổ tức (*Dividend payout ratio*)

- Tỷ lệ chi trả cổ tức cho biết doanh nghiệp quyết định dành ra

bao nhiêu % thu nhập một cổ phần thường để trả cổ tức.

$$\text{Tỷ lệ chi trả cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức được chi trả cho các cổ phần thường hàng năm}}{\text{Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)}}$$

### *c. Tỷ suất cổ tức (Dividend Yield)*

- Tỷ suất cổ tức phản ánh tỷ lệ giữa cổ tức và giá trị thị trường của cổ phiếu, hay là tỷ lệ cổ tức mà nhà đầu tư nhận được so với số tiền mà họ phải trả để mua cổ phiếu đó.

$$\text{Tỷ suất cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức được chi trả cho các cổ phần thường hàng năm}}{\text{Giá trị thị trường của mỗi cổ phần}}$$

## **1.1.4. Phương thức chi trả cổ tức**

### *a. Phương thức chi trả cổ tức bằng tiền*

Cổ tức bằng tiền là dạng cổ tức mà doanh nghiệp lấy ra từ lợi nhuận ròng có được chia cho cổ đông dưới dạng tiền mặt (hoặc chuyển khoản).

### *b. Phương thức chi trả cổ tức bằng cổ phiếu*

Trả cổ tức bằng cổ phiếu là cách thức doanh nghiệp phát hành thêm những cổ phiếu của chính doanh nghiệp đó tương ứng với phần giá trị lợi nhuận sau thuế dành cho việc trả cổ tức và phân phối cho cổ đông theo tỷ lệ cổ phần hiện họ đang nắm giữ.

### *c. Trả cổ tức bằng tài sản khác*

## **1.2. CÁC LÝ THUYẾT LIÊN QUAN ĐẾN CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC**

### **1.2.1. Lý thuyết của Modigliani & Miller (1961)**

Theo lý thuyết Modigliani & Miller (M&M), chính sách chi trả cổ tức không làm ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp trên thị trường vốn hoàn hảo, dựa trên các giả định: Thị trường không có thuế,

không có chi phí giao dịch, không có chi phí phát hành, chính sách đầu tư và tài trợ ổn định và thị trường là hoàn hảo.

Như vậy, chính sách chi trả cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp mà giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào quyết định của nhà đầu tư.

### **1.2.2. Lý thuyết chính sách chi trả cổ tức tiền mặt cao**

Với lý thuyết chính sách chi trả cổ tức tiền mặt cao (Bird-in-the-hand), Gordon (1963) khẳng định rằng các cổ đông không muốn rủi ro khi đầu tư thì họ có thể thích một mức cổ tức nào đó hơn là hứa hẹn lãi vốn trong tương lai vì cổ tức là các thu nhập thường xuyên, chắc chắn trong khi lãi vốn trong tương lai ít chắc chắn hơn.

### **1.2.3. Lý thuyết về chi phí đại diện và dòng tiền tự do**

Trong môi trường thông tin bất đối xứng thì mâu thuẫn này sẽ làm phát sinh chi phí đại diện. Theo Easterbrook (1984), việc chi trả cổ tức có thể được sử dụng để giảm dòng tiền tự do trong tay của các nhà quản lý, việc thanh toán cổ tức sẽ buộc các nhà quản lý phải tiếp cận thị trường vốn để huy động vốn.

### **1.2.4. Lý thuyết tín hiệu**

Theo lý thuyết này thì một công bố chi trả cổ tức chứa thông tin về đánh giá của ban quản lý về khả năng sinh lợi, thu nhập và tăng trưởng tương lai của doanh nghiệp.

## **1.3. CƠ SỞ NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC**

### **1.4. CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC**

#### **1.4.1. Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)**

Thu nhập trên mỗi cổ phần phản ánh mức thu nhập từ kết quả hoạt động kinh doanh trên mỗi cổ phần thường trong niên độ kế toán



của doanh nghiệp. Nhân tố này chỉ ra rằng EPS càng cao thì cổ tức có khả năng chi trả càng lớn.

#### **1.4.2. Khả năng sinh lời**

Khả năng sinh lời phản ánh hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Theo lý thuyết tín hiệu thì công bố chính sách chi trả cổ tức là hàm chứa thông tin về khả năng sinh lời, thu nhập của doanh nghiệp. Vì vậy, khi khả năng sinh lời của doanh nghiệp càng cao thì các nhà quản lý sẽ có xu hướng hoạch định mức chi trả cổ tức cao hơn để nhằm làm tăng giá trị doanh nghiệp.

#### **1.4.3. Quy mô doanh nghiệp**

Doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì uy tín trên thị trường tín dụng càng cao. Vì vậy, các doanh nghiệp lớn thường dễ dàng tiếp cận thị trường vốn hơn các doanh nghiệp có quy mô nhỏ. Do đó, các doanh nghiệp lớn không nhất thiết giữ lợi nhuận để mở rộng sản xuất kinh doanh và tài trợ cho các dự án.

