

## CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC BẰNG TIỀN MẶT TẠI VIỆT NAM

ThS. Ngô Vũ Mai Ly

Khoa Kinh tế, Trường Đại học Xây dựng Miền Trung

### Tóm tắt

Chính sách cổ tức được xem là một trong những quyết định "đau đầu" nhất trong quản trị tài chính của công ty cổ phần. Chính sách cổ tức có tác động đến giá cổ phiếu của công ty, nguồn tiền công ty có thể sử dụng để tái đầu tư và có ảnh hưởng đến nguồn thu nhập của các cổ đông hiện hành. Một thông điệp mà những nhà quản trị thường lấy đó làm mục tiêu ứng xử là: "chính sách cổ tức phải có tính ổn định, không thay đổi thất thường và phải đặc biệt thận trọng trước khi quyết định thay đổi một chính sách cổ tức này bằng một chính sách cổ tức khác".

Chính sách chi trả cổ tức có vai trò rất quan trọng đối với một công ty niêm yết, vậy để đưa ra chính sách chi trả cổ tức thì nhà quản lý công ty căn cứ trên những nhân tố nào? Các nhân tố đó ảnh hưởng như thế nào đến tỷ lệ chi trả cổ tức của doanh nghiệp đang niêm yết?

### Từ khoá

Cổ tức, chính sách chi trả cổ tức, dòng tiền hoạt động, kích cỡ công ty, dòng tiền tự do, doanh thu.

### 1. Tổng quan về cổ tức và chính sách cổ tức của các công ty niêm yết

- Cổ tức là phần lợi nhuận sau thuế của công ty dành để trả cho những người chủ sở hữu (cổ đông). Cổ tức có thể được trả bằng tiền mặt (dạng phổ biến nhất), cũng có thể được trả bằng cổ phiếu hay tài sản. [2, tr.95]

- Tỷ lệ chi trả cổ tức: Tỷ lệ chi trả cổ tức là một tỷ số phản ánh công ty trả cổ tức bao nhiêu phần cho cổ đông từ lợi nhuận sau thuế. [2, tr.105]

Cách tính:

$$\text{Tỷ lệ chi trả cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức}}{\text{Thu nhập ròng (cùng thời kỳ)}}$$

#### \* Các phương thức trả cổ tức

Không có quy định nào về mặt pháp lý bắt buộc các công ty phải trả cổ tức cho các cổ đông của nó cả, ngay cả công ty làm ăn có lãi cũng vậy. Hội đồng quản trị có thể tăng, giảm, hoặc từ bỏ việc trả cổ tức.

Cổ tức thường được trả theo quý, theo tháng, nửa năm hoặc một năm. Công ty có thể trả cổ tức dưới rất nhiều dạng: trả cổ tức bằng tiền mặt là dạng phổ biến nhất, ngoài ra công ty có thể trả cổ tức dưới dạng cổ phiếu hoặc tài sản,...

#### \* Chính sách cổ tức

Ba dạng chính sách tài chính quan trọng quyết định sự tồn tại, phát triển và thịnh vượng của công ty là chính sách tài trợ, chính sách đầu tư và chính sách cổ tức.

Chính sách cổ tức liên quan tới việc xác định lượng tiền mặt dùng để trả cổ tức cho các cổ đông thường của công ty. Chính sách cổ tức, chính sách tài trợ và đầu tư có mối liên hệ chặt chẽ với nhau, bởi vì việc trả cổ tức sẽ làm giảm khoản lợi nhuận công ty giữ lại để tái đầu tư, vì thế ảnh hưởng đến nhu cầu huy động vốn bên ngoài của công ty.

### \* **Tâm quan trọng của chính sách cổ tức**

Mặc dù xếp ưu tiên thấp hơn so với chính sách tài trợ và chính sách đầu tư, nhưng các nhà quản lý tài chính thường tỏ ra thận trọng và có những xem xét đặc biệt khi lựa chọn chính sách cổ tức cho công ty họ, vì những lý do chủ yếu sau:

*Thứ nhất*, chính sách phân chia cổ tức ảnh hưởng trực tiếp đến lợi ích của các cổ đông. Bởi lẽ, thông thường đại bộ phận cổ đông đầu tư vào công ty đều mong đợi được trả cổ tức. Vì thế, việc tăng giảm hoặc cắt cổ tức của mỗi công ty sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến giá cổ phiếu của công ty trên thị trường.

