

QUYẾT ĐỊNH CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÔNG TY

Mục tiêu

Bài này tập trung bàn về quyết định thứ ba, quyết định chính sách cổ tức, trong ba quyết định chủ yếu của tài chính công ty. Đọc xong bài này bạn sẽ hiểu được công ty thường chi trả cổ tức bằng những hình thức nào, cách thức chi trả cổ tức ra sao và liệu chính sách cổ tức có tác động gì đến giá cổ phiếu hay không. Ngoài ra, đọc bài này bạn còn hiểu thêm công ty nên theo đuổi một chính sách cổ tức như thế nào cho phù hợp.

1. CÁC HÌNH THỨC TRẢ CỔ TỨC

Thuật ngữ cổ tức (dividend) dùng để chỉ việc phân phối lợi nhuận kiếm được từ hoạt động của công ty. Còn việc phân phối các nguồn lợi nhuận khác không phải lợi nhuận hoạt động thường được gọi là phân phối lợi nhuận (distribution) thay vì gọi là cổ tức.

Công ty thường trả cổ tức bằng hình thức chi trả tiền mặt (cash dividend), thường là chi trả mỗi năm một lần, nhưng cũng có thể trả nhiều lần trong một năm. Khi chi trả cổ tức, trên bảng cân đối kế toán, khoản mục tiền mặt và lợi nhuận giữ lại của công ty giảm đi. Ngoài ra, công ty còn có thể trả cổ tức bằng cổ phiếu (stock dividend). Thực ra, trả cổ tức bằng cổ phiếu không phải là chi trả cổ tức theo đúng nghĩa, vì nó không làm cho tài khoản tiền mặt của công ty giảm đi. Chi trả cổ tức bằng cổ phiếu làm gia tăng số cổ phần đang lưu hành, theo đó, làm giảm đi giá trị của mỗi cổ phần. Điều này cũng tương tự như trường hợp chia tách cổ phiếu (stock split). Khi công ty chia tách cổ phiếu sẽ làm gia tăng số cổ phần đang lưu hành và mỗi cổ phần bây giờ được tham gia chia một phần ngân lưu của công ty nên giá cổ phiếu sẽ giảm đi.

2. CÁCH THỨC CHI TRẢ CỔ TỨC

Quyết định về chi trả cổ tức được đặt trong tay của hội đồng quản trị công ty. Việc chi trả cổ tức cho cổ đông được ghi nhận vào một ngày cụ thể. Khi cổ tức được công bố, nó trở thành một trách nhiệm tài chính đối với công ty và công ty không thể dễ dàng thay đổi được. Mức độ chi trả cổ tức nhiều hay ít thường được đo bằng một số chỉ tiêu như: Cổ tức trên cổ phần (dividend per share – DPS), Tỷ lệ chi trả cổ tức (dividend yield), Tỷ lệ lợi nhuận trên cổ phần (dividend payout). Cơ chế chi trả cổ tức của công ty có thể minh họa trên hình 14.1 dưới đây.

Hình 14.1: Quy trình chi trả cổ tức

Thứ năm 15/01	Thứ tư 28/01	Thứ sáu 30/01	Thứ hai 16/02
Ngày công bố (Declaration date)	Ngày xác lập quyền hưởng cổ tức (Ex-dividend date)	Ngày khoá sổ (Record date)	Ngày chi trả cổ tức (Payment date)

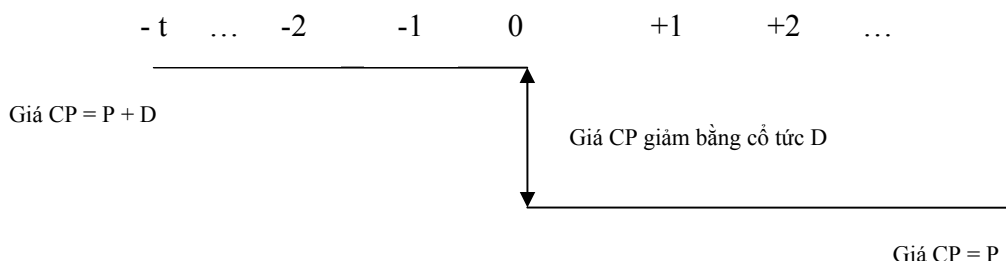
Trước khi chi trả cổ tức, ngoài việc công bố cổ tức được hưởng công ty còn phải chuẩn bị danh sách cổ đông chính thức được thụ hưởng cổ tức vào ngày chi trả. Giữa hai thời điểm: ngày công

bổ và ngày chi trả cổ tức còn có hai mốc thời gian để công ty chuẩn bị. Như vậy có tất cả bốn ngày được xem là mốc thời gian cần xem xét.