#### **1.4.4. Cơ hội tăng trưởng**

Những doanh nghiệp tăng trưởng nhanh và có nhiều cơ hội tăng trưởng thường có nhu cầu vốn lớn để tài trợ cho các cơ hội đầu tư mới. Vì vậy, doanh nghiệp thường giữ lại phần lớn lợi nhuận để tái đầu tư và hạn chế việc chia cổ tức cũng như phát hành cổ phiếu mới ra công chúng.

#### **1.4.5. Cấu trúc vốn**

Nguồn vốn tài trợ của doanh nghiệp có thể được tài trợ bằng nợ hay vốn chủ sở hữu. Để giảm gánh nặng trả nợ thì doanh nghiệp sẽ sử dụng phần lớn lợi nhuận sau thuế để trả nợ, kết quả là những doanh nghiệp này thường có tỷ suất cổ tức thấp hơn.

#### **1.4.6. Khả năng thanh toán hiện hành**

Khả năng thanh toán hiện hành của doanh nghiệp là chỉ tiêu

phản ánh dòng tiền của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có hệ số khả năng thanh toán hiện hành càng cao thì có xu hướng sẽ trả mức cổ tức cao hơn.

#### **1.4.7. Cổ tức quá khứ**

Theo lý thuyết tín hiệu thì sự thay đổi trong chính sách chi trả cổ tức năm trước sẽ ảnh hưởng đến tâm lý của các nhà đầu tư về triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp. Vì vậy, chính sách chi trả cổ tức năm trước sẽ ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức năm nay.

#### **1.4.8. Tuổi của doanh nghiệp**

Tuổi của doanh nghiệp cũng là một nhân tố được xét đến khi nghiên cứu hành vi chi trả cổ tức của các doanh nghiệp. Một doanh nghiệp mới thành lập thì nên hạn chế việc chi trả cổ tức để có thể tận dụng vốn cho hoạt động mở rộng kinh doanh ngược lại với những doanh nghiệp đã hoạt động lâu năm hơn.

#### **1.4.9. Biến số kinh tế vĩ mô**

*a. Chỉ số giá tiêu dùng*

*b. Lãi suất ngân hàng*

## CHƯƠNG 2

### THIẾT KẾ NGHIÊN CỨU

#### 2.1. MÔ HÌNH KHÁI NIỆM VÀ GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

##### 2.1.1. Mô hình khái niệm

Trên cơ sở các nhân tố được chọn đưa vào nghiên cứu, tác giả sẽ chia các nhân tố thành ba nhóm nhân tố gồm: Nhóm khả năng sinh lời (thu nhập trên mỗi cổ phần, khả năng sinh lời và cổ tức quá khứ); nhóm cấu trúc tài chính (cấu trúc vốn và khả năng thanh toán hiện hành); nhóm các đặc trưng hoạt động của doanh nghiệp (quy mô doanh nghiệp, tuổi doanh nghiệp, cơ hội tăng trưởng); nhóm yếu tố vĩ mô (lãi suất ngân hàng và chỉ số CPI).

##### 2.1.2. Giả thuyết nghiên cứu

###### *a. Thu nhập trên mỗi cổ phần*

Giả thuyết 1: Thu nhập trên mỗi cổ phần có quan hệ cùng chiều với tỷ suất cổ tức.

###### *b. Khả năng sinh lời*

Giả thuyết 2: Khả năng sinh lời có quan hệ cùng chiều với tỷ suất cổ tức.

###### *c. Quy mô doanh nghiệp*

Giả thuyết 3: Quy mô doanh nghiệp có quan hệ cùng chiều với tỷ suất cổ tức.

###### *d. Cơ hội tăng trưởng*

Giả thuyết 4: Cơ hội tăng trưởng có quan hệ ngược chiều với tỷ suất cổ tức.

###### *e. Cấu trúc vốn*

Giả thuyết 5: Doanh nghiệp có hệ số nợ càng cao thì tỷ suất cổ

tức càng thấp.

**f. Khả năng thanh toán hiện hành**

Giả thuyết 6: Khả năng thanh toán hiện hành có quan hệ cùng chiều với tỷ suất cổ tức.

**g. Cổ tức quá khứ**

Giả thuyết 7: Cổ tức năm trước có quan hệ cùng chiều với tỷ suất cổ tức năm nay.

**h. Tuổi của doanh nghiệp**

Giả thuyết 8: Tuổi của doanh nghiệp có quan hệ cùng chiều với tỷ suất cổ tức.

**i. Chỉ số CPI**

Giả thuyết 9: Chỉ số CPI có quan hệ ngược chiều với tỷ suất cổ tức.

**j. Lãi suất ngân hàng**

Giả thuyết 10: Lãi suất ngân hàng có quan hệ ngược chiều với tỷ suất cổ tức.