*Thứ hai*, chính sách phân chia cổ tức ảnh hưởng quan trọng đến sự phát triển của công ty. Kinh nghiệm của công ty cổ phần ở nhiều nước cho thấy lợi nhuận giữ lại chiếm một tỷ lệ đáng kể nguồn vốn bên trong của công ty (bao gồm tiền khấu hao và lợi nhuận giữ lại) dành cho sự đầu tư tăng trưởng. Trong khi đó, định hướng phân chia cổ tức ở mức nào sẽ quyết định số lợi nhuận giữ lại.

Chính vì những lý do trên, những nhà lãnh đạo và quản lý công ty luôn cân nhắc, xem xét chính sách phân chia cổ tức sao cho hợp lý và phù hợp với tình hình và xu thế phát triển của công ty.

## **2. Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức**

### \* **Mô hình nghiên cứu tác động của các nhân tố đến chính sách chi trả cổ tức**

Kể từ khi nghiên cứu của **Miller và Modigliani** (1961) công bố không có sự liên quan giữa cổ tức và giá trị công ty, nhiều nhà kinh tế tài chính đã thực hiện các nghiên cứu khác nhau và đi đến kết luận khác nhau về tác động của chi trả cổ tức đến sự giàu có của các cổ đông. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng hầu hết các nhà quản lý tin rằng cổ tức sẽ ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của họ trên thị trường. Vì vậy, các nhà quản lý và các nhà kinh tế đã dành nhiều thời gian để nghiên cứu các yếu tố quyết định đến chính sách chi trả cổ tức và thiết lập một chính sách cho mình. [10, tr.15]

**Graham và Dodd** (1951) và **Gordon** (1959) lập luận rằng: bằng cách chi trả cổ tức sẽ giảm rủi ro trong việc sử dụng dòng tiền tự do. Lập luận chỉ ra thực tế là rủi ro của công ty được xác định theo quyết định đầu tư chứ không theo quyết định tài trợ. Gordon (1959) lập luận cổ tức hiện tại có giá trị hơn lãi vốn trong tương

lai, ông đưa ra công thức

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

(trong đó:  $P_0$  là giá cổ phiếu,  $D_1$  là cổ tức tiền mặt,  $g$  là tốc độ tăng trưởng công ty,  $k_s$  là chi phí vốn). [10, tr.25]

**Mô hình Lintner** (1956) đã chỉ ra rằng thông qua chính sách cổ tức của một công ty, cổ đông có thể xác định kết quả hoạt động của công ty. Nhà quản lý sẽ không cắt giảm cổ tức trừ khi các nhà quản lý dự đoán có mức lợi nhuận cao trong tương lai. Mô hình hành vi của Lintner phản ánh rằng một sự thay đổi cổ tức phụ thuộc vào sự khác biệt về mục tiêu trả cổ tức và thanh toán cổ tức của năm trước. Mười ba năm sau, **Baker et al** (1985) dựa trên mô hình của Lintner thực hiện một cuộc khảo sát chỉ ra 4 yếu tố quyết định quan trọng đến chính sách cổ tức đó là dòng tiền tự do, giá cổ phiếu, chi phí vốn và tốc độ tăng trưởng công ty. Để kiểm tra sự phù hợp của mô hình Lintner trên thị trường Hy Lạp, Joannos và Filippas (1997) đã phân tích chính sách cổ tức của 34 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Athens trong giai đoạn 1972 – 1988, kết quả thực nghiệm của họ kết luận rằng mô hình của Lintner là đúng với các công ty được nghiên cứu. [10, tr.26]

### \* **Lựa chọn mô hình về ảnh hưởng của các nhân tố tác động đến chính sách chi trả cổ tức tại Việt Nam**

Từ quá trình tìm hiểu về các nhân tố tác động đến chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt nghiên cứu bởi các tác giả khác, kết hợp với việc phân tích các công ty niêm yết trên sàn HOSE, tác giả nhận thấy:

- Trong các mô hình nghiên cứu về sự tác động của các nhân tố lên thị trường

chứng khoán, có 4 nhân tố cốt lõi thường xuyên xuất hiện đó là Dòng tiền hoạt động, dòng tiền tự do, kích thước công ty và tốc độ tăng trưởng doanh thu.