- **Ngày công bố** – Vào ngày này (15/01) hội đồng quản trị thông qua và công bố cổ tức sẽ được trả cho mỗi cổ phần là bao nhiêu vào ngày 16/02 cho tất cả cổ đông được ghi nhận trong danh sách sổ khóa sổ vào ngày 30/01.
- **Ngày khóa sổ** – Vào ngày này (30/01) công ty lập danh sách tất cả cổ đông nào được xem là cổ đông được hưởng cổ tức. Những ai thông báo mua và sở hữu cổ phiếu sau ngày này sẽ không được hưởng cổ tức.
- **Ngày xác lập quyền hưởng cổ tức** – Do việc mua bán và chuyển quyền sở hữu cổ phiếu mất một số ngày nên sẽ không công bằng nếu người nào mua cổ phiếu vào ngày 29/01 nhưng hoàn tất được thủ tục vào ngày 30/01 và được hưởng cổ tức trong khi người khác mua cổ phiếu cùng ngày nhưng mãi đến ngày 2/02 mới hoàn tất thủ tục và như vậy không được hưởng cổ tức. Để tránh vấn đề này, các công ty môi giới ấn định mốc thời gian là 3 ngày làm việc trước ngày khóa sổ, gọi là ngày xác lập quyền được hưởng cổ tức (ex-dividend date), trong ví dụ đang xem xét là vào ngày 28/01.
- **Ngày chi trả** – Vào ngày này cổ tức sẽ được chi trả cho cổ đông bằng tiền mặt hoặc chuyển khoản.

Qui trình chi trả cổ tức như trình bày trên hình 14.1 cho thấy ngày xác lập quyền được hưởng cổ tức rất quan trọng bởi vì cá nhân nào mua cổ phiếu trước ngày này sẽ được hưởng cổ tức năm hiện tại trong khi cá nhân nào mua cổ phiếu đúng vào ngày này hoặc sau ngày này sẽ không được hưởng cổ tức. Ngoài ra, vào ngày xác lập quyền được hưởng cổ tức, giá cổ phiếu sẽ giảm một khoản bằng với cổ tức. Điều này được diễn tả ở hình 14.2.

Hình 14.2: Sự giảm giá cổ phiếu vài ngày xác lập quyền hưởng cổ tức (ngày 0)



3. CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

Trong những năm gần đây, chính sách cổ tức cũng được xem là một trong những quyết định chủ yếu của công ty. Tuy nhiên, cũng có một số ý kiến cho rằng chính sách cổ tức chẳng có ý nghĩa gì. Vậy, tại sao chúng ta phải nghiên cứu chính sách cổ tức?

Nếu bạn là người ra quyết định chi trả cổ tức, thì vấn đề bạn quan tâm nhất sẽ là gì? Chắc chắn điều bạn quan tâm sẽ là, liệu chính sách cổ tức mà bạn sắp quyết định có ảnh hưởng đến giá trị thị trường của công ty không? Nói cách khác, nó có làm giảm giá trị thị trường của công ty không và do đó, gián tiếp làm các cổ đông bị thiệt hại hay không?

Về mặt lý thuyết, với giả định là một thị trường hoàn hảo, thì câu trả lời là chính sách cổ tức chẳng có tác động gì lên giá trị của công ty cả, đại diện cho lập luận này là kết quả nghiên cứu của hai ông Modigliani và Miller, được công bố lần đầu vào năm 1961¹. Nhưng thực tế, thị

¹ Diệp Dũng và Nguyễn Minh Kiều (2002), bài giảng Phân tích tài chính, Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright, www.fetp.edu.vn

trường không hoàn hảo như lý thuyết đã giả định, vì tồn tại chi phí giao dịch, thuế, thông tin thiên lệch... cho nên câu trả lời sẽ là : trong thực tế, chính sách cổ tức có tác động không nhỏ đến giá trị của công ty và vì vậy sẽ có những tác động, không tốt thì xấu, lên lợi ích của các cổ đông. Do đó, cần thận trọng khi đưa ra các quyết định liên quan đến chính sách cổ tức.