**2.2. THIẾT KẾ ĐO LƯỜNG CÁC BIẾN**

**2.2.1. Biến phụ thuộc**

Các chỉ tiêu để đo lường việc chi trả cổ tức thường sử dụng là cổ tức một cổ phần thường, tỷ lệ chi trả cổ tức và tỷ suất cổ tức. Tại Việt Nam, các doanh nghiệp niêm yết thường trả cổ tức bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu và thường được đo lường thông qua chỉ tiêu tỷ suất cổ tức bằng tỷ lệ giữa cổ tức được chi trả cho các cổ phần thường hàng năm và giá trị thị trường mỗi cổ phần

**2.2.2. Biến độc lập**

	<b>Biến</b>	<b>Cách tính</b>
<b>Biến phụ thuộc</b>	Tỷ suất cổ tức (DY)	Cổ tức được chi trả cho các cổ phần thường hàng năm/ Giá trị thị trường mỗi cổ phần

	<b>Biến</b>	<b>Cách tính</b>
<b>Biến độc lập</b>	Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)	Tổng lợi nhuận sau thuế/ Tổng số cổ phần thường
	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA)	Tổng lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản
	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)	Tổng lợi nhuận sau thuế /Vốn chủ sở hữu
	Quy mô doanh nghiệp (SIZE)	SIZE = Log(Doanh thu thuần)
	Cơ hội tăng trưởng (GROW)	Doanh thu năm t – Doanh thu năm t-1/ Doanh thu năm t-1
	Cấu trúc vốn (CAP)	Nợ phải trả/Tổng tài sản
	Khả năng thanh toán hiện hành (CR)	Tài sản ngắn hạn) / (Nợ ngắn hạn)
	Cổ tức quá khứ (DYt-1)	(Cổ tức được chi trả cho các cổ phần thường năm t-1) / (Giá trị thị trường mỗi cổ phần năm t-1)
	Tuổi của doanh nghiệp (Age)	Tuổi của doanh nghiệp được tính từ khi doanh nghiệp thành lập đến năm 2014
	Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)	Chỉ số CPI được sử dụng và số liệu do Tổng cục thống kê Việt Nam công bố giai đoạn 2010-2014
Lãi suất ngân hàng (IR)	Lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 12 tháng	

## **2.3. CHỌN MẪU, PHƯƠNG PHÁP XỬ LÝ SỐ LIỆU VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU**

### **2.3.1. Chọn mẫu**

Nghiên cứu này là nghiên cứu thực nghiệm. Thông tin được thu thập từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và các Thông báo chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn từ trước năm 2010 đến năm 2014.

Các doanh nghiệp được lựa chọn vào mẫu nghiên cứu phải thỏa mãn những yêu cầu sau:

- Các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE trước năm 2010 và vẫn còn hoạt động giao dịch chứng khoán đến hết năm 2014 (loại trừ các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng, tài chính, chứng khoán, bảo hiểm).

- Đến thời điểm nghiên cứu các công ty đã hoàn thành việc thông báo chi trả cổ tức năm 2014 (chỉ xét trường hợp chi trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc tiền mặt).

### **2.3.2. Phương pháp xử lý số liệu**

*a. Sử dụng Mô hình ảnh hưởng cố định (FEM)*

*b. Sử dụng Mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM)*

*c. Sử dụng kiểm định Hausman lựa chọn mô hình FEM hay mô hình REM*

### **2.3.3. Mô hình đề nghị**

$$DY = C_i + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 CAP_{it} + \beta_7 CR_{it} + \beta_8 DY_{t-1it} + \beta_9 Age_{it} + \beta_{10} CPI_{it} + \beta_{11} IR_{it} + uit$$

## **CHƯƠNG 3**

### **KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU**

#### **3.1. THỰC TRẠNG CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI GIAI ĐOẠN 2010-2014**

##### **3.1.1. Đặc điểm chính sách chi trả cổ tức các doanh nghiệp**

Tỷ suất cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HNX giai đoạn 2010-2014 tương đối thấp (11,62%) và có sự khác biệt lớn giữa các doanh nghiệp với nhau với độ lệch chuẩn là 12,06%. Năm 2010, các doanh nghiệp có xu hướng trả cổ tức nhiều hơn và giảm dần qua các năm do kinh tế khó khăn ảnh hưởng đến tăng trưởng của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, có những doanh nghiệp vẫn duy trì tỷ suất cổ tức cao và ổn định qua các năm như HGM, LHC, QTC.

