



CHÍNH SÁCH CỔ TỨC VÀ TÁC ĐỘNG CỦA NÓ ĐẾN GIÁ TRỊ THỊ TRƯỜNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP

Tác giả: TS. Bùi Thị Hà Linh

CHÍNH SÁCH CỔ TỨC VÀ TÁC ĐỘNG CỦA NÓ ĐẾN GIÁ TRỊ THỊ TRƯỜNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP

Tóm tắt: Chính sách cổ tức là một trong ba quyết định quan trọng của tài chính doanh nghiệp. Trên thế giới đã có rất nhiều các công trình nghiên cứu về chính sách cổ tức, nhưng nó vẫn là một vấn đề gây nhiều tranh cãi. Ở Việt Nam, trong thời gian qua, chính sách cổ tức cũng được khá nhiều các nhà đầu tư và doanh nghiệp quan tâm. Tuy nhiên các doanh nghiệp vẫn chưa nhận thấy được tầm quan trọng của chính sách cổ tức trong công tác tài chính của mình, đặc biệt là ảnh hưởng của nó tới giá trị thị trường của doanh nghiệp.

1. CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA DOANH NGHIỆP

1.1 Cổ tức

1.1.1 Khái niệm cổ tức

Phân phối lợi nhuận là một trong những quyết định tài chính rất quan trọng đối với một công ty cổ phần, góp phần quan trọng phát triển doanh nghiệp, đặc biệt quyết định phân chia lợi nhuận cũng chi phối đến các quyết định tài chính khác của DN.

Khi một doanh nghiệp làm ăn có lãi thì vấn đề chia lợi nhuận cho các thành viên có liên quan là một vấn đề rất quan trọng. Đặc biệt khi công ty đó được niêm yết trên thị trường chứng khoán thì việc phân chia lợi nhuận ảnh hưởng rất lớn đến hình ảnh của công ty. Về cơ bản, lợi nhuận sau thuế được phân phối và sử dụng cho hai mục đích: một phần dành cho tiêu dùng, một phần để tái đầu tư cho các chu kỳ kinh doanh tiếp theo. Đối với công ty cổ phần, nhìn chung lợi nhuận sau thuế của công ty được chia thành 2 phần:

- Một phần giữ lại để tái đầu tư vào các hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty được gọi là lợi nhuận giữ lại;
- Một phần được chia cho các cổ đông dưới hình thức trả cổ tức.

Vậy *cổ tức được hiểu là phần lợi nhuận sau thuế của công ty cổ phần dành để chi trả cho các cổ đông (chủ sở hữu công ty)*. Cổ tức còn được gọi là lợi tức cổ phần. Do có thể tồn tại một số loại cổ phiếu khác nhau như cổ phiếu phổ thông, cổ phiếu

ưu đãi,... trong cùng một cấu trúc vốn doanh nghiệp, nên có thể có một số loại cổ tức với các mức khác nhau và điều kiện ưu tiên thanh toán về thời gian và khối lượng khác nhau. Thông thường, khi nói tới cổ tức nói chung, người ta ám chỉ cổ tức của cổ phiếu phổ thông.

1.1.2 Quy trình chi trả cổ tức

Căn cứ vào hoạt động sản xuất kinh doanh trong năm và chính sách cổ tức được đại hội đồng cổ đông trong năm trước thông qua, Hội đồng quản trị sẽ đề xuất việc trả cổ tức của cả năm. Sau đó công ty sẽ công bố thông tin cho phương tiện thông tin đại chúng về việc trả cổ tức. Về cơ bản trình tự trả cổ tức bằng tiền được diễn ra với các mốc thời gian như sau:

Ngày thông báo cổ tức: là ngày Hội đồng quản trị công ty công bố trên phương tiện thông tin đại chúng về quyết định trả cổ tức tới các cổ đông. Nội dung công bố bao gồm mức trả cổ tức, hình thức cổ tức, ngày chốt danh sách cổ đông và ngày thanh toán cổ tức.

Ngày chốt danh sách cổ đông: là ngày trung tâm lưu ký chứng khoán sẽ chốt danh sách cổ đông hiện hành để được hưởng cổ tức và gửi danh sách cổ đông cho công ty. Thường là sau hai tuần kể từ ngày thông báo trả cổ tức.

Ngày không hưởng quyền: Bắt đầu từ ngày này, nhà đầu tư nào mua cổ phiếu thì sẽ không có quyền nhận cổ tức của đợt chi trả đã công bố. Ngày này thường được ấn định trước ngày khóa sổ một thời gian nhất định, thường tùy thuộc vào thời gian hoàn tất giao dịch thanh toán bù trừ trên thị trường chứng khoán. Vào ngày này, về mặt lý thuyết, giá cổ phiếu dự kiến sẽ sụt giảm một khoản bằng với số tiền cổ tức.

Ngày chi trả: thường từ hai đến bốn tuần sau ngày ghi sổ, công ty thực hiện chi trả cổ tức cho các cổ đông. Vào ngày này mỗi cổ đông sẽ nhận được phần cổ tức của mình thông qua tài khoản lưu ký hoặc nhận trực tiếp tại trụ sở công ty.

1.1.3 Các hình thức chi trả cổ tức

Trả cổ tức bằng tiền mặt

Cổ tức tiền mặt là số đơn vị tiền tệ mà công ty thanh toán cho chủ sở hữu tính trên một cổ phần hoặc theo một tỷ lệ phần trăm so với mệnh giá cổ phiếu.

Đây là hình thức trả cổ tức được nhiều công ty áp dụng bởi điều này sẽ thuận lợi cho cổ đông, vì đây là nguồn thu nhập ngay trong hiện tại mà họ có thể sử dụng và không phải tốn chi phí giao dịch như bán đi cổ phần để thu về tiền mặt.

Việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt cho cổ đông phụ thuộc vào kết quả kinh doanh và khả năng tiền mặt của công ty. Cổ tức bằng tiền mặt được trả thường tính trên cơ sở mỗi cổ phiếu hoặc cũng có thể được trả theo phần trăm mệnh giá cổ phiếu.

Ưu điểm của việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt:

- Trả cổ tức tiền mặt ở mức cao và ổn định sẽ hấp dẫn các nhà đầu tư và có khả năng làm tăng giá trị thị trường của cổ phiếu đó.
- Trả cổ tức bằng tiền mặt trong một số trường hợp có thể làm thay đổi cơ cấu nguồn vốn của công ty. Chẳng hạn trong trường hợp công ty dùng lợi nhuận để trả cổ tức cho cổ đông nhưng lại phải đi vay để tài trợ cho nhu cầu vốn tăng thêm.
- Trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức cao sẽ tạo sức ép cho các nhà quản trị doanh nghiệp hoạt động năng động, hiệu quả hơn.

Tuy nhiên việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt có những hạn chế sau:

- Trả cổ tức bằng tiền mặt làm giảm tiền mặt dẫn đến giảm tài sản và giảm lợi nhuận chưa phân phối trên bảng cân đối kế toán, tức giảm nguồn vốn chủ sở hữu. Do đó sẽ làm giảm giá trị sổ sách của công ty tại thời điểm thanh toán chi trả cổ tức, từ đó làm giảm giá cổ phiếu trên thị trường. Tuy nhiên trong một số trường hợp, chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao lại hấp dẫn các nhà đầu tư ưa thích cổ tức bằng tiền mặt mua cổ phiếu của công ty lại làm tăng giá cổ phiếu.
- Việc thanh toán cổ tức bằng tiền mặt có thể ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của công ty. Khả năng thanh toán giảm sút có thể ảnh hưởng đến uy tín và tính an toàn về tình hình tài chính của công ty.
- Việc trả cổ tức bằng tiền mặt sẽ hạn chế khả năng tích tụ vốn để thực hiện tái đầu tư từ đó hạn chế tốc độ phát triển của công ty.
- Trả cổ tức bằng tiền mặt khiến cổ đông phải chịu thiệt hại do phải nộp khoản thuế từ phần cổ tức được hưởng. Vì vậy, trong một số trường hợp trả cổ

tức bằng tiền không hấp dẫn một số nhà đầu tư, từ đó làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của công ty.

Trả cổ tức bằng cổ phiếu

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

Thực chất của việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu là chuyển đổi từ phần lợi nhuận sau thuế dành để trả cổ tức cho cổ đông sang phần vốn góp cổ phần. Vì vậy tổng số vốn cổ phần của công ty sau khi chi trả cổ tức không thay đổi so với trước khi chi trả cổ tức bằng cổ phiếu. Cổ đông của công ty nhận được thêm số cổ phiếu tương ứng với tỷ lệ sở hữu cổ phiếu trước khi chi trả cổ tức bằng cổ phiếu. Do đó tỷ lệ sở hữu của cổ đông trong công ty không thay đổi và giá trị sổ sách của công ty cũng không thay đổi.

Trả cổ tức bằng cổ phiếu và trả cổ tức bằng tiền mặt rất khác nhau. Trả cổ tức bằng tiền mặt làm giảm tiền mặt dẫn đến giảm tài sản và làm giảm vốn cổ phần, ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của công ty. Trả cổ tức bằng cổ phiếu không làm cho tổng tài sản và vốn cổ phần thay đổi, và do đó cơ cấu nguồn vốn của công ty không thay đổi. Tuy nhiên việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu làm số lượng cổ phiếu lưu hành của công ty tăng lên, từ đó làm giảm thu nhập trên một cổ phần và thông thường xảy ra tình trạng giảm giá trị thị trường một số cổ phiếu (hay còn gọi là hiện tượng “loãng giá”).

Việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu mang lại cho công ty một số điểm lợi sau:

- Có khả năng làm tăng giá cổ phiếu của công ty trên thị trường trong tương lai. Trong trường hợp công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu, công ty có thể tận dụng tối đa vốn từ lợi nhuận để đáp ứng nhu cầu vốn. Điều này sẽ giúp công ty giảm nhu cầu huy động vốn vay từ bên ngoài, giảm lãi tiền vay phải trả và từ đó tăng lợi nhuận sau thuế. Công ty có thể tận dụng được nguồn vốn này để đạt được mục đích tăng trưởng cao trong tương lai, từ đó góp phần tăng giá cổ phiếu trên thị trường.
- Khắc phục giới hạn của việc sử dụng nợ nhằm mở rộng sản xuất kinh doanh.

Công ty có thể tài trợ cho nhu cầu vốn của mình từ hai nguồn: nguồn vốn chủ sở hữu và nợ. Việc sử dụng nợ với mức độ lớn có thể làm tăng nguy cơ mất khả năng thanh toán, tăng rủi ro tài chính và đồng thời có thể làm giảm tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Ngay cả khi công ty sử dụng nợ một cách có hiệu quả thì cũng không thể tăng vay nợ quá mức vì rủi ro tài chính sẽ tăng cao, sẽ ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của công ty.