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.*

Trước khi khảo sát khía cạnh mang tính lý thuyết của chính sách cổ tức, chúng ta sẽ lướt nhanh qua các vấn đề có tính chiến lược và pháp lý của chính sách này. Qua đó chúng ta sẽ có được một kết luận sơ bộ là, không hề tồn tại cái gọi chiến lược tối ưu cho chính sách cổ tức mà phải tùy từng trường hợp cụ thể để ra các quyết định cụ thể.

3.1 Khía cạnh mang tính chiến lược

Giả dụ rằng hiện nay công ty của bạn đang có một cơ hội đầu tư tốt, vấn đề nằm ở chỗ nên tài trợ cho dự án này bằng nguồn vốn nào đây? Giả sử rằng lượng vốn cần thiết để tài trợ cho dự án này vượt quá khả năng đi vay của công ty, do đó, buộc công ty của bạn phải huy động đến nguồn vốn chủ sở hữu, nếu không muốn bỏ qua cơ hội đầu tư đầy triển vọng này. Vấn đề là nên chọn lựa nguồn vốn chủ sở hữu nào: lợi nhuận giữ lại và giới hạn việc trả cổ tức, hay tiếp tục trả cổ tức ở mức cao và phát hành cổ phiếu mới.

Nếu sử dụng lợi nhuận giữ lại và hạn chế việc trả cổ tức, chính sách này sẽ làm nản lòng những nhà đầu tư mà mối quan tâm hàng đầu của họ là thu nhập từ cổ tức chứ không phải từ lợi vốn do tăng giá cổ phiếu trong tương lai. Những nhà đầu tư này (thường là các định chế tài chính như quỹ hưu bổng, quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm) sẽ bán cổ phiếu của công ty mà họ đang nắm giữ. Từ đó làm giảm giá trị thị trường của cổ phiếu, điều này mâu thuẫn với mục tiêu tối hậu mà công ty đeo đuổi là tối đa hoá sự giàu có cho các cổ đông. Ngoài ra, việc cổ phiếu công ty giảm giá do các nhà đầu tư bán đi cổ phiếu mà họ đang nắm giữ sẽ đặt công ty trước nguy cơ bị thao túng mua (take over).

Còn nếu tiếp tục duy trì việc trả cổ tức ở mức cao và phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn tài trợ cho dự án thì công ty sẽ phải đối diện với các vấn đề sau: tổn kém phát sinh do chi phí phát hành cổ phiếu mới (trung bình bằng 15% tổng giá trị phát hành) và quyền kiểm soát của cổ đông hiện hành có thể bị đe dọa. Như vậy, công ty nên chọn phương án nào? Quả thật điều này không đơn giản. Phương án nào cũng có cái giá của nó, vấn đề là tùy từng trường hợp cụ thể mà chọn phương án mang lại lợi ích cao nhất.

3.2 Khía cạnh mang tính pháp lý

Có phải nhà quản trị có toàn quyền tự do trong việc đưa ra các quyết định liên quan đến chính sách cổ tức không? Câu trả lời là không, vì hệ thống pháp lý hạn chế quyền này của các nhà quản trị. Mặc dù cổ đông là những người chịu rủi ro cao nhất, nhưng những đối tượng khác như chủ nợ, người lao động cũng phải gánh chịu rủi ro (mặc dù thấp hơn các cổ đông). Ngoài ra, trái quyền của họ trước tài sản của công ty được ưu tiên hơn trái quyền dành cho các cổ đông. Để đảm bảo quyền lợi của các đối tượng này, hệ thống pháp lý hạn chế việc công ty trả cổ tức vượt qua lợi nhuận tích lũy. Ngoài ra, những điều khoản áp đặt bởi các chủ nợ cũng hạn chế phần nào quyền quyết định của ban quản trị trước các chính sách cổ tức của công ty. Chẳng hạn trước khi

cho vay, chủ nợ yêu cầu công ty không được trả cổ tức trong một thời gian nhất định nhằm hạn chế việc ban quản lý dồn rủi ro sang cho chủ nợ.