##### **3.1.2. Số liệu có tính so sánh theo thời gian, theo các đặc trưng của doanh nghiệp**

Có thể nhận thấy rằng các doanh nghiệp có tỷ suất cổ tức tập trung nhiều ở mức 5% - 15% trong giai đoạn 2010 - 2014 và cao nhất đạt 36,02% vào năm 2012; tuy nhiên lại có xu hướng sụt giảm qua các năm 2013 và 2014. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp có tỷ suất cổ tức thấp ở mức 0% - 5% có xu hướng tăng mạnh qua các năm, cụ thể là năm 2010 là 11,49% và đến năm 2013 thì đạt 41,76% và chiếm tỷ trọng cao nhất trong các mức chi trả cổ tức. Số lượng doanh nghiệp có mức chi trả cổ tức 15% - 20% và trên 20% trong giai đoạn này có xu hướng sụt giảm và chiếm tỷ trọng thấp, cụ thể năm các doanh nghiệp chi trả cổ tức ở mức 15% - 20% chiếm 24,9% nhưng đến năm 2014 thì chỉ còn 15,71%, còn với mức chi trả trên 20% cũng

sụt giảm từ 27,97% xuống còn 15,71%. Qua biểu đồ ta nhận thấy, qua 5 năm, các doanh nghiệp có xu hướng không chi trả cổ tức hoặc chi trả ở mức cổ tức thấp.

Nghiên cứu theo ngành kinh tế, chúng ta có thể thấy rằng ở mỗi ngành nghề có một mức chi trả cổ tức bình quân khác nhau. Ngành thực phẩm và ngành thương mại là hai ngành có mức chi trả bình quân cao nhất trong giai đoạn này, lần lượt là 20,19% và 19,78%; tiếp theo là các ngành: nhựa - bao bì đạt 16,22%, dược phẩm - y tế - hóa chất đạt 16,08%.

### **3.2. ĐẶC ĐIỂM CÁC NHÂN TỐ DỰ TÍNH ẢNH HƯỞNG ĐẾN CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC**

#### **3.2.1. Thu nhập trên mỗi cổ phần**

Theo bảng dữ liệu 3.2, nhóm doanh nghiệp có EPS dưới 1000 đồng có tỷ suất cổ tức bình quân thấp nhất là 2,34%, nhóm doanh nghiệp có EPS từ 1000 đồng đến 2000 đồng có tỷ suất cổ tức bình quân là 9,93%, nhóm doanh nghiệp có tỷ suất cổ tức bình quân cao nhất đạt 20,52% là nhóm doanh nghiệp có EPS trên 2000 đồng. Như vậy, những doanh nghiệp có thu nhập trên mỗi cổ phần càng cao thì có xu hướng trả cổ tức nhiều hơn so với những doanh nghiệp có thu nhập trên mỗi cổ phần thấp.

#### **3.2.2. Khả năng sinh lời**

Bảng dữ liệu 3.3 cho thấy, những doanh nghiệp có ROA dưới 5% thì có tỷ suất cổ tức bình quân thấp nhất là 6,23%. Những doanh nghiệp có ROA từ 5% đến 10%. Còn lại các doanh nghiệp có ROA lớn hơn 10% có tỷ suất cổ tức bình quân cao nhất đạt 25,24%. Qua phân tích cho thấy những doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh cao thì có khuynh hướng trả cổ tức nhiều hơn so với những doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh thấp.



### **3.2.3. Nhân tố quy mô doanh nghiệp**

Dựa vào bảng mô tả dữ liệu 3.4, ta nhận thấy, nhóm các doanh nghiệp có doanh thu dưới 200 tỷ đồng có tỷ suất cổ tức bình quân thấp nhất là 9,39%, nhóm có doanh thu từ 200 tỷ đồng đến 500 có tỷ đồng suất cổ tức bình quân là 13,31% và nhóm có doanh thu trên 500 tỷ đồng có tỷ suất cổ tức bình quân cao nhất là 13,55%. Như vậy, các doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì có khuynh hướng chi trả cổ tức nhiều hơn các doanh nghiệp có quy mô nhỏ.

### **3.2.4. Cơ hội tăng trưởng**

Những doanh nghiệp tăng trưởng doanh thu dưới 10% có tỷ suất cổ tức bình quân là 9,97%, nhóm doanh nghiệp có doanh thu tăng trưởng từ 10% đến 20% có tỷ suất cổ tức bình quân là 13,49% và những doanh nghiệp tăng trưởng doanh thu trên 20% có tỷ suất cổ tức bình quân cao nhất là 13,55%. Như vậy, doanh nghiệp có doanh thu tăng trưởng nhanh thì có xu hướng trả cổ tức nhiều hơn.

### **3.2.5. Cấu trúc vốn**

Những doanh nghiệp có tỷ suất nợ dưới 30% thì có tỷ suất cổ tức bình quân là 11,43%; còn những doanh nghiệp có tỷ suất nợ từ 30% đến 50% có tỷ suất cổ tức bình quân cao nhất đạt 13,02%; còn lại những doanh nghiệp sử dụng vốn nợ nhiều trên 50% thì có mức tỷ suất cổ tức bình quân thấp nhất ở mức 11,15%. Như vậy, có thể thấy những doanh nghiệp vay nợ nhiều thì chi trả cổ tức ít hơn.