Để có thể tăng trưởng bền vững, công ty phải tài trợ nhu cầu vốn bằng chính nội lực của công ty là tăng tỷ lệ lợi nhuận giữ lại. Tuy nhiên việc tăng tỷ lệ lợi nhuận giữ lại sẽ làm giảm cổ tức trả cho cổ đông, như vậy sẽ ảnh hưởng đến tâm lý của cổ đông và ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của công ty. Do đó trong trường hợp này, việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu là hợp lý vì vừa đảm bảo tiết kiệm tiền mặt vừa đảm bảo một mức chi trả cổ tức ổn định.

- Tiết kiệm chi phí so với việc phát hành cổ phiếu mới ra công chúng.

Việc huy động tăng thêm vốn bằng cách phát hành cổ phiếu mới sẽ khiến công ty tốn kém nhiều chi phí: chi phí liên quan đến thủ tục phát hành, chi phí quảng cáo, tuyên truyền, chi phí hoa hồng, bảo lãnh... Thông thường các khoản chi phí này được tính khoảng 5-10% tổng giá trị phát hành bổ sung. Do đó việc trả cổ tức bằng cổ phiếu giúp cho công ty tiết kiệm được chi phí liên quan đến phát hành cổ phiếu mới.

- Trả cổ tức bằng cổ phiếu làm tăng tính thanh khoản của cổ phiếu. Trả cổ tức bằng cổ phiếu làm tăng lượng cổ phiếu lưu hành, từ đó có thể làm giảm giá cổ phiếu trên thị trường, từ đó làm tăng tính thanh khoản của cổ phiếu.

- Trả cổ tức bằng cổ phiếu có thể giúp cho cổ đông được lợi về thuế so với hình thức trả cổ tức bằng tiền mặt.

Nếu thuế đánh trên lãi vốn thấp hơn thuế đánh trên cổ tức thì nhà đầu tư được lợi về thuế khi nhận cổ tức bằng cổ phiếu. Ngay cả khi không có sự khác biệt trong thuế suất đánh vào cổ tức và lãi vốn thì trả cổ tức bằng cổ phiếu vẫn mang lại điểm lợi về thuế cho nhà đầu tư. Điều này có thể được giải thích như sau: nhà đầu tư sẽ bị đánh thuế thu nhập cá nhân ngay khi công ty trả cổ tức bằng tiền mặt. Trong khi đó, nếu trả cổ tức bằng cổ phiếu, nhà đầu tư chỉ bị đánh thuế thu nhập khi thực hiện bán số cổ phiếu đó. Điều đó cũng có nghĩa là cổ đông được

“hoãn” nộp thuế cho đến khi bán chứng khoán ra thị trường. Nếu xem xét giá trị hiện tại thì khoản thuế phải nộp theo hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu thấp hơn so với hình thức trả cổ tức bằng tiền.

Trả cổ tức bằng tài sản

Mặc dù không có tính chất phổ biến, song các công ty cổ phần cũng có thể trả cổ tức bằng tài sản khác. Đây là hình thức công ty trả cổ tức cho cổ đông bằng thành phẩm, hàng bán, bất động sản hay cổ phiếu của công ty khác do doanh nghiệp sở hữu. Việc trả cổ tức bằng tài sản khác sẽ làm giảm tài sản đó với một bút toán tương ứng trong lợi nhuận giữ lại.

Mua lại cổ phần

Mua lại cổ phần thường là việc công ty sử dụng tiền để mua lại cổ phần mà công ty đã phát hành ra trước đây. Cổ phần mua lại được gọi là cổ phần ngân quỹ. Các công ty thực hiện mua lại cổ phần theo một số cách thức như mua trực tiếp từ các cổ đông của mình bằng cách đưa ra một mức giá đệm, hoặc có thể mua lại ở thị trường tự do, hay có thể thương lượng riêng để mua lại từ những người nắm giữ một lượng lớn các cổ phần.

Mua lại cổ phần được xem như một quyết định chi trả cổ tức, vì mua lại cổ phần là cách thức mà lợi nhuận của doanh nghiệp được phân phối cho cổ đông hiện hành. Khi mua lại cổ phần thường, các công ty thanh toán tiền cho cổ đông và nhận lại số cổ phần tương ứng của các cổ đông.

Nếu không kể thuế, các chi phí giao dịch và các bất hảo của thị trường thì các cổ đông sẽ không quan tâm giữa lợi nhuận tương đương từ cổ tức tiền mặt và mua lại cổ phần, hay nói cách khác giá trị doanh nghiệp sẽ không chịu tác động của cách thức phân phối cổ tức tiền mặt hay mua lại cổ phần. Tuy nhiên trên thực tế mua lại cổ phần làm tăng giá trị doanh nghiệp.

1.2 Chính sách cổ tức

1.2.1 Khái niệm:

Lợi nhuận sau thuế là thuộc sở hữu của cổ đông, do đó việc phân chia cổ tức hay giữ lại lợi nhuận tái đầu tư thì nó vẫn là sở hữu của cổ đông. Lợi nhuận giữ lại cung cấp cho các nhà đầu tư một nguồn tăng trưởng lợi nhuận tiềm năng trong tương lai thông qua tái đầu tư, trong khi cổ tức cung cấp cho họ một nguồn

lợi nhuận phân phối hiện tại. Việc phân chia lợi nhuận sau thuế trong công ty cổ phần là không đơn giản, vì nó tác động đến thu nhập thực tế ở hiện tại và đến tiềm năng tăng trưởng trong tương lai của cổ đông. Do đó nhà quản trị phải ra quyết định giữa việc chia cổ tức hôm nay hay là giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư trong tương lai. Có thể rút ra khái niệm về chính sách cổ tức của công ty cổ phần như sau:

Chính sách cổ tức thể hiện quyết định giữa việc chi trả lợi nhuận cho cổ đông so với việc giữ lại để tái đầu tư

Chính sách cổ tức ấn định mức lợi nhuận sau thuế của công ty sẽ được đem ra phân phối như thế nào, bao nhiêu phần trăm được giữ lại để tái đầu tư và bao nhiêu dùng để chi trả cổ tức cho các cổ đông. Vì thế, chính sách cổ tức sẽ có ảnh hưởng đến số lượng vốn cổ phần trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp (thông qua lợi nhuận giữ lại) và chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.

Một chính sách cổ tức phụ thuộc vào chính sách của công ty và do Hội đồng quản trị (HĐQT) quyết định, thường bao gồm những nội dung sau:

- Mức cổ tức trả nhiều hay ít;
- Tỷ lệ cổ định hay thay đổi;
- Mức độ chi trả thường xuyên như thế nào: 6 tháng, 1 quý hay từng tháng...;
- Cách thức thông báo chính sách.

1.2.2 Tầm quan trọng và mục tiêu của chính sách cổ tức

Việc quyết định định hướng phân chia lợi tức cổ phần cho các cổ đông là vấn đề quan trọng, nó không chỉ đơn thuần là việc chia lãi cho các cổ đông mà là một trong ba chính sách tài chính quan trọng bậc nhất có tác động đến lợi ích của cổ đông trong công ty cổ phần. Tầm quan trọng của chính sách cổ tức thể hiện:

Thứ nhất: Ảnh hưởng trực tiếp tới lợi ích của các cổ đông

Hầu hết các cổ đông đầu tư vào công ty đều mong đợi được trả cổ tức, do vậy việc phân chia cổ tức ảnh hưởng trực tiếp tới thu nhập của các cổ đông. Hơn nữa việc công ty duy trì trả cổ tức ổn định hay không ổn định, đều đặn hay thất thường sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới sự biến động giá trị cổ phiếu của công ty trên thị trường chứng khoán.

Thứ hai: Ảnh hưởng tới sự tăng trưởng và phát triển của công ty trong tương lai

Chính sách cổ tức liên quan tới việc xác định lượng tiền mặt dùng trả cổ tức cho các cổ đông. Vì vậy nó có mối liên hệ chặt chẽ với chính sách tài trợ và chính sách đầu tư của công ty. Tỷ lệ phân chia cổ tức sẽ ảnh hưởng tới nguồn vốn bên trong tài trợ cho các nhu cầu mở rộng sản xuất kinh doanh của công ty trong tương lai. Mặt khác, việc trả cổ tức sẽ làm giảm khoản lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư vì vậy sẽ ảnh hưởng tới nhu cầu huy động vốn từ bên ngoài của công ty.

Phân tích trên cho thấy chính sách cổ tức ảnh hưởng rất lớn tới lợi ích của cổ đông và sự phát triển của công ty. Vì vậy, ban lãnh đạo công ty cần phải dựa vào tình hình kinh doanh, tình hình tài chính và xu thế phát triển của công ty để cân nhắc, lựa chọn chính sách cổ tức phù hợp.

Mục tiêu của chính sách cổ tức

Đối với chính sách cổ tức, việc quyết định chia lợi nhuận dưới dạng cổ tức hay giữ lại lợi nhuận tái đầu tư không làm thay đổi số lợi nhuận của công ty đã làm ra, tuy nhiên nó lại làm ảnh hưởng đến giá trị vốn cổ phần thông qua tác động tới thu nhập thực tế hiện tại và tỷ lệ tăng trưởng trong tương lai. Do đó việc lựa chọn chính sách cổ tức sẽ tác động tới giá cổ phần trên thị trường. Mục tiêu của chính sách cổ tức là tối đa hóa giá trị thị trường của công ty, hay nói cách khác là tối đa hóa giá cổ phiếu trên thị trường. Để đạt được mục tiêu này, nhà quản trị phải hoạch định chính sách cổ tức sao cho thật hợp lý để góp phần làm tăng giá cổ phiếu của công ty trên thị trường.

Thông thường, các công ty cổ phần cố gắng xây dựng một chính sách cổ tức tối ưu để theo đuổi trong từng giai đoạn nhất định, với chính sách này sẽ một mặt đáp ứng nhu cầu vốn cho các cơ hội đầu tư nhưng mặt khác tạo sự ổn định và gia tăng thu nhập thực tế của cổ đông. Do đó chính sách cổ tức tối ưu là những hoạt động tạo ra sự cân đối giữa cổ tức hiện tại và sự tăng trưởng trong tương lai sao cho tối đa hóa giá trị cổ phần của công ty.

1.2.3 Các chỉ tiêu đo lường chính sách cổ tức

Để đánh giá một chính sách cổ tức của công ty cổ phần, người ta thường sử dụng các chỉ tiêu sau:

Cổ tức một cổ phần thường (DPS): chỉ tiêu này đo lường mức trả cổ tức tính trên một cổ phần thường mà nhà đầu tư có thể nhận được từ việc đầu tư vào cổ phần thường. Cổ tức một cổ phần thường phản ánh mức thu nhập thực tế mà mỗi cổ phần được hưởng từ kết quả hoạt động kinh doanh. Cổ tức một cổ phần được tính dựa vào phần trăm mệnh giá cổ phần thường. Cổ tức một cổ phần thường cũng có thể được tính toán như sau:

$$\text{Cổ tức một cổ phần thường} = \frac{\text{Lợi nhuận dành trả cổ tức cho cổ đông thường}}{\text{Số lượng cổ phần thường đang lưu hành}}$$

Vì cổ tức một cổ phần thường là thu nhập thực tế mà nhà đầu tư nhận được ngay trong hiện tại nên nhà đầu tư rất quan tâm đến chỉ tiêu này. Các cổ đông thường chú ý đến mức thay đổi cổ tức từ kỳ này sang kỳ khác. Một sự tăng lên trong cổ tức một cổ phần thường thường mang lại hiệu ứng tốt trong tâm lý của các nhà đầu tư và ngược lại.