- Đối với các thị trường chứng khoán đã phát triển ổn định thì các sự tác động của các nhân tố lên chính sách chi trả cổ tức có mối quan hệ tương đồng với lý thuyết đã mô tả.

Dựa trên các lý thuyết: Cổ tức giảm rủi ro cho nhà đầu tư, chi phí đại diện và vấn đề dòng tiền tự do, tín hiệu, hiệu ứng nhóm khách hàng tác giả lựa chọn các biến độc lập có thể giúp để xem xét việc chi trả cổ tức ở Việt Nam có gắn với lý thuyết hay không. Tuy nhiên, do những hạn chế của thị trường Việt Nam, chỉ có một số lý thuyết được lựa chọn để phân tích.

Bảng 2.1. Lý thuyết cổ tức không được xem xét trên thị trường chứng khoán Việt Nam

STT	Lý thuyết	Giải thích
1	Cổ tức giảm rủi ro cho nhà đầu tư	Thị trường chứng khoán Việt Nam còn nhỏ lẻ và còn non trẻ so với các thị trường chứng khoán khác trên thế giới, giá cổ phiếu thường thay đổi nhiều trong một năm. Vì vậy, mối quan hệ giữa cổ tức và giá trị doanh nghiệp không được xem xét với trường hợp thị trường chứng khoán Việt Nam.
2	Hiệu ứng nhóm khách hàng	Nhóm khách hàng trên thị trường chứng khoán Việt Nam chưa đa dạng, hầu hết lượng cổ phiếu tập trung vào tay một số nhóm khách hàng nhất định, các nhóm khách hàng như hưu trí, các quỹ phụ nữ,... chưa mạnh dạn tham gia thị trường chứng khoán, nên lý thuyết chưa được xét đến trong đề tài.

Trong các lý thuyết về cổ tức, xét trên thị trường Việt Nam có hai lý thuyết là Chi phí đại diện, Dòng tiền tự do và lý thuyết Tín hiệu có sự tác động mạnh và rõ rệt nhất. Theo lý thuyết tín hiệu và chi phí đại diện có nhiều nhân tố tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức như chỉ tiêu số lượng tài sản cố định của doanh nghiệp, quyền kiểm soát công ty, quyền kiểm soát nội bộ, rủi ro thị trường, lạm phát, lãi suất ngân hàng, biến đổi dòng tiền (CFV), dòng tiền tự do (FCF), kích thước công ty (SIZE), tốc độ tăng trưởng của doanh thu (GROW), tỷ lệ nợ, chương trình mua lại chứng khoán...

Dựa trên các mô hình phân tích thực nghiệm khác thì các nhân tố trên cũng được chứng minh có sự tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Xét trên điều kiện thị trường Việt Nam ta thấy:

- Thị trường chứng khoán Việt Nam là thị trường chứng khoán mới nổi, thành phần tham gia thị trường chưa đa dạng, các quy định, chính sách pháp luật về

chứng khoán chưa cụ thể. Cổ đông hầu hết chưa có kiến thức nhiều về cổ tức, đa phần đều đánh giá giá trị của công ty thông qua dòng tiền hoạt động cũng như dòng tiền tự do mà công ty đó công bố. Chính vì vậy yếu tố dòng tiền tự do có tác động nhiều đến quyết định chi trả cổ tức của các doanh nghiệp.

- Đa phần các công ty tham gia thị trường chứng khoán Việt Nam là các công ty có quy mô vừa và nhỏ nên các công ty cần nhiều tiền cho các hoạt động đầu tư, việc chú trọng quảng bá hình ảnh công ty nhằm tăng doanh thu cũng rất cần thiết. Vì những điều trên mà ban quản lý công ty hay sử dụng tỷ lệ cổ tức nhằm đánh bóng hình ảnh công ty của mình thông qua sự tác động của các biến quy mô công ty và tốc độ tăng trưởng doanh thu. Chính vì vậy mà yếu tố dòng tiền hoạt động, doanh thu của công ty cũng như tốc độ tăng trưởng doanh thu được nhiều nhà đầu tư quan tâm khi quyết định chính sách chi trả cổ tức tại Việt Nam.