### **3.2.6. Khả năng thanh toán hiện hành**

Theo bảng 3.7, nhóm doanh nghiệp có khả năng thanh toán hiện hành thấp dưới 1,5 lần thì có tỷ suất cổ tức bình quân là 10,68%, những doanh nghiệp có khả năng thanh toán hiện hành từ 1,5 lần đến 3 lần có tỷ suất cổ tức bình quân cao nhất là 13,08%; những doanh nghiệp có khả năng thanh toán hiện hành cao nhất trên 3 lần thì có tỷ suất cổ tức bình

quân là 12,63%. Điều này chưa thể hiện rõ mối quan hệ giữa khả năng thanh toán hiện hành và tỷ suất cổ tức của doanh nghiệp.

### **3.2.7. Cổ tức quá khứ**

Những doanh nghiệp có tỷ suất cổ tức năm trước thấp dưới 10% có tỷ suất cổ tức bình quân là 5,64%, nhóm doanh nghiệp có cổ tức quá khứ từ 10% đến 20% thì có tỷ suất cổ tức bình quân cao hơn là 12,28% và nhóm doanh nghiệp chi trả cổ tức cao trong quá khứ trên 20% thì có tỷ suất cổ tức bình quân cao nhất đạt 23,88%. Như vậy, những doanh nghiệp có cổ tức quá khứ càng cao thì doanh nghiệp thì sẽ trả cổ tức nhiều hơn.

### **3.2.8. Tuổi của doanh nghiệp**

Nhóm doanh nghiệp mới hoạt động dưới 5 năm có mức tỷ suất cổ tức bình quân là 12,85%, nhóm doanh nghiệp hoạt động từ 5 năm đến 10 năm thì có tỷ suất cổ tức bình quân thấp hơn là 11,43%, nhóm doanh nghiệp còn lại có thời gian hoạt động trên 10 năm thì có tỷ suất cổ tức bình quân thấp nhất chỉ là 10,95%. Như vậy, doanh nghiệp có thời gian hoạt động càng dài thì chỉ trả cổ tức càng ít.

### **3.2.9. Lạm phát**

Năm 2010, lạm phát ở mức 9,19% thì tỷ suất cổ tức bình quân của các doanh nghiệp là 15,86%; đến năm 2011 lạm phát tăng cao lên 18,58% thì tỷ suất cổ tức bình quân của các doanh nghiệp là 12,55%; năm 2012 lạm phát giảm xuống còn 9,21% thì tỷ suất cổ tức bình quân của các doanh nghiệp tiếp tục giảm xuống còn 10,27% và đến năm 2013, 2014 lạm phát ở mức thấp lần lượt là 6,60%, 4,09%, tỷ suất cổ tức bình quân của các doanh nghiệp giảm thấp còn 9,6%, 9,77%.

### **3.2.10. Lãi suất ngân hàng**

Lãi suất ngân hàng năm 2010 là 12,8% thì tỷ suất cổ tức bình quân của các doanh nghiệp là 15,86%; Năm 2011, lãi suất ngân hàng

tăng lên 13% trong khi tỷ suất cổ tức giảm còn 12,55%. Trong các năm tiếp theo, lạm phát liên tục sụt giảm do nền kinh tế suy thoái thì tỷ suất cổ tức của doanh nghiệp cũng tiếp tục sụt giảm đến năm 2014 là ở mức 9,77%.

### 3.3. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

#### 3.3.1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Từ bảng 3.12, ta nhận thấy ở mỗi nhân tố thì sự chênh lệch giữa giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất rất lớn và độ lệch chuẩn đều ở mức cao. Như nhân tố EPS có giá trị lớn nhất là 24.608 đồng, giá trị nhỏ nhất là -9,075 đồng với độ lệch chuẩn 2.830,9 đồng. Nhân tố SIZE có giá trị lớn nhất là 1.222,47 tỷ đồng, giá trị nhỏ nhất là 0,467 tỷ đồng với độ lệch chuẩn 1.970 đồng.

#### 3.3.2. Ma trận hệ số tương quan

Qua bảng 3.13, Xét tương quan giữa biến phụ thuộc và biến độc lập thì ta thấy tất cả các biến độc lập đều có tương quan với biến phụ thuộc ở các mức độ khác nhau. Trong đó, có 5 biến có quan hệ khá lớn với tỷ suất cổ tức là biến EPS, biến ROA, biến ROE, biến SIZE, biến DYt-1. Các biến còn lại có mối tương quan tương đối thấp.

Xét về mối tương quan giữa các biến độc lập, ta nhận thấy các biến CPI và IR có mối tương quan chặt chẽ với; biến ROA, ROE và EPS. Các biến còn lại có quan hệ tương quan thấp. Giữa 2 biến CPI và IR, ta chọn biến IR; với nhân tố khả năng sinh lời, giữa hai biến ROA và ROE, ta chọn biến ROA.