3.3 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

Về mặt lý thuyết, khi bàn đến chính sách cổ tức các nhà nghiên cứu luôn tranh luận với nhau về hai quan điểm: (1) chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến giá trị công ty, và (2) chính sách cổ tức chẳng có ảnh hưởng gì cả. Cụ thể, các lý thuyết này sẽ cho ta thấy hai tình huống:

- Một là, nếu không tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài – nghĩa là công ty không thể huy động vốn bằng cách đi vay hay tăng vốn chủ sở hữu – thì chính sách cổ tức sẽ phát huy tác dụng làm tăng giá trị của công ty một khi công ty có cơ hội đầu tư mới có suất sinh lợi trên vốn đầu tư (ROI) lớn hơn suất sinh lợi hiện hành mà cổ đông đòi hỏi. Thế nhưng điều giả định này lại là một điều rất vô lý, không tồn tại trong thực tế vì thực tế đâu ai cấm công ty huy động vốn bên ngoài.
- Hai là, nếu tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài (tức khác với tình huống 1) thì chính sách cổ tức sẽ chẳng có tác động gì đến giá trị của công ty. Nói cách khác, chính sách cổ tức khi đó sẽ chẳng có ý nghĩa gì cả.

Rõ ràng, cả hai tình huống lý thuyết trên đều dẫn đến một kết luận chung là chính sách cổ tức, về mặt lý thuyết, là chẳng có ý nghĩa gì cả (thực tế không như vậy). Bây giờ chúng ta sẽ lần lượt chứng minh các điều nêu trên.

Giả sử rằng công ty A tạo ra một dòng ngân lưu ròng CF không đổi và vĩnh viễn. Công ty quyết định sử dụng toàn bộ nguồn ngân lưu ròng này để trả cổ tức D ($CF = D$), nếu suất sinh lợi mà cổ đông đòi hỏi là k_e , khi đó, giá trị của vốn chủ sở hữu theo mô hình chiết khấu cổ tức sẽ là: $V_0 = D/k_e$

Nếu một phần b của dòng ngân lưu ròng được giữ lại mỗi năm – bắt đầu từ năm tới, khi đó, phần cổ tức được chia cho cổ đông mỗi năm sẽ là $CF(1 - b)$, giá trị vốn chủ sở hữu trong trường hợp này sẽ được xác định như sau: $V_0 = CF(1 - b) / (k_e - g)$ hay $V_0 = CF(1 - b) / (k_e - b * ROI)$, trong đó g là tốc độ tăng trưởng cổ tức. Bây giờ thử xem xét một ví dụ bằng số dưới đây.

Tình huống 1: Toàn bộ nguồn ngân lưu ròng được dùng để trả cổ tức

Giả dụ công ty A tạo ra một dòng ngân lưu ròng vĩnh viễn là 1000\$/năm. Công ty quyết định sử dụng toàn bộ nguồn ngân lưu ròng này để trả cổ tức là D ($CF = D$), nếu suất sinh lợi mà cổ đông đòi hỏi là $k_e = 10\%$, khi đó, giá trị của vốn chủ sở hữu theo mô hình chiết khấu cổ tức sẽ là: $V_0 = D/k_e = 1000 / 0,1 = 10,000\$$.

Tình huống 2: 50% của nguồn ngân lưu ròng được giữ lại để tái đầu tư vào dự án có suất sinh lợi trên vốn đầu tư ROI xảy ra bởi một trong ba khả năng sau:

1. Nếu $ROI = k_e = 10\%$
 $V_0 = CF(1 - b) / (k_e - b * ROI) = 1000(1 - 0,5) / (0,1 - 0,5 * 0,1) = 10.000$
2. Nếu $ROI = 15\% > k_e = 10\%$
 $V_0 = CF(1 - b) / (k_e - b * ROI) = 1000(1 - 0,5) / (0,1 - 0,5 * 0,15) = 20.000$
3. Nếu $ROI = 5\% < k_e = 10\%$
 $V_0 = CF(1 - b) / (k_e - b * ROI) = 1000(1 - 0,5) / (0,1 - 0,5 * 0,05) = 6.666$

Rõ ràng, với chính sách cổ tức không đổi, tức giữ lại 50% ngân lưu ròng, trả cổ tức 50% phần còn lại, cái làm cho giá trị của vốn chủ sở hữu tăng hay giảm chính là suất sinh lợi từ đầu tư vào dự án mới (ROI) bằng nguồn lợi nhuận giữ lại:

- Nếu ROI của dự án mới bằng suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông thì giá trị của vốn chủ sở hữu không đổi.
- Nếu ROI của dự án mới lớn hơn suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông thì giá trị của vốn chủ sở hữu sẽ tăng.
- Nếu ROI của dự án mới nhỏ hơn suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông thì giá trị của vốn chủ sở hữu sẽ giảm.