Bảng 2.2. Lý thuyết cổ tức không được xem xét trên thị trường chứng khoán Việt Nam

STT	Lý thuyết	Biến độc lập	Mối quan hệ với POR theo lý thuyết
1	Chi phí đại diện và Dòng tiền tự do	FCF	+/-
		SIZE	+/-
2	Thông tin hay Tín hiệu	CFV	+/-
		GROW	+/-

Từ các đặc điểm trên, xét trên điều kiện thị trường Việt Nam chưa có nghiên cứu thực nghiệm nào nghiên cứu sự tác động của 4 nhân tố: dòng tiền hoạt động, dòng tiền tự do, kích thước công ty và sự tăng trưởng doanh thu lên chính sách chi trả cổ tức trong giai đoạn 2008 -2012 tác giả đã xây dựng mô hình về ảnh hưởng của 4 nhân tố lên chính sách chi trả cổ tức tại Việt Nam.

Mô hình tác giả đề xuất như sau:

$$POR_{it} = \alpha_i + \beta_1 CFV_{it} + \beta_2 FCF_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GROW_{it} + u_{it}$$

Trong đó:

i: số lượng các công ty

t: từ năm 2008 đến năm 2012

$\alpha_i$ : là hệ số chặn của danh mục i

$\beta_2...5$ : là các hệ số độ dốc

$u_{it}$ : Sai số ngẫu nhiên

Bảng 2.3. Mô tả cách tính toán các biến

Ký hiệu	Tên biến	Cách tính
$POR_{it}$	Tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty i trong năm thứ t	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Được tính bằng cổ tức tiền mặt chia cho Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) của công ty i trong năm thứ t.</li> <li>- Cổ tức tiền mặt được lấy trên Báo cáo tài chính hàng năm của mỗi công ty.</li> <li>- EPS cơ bản = Lãi chia cho cổ đông / số lượng CP đang lưu hành bình quân trong kỳ. Lãi chia cổ đông được tạm tính từ mức lãi sau thuế trừ cho lãi phải trả cho cổ đông CP ưu đãi và phần chia cho đối tác trong liên doanh, góp vốn khác. Chưa trừ phần trích lập các quỹ (Quỹ dự phòng tài chính, đầu tư phát triển,...) nếu chưa có quy định của pháp luật. Số lượng CP đang lưu hành bình quân trong kỳ là đại lượng bình quân trọng số theo số ngày. Tổng số ngày trong kỳ là số ngày thực tế theo lịch, bao gồm cả ngày lễ và ngày nghỉ.</li> </ul>
$CFV_{it}$	Biến đổi dòng tiền hoạt động năm thứ t của công ty i	Được tính bằng tỷ lệ dòng tiền hoạt động (OCF) chia cho Tổng tài sản của công ty i, trong năm thứ t. Trong đó: $OCF = EBIT + \text{Khấu hao} - \text{Thuế}$ ; Tổng tài sản được lấy trên bảng cân đối kế toán năm t.
$FCF_{it}$	Dòng tiền tự do năm thứ t của công ty i	Được tính bằng Tỷ lệ dòng tiền tự do trên tổng tài sản của công ty i, trong năm thứ t. Trong đó: Dòng tiền tự do = dòng tiền hoạt động thuần - đầu tư vào vốn hoạt động; Tổng tài sản được lấy trên bảng cân đối kế toán năm t.

<b>SIZE<sub>it</sub></b>	Kích thước của công ty i trong năm thứ t	Được tính bằng log tổng doanh thu của công ty i, trong năm thứ t.
<b>GROW<sub>it</sub></b>	Tốc độ tăng trưởng doanh thu của công ty i trong năm thứ t	$GROW_{it} = \frac{Doanh\ thu_{it} - Doanh\ thu_{i(t-1)}}{Doanh\ thu_{it}}$

Tác giả cũng xây dựng các giả thuyết cho mô hình đề xuất như sau:

Giả thuyết H1: Có mối tương quan tỷ lệ nghịch giữa CFV và POR.