Nhưng chỉ tiêu này không phải chỉ tiêu đo lường triệt để của chính sách cổ tức. Vì nếu dựa vào chỉ tiêu này nhà đầu tư chỉ biết họ nhận được bao nhiêu tiền từ cổ tức, chứ họ không biết công ty đã trích bao nhiêu phần trăm từ lợi nhuận sau thuế để chia cổ tức cho cổ đông.

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.

$$\text{Tỷ lệ chi trả cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức chi trả trong kỳ}}{\text{Lợi nhuận sau thuế trong kỳ}}$$

Tỷ lệ chi trả cổ tức cũng cho biết công ty dành ra bao nhiêu phần trăm từ thu nhập một cổ phần thường để tái đầu tư. Tỷ lệ chi trả cổ tức càng cao phản ánh công ty đã sử dụng đại bộ phận lợi nhuận sau thuế để chi trả cổ tức cho các cổ đông, đồng thời chỉ dành một phần nhỏ lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư và ngược lại.

Phần lợi nhuận không trả cho nhà đầu tư sẽ dành cho việc đầu tư nhằm cung cấp một sự tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai. Các nhà đầu tư đang tìm kiếm thu nhập hiện tại cao và tăng trưởng vốn có giới hạn thì thích các công ty có tỷ lệ chi trả cao. Tuy nhiên, các nhà đầu tư tìm kiếm tăng trưởng vốn có thể thích tỷ lệ

chi trả cổ tức thấp hơn vì thu nhập lãi vốn bị đánh thuế thấp hơn (tại các nước như Mỹ). Các công ty tăng trưởng cao trong thời kỳ đầu của quá trình hoạt động có tỷ lệ trả cổ tức thấp hoặc bằng không. Đến khi họ hoạt động ổn định ở giai đoạn trưởng thành thì họ lại có xu hướng đền bù lại cho nhà đầu tư từ lợi nhuận của mình.

Tỷ suất cổ tức

Tỷ suất cổ tức phản ánh bao nhiêu tiền của một nhà đầu tư sẽ kiếm được chỉ tính riêng từ cổ tức của một cổ phiếu phổ thông dựa trên giá trị thị trường hiện tại.

$$\text{Tỷ suất cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức hằng năm một cổ phiếu}}{\text{Giá thị trường hiện tại cho mỗi cổ phiếu}}$$

Khi đầu tư vào cổ phiếu, thu nhập của nhà đầu tư gồm hai phần là cổ tức và chênh lệch giá do chuyển nhượng cổ phần. Như vậy, tỷ suất cổ tức là tỷ suất sinh lợi của nhà đầu tư chỉ tính riêng cho thu nhập từ cổ tức khi nhà đầu tư mua cổ phần tại một mức giá thị trường nào đó. Nghĩa là tỷ suất cổ tức phản ánh nhà đầu tư sẽ nhận được bao nhiêu đồng cổ tức từ một đồng đầu tư vào cổ phiếu tại mức giá thị trường.

Ví dụ: Năm 2010, Công ty cổ phần Vincom trả cổ tức 5.880 đồng cho 1 cổ phiếu và được giao dịch với giá 89.000 đồng cho mỗi cổ phiếu. Công ty cổ phần cơ điện lạnh (REE) trả cổ tức 1.600 đồng cho 1 cổ phiếu và được giao dịch tại giá 17.700 đồng cho mỗi cổ phiếu. Bằng cách tính toán tỷ suất cổ tức, nhà đầu tư có thể so sánh số tiền mặt mà anh ta có thể kiếm được từ lợi nhuận hằng năm của mỗi cổ phiếu.

$$\text{Tỷ suất cổ tức của Vincom} = 5880/89000 = 0,066 \text{ hoặc } 6,6\%$$

$$\text{Tỷ suất cổ tức của REE} = 1600/17700 = 0,090 \text{ hoặc } 9,0\%$$

Có thể thấy, mặc dù thực tế Công ty cổ phần Vincom trả cổ tức cao hơn cho mỗi cổ phần, nhưng nếu đầu tư 100.000 đồng vào cổ phiếu này thì chỉ nhận được 6.600 đồng thu nhập hằng năm, trong khi cùng với số tiền đó mà đầu tư vào REE thì số tiền nhận được là 9.000 đồng. Một nhà đầu tư quan tâm thu nhập cổ tức mà không quan tâm thu nhập lãi nhập vốn thì sẽ lựa chọn cổ phiếu REE.

Một tỷ suất cổ tức cao hay thấp chưa chắc đã phản ánh được công ty trả cổ tức cao hay thấp vì tỷ suất cổ tức còn phụ thuộc vào giá cổ phần trên thị trường. Do vậy mà chỉ tiêu này thường được dùng để so sánh chính sách cổ tức của những công ty khác nhau nhưng có những đặc điểm giống nhau về quy mô, ngành nghề kinh doanh và có mức giá cổ phiếu là tương đương nhau.

1.2.4 Các chính sách cổ tức

Chính sách cổ tức của mỗi công ty có vai trò quan trọng, nó ảnh hưởng trực tiếp tới lợi ích của các cổ đông và ảnh hưởng tới sự tăng trưởng và phát triển của công ty trong tương lai. Ta đi nghiên cứu các chính sách cổ tức hiện hành.

Chính sách ổn định cổ tức

Theo chính sách này, công ty sẽ duy trì trả cổ tức liên tục qua các năm với mức trả tương đối ổn định, có thể có sự biến động song không đáng kể so với sự biến động lợi nhuận của công ty hàng năm. Công ty chỉ thực hiện trả cổ tức ở mức cao hơn khi công ty có thể đạt được sự gia tăng lợi nhuận một cách vững chắc, và sẽ cố gắng duy trì cổ tức ở mức đã định. Chính sách này được xây dựng trên cơ sở lý thuyết ổn định lợi tức cổ phần. Nó xuất phát từ tâm lý của các nhà quản lý cho rằng các cổ đông thường ưa thích sự tăng trưởng ổn định của cổ tức.

Chính sách ổn định cổ tức thường được áp dụng do:

+ Các nhà đầu tư cho rằng việc thay đổi chính sách cổ tức có nội dung hàm chứa thông tin – họ đánh đồng các thay đổi trong mức cổ tức của doanh nghiệp với mức sinh lợi. Cắt giảm cổ tức như một tín hiệu là tiềm năng lợi nhuận dài hạn của doanh nghiệp đã sụt giảm và ngược lại một sự gia tăng trong lợi nhuận như một minh chứng rằng lợi nhuận tương lai sẽ gia tăng.

+ Nhiều cổ đông cần và lệ thuộc vào dòng cổ tức không đổi cho các nhu cầu lợi nhuận của mình. Mặc dù họ có thể bán bớt cổ phần nhưng do chi phí giao dịch và các lần bán với lô lẻ nên phương án này không thể thay thế hoàn hảo cho lợi nhuận cổ tức đều đặn.

+ Các nhà quản lý tài chính tin rằng các nhà đầu tư sẽ trả một giá cao hơn cho cổ phần công ty chi trả cổ tức ổn định, do đó làm giảm chi phí sử dụng vốn cổ phần của doanh nghiệp.

Ưu điểm của chính sách ổn định cổ tức:

+ Thứ nhất: Thực hiện chính sách ổn định cổ tức sẽ làm tăng giá cổ phiếu của công ty trên thị trường. Những công ty thực hiện trả cổ tức ổn định sẽ tạo ra sự hấp dẫn đối với các nhà đầu tư ở khả năng nhận được thu nhập một cách chắc chắn, điều này tạo ra một hình ảnh đẹp về sự ổn định kinh doanh của công ty, dẫn đến làm tăng giá cổ phiếu của công ty trên thị trường. Ngược lại, đối với các nhà đầu tư thì những công ty trả cổ tức không ổn định, tăng giảm thất thường qua các năm chứng tỏ rủi ro về thu nhập từ nguồn cổ tức sẽ rất cao. Do vậy, giá cổ phiếu của công ty này sẽ bị đánh giá thấp trên thị trường.

+ Thứ hai: Tạo điều kiện thuận lợi cho việc quản lý, điều hành hoạt động của công ty. Khi công ty trả cổ tức một cách ổn định thì đại bộ phận cổ đông, những người sống bằng thu nhập nhận được dưới hình thức cổ tức sẽ gắn bó với công ty. Do vậy việc quản lý cổ đông của công ty sẽ thuận lợi hơn. Nếu cổ tức dao động thất thường, thành phần cổ đông cũng biến động thì sẽ rất khó khăn trong việc quản lý, các cổ đông cũng sẽ tìm sang một công ty khác có lợi tức ổn định hơn.

+ Thứ ba: Ổn định lợi tức cổ phần là một yếu tố quan trọng giúp công ty dễ dàng niêm yết trên thị trường chứng khoán. Thông thường một trong các tiêu chuẩn để cổ phiếu của một công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán là sự chi trả cổ tức không bị gián đoạn. Khi được niêm yết trên thị trường chứng khoán thì việc huy động vốn của công ty sẽ thuận lợi hơn, mặt khác còn làm tăng uy tín của công ty trên thị trường.

Bất lợi khi áp dụng chính sách ổn định cổ tức

Thứ nhất, việc thực hiện chính sách ổn định cổ tức sẽ ảnh hưởng nhất định đến nguồn vốn bên trong của công ty. Công ty sẽ không chủ động được nguồn lợi nhuận sau thuế để tái đầu tư bổ sung tăng vốn kinh doanh. Do đó có thể phải từ bỏ bớt các cơ hội đầu tư trong tương lai.

Thứ hai, nếu thực hiện cơ hội đầu tư, công ty phải huy động vốn từ bên ngoài như phát hành cổ phiếu, công ty phải bỏ ra các khoản chi phí phát hành, dẫn đến làm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu tăng lên, đồng thời cổ đông phải chia sẻ quyền kiểm soát công ty cho cổ đông mới.

Chính sách này thường không phù hợp với các công ty nhỏ, mới khởi sự, hoặc đang trong giai đoạn tăng trưởng. Vì các doanh nghiệp này có lợi nhuận không ổn định mà lại đang rất cần huy động tiền cho nhu cầu vốn đang thiếu hụt. Nếu theo đuổi chính sách cổ tức ổn định thì việc chi trả cổ tức từ nguồn tiền mặt quý giá sẽ buộc doanh nghiệp phải tìm nguồn tài trợ từ bên ngoài, trong khi đó quy mô nhỏ và danh tiếng của các doanh nghiệp này còn chưa có khiến cho họ gặp khó khăn trong việc huy động vốn trên thị trường vốn. Ngoài ra, nếu một doanh nghiệp đi vay nhiều để bù trừ cho chính sách cổ tức tiền mặt thường xuyên sẽ làm tăng mức độ rủi ro tài chính của doanh nghiệp.