Như vậy, cái làm thay đổi giá trị của vốn chủ sở hữu là quyết định đầu tư chứ không phải chính sách cổ tức. Như vậy là tình huống thứ nhất của lý thuyết đã được chứng minh. Bây giờ, chúng ta sẽ chứng minh cho tình huống lý thuyết thứ hai.

Giả dụ rằng cơ hội đầu tư mới đòi hỏi công ty A phải chi đầu tư 1000\$ vào năm nay, và nhận được một nguồn ngân lưu ròng là 200\$/năm từ năm tới cho đến vĩnh viễn, biết suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông là 10%, khi ấy NPV của dự án sẽ là:

$$NPV = -1000 + (200 / 0,1) = +1000\$$$

Tình huống 1: Nếu công ty A giữ lại toàn bộ nguồn ngân lưu ròng của năm nay để đầu tư vào dự án mới và như vậy đồng nghĩa với việc cổ đông của công ty A sẽ không nhận được cổ tức trong năm nay, khi đó, giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu sẽ là:

$$\begin{aligned} V_0 &= \text{Cổ tức năm nay} + (\text{PV của cổ tức từ hoạt động hiện hành}) + (\text{PV của cổ tức từ đầu tư mới}) \\ &= 0 + (1000 / 0,1) + (200 / 0,1) = 12.000\$ \end{aligned}$$

Tình huống 2: Chi phí đầu tư 1000\$ cho dự án mới được huy động từ việc phát hành cổ phiếu mới, khi đó:

$$\begin{aligned} V_0 &= \text{Cổ tức năm nay} + (\text{PV của cổ tức từ hoạt động hiện hành}) + (\text{PV của cổ tức từ đầu tư mới}) \\ &\quad - (\text{Chi phí đầu tư cho dự án mới có được từ phát hành cổ phiếu mới}) \\ &= 1000 + (1000 / 0,1) + (200 / 0,1) - 1000 = 12.000\$ \end{aligned}$$

Rõ ràng, nếu có sự tồn tại của nguồn vốn bên ngoài, thì dù ban quản trị của công ty A có sử dụng chính sách cổ tức kiểu nào đi nữa: không trả cổ tức (tình huống 1) hay vẫn trả cổ tức (tình huống 2) thì giá trị của vốn chủ sở hữu cũng không đổi.

Tóm lại, lý thuyết về chính sách cổ tức cho ta thấy hai điều: Một là, nếu không tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài – tức công ty không thể huy động vốn bằng cách đi vay hay tăng vốn chủ sở hữu (một điều kiện rất vô lý, không tồn tại trong thực tế) – thì chính sách cổ tức sẽ phát huy tác dụng làm tăng giá trị của công ty chỉ khi công ty có cơ hội đầu tư mới có suất sinh lợi trên vốn đầu tư (ROI) lớn hơn suất sinh lợi hiện hành, tức lớn hơn k_e mà cổ đông đòi hỏi. Nói cách khác chính quyết định đầu tư chứ không phải chính sách cổ tức có tác động đến giá trị của vốn chủ sở hữu. Hai là, nếu tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài (tức khác với tình huống 1) thì chính sách cổ tức sẽ chẳng có tác động gì đến giá trị của công ty. Nói cách khác, chính sách cổ tức khi đó sẽ chẳng có ý nghĩa gì cả. Kết luận chung là chính sách cổ tức, về mặt lý thuyết, là chẳng có ý nghĩa gì cả.

3.4 Những phản biện đối với lý thuyết về chính sách cổ tức

Bây giờ chúng ta sẽ khảo sát qua 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 và của vốn chủ sở hữu. Để hiểu rõ chúng ta sẽ cùng nhau khám phá những nhân tố quan trọng mà trên thực tế những nhà quản trị tài chính cần cân nhắc kỹ lưỡng trước khi đưa ra các quyết định liên quan đến chính sách cổ tức. Những nhân tố này bao gồm:

- Mức độ quan tâm mà các cổ đông dành cho thu nhập từ cổ tức như thế nào?
- Liệu thu nhập từ cổ tức trong tương lai có rủi ro hơn thu nhập từ cổ tức của ngày hôm nay không?
- Một thị trường không hoàn hảo có phải là nhân tố quan trọng khiến cho các công ty lựa chọn chính sách cổ tức nhằm thỏa mãn mối quan tâm của một nhóm khách hàng cụ thể riêng biệt không?
- Chính sách thuế ảnh hưởng tới chính sách cổ tức ra sao?
- Liệu các nhà đầu tư có suy diễn chính sách cổ tức của công ty như là một thông điệp về sự phồn vinh của công ty trong tương lai không?