Mô hình hồi quy thể hiện ảnh hưởng của các nhân tố đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp là:  $DY = C_i + \beta_1EPS_{it} + \beta_2ROA_{it} + \beta_3SIZE_{it} + \beta_4GROW_{it} + \beta_5CAP_{it} + \beta_6CR_{it} + \beta_7DY_{t-1it} + \beta_8Age_{it} + \beta_9IR_{it} + u_{it}$

### 3.3.3. Kết quả mô hình ảnh hưởng cố định (FEM)

Nhân tố thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) có hệ số góc  $\beta_1 = 0,0000243$  và có ý nghĩa thống kê với  $\alpha = 1\%$ . Như vậy, thu nhập trên mỗi cổ phần có mối quan hệ thuận chiều với tỷ suất cổ tức với mức ý nghĩa 1%. Kết quả này phù hợp với giả thuyết đã đặt ra.

Nhân tố khả năng sinh lời (ROA) có hệ số góc  $\beta_2 = 0,201666$  và P-value = 0,0131. Hệ số hồi quy trong mô hình có ý nghĩa thống kê với  $\alpha = 5\%$ . Như vậy, tỷ suất cổ tức và khả năng sinh lời của doanh nghiệp có mối quan hệ thuận chiều với mức ý nghĩa 5%, kết quả này phù hợp với giả thuyết đặt ra.

Nhân tố quy mô doanh nghiệp (SIZE) có hệ số góc  $\beta_3 = 0,067589$  và P-value = 0,0001, điều này cho thấy hệ số hồi quy trong mô hình có ý nghĩa thống kê với  $\alpha = 1\%$ . Như vậy, nhân tố quy mô doanh nghiệp có quan hệ thuận chiều với tỷ suất cổ tức, kết quả này hoàn toàn phù hợp với giả thuyết đặt ra.

Nhân tố cơ hội tăng trưởng (GROW): có hệ số  $\beta_4 = -0,002351$  và P-value = 0,4838. Hệ số của mô hình hồi quy không có ý nghĩa thống kê.

Nhân tố cấu trúc vốn (CAP): có hệ số  $\beta_5 = -0,006699$  và P-value = 0,9119. Hệ số của mô hình hồi quy không có ý nghĩa thống kê.

Nhân tố khả năng thanh toán hiện hành (CR): có hệ số  $\beta_6 = -0,009355$  và P-value = 0,4361. Hệ số của mô hình hồi quy không có ý nghĩa thống kê.

Nhân tố cổ tức quá khứ (DYt-1): có hệ số  $\beta_7 = 0,080652$  và P-value = 0,0002. Hệ số của mô hình hồi quy có ý nghĩa thống kê với  $\alpha = 1\%$ . Kết quả này phù hợp với giả thuyết đặt ra.

Nhân tố tuổi của doanh nghiệp (Age): có hệ số  $\beta_8 = -0,177318$

và P-value = 0,0000. Hệ số của mô hình hồi quy có ý nghĩa thống kê với  $\alpha = 1\%$ .

Nhân tố lãi suất ngân hàng (IR): có hệ số  $\beta_9 = -0,806921$  và P-value = 0,0014. Hệ số của mô hình hồi quy có ý nghĩa thống kê với  $\alpha = 1\%$ . Kết quả này phù hợp với giả thuyết đặt ra.

### **3.3.4. Kết quả mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM)**

Theo bảng kết quả 3.15 ta thấy, các nhân tố có thể giải thích được 63,09% sự biến động của tỷ suất cổ tức, thấp hơn so với mô hình ảnh hưởng cố định.

Nhân tố thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) có hệ số góc  $\beta_1 = 0,0000296$  và có ý nghĩa thống kê với  $\alpha = 1\%$ .

Nhân tố khả năng sinh lời (ROA) có hệ số góc  $\beta_2 = 0,491389$  và P-value = 0,0000. Hệ số hồi quy trong mô hình có ý nghĩa thống kê với  $\alpha = 1\%$ .

Nhân tố quy mô doanh nghiệp (SIZE) có hệ số góc  $\beta_3 = 0,016063$  và P-value = 0,0031, điều này cho thấy hệ số hồi quy trong mô hình có ý nghĩa thống kê với  $\alpha = 1\%$ .

Nhân tố cơ hội tăng trưởng (GROW): có hệ số  $\beta_4 = -0,003801$  và P-value = 0,1761. Hệ số của mô hình hồi quy không có ý nghĩa thống kê.

Nhân tố cấu trúc vốn (CAP): có hệ số  $\beta_5 = 0,048419$  và P-value = 0,0606. Hệ số của mô hình hồi quy có ý nghĩa với  $\alpha = 10\%$ .

Nhân tố khả năng thanh toán hiện hành (CR): có hệ số  $\beta_6 = -0,000273$  và P-value = 0,9659. Hệ số của mô hình hồi quy không có ý nghĩa thống kê.

Nhân tố cổ tức quá khứ (DYt-1): có hệ số  $\beta_7 = 0,294251$  và P-value = 0,0000. Hệ số của mô hình hồi quy có ý nghĩa thống kê với  $\alpha = 1\%$ . Kết quả này phù hợp với giả thuyết đặt ra.

Nhân tố tuổi của doanh nghiệp (Age): có hệ số  $\beta_8 = -0,013554$  và P-value = 0,0175. Hệ số của mô hình hồi quy có ý nghĩa thống kê với  $\alpha = 5\%$ .