Giả thuyết H2: Có mối tương quan tỷ lệ thuận giữa FCF và POR.

Giả thuyết H3: Có mối tương quan tỷ lệ thuận giữa SIZE và POR.

Giả thuyết H4: Có mối tương quan tỷ lệ nghịch giữa GROW và POR.

Dựa vào các nhân tố tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức và các giả thuyết, tác giả sử dụng mô hình hồi quy kinh tế lượng để xem xét các nhân tố tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán TP. Hồ Chí Minh.

*Bảng 2.4. Tóm tắt các kết quả lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm các nhân tố tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức của doanh nghiệp*

Nhân tố tác động	Lý Thuyết	Kết quả thực nghiệm	Các nghiên cứu thực nghiệm liên quan
<b>CFV</b>	+/-	-	Pettit (1988), Kate & Noe (1990), Bradley (1999), Jarrell & Kim (1984), Jianguo Chen (2009).
<b>FCF</b>	+/-	+	Jensen (1986), Lintner (1956), Baker et al (1985), Joannos và Filippas (1997), Mohanty (1999), Lazo (1999), Ricardo (2004), Henk (2006), Jianguo Chen
<b>SIZE</b>	+/-	+	Smith (1977), Loyd, Jahera & Page (1995), Jesen & Meckling (1967), Kester (1986), Rajan and Zingales (1995), Wald (1999), Booth et al. (2001), Jianguo Chen (2009).
<b>GROW</b>	+/-	-	Rozeff (1982), Kester (1986), Rajan and Zingales (1995), Kim and Sorensen (1996), Wald (1999), Ozkan (2001), Cassar and Holmes (2003), Jianguo Chen (2009).

Dấu "+" nghĩa là các nhân tố có tương quan thuận với tỷ lệ chi trả cổ tức và dấu "-" nghĩa là các nhân tố có tương quan nghịch với tỷ lệ chi trả cổ tức.

#### \* Phân tích tương quan (Correlation)

Mô hình được xây dựng với giả định không có mối tương quan giữa các biến độc lập. Đầu tiên, tác giả đo lường mối quan hệ giữa các biến định lượng. Về mối quan hệ giữa biến phụ thuộc POR và các biến độc lập CFV, FCF, SIZE, GROW. Các số liệu được lấy qua các năm 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 của 112 mẫu trên thị trường HOSE. Sử dụng một số thống kê có tên là hệ số tương quan Pearson (ký hiệu là r) để lượng hóa mức độ chặt chẽ giữa các mối liên hệ tuyến tính giữa 2

biến định lượng. Trị tuyệt đối của r cho biết mức độ chặt chẽ của mối liên hệ tuyến tính. Giá trị tuyệt đối của r tiến gần đến 1 khi hai biến có mối tương quan tuyến tính chặt chẽ. Giá trị r > 0 thì đường thẳng dốc lên, r < 0 đường thẳng dốc xuống, r = 0 chỉ ra rằng hai biến không có mối liên hệ tuyến tính (không có mối quan hệ tuyến tính không có nghĩa là 2 biến đó không có mối liên hệ, do đó hệ số tương quan tuyến tính chỉ nên được sử dụng để biểu thị mức độ chặt chẽ của liên hệ tương quan tuyến tính).

Để phân tích dữ liệu tổng hợp 5 năm 2008 – 2012, tương quan ma trận đã được sử dụng.

Bảng 2.5. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

	POR	CFV	FCF	SIZE	GROW
POR	1,0000	-0,0736	0,0927	0,1596	-0,0668
CFV	-0,0736	1,0000	-0,0220	-0,0138	0,0545
FCF	0,0927	-0,0220	1,0000	-0,0520	0,0153
SIZE	0,1596	-0,0138	-0,0520	1,0000	-0,0915
GROW	-0,0668	0,0545	0,0153	-0,0915	1,0000

(Nguồn: Tác giả tính toán từ chương trình EVIEW)

Qua bảng 2.5 ta thấy: FCF, SIZE có mỗi quan hệ tương quan tỷ lệ thuận với POR; CFV, GROW có mỗi quan hệ tương quan tỷ lệ nghịch với POR.