Sau đây chúng ta sẽ lần lượt xem xét chi tiết hơn những vấn đề vừa nêu trên.

3.4.1. *Mức độ quan tâm của các cổ đông đối với thu nhập từ cổ tức ra sao?*

Những cổ đông như người già, quỹ hưu bổng, công ty bảo hiểm... thường kế hoạch hóa và kỳ vọng có dòng tiền thu nhập tương lai ổn định và đáng tin cậy từ cổ tức. Họ là những cổ đông rất quan tâm đến sự thay đổi chính sách cổ tức đột ngột của một công ty, đặc biệt là khi cổ tức bị cắt giảm với lý do là dùng lợi nhuận giữ lại để đầu tư vào một dự án mới tạo giá trị gia tăng cho công ty trong tương lai.

Lý thuyết cho rằng trong một thị trường hoàn hảo, thì việc cắt giảm cổ tức như thế sẽ không làm thiệt hại gì đến quyền lợi của các cổ đông, cho dù họ thuộc nhóm nào đi nữa, bởi vì quyền lợi của họ sẽ nhanh chóng được đền bù nhờ sự tăng giá thị trường của cổ phiếu mà họ đang nắm giữ trước thông tin về dự án đầu tư mới. Nhưng thực tế không đơn giản như thế.

Thứ nhất, trước một sự sụt giảm đột ngột trong thu nhập từ cổ tức như thế, những cổ đông quan tâm đến thu nhập cố định và chắc chắn sẽ nhận ra rằng mô thức ngân lưu mục tiêu (pattern of cashflow) mà họ đã lên kế hoạch đã bị bóp méo không như mong đợi. Để tái lập lại mô thức này, họ phải thay đổi lại danh mục đầu tư của họ và như thế sẽ rất tốn kém. Liệu sự tăng giá cổ phiếu hiện hành có đủ bù đắp được cho tổng thiệt hại gây ra từ sự sụt giảm trong thu nhập cổ tức hiện hành và sự tốn kém khi thay đổi danh mục đầu tư hiện hành của họ hay không?

Thứ hai, nếu có sự tồn tại của thuế lợi vốn (tax on capital gains), mà thực tế là có, thì cho dù trường hợp một không xảy ra, thì họ vẫn phải chịu một khoản thuế lợi vốn từ việc bán đi cổ phiếu hiện đang nắm giữ. Lợi ích mang lại từ sự gia tăng giá trị cổ phiếu do có thông tin của dự án đầu tư mới vì thế sẽ giảm đi và vấn đề là phần lợi ích còn lại liệu có đủ đền bù cho những thiệt hại mà các cổ đông gánh chịu từ sự thay đổi đột ngột trong chính sách cổ tức hay không.

Như vậy, khác với lý thuyết cho rằng quyền lợi của cổ đông không hề bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi trong chính sách cổ tức, thực tế cho thấy quyền lợi của họ có bị ảnh hưởng và điều này đã xảy ra.

3.4.2 *Cổ tức trong tương lai có rủi ro hơn cổ tức của ngày hôm nay không?*

Myron Gordon trong một nghiên cứu của mình đã đưa ra một lập luận thách thức với những lập luận của lý thuyết M&M là 1\$ thu nhập cổ tức hôm nay thì lớn hơn 1\$ lợi nhuận được 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 ở một suất chiết khấu cao hơn². Kết luận này nói lên điều gì? Nó nói lên rằng các nhà đầu tư thích nhận cổ tức ngay bây giờ hơn là chuyển nó vào trong tương lai. Vì vậy một chính sách giữ lại lợi nhuận cao hơn, đồng nghĩa với tỉ lệ trả cổ tức thấp hơn, mặc dù có thể không làm gia tăng rủi ro, nhưng các nhà đầu tư thì không nghĩ như thế và họ sẽ diễn giải điều này như là một tín hiệu không thuận lợi, và do đó, giá cổ phiếu của công ty sẽ giảm chứ không tăng như lập luận trong lý thuyết. Như vậy, nhận thức của nhà đầu tư về rủi ro đối với thời điểm được chi trả cổ tức đã làm cho kết luận có được từ nghiên cứu lý thuyết bị phá sản.