Chính sách thặng dư cổ tức

Chính sách thặng dư cổ tức được xây dựng trên cơ sở lý thuyết thặng dư cổ tức. Theo lý thuyết này, công ty chỉ được thực hiện việc chi trả cổ tức sau khi đã ưu tiên giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, đảm bảo cơ cấu huy động tối ưu cho đầu tư của công ty. Xét theo góc độ của công ty, chính sách thặng dư cổ tức được hiểu là nếu công ty có nhiều cơ hội đầu tư mới và không muốn huy động vốn từ phát hành cổ phiếu mới hoặc trái phiếu với chi phí cao, công ty sẽ lựa chọn nguồn vốn bên trong từ lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư, phần còn lại sẽ dùng để trả cho các cổ đông. Xét theo góc độ nhà đầu tư thì nếu tỷ suất lợi nhuận vốn mà công ty đạt được do tái đầu tư cao hơn tỷ suất sinh lời vốn mà nhà đầu tư có thể thu được ở nơi khác thì các cổ đông sẽ ưa thích công ty giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư hơn là dùng để chia cổ tức.

Từ “thặng dư” trong chính sách thặng dư cổ tức đề cập đến “phần còn lại”, và chính sách này ngụ ý rằng cổ tức chỉ được chi trả trên “phần còn lại” của thu nhập. Như vậy theo chính sách này, doanh nghiệp sẽ thực hiện theo bốn bước: (i) xác định ngân sách vốn tối ưu, (ii) quyết định lượng vốn cần thiết để tài trợ cho ngân sách này với cấu trúc vốn mục tiêu đã có, (iii) sử dụng lợi nhuận giữ lại để đáp ứng yêu cầu vốn ở mức có thể, (iv) trả cổ tức chỉ khi thu nhập có được lớn hơn mức cần thiết để đáp ứng yêu cầu ngân sách vốn tối ưu.

Những lợi ích cơ bản của việc áp dụng chính sách thặng dư cổ tức là:

Thứ nhất: Giúp công ty chủ động trong việc sử dụng lợi nhuận để lại tái đầu tư, nắm bắt kịp thời các cơ hội tái đầu tư tăng trưởng. Đối với những công ty

có nhiều cơ hội đầu tư tăng trưởng, việc tăng cường đầu tư cho phát triển tạo ra thế mạnh cho công ty là vấn đề được ưu tiên hàng đầu. Vì thế trong quá trình phân chia lợi nhuận sau thuế, trước hết công ty dành phần lợi nhuận cần thiết để đáp ứng yêu cầu đầu tư. Số lợi nhuận giữ lại được xem xét dựa trên khả năng để lại lợi nhuận tái đầu tư trong mối liên hệ với kết cấu vốn tối ưu.

Thứ hai: Giúp công ty giảm bớt nhu cầu huy động vốn từ bên ngoài. Công ty chỉ thực hiện huy động vốn từ bên ngoài (phát hành cổ phiếu, trái phiếu, vay nợ...) khi lợi nhuận để lại không đủ đáp ứng yêu cầu đầu tư. Điều này sẽ làm giảm hệ số nợ, giảm rủi ro thanh toán và giảm được chi phí sử dụng vốn của công ty.

Thứ ba: Làm tăng độ vững chắc về tài chính của công ty. Với việc gia tăng giữ lại lợi nhuận sau thuế tái đầu tư sẽ làm tăng quy mô vốn chủ sở hữu từ đó làm tăng mức độ về tài chính, tăng khả năng vay nợ của công ty.

Thứ tư: Giúp cổ đông có thể tránh thuế, hoặc hoãn thuế thu nhập cá nhân. Việc giữ lại phần lớn lợi nhuận sau thuế tái đầu tư sẽ làm giảm thu nhập từ cổ tức của các cổ đông, điều này vừa giúp cổ đông có thể tránh phải nộp thuế thu nhập cá nhân ở mức cao, hoặc hoãn nộp thuế thu nhập cá nhân sang các kỳ sau.

Thứ năm: Giúp cổ đông hiện tại có thể tránh phải chia sẻ quyền kiểm soát, biểu quyết và phân chia thu nhập cao cho các cổ đông mới. Việc giữ lại lợi nhuận sau thuế tái đầu tư sẽ giúp công ty tránh không phải phát hành thêm cổ phiếu mới do đó tránh bị chia sẻ quyền quản lý, kiểm soát, biểu quyết cũng như phải chia sẻ thu nhập cao cho các cổ đông mới. Điều này tạo thuận lợi cho công ty trong việc quản lý điều hành hoạt động kinh doanh.

Có thể thấy rằng chính sách thặng dư cổ tức phù hợp với những công ty có nhiều cơ hội đầu tư tăng trưởng. Đối với những công ty này việc tăng cường đầu tư cho phát triển tạo ra thế mạnh cho công ty là vấn đề được ưu tiên hàng đầu. Vì vậy trong quá trình phân chia sử dụng lợi nhuận sau thuế, trước hết công ty dành phần lợi nhuận cần thiết để đáp ứng yêu cầu đầu tư.

Bên cạnh những lợi ích kể trên, chính sách thặng dư cổ tức cũng bộc lộ những hạn chế nhất định.

Thứ nhất, việc áp dụng một cách cứng nhắc chính sách này sẽ dẫn tới sự bất ổn cao về tỷ lệ chi trả cổ tức. Điều này sẽ làm cho nhiều nhà đầu tư đánh giá công ty ở mức độ rủi ro cao, dẫn đến làm giảm giá cổ phiếu.

Thứ hai, chính sách này làm cho cổ đông không có thu nhập đảm bảo chi tiêu thường xuyên. Trong một chu kỳ kinh doanh nếu xuất hiện nhiều cơ hội đầu tư thì công ty sẽ trả cổ tức ở mức rất thấp, thậm chí không trả. Nếu trong một thời gian dài tiếp theo công ty không có cơ hội đầu tư có lãi thì tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ ở mức rất cao. Sự không ổn định về thu nhập cổ tức sẽ ảnh hưởng đến tâm lý của nhà đầu tư, điều này sẽ làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của công ty cũng như hình ảnh của công ty trong con mắt của các cổ đông. Mặt khác việc ưu tiên giữ lại lợi nhuận tái đầu tư có thể dẫn đến giảm thiểu hệ số nợ của công ty, điều này sẽ phá vỡ kết cấu tài chính tối ưu của công ty.

Chính sách tỷ lệ cổ tức ổn định

Theo chính sách này, cổ tức được trả theo một tỉ lệ ổn định tính trên lợi nhuận sau thuế của công ty. Tỷ lệ chi trả cổ tức được xác định bằng cổ tức một cổ phần thường chia cho thu nhập một cổ phần thường. Tỷ lệ chi trả cổ tức được công ty cố gắng duy trì ổn định qua các năm song do lợi nhuận dao động hàng năm nên cổ tức cũng sẽ bị thay đổi theo.

Về cơ bản, tỷ lệ chi trả cổ tức không đổi của các doanh nghiệp thường xoay quanh các tỷ lệ chi trả mục tiêu dài hạn. Các doanh nghiệp luôn bám sát các tỷ lệ chi trả cổ tức mục tiêu này và chúng sẽ thay đổi cổ tức chi trả bất cứ khi nào lợi nhuận thay đổi. Nhưng các giám đốc tài chính buộc phải thực hiện chính sách này vì họ tin rằng các cổ đông thích được trả cổ tức ổn định hơn. Do đó, thậm chí nếu như hoàn cảnh cho phép hỗ trợ cho việc tăng cao mức cổ tức thì họ cũng chỉ thay đổi một phần mức trả cổ tức mà thôi.

Các doanh nghiệp có thu nhập tương đối ổn định theo thời gian sẽ thích một chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi, trong đó nếu doanh nghiệp đang ở giai đoạn sung mãn thì tỷ lệ chi trả không đổi sẽ ở mức cao, còn các doanh nghiệp đang ở giai đoạn tăng trưởng thì tỷ lệ chi trả cổ tức không đổi sẽ ở mức thấp hơn.

Chính sách cổ tức này có những ưu và nhược điểm sau:

Ưu điểm

Thứ nhất với chính sách này, các doanh nghiệp có lợi nhuận ổn định thường dễ dàng quyết định cũng như thực hiện chính sách cổ tức của mình trong mỗi năm. Các doanh nghiệp này dễ dàng chủ động giữ lại được một phần lợi nhuận không đổi để tái đầu tư mỗi năm dựa trên các nhu cầu đầu tư đã cố định trước. Từ đó, các doanh nghiệp cũng dễ dàng duy trì được cấu trúc vốn mục tiêu đã định trước của mình.

Thứ hai, chính sách này thể hiện sự nhất quán của nhà quản trị công ty trong việc chi trả cổ tức. Trường hợp công ty có doanh thu và lợi nhuận tương đối ổn định thì cổ tức trả hàng năm cũng ổn định theo. Từ đó làm cho các doanh nghiệp thực hiện công tác quản lý tài chính được đơn giản hơn.

Hạn chế:

Nếu doanh nghiệp áp dụng chính sách này một cách cứng nhắc thì sẽ đưa đến sự biến động thất thường trong cổ tức qua các kỳ, vì lợi nhuận thường thay đổi từ năm này sang năm khác. Nếu lợi nhuận của doanh nghiệp thường xuyên biến động sẽ kéo theo sự biến động của cổ tức, các nhà đầu tư sẽ đánh giá hoạt động kinh doanh của công ty có nhiều biến động, rủi ro, dẫn đến tỉ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư tăng lên, giá cổ phiếu của công ty giảm.

Ngoài ra, việc áp dụng chính sách này làm cho doanh nghiệp không chủ động trong việc giữ lại lợi nhuận cho các cơ hội đầu tư trong tương lai. Lợi nhuận giữ lại sẽ tăng khi thu nhập tăng và ngược lại lợi nhuận giữ lại giảm khi thu nhập giảm, làm cho doanh nghiệp có thể thiếu hụt tiền mặt trong năm này nhưng lại dư thừa tiền mặt trong năm khác mà không biết đầu tư vào đâu.

Chính sách cổ tức cố định ở mức thấp và chia thêm cổ tức vào cuối năm

Theo chính sách này, công ty căn cứ vào kế hoạch kinh doanh, kế hoạch lợi nhuận để xác định một mức cổ tức tối thiểu và trả tạm ứng cho cổ đông. Sau đó, đến cuối năm tài chính, công ty quyết toán và xác định số lợi nhuận thực tế và số lợi nhuận tích lũy của các năm trước để quyết định có chia thêm cổ tức vào cuối năm hay không. Nếu tình hình kinh doanh của công ty tốt hơn, lợi nhuận, dòng tiền ở mức cao, công ty sẽ chi trả thêm phần cổ tức “bổ sung” hay “phụ trội”.