Từ mỗi quan hệ tương quan của các

biến độc lập và biến phụ thuộc lấy theo số liệu của 112 công ty trong 5 năm 2008 – 2012 ta so sánh với lý thuyết đã phân tích ở các phần trên, Bảng 2.6 bên dưới sẽ chỉ ra rõ.

Bảng 2.6. Tổng hợp giả thuyết và kết quả nghiên cứu thực nghiệm các nhân tố tác động lên tỷ lệ chi trả cổ tức

Giả thuyết nghiên cứu	Nhân tố tác động	Ký hiệu	Kết quả kỳ vọng	Kết quả nghiên cứu thực nghiệm
H1	Biến đổi dòng tiền hoạt động	CFV	-	-
H2	Dòng tiền tự do	FCF	+	+
H3	Kích thích công ty	SIZE	+	+
H4	Tốc độ tăng trưởng doanh thu	GROW	-	-

### 3. Kết luận

Khi thị trường chứng khoán lên như điều gặp gió, không mấy nhà đầu tư quan tâm đến cổ tức, những vướng mắc liên quan đến cổ tức cũng vì thế dễ được bỏ qua. Nhưng tình hình bây giờ đã khác. Thị trường lao dốc vừa lâu, vừa sâu, nhà đầu tư không dám mơ tới lợi nhuận từ buôn qua, bán lại. Vì thế, khoản cổ tức từ doanh nghiệp – dù nhỏ, lúc này trở nên có ý nghĩa.

Với các dữ liệu của 112 công ty niêm yết trên sàn HOSE trong 5 năm 2008-2012, nghiên cứu đã phân tích các yếu tố quyết định đến chính sách chi trả cổ tức. Kết quả nghiên cứu đã nhận diện các nhân tố tác động mạnh đến chính sách chi trả cổ tức (POR) của các công ty niêm yết hiện nay là:

1) Biến đổi của dòng tiền hoạt động (CFV): việc sử dụng dòng tiền hoạt động là một tín hiệu mà các công ty sử dụng

như một hình ảnh về chính sách chi trả cổ tức trong tương lai của mình. Tuy nhiên, tại Việt Nam nhân tố này chưa có mối quan hệ với POR.

2) Dòng tiền tự do (FCF): Dòng tiền phục vụ đầu tư TSCĐ được xem là cần thiết để duy trì lợi thế cạnh tranh và hiệu quả hoạt động. Vì vậy, dòng tiền tự do (có được sau khi trừ đi nguồn vốn đầu tư TSCĐ) càng lớn chứng tỏ tình hình tài chính của doanh nghiệp tích cực. FCF và POR có mỗi quan hệ tỷ lệ thuận.

3) Tăng trưởng trong quá khứ và tương lai (GROW) nếu trong quá khứ hoặc dự đoán trong tương lai tăng trưởng của công ty thấp, thì các nhà quản lý ở Việt Nam lại không có xu hướng tiết kiệm kinh phí để tái đầu tư bằng cách thiết lập một tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền thấp mà lại thiết lập một chính sách chi trả cổ tức cao. GROW và POR có mỗi quan hệ tỷ lệ nghịch.

4) Quy mô kích thước của công ty được đại diện qua biến SIZE, theo lý thuyết SIZE biến động tỷ lệ thuận với tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt, với quy mô công ty lớn, công ty sản xuất kinh doanh hiệu quả, tạo ra được nhiều doanh thu thì sẽ chi trả cổ tức cao và ngược lại. Xét trên thị trường Việt Nam trong giai đoạn 2008-2012, các công ty có quy mô phát triển nhỏ chi trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ thấp, SIZE và POR có mối quan hệ tỷ lệ thuận.