Nhân tố lãi suất ngân hàng (IR): có hệ số  $\beta_9 = 0,150704$  và P-value = 0,1269. Hệ số của mô hình hồi quy không có ý nghĩa thống kê.

### **3.3.5. Sử dụng kiểm định Hausman lựa chọn mô hình**

Từ bảng kết quả 3.16, ta có (Prob. > ) = 0,0006 < 0,05, bác bỏ  $H_0$ . Mô hình ảnh hưởng cố định thích hợp hơn để nghiên cứu nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức.

### **3.3.6. Phân tích kết quả nghiên cứu mô hình được lựa chọn**

Từ bảng 3.17, ta thấy được mối quan hệ giữa các nhân tố: Thu nhập trên mỗi cổ phần, khả năng sinh lợi, quy mô doanh nghiệp, cổ tức quá khứ, tuổi của doanh nghiệp, lãi suất ngân hàng và tỷ suất cổ tức của doanh nghiệp. Mô hình đưa ra như sau:

$$DY = 0,042225 + 0,0000242EPS + 0,211171ROA + 0,060823SIZE + 0,083713DY_{t-1} - 0,175636Age - 0,804369IR$$

#### **Nhận xét kết quả nghiên cứu:**

Thu nhập trên mỗi cổ phần của doanh nghiệp có tác động thuận chiều (+) đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với giả thuyết đặt ra. Điều này cho thấy, khi quyết định chính sách chi trả cổ tức thì nhà quản lý thường dựa trên thu nhập của doanh nghiệp để xác định mức chi trả cổ tức hợp lý.

Khả năng sinh lời của doanh nghiệp có tác động thuận chiều (+) đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với giả thuyết đặt ra.

Quy mô của doanh nghiệp có tác động thuận chiều (+) với tỷ suất cổ tức của doanh nghiệp. Kết quả phù hợp với giả thuyết đặt ra,

các doanh nghiệp có quy mô càng lớn sẽ dễ dàng hơn trong việc tiếp cận càng nguồn vốn khác nhau.

Cổ tức quá khứ của doanh nghiệp có tác động thuận chiều (+) đến tỷ suất cổ tức của doanh nghiệp. Điều này có thể lý giải rằng các nhà quản lý sẽ hạn chế việc sụt giảm tỷ suất cổ tức trong năm nay so với năm.

Tuổi của doanh nghiệp có tác động ngược chiều với (-) đến tỷ suất cổ tức của doanh nghiệp. Kết quả này không phù hợp với giả thuyết đặt ra, điều này có thể lý giải do các doanh nghiệp có thời gian hoạt động càng lâu thì uy tín trên thị trường càng lớn, vì vậy các nhà quản lý có thể cân nhắc với mức chi trả cổ tức thấp hơn so với các doanh nghiệp mới thành lập để sử dụng nguồn vốn tài trợ cho các dự án khác mà không tác động quá lớn đến tâm lý của nhà đầu tư.

Lãi suất ngân hàng trên thị trường có tác động ngược chiều với tỷ suất cổ tức của doanh nghiệp. Điều này phù hợp với lý thuyết đặt ra, khi nền kinh tế đang tăng trưởng nhanh thì lãi suất ngân hàng cao, lúc này các doanh nghiệp sẽ ưu tiên giữ lại lợi nhuận để tài trợ cho cơ hội đầu tư mới hơn là chi trả cổ tức.

## CHƯƠNG 4

### CÁC HÀM Ý CHÍNH SÁCH TỪ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

#### 4.1. KẾT LUẬN

Đề tài nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Hà Nội và đưa ra một số kết luận như sau:

Chính sách cổ tức là rất quan trọng đối với sự phát triển của doanh nghiệp vì nó trực tiếp ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Thực tế, các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Hà Nội chủ yếu vẫn là các doanh nghiệp nhỏ và vừa; vì vậy, tỷ suất cổ tức giai đoạn 2010 - 2014 vẫn ở mức thấp, chủ yếu dưới 15%, trung bình là 11,62%. Điều này cho thấy các doanh nghiệp vẫn ưu tiên hơn trong việc sử dụng lợi nhuận để đầu tư mở rộng sản xuất, kinh doanh.

Từ kết quả nghiên cứu, chúng ta thấy có 6 nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức doanh nghiệp gồm: thu nhập trên mỗi cổ phần, khả năng sinh lời, cổ tức quá khứ, quy mô doanh nghiệp, tuổi của doanh nghiệp và lãi suất ngân hàng.

Nhóm các nhân tố khả năng sinh lời bao gồm: tỷ suất lợi nhuận của tổng tài sản, thu nhập trên mỗi cổ phần và cổ tức quá khứ có quan hệ thuận chiều với chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Điều này cho thấy, những doanh nghiệp có khả năng sinh lời càng cao thì các nhà quản trị có nhiều cơ hội và lựa chọn hơn trong việc hoạch định chính sách chi trả cổ tức.