Chính sách này dựa trên cơ sở kết hợp giữa chính sách cổ tức ổn định và chính sách cổ tức theo tỷ lệ cố định.

Chính sách này có những ưu và nhược điểm sau:

Ưu điểm:

Thứ nhất, chính sách này tạo ra tính linh hoạt cho công ty trong việc trả cổ tức nếu hoạt động kinh doanh của công ty có nhiều biến động. Chính sách này đặc biệt thích hợp cho một doanh nghiệp có lợi nhuận dao động mạnh qua các năm, và nhu cầu tiền mặt biến động từ năm này sang năm khác hoặc cả hai. Ngay cả khi lợi nhuận thấp, các nhà đầu tư của doanh nghiệp vẫn có thể tin cậy vào chi trả cổ tức đều đặn của họ. Khi lợi nhuận cao, và không có nhu cầu sử dụng ngay dòng tiền tiền dồi dào này, doanh nghiệp có thể công bố một mức cổ tức thưởng vào cuối năm.

Thứ hai, nhà đầu tư ổn định được mức cổ tức tối thiểu có thể nhận được, hạn chế việc cổ đông phải bán cổ phần để lấy tiền chi tiêu, tránh được các chi phí giao dịch khi bán cổ phần. Chính sách này cho ban điều hành doanh nghiệp một khả năng linh hoạt để giữ lại lợi nhuận khi cần mà vẫn thỏa mãn được các nhà đầu tư muốn nhận một mức chi trả cổ tức bảo đảm.

Thứ ba, tạo tâm lý yên tâm cho các nhà đầu tư vì họ luôn nhận được cổ tức ở một mức nhất định. Các nhà đầu tư biết rằng tăng thêm có thể không có trong tương lai, do đó họ không cho rằng phần tăng thêm của cổ tức thưởng cuối năm có tác động phát tín hiệu là thu nhập trong tương lai của công ty sẽ mãi ở mức cao. Trường hợp công ty có chia thêm cổ tức là thể hiện dấu hiệu hoạt động kinh doanh tốt ra thị trường, tạo điều kiện làm tăng giá cổ phiếu. Và nếu không có khoản cổ tức tăng thêm thì cũng không cho rằng đây là một tín hiệu xấu.

Nhược điểm:

Chính sách này đưa đến cho doanh nghiệp nhiều vấn đề phức tạp trong quyết định cũng như thực hiện chính sách chi trả cổ tức. Doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn hơn trong việc xác định mức cổ tức nhỏ hàng quý là bao nhiêu để nó không ở mức quá cao để có thể ảnh hưởng đến cổ tức thưởng cuối năm hay ảnh hưởng đến lợi nhuận giữ lại cần thiết, cũng như là bao nhiêu để nó không quá nhỏ không thể đáp ứng được nhu cầu là thu nhập chắc chắn thường xuyên của cổ đông.

Việc công bố chi trả nhiều lần trong một năm làm cho doanh nghiệp phải tốn nhiều chi phí trong việc tổ chức công tác chi trả cổ tức cho các cổ đông như chi phí công bố, chi phí thực hiện chi trả cổ tức.

Như vậy, có rất nhiều chính sách cổ tức để doanh nghiệp lựa chọn sao cho phù hợp với dòng tiền, lưu lượng tiền tệ và nhu cầu đầu tư của đơn vị. Mặc dù được xếp ưu tiên thấp hơn chính sách tài trợ và chính sách đầu tư, nhưng việc chọn chính sách cổ tức cũng đòi hỏi được xem xét cẩn thận bởi vì nó ảnh hưởng trực tiếp đến lợi ích của cổ đông và tới sự phát triển của công ty.

1.2.5 Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức

Nhóm nhân tố khách quan:

Những quy định về pháp lý:

Nguyên tắc lợi nhuận thực tế: Công ty chỉ được chia cổ tức từ lợi nhuận đã thực hiện, chứ không phải phân chia lợi nhuận theo kế hoạch hoạt động của công ty.

Nguyên tắc lợi nhuận ròng: Cổ tức phải được lấy ra từ lợi nhuận sau thuế để chi trả cổ tức cho cổ đông. Công ty không được trả cổ tức vượt quá số lợi nhuận sau thuế đã thực hiện được.

Nguyên tắc bù lỗ: Công ty chỉ được trả cổ tức sau khi đã bù đắp đủ số lỗ của các năm trước đó, vì khi công ty bị lỗ là đã thâm hụt vào vốn chủ sở hữu của công ty, vì vậy cần thiết phải bù lỗ trước để đảm bảo đủ vốn cho hoạt động kinh doanh.

Nguyên tắc đảm bảo khả năng thanh toán: Công ty không được chi trả cổ tức nếu việc chi trả cổ tức làm cho công ty không thanh toán được các khoản nợ đến hạn.

Thuế thu nhập cá nhân: Lợi ích của cổ đông được đo lường trên cơ sở các khoản thu nhập sau thuế. Khi cổ đông được nhận cổ tức hoặc thu được lãi vốn do chuyển nhượng cổ phần thì sẽ bị điều tiết thuế thu nhập cá nhân. Thuế thu nhập cá nhân cao hay thấp sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới thu nhập thực tế của cổ đông. Thuế thu nhập cá nhân có ảnh hưởng tới chính sách cổ tức là do:

- + Sự khác nhau giữa thuế suất đánh trên cổ tức và thuế suất đánh trên lãi vốn (chênh lệch giá bán và giá mua cổ phiếu).
- + Sự khác nhau về thời điểm tính thuế thu nhập cá nhân giữa cổ tức và lãi vốn.
- + Thuế thu nhập cá nhân thông thường đánh thuế theo biểu thuế lũy tiến.

Tâm lý của nhà đầu tư: Đối với nhóm cổ đông không thích mạo hiểm, rủi ro, họ thích cổ tức hiện tại hơn là lãi vốn hứa hẹn trong tương lai, vì cổ tức là thu nhập thường xuyên, chắc chắn, trong khi lãi vốn phát sinh trong tương lai sẽ ít chắc chắn hơn. Vì vậy, họ muốn công ty trả cổ tức càng cao càng tốt. Đối với nhóm cổ đông ưa thích mạo hiểm, rủi ro, họ muốn tái đầu tư lợi nhuận để mong đợi một sự tăng trưởng lớn hơn trong tương lai hơn là nhận cổ tức ở hiện tại. Vì vậy, họ sẵn sàng chấp nhận mức cổ tức thấp để kỳ vọng mức sinh lời cao hơn trong tương lai.

Tuy nhiên, trong thực tế, có nhiều yếu tố chủ quan và khách quan khiến cho phần lớn các nhà đầu tư ưa thích cổ tức hơn. Phần lớn các nhà đầu tư đều sẵn lòng trả giá cao cho những cổ phiếu có mức cổ tức cao.

Chi phí giao dịch và chi phí phát hành cổ phần mới:

Chi phí giao dịch: Khi công ty trả cổ tức thấp, cổ đông sẽ chuyển nhượng cổ phần của mình để có thu nhập đáp ứng nhu cầu chi tiêu thường xuyên. Khi cổ đông tiến hành bán chứng khoán thì phải thông qua các công ty chứng khoán và phải trả một khoản phí giao dịch, hoa hồng môi giới. Các khoản chi phí này làm giảm thu nhập thực tế của cổ đông. Chính vì vậy, các cổ đông thường thích nhận cổ tức nhiều hơn là tái đầu tư để tránh phải chuyển nhượng cổ phần.

Chi phí phát hành cổ phần mới: Khi công ty trả cổ tức thấp, phần lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư nhiều hơn, do đó hạn chế được việc phải phát hành cổ phần mới để huy động vốn. Công ty có được nguồn vốn nội sinh để đầu tư mà không tốn kém thời gian cũng như chi phí bán cổ phần thường mới: chi phí bảo lãnh phát hành, chi phí quảng cáo, hoa hồng môi giới. Từ đó hạn chế được việc tăng chi phí sử dụng vốn cũng như phải chia sẻ quyền kiểm soát của cổ đông hiện

hành. Chính vì vậy, chi phí phát hành cổ phần mới để huy động vốn sẽ làm cho công ty ưa thích trả cổ tức thấp.

Nhóm nhân tố chủ quan:

Cơ hội đầu tư và nhu cầu vốn đầu tư: Khi công ty đang trong giai đoạn tăng trưởng hoặc có nhiều cơ hội đầu tư mang lại mức sinh lời cao sẽ có nhu cầu vốn lớn, khi đó các cổ đông sẽ thích tái đầu tư vào công ty hơn là nhận cổ tức để đem đi đầu tư vào nơi khác (nếu các dự án mà công ty đầu tư mang lại mức sinh lời cao hơn so với việc đầu tư vào nơi khác bên ngoài có cùng rủi ro). Công ty sẽ ưu tiên giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư và trả cổ tức thấp.

Nhu cầu hoàn trả nợ vay: Nếu công ty vay nợ nhiều mà việc chi trả cổ tức cao ảnh hưởng đến khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn, công ty sẽ lựa chọn trả cổ tức thấp để đảm bảo khả năng thanh toán.

Vòng đời của công ty: Một công ty thông thường sẽ trải qua 4 giai đoạn của một chu kỳ sống: Hình thành, tăng trưởng, ổn định và suy thoái. Với mỗi một giai đoạn nhất định, công ty sẽ có những đặc điểm khác nhau về tốc độ tăng trưởng, nhu cầu vốn đầu tư, khả năng sinh lời,... Điều này ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của công ty. Trong giai đoạn tăng trưởng, công ty sẽ trả cổ tức thấp để ưu tiên lợi nhuận tái đầu tư, chớp lấy cơ hội kinh doanh. Trong giai đoạn suy thoái, công ty trả cổ tức cao, thậm chí mua lại cổ phần.

Quyền kiểm soát công ty: Quyền kiểm soát của cổ đông trong công ty cổ phần thể hiện qua tỉ lệ sở hữu vốn của cổ đông trong công ty. Khi công ty tiến hành chi trả cổ tức cao khiến cho nguồn vốn bên trong không đủ để tài trợ cho các dự án đầu tư, công ty phải phát hành thêm cổ phần thường mới ra công chúng để huy động vốn. Điều này khiến cho số lượng cổ đông tăng lên, các cổ đông hiện hành phải chia sẻ quyền kiểm soát, quyền biểu quyết, lợi ích của mình với các cổ đông mới. Như vậy, nếu như cổ đông trong công ty rất coi trọng quyền kiểm soát thì họ có xu hướng muốn trả cổ tức thấp để dành phần nhiều lợi nhuận tái đầu tư, hạn chế việc công ty phải phát hành thêm cổ phần thường mới để huy động vốn.