3.4.3 *Thị trường không hoàn hảo và hiệu ứng nhóm khách hàng (cliente effects)*

Giống lập luận trong phần 3.4.1, nhưng thêm vào các chi phí cụ thể mà nhà đầu tư phải gánh chịu, những chi phí này chính là hệ quả tất yếu của một thị trường không hoàn hảo (trong khi lập luận lý thuyết thì dựa trên giả định về một thị trường hoàn hảo). Cụ thể nhà đầu tư phải gánh chịu những chi phí như sau:

- Phí môi giới nhà đầu tư phải chịu khi chào bán cổ phiếu mà họ đang nắm giữ
- Phí giao dịch khác, ví dụ như chi phí tìm kiếm một nhà môi giới lấy hoa hồng thấp
- Mất lãi trong quá trình chờ bán cổ phiếu
- Chi phí phát sinh do việc thay đổi danh mục đầu tư
- Thuế lợi vốn ...

Nếu nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phiếu của một công ty nhỏ, chưa lên sàn thì chi phí từng loại sẽ còn cao hơn. Thực tế, có những nhóm cổ đông, ví dụ như người già, công ty bảo hiểm, quỹ hưu bổng ... thích những công ty có chính sách cổ tức phù hợp với mô thức ngân lưu được thiết kế cho riêng mục tiêu của họ, thậm chí họ sẵn sàng trả giá cao hơn để nắm giữ cổ phiếu của các công ty này. Sở dĩ họ làm vậy là vì họ muốn có được sự đảm bảo cho một dòng ngân lưu cố định, ổn định và đáng tin cậy. Một trong những sự lựa chọn cho loại ngân lưu cố định, ổn định và đáng tin cậy này chính là cổ tức được chia từ việc nắm giữ cổ phiếu của các công ty có chính sách cổ tức ổn định và ít thay đổi. Hiểu được điều này, các công ty cũng cố gắng theo đuổi chính sách cổ tức ổn định, đáng tin cậy nhằm huy động vốn từ các cổ đông này cho sự tăng trưởng của công ty. Hiện tượng này được gọi là hiệu ứng nhóm khách hàng (Clientele effects). Thế nhưng hiệu ứng này, với hệ quả của nó là một chính sách cổ tức ổn định và nhất quán, có tác động đến giá trị của công ty hay không? Câu trả lời là có, vì việc đeo đuổi chính sách cổ tức ổn định và nhất quán sẽ khiến cho công ty phải gánh chịu các chi phí như: (1) công ty có thể sẽ phải bỏ qua các cơ hội đầu tư tốt, làm tăng giá trị của công ty trong tương lai vì theo đuổi chính sách cổ tức này, (2) nếu không muốn bỏ qua cơ hội đầu tư tốt này, công ty hoặc là phải đi vay, hoặc là phải phát hành thêm cổ phiếu mới. Chi phí của việc đi vay là lãi suất vay và sự gia tăng rủi ro tài chính mà công ty phải gánh chịu, còn chi phí của việc phát hành cổ phiếu mới chính là chi phí phát hành và nguy cơ mất quyền kiểm soát.

² Diệp Dũng và Nguyễn Minh Kiều (2002), bài giảng Phân tích tài chính, Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright, www.fetp.edu.vn

3.4.4 Chính sách thuế ảnh hưởng tới chính sách cổ tức ra sao?

Nếu thuế lợi vốn cao hơn thuế thu nhập đóng trên cổ tức thì cổ đông sẽ thích chính sách cổ tức cao hơn là chính sách cổ tức thấp, và ngược lại. Khi đó chính sách cổ tức mà công ty đeo đuổi sẽ có ảnh hưởng rất lớn đến quyết định của các nhà đầu tư là liệu có nên nắm giữ cổ phiếu của công ty hay không. Và rồi quyết định có nên nắm giữ cổ phiếu hay không khiến nhà đầu tư phản ứng bằng cách giữ hoặc bán cổ phiếu, từ đó, tác động đến giá trị cổ phiếu của công ty.

3.4.5 Liệu các nhà đầu tư có suy diễn chính sách cổ tức của công ty như là một thông điệp về sự phồn vinh của công ty trong tương lai không?