Hơn nữa, nghiên cứu cũng đã nhấn mạnh tác động của lý thuyết tín hiệu trên chi trả cổ tức bằng tiền mặt của các công ty Việt Nam:

- Các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE có xu hướng chi trả cổ tức bằng tiền mặt ổn định và tăng dần, ngay cả dưới áp lực cao của yêu cầu về vốn. Các công ty niêm yết có mối quan tâm lớn về việc thay đổi tỷ lệ chi trả cổ tức vì họ tin rằng tỷ lệ chi trả cổ tức được coi là một tín hiệu về hiệu quả kinh doanh của các công ty. Cắt giảm tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ tạo ra một tác động xấu đến giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Một khi quyết định tăng tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt, các công ty luôn luôn quan tâm liệu họ có thể duy trì mức này trong tương lai hay không.

- Các công ty niêm yết trên sàn HOSE có thể thay đổi tỷ lệ chi trả cổ tức

tùy thuộc vào tốc độ tăng trưởng doanh thu bán hàng của họ và hoàn cảnh của nền kinh tế.

- Chính sách cổ tức của các công ty bị ảnh hưởng nhiều bởi lý thuyết tín hiệu có thể dẫn đến các thao tác của công ty trong việc chi trả cổ tức. Nếu công ty không có thu nhập nhưng vẫn cố gắng duy trì hoặc tăng mức độ chi trả cổ tức, sẽ phải chịu rủi ro trong tương lai. Vì vậy, cơ quan quản lý nhà nước phải kiểm soát chặt chẽ hơn về việc chi trả cổ tức của các công ty thông qua các quy định cụ thể.

Từ các kết quả đề tài đã đưa ra các biện pháp hoàn thiện chính sách chi trả cổ tức trên thị trường chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Các giải pháp tập trung vào hoàn thiện danh mục đầu tư của nhà đầu tư, giúp doanh nghiệp nhận định về các nhân tố tác động đến chính sách chi trả cổ tức, đưa ra lời khuyên cho nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Kết quả nghiên cứu đã đáp ứng các mục tiêu đề ra. Tuy nhiên, do thị trường chứng khoán Việt Nam mang đặc điểm của thị trường mới nổi, các nhà đầu tư trên thị trường mang nhiều yếu tố "tâm lý bầy đàn", "hành vi tâm lý" là chủ yếu cho nên vấn đề chính sách cổ tức còn chưa được nhiều doanh nghiệp và nhà đầu tư coi trọng.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. ThS. Ngô Vũ Mai Ly, 2014. *Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến các chính sách chi trả cổ tức tại Việt Nam*, Luận văn thạc sĩ Đại học Kinh tế - Luật TP.HCM.
- [2]. ThS. Bùi Thị Ngọc Anh, 2009. *Xây dựng chính sách cổ tức cho các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam*, Luận văn thạc sĩ, Đại học Kinh tế TP.HCM.
- [3]. GS.TS. Nguyễn Thị Cảnh (chủ nhiệm), 2009. *Các nhân tố tác động đến cung - cầu chứng khoán tại thị trường chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh*, đề tài nghiên cứu khoa học Khoa kinh tế Trường đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh.
- [4]. TS. Trần Thị Hải Lý, 2012. *Quan điểm của các nhà quản lý doanh nghiệp Việt Nam về chính sách cổ tức với giá trị doanh nghiệp*, đề tài nghiên cứu khoa học Trường đại học Kinh tế TP.HCM
- [5]. TS. Đào Lê Minh, 2004. *Chính sách cổ tức và tác động của nó tới công ty - Những gợi ý cho Việt Nam*, NXB Chính trị Quốc gia.
- [6]. PGS.TS. Vũ Thị Minh Hằng, 2010. *Nâng cao chất lượng hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam*, Hội thảo khoa học Trường Đại học Kinh tế Tp. Hồ Chí Minh tháng 01 năm 2010.
- [7]. PGS.TS. Trần Ngọc Thơ, 2005. *Tài chính Doanh nghiệp hiện đại*, NXB Thống kê.
- [8]. PGS.TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang và TS. Nguyễn Thị Liên Hoa, 2007. *Phân tích tài chính*, NXB Lao động - Xã hội.
- [9]. Eugen F.Brigham, Michael C.Ehrhardt, 2008. *Financial Management Theory and Practice*, USA.
- [10]. Jianguo Chen, 2009. "Determinants of Dividend Policy: The Evidence from New Zealand", *International Research Journal of Finance and Economic*, (34), page 20-28.