Mức độ ổn định của lợi nhuận doanh nghiệp trong tương lai: Nếu lợi nhuận trong tương lai được dự báo là tương đối ổn định thì công ty sẽ trả cổ

tức ở mức cao và lợi nhuận giữ lại tái đầu tư thấp. Nếu lợi nhuận trong tương lai được dự báo là biến động thì công ty phải lập quỹ dự phòng cho các năm sau nếu như có sự giảm sút lợi nhuận, do đó cổ tức sẽ được chi trả ở mức thấp.

Khả năng thâm nhập thị trường vốn: Doanh nghiệp càng có nhiều tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài thì càng có nhiều khả năng chi trả cổ tức. Thông thường các công ty có quy mô lớn sẽ có độ an toàn và tín nhiệm cao hơn các công ty có quy mô nhỏ nên khả năng thâm nhập thị trường vốn để huy động vốn cũng dễ hơn. Do đó, các công ty lớn có thể dành lợi nhuận để trả cổ tức cao hơn trong khi các công ty nhỏ trả cổ tức thấp để giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư vì họ khó huy động vốn ở thị trường vốn.

Tình hình dòng tiền của công ty: Nhiều công ty hoạt động kinh doanh thu được lợi nhuận rất cao nhưng đó mới chỉ là con số trên sổ sách. Công ty có đủ lượng tiền mặt để chi trả cổ tức hay không mới là điều quan trọng. Do vậy mức chi trả cổ tức của công ty cao hay thấp không thể chỉ dựa vào lợi nhuận mà còn phải dựa vào quy mô nguồn tiền nhàn rỗi của công ty.

2. GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

2.1 Khái niệm giá trị doanh nghiệp

Theo luật doanh nghiệp năm 2014 của nước Cộng hoà xã hội chủ nghĩa Việt Nam thì doanh nghiệp được định nghĩa như sau: “Doanh nghiệp là tổ chức kinh tế có tên riêng, có tài sản, có trụ sở giao dịch ổn định, được đăng ký kinh doanh theo quy định của pháp luật nhằm mục đích thực hiện các hoạt động kinh doanh”.

Trong nền kinh tế thị trường, việc đầu tư vốn vào doanh nghiệp hay thực hiện hoạt động mua bán, sáp nhập doanh nghiệp được diễn ra thường xuyên, liên tục. Việc coi doanh nghiệp như là một tài sản, một hàng hóa có khả năng sinh lời và đem lại lợi ích cho người đầu tư là một quan điểm đang ngày càng trở nên phổ biến. Quá trình hình thành giá trị và giả cả doanh nghiệp cũng chịu sự tác động của quy luật giá trị, quy luật cạnh tranh, quy luật cung cầu giống như hàng hóa thông thường.

Doanh nghiệp là một hàng hóa, vì vậy nó cũng có giá trị. Khi một nhà đầu tư cân nhắc việc bỏ vốn đầu tư vào doanh nghiệp, hay khi nhà quản trị doanh nghiệp cân nhắc việc đưa ra các quyết định đầu tư, quyết định tài chính phù hợp và hiệu quả đều cần phải xác định được giá trị doanh nghiệp.

Dưới góc độ quản trị tài chính doanh nghiệp, lợi ích mà nhà đầu tư nhận được từ doanh nghiệp thể hiện qua dòng tiền mà doanh nghiệp đó mang lại cho nhà đầu tư trong tương lai. Các nhà quản trị doanh nghiệp hiểu rằng tiền có giá trị theo thời gian, vì vậy khi bỏ vốn đầu tư vào một doanh nghiệp, các nhà đầu tư yêu cầu khoản đầu tư đó phải đạt được tỷ suất sinh lời bằng với chi phí cơ hội của vốn. Với quan điểm đầu tư nhằm mục đích sinh lời thì cách xác định giá trị doanh nghiệp phổ biến nhất là chiết khấu dòng tiền tiền thu nhập mà doanh nghiệp mang lại trong tương lai về thời điểm hiện tại theo tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư.

Do đó giá trị doanh nghiệp có thể hiểu là tổng giá trị hiện tại của dòng tiền mà nhà đầu tư nhận được trong tương lai do doanh nghiệp mang lại.

Công thức xác định giá trị doanh nghiệp:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Trong đó:

V là giá trị doanh nghiệp

CF_t là dòng tiền doanh nghiệp mang lại cho nhà đầu tư

r là tỷ suất chiết khấu (là tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư)

Từ công thức trên cho thấy giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào các yếu tố: dòng tiền, tỷ lệ tăng trưởng của dòng tiền trong tương lai và tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư.

Đối với công ty cổ phần, xét trong dài hạn và trong điều kiện thị trường tài chính hoàn hảo, giá của cổ phiếu tương đương với giá trị của công ty. Khi đó giá cổ phiếu của công ty trên thị trường phản ánh giá trị của công ty theo đánh giá

của các chủ sở hữu và có xem xét đến những phức tạp của yếu tố thời gian và rủi ro trong thực tế.

2.2 Các yếu tố tác động tới giá trị doanh nghiệp

Giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng thu nhập mà doanh nghiệp mang lại cho nhà đầu tư. Nhưng doanh nghiệp có thể tạo ra thu nhập hay không và độ lớn của thu nhập ở mức nào lại tùy thuộc vào nhiều yếu tố như: vốn, tài sản, kỹ thuật, vị trí... và khả năng thích ứng của nó với các yếu tố môi trường bên ngoài. Khái quát lại các yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp bao gồm:

2.2.1. Các yếu tố thuộc về môi trường kinh doanh

Môi trường kinh doanh tổng quát

➤ Môi trường kinh tế

Hoạt động của doanh nghiệp bao giờ cũng gắn liền với một bối cảnh kinh tế nhất định. Bối cảnh kinh tế đó được nhìn nhận thông qua hàng loạt các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô như: tốc độ tăng trưởng, chỉ số giá cả, tỷ giá ngoại tệ, chỉ số chứng khoán... Mỗi sự thay đổi nhỏ của yếu tố này cũng sẽ ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp.

➤ Môi trường chính trị

Môi trường chính trị có sự gắn bó chặt chẽ, tác động trực tiếp đến hoạt động của doanh nghiệp, các yếu tố trong môi trường này thường được đề cập tới đó là:

- + Tính đầy đủ, đồng bộ, rõ ràng và chi tiết của hệ thống luật pháp;
- + Quan điểm tư tưởng của Nhà nước đối với sản xuất kinh doanh...;
- + Năng lực hành pháp của Chính phủ và ý thức chấp hành pháp luật của các công dân và các tổ chức sản xuất.

Cũng như môi trường kinh tế, môi trường chính trị có vai trò như những điều kiện thiết yếu, tối thiểu để doanh nghiệp có thể hoạt động.

➤ Môi trường văn hoá - xã hội

Các yếu tố ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp thuộc môi trường này thường được nhắc đến, bao gồm: những quan niệm, tư tưởng của cộng đồng về lối sống, đạo đức; cơ cấu dân cư, giới tính, độ tuổi, mật độ, sự gia tăng dân số, thu nhập bình quân đầu người, ô nhiễm môi trường...

➤ Môi trường khoa học - công nghệ

Khoa học - công nghệ đang làm thay đổi một cách căn bản các điều kiện về quy trình công nghệ và phương thức tổ chức sản xuất kinh doanh trong các doanh nghiệp, qua đó ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp.

Môi trường đặc thù

➤ Khách hàng

Phân tích khách hàng là yếu tố quyết định để xem xét khả năng phát triển, mở rộng sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Trong quá trình hoạt động cần phải xác định tính chất, mức độ bền vững và uy tín của doanh nghiệp trong quan hệ với khách hàng.

➤ Nhà cung cấp

Trong hoạt động của mình, các doanh nghiệp thường phải trông đợi vào sự cung cấp từ phía bên ngoài các loại nguyên, nhiên vật liệu... Tính ổn định của nguồn cung cấp có ý nghĩa quan trọng, đảm bảo cho hoạt động của doanh nghiệp được thông suốt.

➤ Các hãng cạnh tranh

Hoạt động trong nền kinh tế thị trường luôn tiềm ẩn các yếu tố cạnh tranh, sự quyết liệt trong cạnh tranh được coi là mối nguy cơ trực tiếp đến sự tồn tại của doanh nghiệp.

➤ Các cơ quan Nhà nước

Dù quốc gia nào đi nữa, hoạt động của doanh nghiệp ít nhiều cũng đặt dưới sự kiểm tra, giám sát của các cơ quan Nhà nước như: cơ quan thuế, hải quan, thanh tra... Tạo dựng mối quan hệ tốt là một động lực cho doanh nghiệp phát triển.

2.2.2 Các yếu tố thuộc về nội tại doanh nghiệp

Tài sản trong doanh nghiệp

Khi xác định giá trị doanh nghiệp, mối quan tâm hàng đầu của nhà định giá là hiện trạng tài sản của doanh nghiệp, bởi nếu doanh nghiệp nhiều tài sản, hàm chứa rằng doanh nghiệp đó có giá trị lớn và ngược lại.

Vị trí kinh doanh

Mục đích hoạt động của doanh nghiệp là kinh doanh, mà kinh doanh lại luôn gắn liền với vị trí cụ thể. Vì vậy, có lợi thế về vị trí kinh doanh có ý nghĩa quan trọng đối với hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, giúp doanh nghiệp ổn định và phát triển.

Uy tín kinh doanh

Uy tín kinh doanh là sự đánh giá từ bên ngoài về sản phẩm của doanh nghiệp, nó được hình thành bởi nhiều yếu tố khác nhau từ bên trong doanh nghiệp. Khi sản phẩm của doanh nghiệp được bên ngoài đánh giá cao, thì uy tín trở thành một tài sản thực sự góp phần tạo ra giá trị cho doanh nghiệp.

Trình độ người lao động

Trình độ người lao động không chỉ có ý nghĩa quan trọng đối với việc nâng cao chất lượng sản phẩm, mà còn có thể làm giảm chi phí sản xuất kinh doanh. Với ý nghĩa đó, khi đánh giá khả năng tồn tại và phát triển, khả năng sáng tạo ra lợi nhuận, cần thiết phải xét đến trình độ kỹ thuật và tay nghề của người lao động, coi chúng như một yếu tố nội tại quyết định đến giá trị của doanh nghiệp.