Sự thay đổi chính sách cổ tức của công ty có thể được các nhà đầu tư suy diễn như là một thông điệp mà ban quản trị muốn gửi đến cho các nhà đầu tư về sự phồn vinh của công ty trong tương lai. Ví dụ, nếu bây giờ, công ty tuyên bố sẽ tăng tỉ lệ trả cổ tức hay phát hành cổ phiếu thường (Scrip shares), các nhà đầu tư sẽ xem đây như là một thông điệp là ban quản trị công ty tự tin là hoạt động kinh doanh của công ty trong tương lai sẽ tạo đủ khả năng tiền mặt để công ty có thể tiếp tục duy trì việc trả cổ tức ở mức vừa mới ban bố. Trong tương lai gần cũng như xa, thông điệp này gián tiếp sẽ là công ty sẽ phát triển phồn vinh trong tương lai, và với suy diễn như thế, giá cổ phiếu của công ty sẽ tăng.

Ở những nước thị trường chứng khoán mới phát triển như Việt Nam, do thông tin bất cân xứng nên nhà đầu tư thường dựa vào mức chi trả cổ tức như là “tín hiệu” cho thấy triển vọng của công ty trong tương lai. Công ty trả cổ tức cao thường được nhà đầu tư suy diễn đồng nghĩa với triển vọng tốt và ngược lại. Do vậy, ở những nước này chính sách cổ tức càng có tác động đến giá trị cổ phiếu.

4. LỜI KHUYÊN VỀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

Như đã trình bày trong phần 3, chính sách cổ tức trên thực tế có tác động đến giá trị công ty và giá cổ phiếu. Do đó theo đuổi chính sách cổ tức như thế nào là một trong những quyết định quan trọng của ban quản lý. Việc đưa ra chính sách cổ tức như thế nào tùy thuộc vào hoàn cảnh cụ thể của từng công ty. Nhìn chung lời khuyên cho chính sách cổ tức như sau:

- Nên theo đuổi một chính sách cổ tức ổn định, nhất quán, tránh gây ra những thay đổi đột ngột trong chính sách cổ tức nếu chưa cân nhắc một cách kỹ lưỡng tác hại của sự thay đổi này trong dài hạn đối với giá trị của công ty.
- Nên theo đuổi một chính sách cổ tức an toàn, đảm bảo sự ổn định, nhất quán của chính sách cổ tức ngay cả trong trường hợp lợi nhuận hoạt động giảm. Một chính sách cổ tức an toàn không đồng nghĩa với một chính sách cổ tức thấp. Chính sách cổ tức thấp đồng nghĩa với việc tăng tỉ lệ lợi nhuận giữ lại, nếu quỹ tiền mặt tích lũy từ lợi nhuận giữ lại quá lớn sẽ : Một là, khiến cho nhà đầu tư suy diễn là công ty bế tắc trong sự tăng trưởng. Hai là, công ty vô tình sẽ trở thành mục tiêu của một sự thao túng mua (take over). Ba là, lãng phí do giữ tiền mặt quá nhiều. Tất cả những điều này đều có ảnh hưởng không tốt lên giá trị cổ phiếu của công ty.
- Một chính sách cổ tức an toàn là một chính sách cổ tức có tỉ lệ chia cổ tức hợp lý sao cho vừa thỏa mãn được nhu cầu có một nguồn thu nhập ổn định, nhất quán của cổ đông (hiệu ứng nhóm khách hàng) vừa đảm bảo một tỉ lệ lợi nhuận giữ lại đủ để tài trợ cho những nhu cầu đầu tư bình thường nhằm duy trì sự tăng trưởng bền vững của công ty.
- Tránh tối đa việc cắt giảm cổ tức, cho dù công ty đang có một cơ hội đầu tư tuyệt vời. Trong trường hợp như thế, để không bỏ lỡ cơ hội đầu tư này, công ty nên chọn giải pháp đi vay hay phát hành cổ phiếu mới. Nếu vì một lý do nào đó công ty không thể huy động đủ vốn từ

nguồn tài trợ bên ngoài mà buộc phải cắt giảm cổ tức, thì công ty cần phải cung cấp thông tin đầy đủ và giải thích một cách rõ ràng cho các nhà đầu tư biết về chương trình đầu tư sắp tới cũng như nhu cầu tài chính cần thiết để tài trợ cho dự án đó, để tối thiểu hoá những hậu quả gây ra từ một sự cắt giảm cổ tức đột ngột như .