Nhân tố quy mô của doanh nghiệp có quan hệ thuận chiều với chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Những doanh nghiệp có quy mô lớn hơn thường có uy tín hơn trên thị trường nên việc tiếp cận các nguồn vốn cũng thuận lợi hơn. Những doanh nghiệp lớn



thường có dòng tiền lớn và tính thanh khoản tốt. Vì vậy, các doanh nghiệp này thường sẽ trả cổ tức cao hơn nhằm giữ vững uy tín của doanh nghiệp.

Tuổi của doanh nghiệp và lãi suất ngân hàng có quan hệ ngược chiều với chính sách chi trả cổ tức. Tuổi của doanh nghiệp là nhân tố tác động đến tâm lý của nhà đầu tư, nhà đầu tư có thể lựa chọn những doanh nghiệp có tuổi đời lâu hơn mặc dù tỷ suất cổ tức thấp hơn các doanh nghiệp mới thành lập vì họ tin rằng các doanh nghiệp này là bền vững hơn khi đã trải qua một thời gian dài hoạt động. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp hoạt động lâu đời thường biết cách tiết kiệm chi phí hơn và dễ dàng tiếp cận với các nguồn vốn khác. Vì vậy, họ thường sẽ trả cổ tức thấp hơn các doanh nghiệp mới thành lập.

## **4.2. CÁC HÀM Ý CHÍNH SÁCH**

Chính sách cổ tức sẽ tác động đến giá trị doanh nghiệp nên nó là yếu tố rất quan trọng đối với các nhà quản lý. Để có thể tăng mức chi trả cổ tức, doanh nghiệp cần phải tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh do khả năng sinh lời có quan hệ cùng chiều với chính sách chi trả cổ tức. Vì mối quan hệ cùng chiều với cổ tức năm trước nên doanh nghiệp cần phải thận trọng khi quyết định sách chi trả cổ tức hiện tại. Các doanh nghiệp có thời gian hoạt động lâu đời hơn thì cần phải có một chính sách cổ tức hợp lý nhằm giữ vững uy tín trên thị trường vì tuổi của doanh nghiệp càng lớn thì càng có xu hướng trả cổ tức ít hơn do đã đạo được niềm tin với các nhà đầu tư sau thời gian dài hoạt động. Yếu tố vĩ mô luôn tác động đến mọi doanh nghiệp, mặc dù không thể tác động đến yếu tố vĩ mô nhưng các nhà quản lý doanh nghiệp có thể dự đoán xu hướng biến động để từ đó xây dựng một chính sách chi trả cổ tức hợp lý, nhằm hạn chế những tác động tiêu cực và phát huy những tác động tích cực. Chính sách chi trả cổ

tức sẽ trực tiếp tác động đến tâm lý của nhà đầu tư. Có những nhà đầu tư thích một chính sách cổ tức ổn định được duy trì, nhưng có những nhà đầu tư lại thích những doanh nghiệp có chiến lược và ưu tiên đầu tư phát triển nhằm tăng giá trị doanh nghiệp trong tương lai để họ có thể thu nguồn lãi vốn. Vì vậy, các nhà quản lý cần phải xây dựng một chính sách cổ tức hợp lý và mục tiêu nhằm hướng đến những đối tượng đầu tư nào nhằm tạo điều kiện thuận lợi nhất cho sự phát triển bền vững của doanh nghiệp trong tương lai. Như vậy, các nhà quản lý phải cân đối giữa lợi ích của các nhà đầu tư và cơ hội đầu tư của doanh nghiệp để xây dựng chính sách chi trả cổ tức hợp lý. Các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội chủ yếu là các doanh nghiệp nhỏ và vừa với thời gian hoạt động chưa lâu nên các doanh nghiệp ưu tiên việc giữ lại lợi nhuận tái đầu tư hơn là chi trả cổ tức nên tỷ suất cổ tức còn ở mức thấp, chưa thu hút được các nhà đầu tư. Vì vậy, thay vì sử dụng hầu hết nguồn lợi nhuận giữ lại để đầu tư thì doanh nghiệp cần phải tiếp cận với các nguồn vốn khác như vay nợ, phát hành cổ phiếu mới.

### **4.3. HẠN CHẾ CỦA ĐỀ TÀI**

Đề tài chỉ nghiên cứu nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức trong phạm vi những doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Hà Nội. Bên cạnh đó, các số liệu thu thập trong nghiên cứu các số liệu từ báo cáo tài chính kiểm toán của doanh nghiệp nhưng khoảng thời gian còn ngắn, có thể dẫn đến sự sai lệch khi xây dựng và kiểm định mô hình hồi quy. Các nhân tố được lựa chọn để nghiên cứu vẫn chưa hoàn toàn bao quát hết các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức. Vì vậy, trong tương lai, nghiên cứu có thể mở rộng ra phạm vi trên thị trường Việt Nam và xét đến các nhân tố phi tài chính bên trong doanh nghiệp.