Năng lực quản trị kinh doanh

Năng lực quản trị kinh doanh thường được đánh giá trên cơ sở việc thực hiện các chức năng quản trị, như: hoạch định, tổ chức, phối hợp, điều khiển, kiểm tra... Điều này thể hiện ở việc ra các quyết định tài chính như: quyết định đầu tư vốn, quyết định tài trợ vốn và quyết định phân phối lợi nhuận (hay chia cổ tức ở các công ty cổ phần). Nếu như các nhà đầu tư nhận thấy các quyết định đầu tư hay quyết định chia cổ tức của công ty là không hợp lý thì họ sẽ phản ứng tiêu cực với cổ phiếu của công ty, hậu quả giá cổ phiếu sẽ bị sụt giảm hay giá trị doanh nghiệp giảm. Ngược lại, họ sẽ phản ứng tích cực trước các quyết định đầu tư, tài trợ hay chia cổ tức hợp lý từ ban lãnh đạo công ty và điều này sẽ góp phần đẩy giá cổ phiếu lên cao hay tăng giá trị doanh nghiệp. Rõ ràng, năng lực quản trị kinh doanh tốt là một nhân tố có tính quyết định đến chiều hướng phát triển, cũng như khả năng hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

2.3 Ảnh hưởng của chính sách cổ tức tới giá trị doanh nghiệp

Chúng ta từng thấy rằng một sự gia tăng trong cổ tức thể hiện sự lạc quan của nhà quản trị về lợi nhuận và do đó tác động đến giá cổ phần. Bây giờ chúng ta hãy cân nhắc liệu quyết định cổ tức có làm thay đổi giá trị cổ phần hay không? Hay đơn giản chỉ cung cấp tín hiệu cho giá trị cổ phần.

2.3.1 Các lập luận về chính sách cổ tức không có tác động gì tới giá trị doanh nghiệp

Lý thuyết đoạt giải Nobel kinh tế của M&M (Merton Miller và Franco Modigliani – 1961) cho rằng chính sách cổ tức hoàn toàn không làm ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp, mà giá trị doanh nghiệp lại tùy thuộc vào các quyết định đầu tư vì nó quyết định dòng thu nhập trong tương lai của công ty và do vậy quyết định giá trị công ty. Còn chính sách phân chia dòng thu nhập đó thành cổ tức và lợi nhuận giữ lại như thế nào là không quan trọng. Họ cho rằng tác động của một chính sách cổ tức nào đó có thể bù trừ chính xác bằng các hình thức tài trợ khác như việc bán cổ phần thường chẳng hạn. Quan điểm của hai ông này thuộc trường phái trung dung. Và lập luận của trường phái này được dựa trên các điều kiện của một thị trường vốn hoàn hảo với những giả định như sau:

Không có thuế: theo giả định này, các nhà đầu tư không bận tâm về việc họ sẽ nhận được thu nhập cổ tức hay thu nhập lãi vốn.

Không có chi phí giao dịch: giả định này ngụ ý rằng các nhà đầu tư vào chứng khoán của các doanh nghiệp chỉ trả ít hoặc không chi trả cổ tức có thể bán lại (không có phí tổn) bất cứ số cổ phần nào mà họ muốn bán để chuyển đổi lãi vốn thành thu nhập thường xuyên.

Không có chi phí phát hành: nếu các doanh nghiệp không phải chi trả các chi phí phát hành cho việc phát hành chứng khoán mới, họ có thể thụ hưởng được vốn cổ phần cần thiết cùng với chi phí, không kể họ giữ lại lợi nhuận hay chi trả cổ tức. Đôi khi việc chi trả cổ tức đưa đến nhu cầu bán cổ phần mới theo định kỳ.

Chính sách đầu tư và tài trợ cố định: nghĩa là cho dù doanh nghiệp có dư tiền thì cũng không thể đem số tiền đó đi đầu tư thêm mà chỉ có thể mua lại cổ phần hoặc chia cổ tức mà thôi. Hoặc doanh nghiệp thiếu tiền thì doanh nghiệp cũng không thể đi vay thêm được mà chỉ có thể phát hành thêm cổ phần để tài trợ

cho dự án mới của mình. Như vậy, theo MM chính sách đầu tư của doanh nghiệp không chịu tác động của chính sách cổ tức.

M&M cũng còn dựa vào lập luận “hiệu ứng khách hàng” để bảo vệ cho kết luận của mình. Theo đó, doanh nghiệp thay đổi chính sách cổ tức có thể mất một số cổ đông qua các doanh nghiệp khác có cổ tức thấp hơn. Do đó, giá cổ phần sụt giảm tạm thời. Nhưng các nhà đầu tư khác thích chính sách cổ tức mới sẽ cho rằng cổ phần của doanh nghiệp bị bán dưới giá và sẽ mua thêm cổ phần. Trong thế giới M&M, các giao dịch này diễn ra tức khắc và không có tồn phí, kết quả là giá trị cổ phần giữ nguyên không đổi.

Tuy nhiên MM cũng nhận thấy rằng có những bằng chứng thực nghiệm đáng kể cho thấy rằng các thay đổi trong chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến giá cổ phần. Hai ông khẳng định rằng thay đổi quan sát được trong giá trị doanh nghiệp là kết quả của các quyết định cổ tức thật ra là do “nội dung hàm chứa thông tin” hay “các tác động phát tín hiệu” của chính sách cổ tức, chứ không phải mô hình chi trả cổ tức. Có nghĩa là các thay đổi trong chi trả cổ tức là một tín hiệu cho các nhà đầu tư là ban điều hành dự kiến lợi nhuận và dòng tiền tương lai của doanh nghiệp của doanh nghiệp thay đổi. Ví dụ, một cắt giảm cổ tức được xem như truyền đạt các thông tin bất lợi về triển vọng lợi nhuận của doanh nghiệp. Do vậy mà chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến giá cổ phần hay giá trị của doanh nghiệp. Tuy nhiên quan điểm này chỉ có ý nghĩa khi thỏa mãn hai điều kiện: (i) các nhà đầu tư coi trọng thông tin này, (ii) cổ tức là một tín hiệu về triển vọng phát triển của công ty và cổ tức là một tín hiệu đáng tin cậy hơn các tín hiệu khác.

Những lập luận của trường phái này dựa trên những giả định của một thị trường vốn hoàn hảo, nhưng chúng lại có ý nghĩa trong việc đánh giá tác động của chính sách cổ tức lên giá trị doanh nghiệp. Các nhà quản trị tài chính có thể sử dụng các lập luận này để thiết lập một chính sách cổ tức một cách có lợi nhất đến giá trị doanh nghiệp bằng cách từng bước loại bỏ những giả định của MM và đánh giá những tác động của từng nhân tố lên chính sách cổ tức.

2.3.2 Các lập luận về chính sách cổ tức có tác động tới giá trị doanh nghiệp

Bây giờ chúng ta sẽ khảo sát những lập luận không tán thành với kết luận được đưa ra từ lý thuyết về chính sách cổ tức khi cho rằng chính sách cổ tức không hề có tác động gì đến giá trị thị trường của công ty.

Trường phái tả khuynh cấp tiến

Trường phái này cho rằng thị trường sẽ thưởng cho các doanh nghiệp có chính sách cổ tức thấp. Họ khẳng định rằng doanh nghiệp nào chi trả cổ tức thì sau đó sẽ sửa lỗi lầm bằng cách phát hành cổ phần mới. Bất cứ doanh nghiệp nào mà chủ yếu tài trợ cho chính sách cổ tức bằng cách phát hành cổ phần thì doanh nghiệp đó sẽ cắt giảm cổ tức đến một điểm mà ít nhất tại đó việc phát hành cổ phần là không cần thiết. Dựa vào các lập luận của mình, theo trường phái này, các doanh nghiệp nên thiết lập một chính sách cổ tức thấp thậm chí chi trả cổ tức bằng 0, và tiền mặt có sẵn nên giữ lại hoặc để mua lại cổ phần. Và giá trị của doanh nghiệp sẽ đạt được mức tối đa. Để đưa ra các khẳng định này, trường phái này đã dựa trên các lập luận sau:

Thứ nhất, những lập luận về thuế. Khi đầu tư vào cổ phần, nhà đầu tư chịu thuế thu nhập cá nhân trên cổ tức nhận được và phần chênh lệch vốn. Do đó trường phái này cho rằng, các doanh nghiệp không nên chi trả cổ tức vì cổ tức bị đánh thuế cao hơn phần chênh lệch vốn hoặc ít ra phần chênh lệch vốn không chịu thuế cho đến khi bán cổ phần. Nghiên cứu thực nghiệm của Jonh A. Brittain đã tìm thấy chứng cứ hỗ trợ cho ý kiến này. Jonh đã nghiên cứu chính sách cổ tức của các công ty Mỹ từ năm 1920 đến 1960 và thấy rằng thuế suất tăng làm giảm tỷ lệ chi trả cổ tức. Tuy nhiên nghiên cứu của ông lại được thực hiện tại thời điểm mà có sự chênh lệch khá lớn giữa thuế suất đánh trên cổ tức và thuế suất đánh trên chênh lệch vốn. Hiện nay, mức thuế suất đánh trên cổ tức và chênh lệch vốn tại Mỹ đã ngang nhau thể hiện sự công bằng của cơ quan thuế đối với bất cứ nguồn thu nhập nào của nhà đầu tư. Khi không có bất cứ sự ưu đãi nào giữa thu nhập cổ tức và thu nhập từ chênh lệch vốn, số lượng các doanh nghiệp chi trả cổ tức ở Mỹ đã tăng vọt. Do vậy mà luận điểm này của trường phái ngày càng giảm giá trị.

Thứ hai, những lập luận về chi phí phát hành.

Khi phát hành cổ phần thường mới để tăng thêm vốn các doanh nghiệp phải trả chi phí phát hành. Sự hiện diện của chi phí phát hành khiến cho việc sử dụng vốn cổ phần mới có chi phí cao hơn sử dụng lợi nhuận để lại để tái đầu tư, từ đó làm tăng chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp và làm giảm giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, các doanh nghiệp thường phải trả chi phí phát hành cao cho việc phát hành một quy mô nhỏ vốn cổ phần. Những chi phí này còn lớn hơn nữa nếu doanh nghiệp này là các doanh nghiệp nhỏ, ít có uy tín trên thị trường và khó khăn trong việc tiếp cận thị trường vốn. Vì vậy, các doanh nghiệp có đủ các cơ hội đầu tư tăng trưởng tốt thường có khuynh hướng thích giữ lại lợi nhuận hơn.

Trường phái hữu khuynh bảo thủ

Trường phái này cho rằng giá trị cổ phần thực sự chịu ảnh hưởng của sự phân chia lợi nhuận cho cổ tức và giữ lại để tái đầu tư. Đại diện của trường phái này là Myron J. Gordon, David Durand, Jonh Lintner. Về cơ bản họ đồng ý với các ý kiến của MM là hợp lý nếu có các giả định hạn chế của một thị trường vốn hiệu quả và hoàn hảo. Nhưng trong thực tế, không có các giả định này, chính sách cổ tức trở nên quan trọng hơn. Trường phái này tin rằng chính sách chi trả cổ tức cao sẽ làm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, nên họ đề xuất các doanh nghiệp nên chi trả cổ tức mức cao. Để đưa ra những kết luận này, trường phái đã sử dụng các lập luận sau:

Thứ nhất, những lập luận về không thích rủi ro. Lập luận này còn được gọi là chú chim trong lòng bàn tay (Bird in the hand theory). Myron Gordon trong một nghiên cứu của mình đã đưa ra một lập luận 1 đồng thu nhập cổ tức hôm nay thì lớn hơn 1 đồng lợi nhuận giữ lại ngày hôm nay để đầu tư vào dự án mới, vì sự thành bại của dự án mới trong tương lai vẫn còn là một câu hỏi mở, do đó cổ tức được chia trong tương lai cho dù có lớn hơn nhưng rủi ro hơn (vì tính không chắc chắn) do đó sẽ được chiết khấu với lãi suất chiết khấu cao hơn. Còn cổ tức hiện tại là thu nhập thường xuyên, chắc chắn hơn. Theo ông, cổ tức làm giảm tính bất trắc của cổ đông, cho phép họ chiết khấu lợi nhuận trong tương lai của doanh nghiệp với một tỷ lệ thấp hơn, do đó làm tăng giá trị doanh nghiệp. Và ngược lại, việc không chi trả cổ tức làm tăng tính bất trắc của cổ đông, làm tăng suất chiết khấu và giảm giá cổ phần.

Thứ hai, lập luận về chi phí giao dịch. Theo lập luận của MM ở trên, khi các cổ đông được nhận một mức cổ tức thấp hay thậm chí không được nhận cổ tức thì họ có thể bán theo định kỳ số cổ phần mà họ nắm giữ để đáp ứng nhu cầu lợi nhuận hiện tại của mình. Vì không có chi phí giao dịch nên việc nhận cổ tức hay không thì không ảnh hưởng gì đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên do tồn tại chi phí giao dịch nên các nhà đầu tư sẽ phải quan tâm đến việc họ nhận cổ tức bằng tiền mặt hay bằng lãi vốn. Chi phí môi giới và các chênh lệch lô lẻ làm cho việc bán cổ phần tốn kém, nên việc bán cổ phần không thể thay thế cho việc nhận cổ tức thường xuyên. Do đó, các nhà đầu tư vẫn mong nhận được cổ tức cao hơn, và họ trả giá cao hơn cho các cổ phần đáp ứng nhu cầu cổ tức của họ.

Thứ ba, lập luận về chi phí đại diện. Việc chi trả cổ tức làm giảm chi phí đại diện giữa các cổ đông (chủ sở hữu) với ban điều hành công ty. Việc chi trả cổ tức làm giảm số lượng lợi nhuận giữ lại có sẵn để tái đầu tư và đòi hỏi sử dụng nhiều vốn cổ phần từ bên ngoài hơn để đầu tư cho sự tăng trưởng. Việc huy động vốn cổ phần từ bên ngoài khiến cho doanh nghiệp chịu sự giám sát của các cơ quan quản lý thị trường và các nhà đầu tư tương lai. Việc này được coi như một chức năng giám sát thành quả của ban điều hành.

Như vậy có thể thấy có nhiều trường phái khác nhau về tác động của chính sách cổ tức đến giá trị doanh nghiệp. Những lập luận của trường phái cánh tả và cánh hữu là đối lập nhau, nhưng chúng lại mang tính thực tế trong một thị trường vốn không hoàn hảo. Lập luận của MM chỉ đúng trong trường hợp thị trường vốn hoàn hảo, không mang tính thực tế. Các nhà quản trị có thể phối hợp các lập luận này trong việc đánh giá tác động của chính sách cổ tức đến giá trị doanh nghiệp để có thể đưa ra chính sách cổ tức tối ưu.

2.3 Xây dựng mô hình định lượng xem xét ảnh hưởng của chính sách cổ tức tới giá trị doanh nghiệp.

Mô hình thứ nhất

Khi xem xét mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp, chúng ta cần xem xét từ hai góc độ: đảm bảo lợi ích của cổ đông và sự tăng trưởng của doanh nghiệp. Cổ đông thường thích nhận cổ tức nên tập trung

vào mức chi trả cổ tức và các nhân tố ảnh hưởng đến mức thu nhập từ cổ tức. Trong khi đó doanh nghiệp lại đòi hỏi phải duy trì lợi nhuận đủ để đáp ứng nhu cầu đầu tư trong dài hạn, nên tập trung vào việc giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư hơn là chia cổ tức. Sự khác biệt giữa các ưu tiên này dẫn đến sẽ có các kịch bản khác nhau về chính sách cổ tức và từ đó làm ảnh hưởng đến giá trị thị trường của doanh nghiệp. Từ lập luận này ta có thể xây dựng mô hình biểu diễn cho giả thiết chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến giá trị thị trường của doanh nghiệp.

Giá trị thị trường của doanh nghiệp = $f(\text{Lợi nhuận sau thuế, cổ tức, lợi nhuận giữ lại})$

Giá trị thị trường của doanh nghiệp phụ thuộc vào lợi nhuận sau thuế, cổ tức và lợi nhuận giữ lại. Lợi nhuận sau thuế được nghiên cứu ở đây là bắt nguồn của việc đầu tư hiện tại của doanh nghiệp. Khi lợi nhuận sau thuế cao thì có thể sẽ làm cho giá cổ phiếu cao. Cổ tức chi trả cho các cổ đông đại diện cho chính sách cổ tức và lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư đại diện cho chính sách tài trợ và chính sách đầu tư để mang về những tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai của doanh nghiệp.

Ta có $V_t = f(TD, NI, TR)$

Trong đó:

V_t Giá trị thị trường của doanh nghiệp

TD Tổng mức cổ tức chi trả

TR Tổng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư

NI Lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp

Ta chia cả hai vế cho số lượng cổ phiếu thường đang lưu hành, ta có:

$P_t = f(DPS, EPS, R)$

Trong đó:

P_t Giá cổ phiếu của công ty

DPS : cổ tức trên mỗi cổ phiếu

EPS : Thu nhập trên một cổ phần

R : Lợi nhuận giữ lại trên một cổ phiếu

Biến độc lập là giá cổ phiếu. Giá của cổ phiếu sẽ phụ thuộc vào mức chi trả cổ tức trên mỗi cổ phần, thu nhập trên mỗi cổ phần và lợi nhuận giữ lại trên mỗi cổ phần. Để giảm hiện tượng đa cộng tuyến của các biến giải thích thì ta có thể thay biến lợi nhuận giữ lại trên mỗi cổ phần bằng biến tỷ lệ lợi nhuận giữ lại.

Như vậy ta sẽ đi kiểm định mô hình:

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 DPS_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 r_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

với $i = 1 \dots N, t = 1 \dots T$

Mô hình thứ hai

Nghiên cứu Lintner trước đây cho rằng các nhà đầu tư thường tập trung vào những thay đổi trong cổ tức hơn là mức chi trả cổ tức tuyệt đối. Do đó, những thay đổi trong mức chi trả cổ tức có thể sẽ ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Từ đó ta xây dựng mô hình sau:

$$P_1 - P_0 = \alpha + \beta(D_1 - D_0) + \varepsilon$$

$$\text{Hay } \Delta P = \alpha + \beta \Delta D + \varepsilon$$

Chia cả hai vế cho P_0 ta có mô hình:

$$\frac{\Delta P}{P_0} = \frac{\alpha}{P_0} + \beta \frac{\Delta D}{P_0} + \frac{\varepsilon}{P_0}$$

Ta có thể đặt các biến số như sau:

$$\text{Phần trăm thay đổi trong giá cổ phiếu qua các năm là: } \% \Delta P = \frac{\Delta P}{P_0}$$

Thay đổi trong tỷ suất cổ tức:

$$\Delta DY = DY_1 - DY_2 = \frac{D_1}{P_0} - \frac{D_0}{P_0} = \frac{D_1 - D_0}{P_0} = \frac{\Delta D}{P_0}$$

Trong chỉ tiêu này thay đổi tỷ suất cổ tức là do thay đổi trong mức cổ tức chi trả mỗi cổ phần vì trong công thức này đã lấy cùng một mức giá ở kỳ 0 để làm mẫu số. Ta có thể viết lại mô hình trên như sau:

$$\% \Delta P = a + b \Delta DY + u$$

Với a và b là các hệ số hồi qui của mô hình, trong đó $b < 0$ thì mô hình mới có ý nghĩa. Ý nghĩa của mô hình này là phần trăm thay đổi trong giá cổ phiếu sẽ

chịu sự tác động của những thay đổi trong tỷ suất cổ tức. Về bản chất, nếu doanh nghiệp gia tăng chi trả cổ tức thì phải đánh đổi trong việc giữ lại lợi nhuận để tạo ra các cơ hội tăng trưởng trong tương lai để làm tăng giá cổ phiếu trên thị trường.

Đối với công ty cổ phần, mục tiêu của quản trị tài chính doanh nghiệp là nhằm tối đa hóa giá trị của chủ sở hữu hay cổ đông trong công ty. Tối đa hóa giá trị của cổ đông đồng nghĩa với việc tối đa hóa giá trị thị trường của số cổ phiếu thường mà các cổ đông đang nắm giữ, bởi nó bao gồm những tác động của các quyết định tài chính như: quyết định đầu tư vốn, quyết định tài trợ vốn và quyết định chia cổ tức. Nếu như các nhà đầu nhận thấy quyết định đầu tư hay quyết định chia cổ tức của công ty là không hợp lý thì họ sẽ phản ứng tiêu cực đối với cổ phiếu của công ty, hậu quả là giá cổ phiếu sẽ bị sụt giảm. Ngược lại, họ sẽ phản ánh tích cực trước các quyết định đầu tư vốn, tài trợ vốn hay chia cổ tức hợp lý từ Ban lãnh đạo công ty và điều đó góp phần đẩy giá cổ phiếu lên cao.

Tóm lại việc lựa chọn những quyết định tài chính đúng đắn là cơ sở tạo ra giá trị cho các cổ đông của công ty. Giá cổ phiếu của một công ty cổ phần phụ thuộc vào nhiều yếu tố thuộc về khách quan và chủ quan, vì vậy rất khó xác định chính xác mức độ ảnh hưởng của các nhân tố tới giá cổ phiếu trên thị trường. Tuy nhiên xét trong dài hạn và trong điều kiện thị trường tài chính hoàn hảo, giá cổ phiếu tương đương với giá trị công ty. Khi đó giá cổ phiếu của công ty trên thị trường phản ánh giá trị công ty theo đánh giá của các chủ sở hữu và có xem xét đến những phức tạp của yếu tố thời gian và rủi ro trong thực tế.

Kết luận

Trong nghiên cứu này đã trình bày khái quát các vấn đề lý thuyết về cổ tức, chính sách cổ tức và các nghiên cứu của các trường phái trên thế giới về tác động của chính sách cổ tức lên giá trị doanh nghiệp. Có nhiều nghiên cứu lý thuyết khác nhau và có cả những nghiên cứu thực nghiệm đề về vấn đề này. Từ các nghiên cứu trước đây, đề tài cũng đã đưa ra hai mô hình để nghiên cứu thực nghiệm ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến giá trị doanh nghiệp. Những lý luận và mô hình này là căn cứ lý thuyết để đề tài tiếp tục nghiên cứu thực trạng về chính sách cổ tức và ảnh hưởng của chính sách cổ tức lên giá trị doanh nghiệp.