

TÀI TRỢ BẰNG NỢ DÀI HẠN VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU

Nhà quản lý thường phải đối mặt với 2 quyết định quan trọng sau:

1. **Quyết định đầu tư (Capital budgeting decisions):**

Quyết định đầu tư chủ yếu để trả lời các câu hỏi sau: Đầu tư vào đâu, Cái gì? Đầu tư khi nào là thích hợp? Và quy mô đầu tư ra sao? Dễ dàng nhận ra rằng, quyết định đầu tư liên quan đến vế trái của bảng cân đối tài sản. Một quyết định đầu tư đúng sẽ làm tăng giá trị thị trường của công ty và như thế sẽ gián tiếp làm tăng sự giàu có của các cổ đông. Một trong các tiêu chuẩn được dùng phổ biến hiện nay để xác định một quyết định đầu tư đúng là tiêu chuẩn NPV. Một dự án có $NPV > 0$ sẽ góp phần làm tăng giá trị thị trường của công ty và như thế sẽ gián tiếp làm tăng sự giàu có của các cổ đông.

2. **Quyết định tài trợ (financing decisions):**

Quyết định tài trợ thường theo sau 1 quyết định đầu tư, nó liên quan đến vế trái của bảng cân đối tài sản, nói cách khác, sau khi quyết định đầu tư vào 1 tài sản tạo ra giá trị gia tăng cho công ty và cổ đông, thì bước tiếp theo là quyết định xem nên tài trợ cho việc đầu tư này ra sao? Nên sử dụng nguồn nào: nguồn tài chính nội bộ (internal finance) như lợi nhuận giữ lại (retained earnings), hay nguồn tài trợ bên ngoài (external finance) bao gồm nợ (Debt) - như vay vốn ngân hàng, phát hành trái phiếu hoặc vốn chủ sở hữu (Equity) - như phát hành cổ phiếu để tài trợ cho quyết định đầu tư? Nếu sử dụng lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho quyết định đầu tư thì liệu chính sách và chiến lược chia cổ tức có ảnh hưởng đến giá trị thị trường của công ty không? Còn nếu dùng nguồn tài chính bên ngoài thì nên phát hành nợ mới hay vốn chủ sở hữu? Nếu phát hành nợ mới thì nên vay vốn ngân hàng hay phát hành trái phiếu? Nên huy động nợ ngắn hạn hay nợ dài hạn? ..v.v.. và cái lợi, cái hại của từng sự lựa chọn này đối với giá trị thị trường của công ty sẽ ra sao?

Việc trả lời đầy đủ tất cả những câu hỏi trên thuộc phạm trù của quyết định tài trợ mà một nhà quản lý phải giải quyết. Tuy nhiều câu hỏi vậy nhưng rốt lại câu hỏi duy nhất cần được trả lời thoả đáng vẫn là: “Nên chọn một danh mục các nguồn tài trợ như thế nào để tối đa hoá giá trị thị trường của công ty?” Cần lưu ý rằng, quyết định có tính chủ chốt, cốt lõi và quan trọng nhất giúp tối đa hoá giá trị thị trường của công ty là quyết định đầu tư chứ không phải quyết định tài trợ, quyết định tài trợ chỉ có tính hỗ trợ mà thôi. Một minh chứng là, trong một thị trường hoàn hảo (efficient

market) quyết định tài trợ sẽ chẳng có ý nghĩa gì trong việc làm tăng giá trị thị trường của công ty như mô hình MM đã chỉ ra.

Để có thể giải đáp phần nào những câu hỏi trên, chúng ta lần lượt cùng nhau khảo sát các chủ đề có tính cốt lõi sau:

- i. Các nguồn tài chính (Sources of finance)
- ii. Các quyết định liên quan đến chính sách cổ tức (Dividend decisions)
- iii. Cấu trúc vốn tối ưu: lý thuyết và thực tế (Optimal capital structure)

CÁC NGUỒN TÀI CHÍNH

I. Mục tiêu: Sau khi khảo sát chủ đề này chúng ta cần hiểu rõ các vấn đề sau:

- i. Các nguồn tài chính chính, ưu điểm và nhược điểm của chúng
- ii. Những nhân tố chính trong việc quyết định chọn lựa nguồn tài trợ thích hợp
- iii. Các thuật ngữ

II. Các nguồn tài chính:

Có 2 nguồn tài chính chính:

- i. Nguồn tài chính nội bộ: (internal finance)

Thông thường, khi nhắc đến nguồn tài chính nội bộ, người ta nghĩ ngay đến phần lợi nhuận giữ lại của công ty (retained earnings), về mặt lý thuyết, nếu ta giả định rằng toàn bộ giao dịch của công ty đều được thực hiện bằng tiền mặt thì không có gì bàn cãi, tuy nhiên, theo nguyên lý dồn tích trong kế toán thì lợi nhuận giữ lại trong báo cáo tài chính chưa hẳn đã là tiền mặt, vì vậy, thực tế mà nói, nguồn tài chính nội bộ thích hợp nhất phải là ngân lưu hoạt động ròng của công ty (net operating cash flow), vì đây mới thực sự là nguồn tiền mặt mà công ty thực có và có thể dùng để tài trợ cho các quyết định đầu tư của mình.

Nguồn tài chính nội bộ có những lợi điểm sau: một là không phải mất các loại chi phí như: chi phí phát hành, phí huê hồng cho các định chế tài chính trung gian, phí dịch vụ hành chính ..., hai là, có sẵn và thuộc thẩm quyền quyết định của ban quản trị công ty, việc sử dụng nguồn tài chính này không phải trải qua những thủ tục rườm rà như: lập báo cáo trình cho ủy ban chứng khoán, xin ý kiến của đại hội cổ đông ..., tuy có những lợi điểm như thế, nhưng chi phí sử dụng vốn nội bộ sẽ không thấp hơn chi phí sử dụng vốn cổ phần thường. (do bản chất của lợi nhuận giữ lại chính là vốn cổ phần thường, được giải thích dưới đây)

ii. Nguồn tài chính bên ngoài: (External finance)

Công ty có thể huy động vốn bên ngoài bằng cách đi vay nợ (Debt), hoặc huy động nguồn vốn chủ sở hữu (Equity) từ các cổ đông cũ hoặc mới thông qua việc phát hành thêm cổ phiếu. Các kênh huy động chủ yếu gồm: thị trường vốn (Capital market), thị trường trái phiếu (Bond market) hoặc qua hệ thống ngân hàng. Những thị trường này, đến lượt chúng, sẽ huy động vốn từ các định chế tài chính như quỹ hưu bổng, các công ty bảo hiểm ...

Nguồn tài chính nội bộ sẽ được phân tích kỹ trong phần chính sách đối với cổ tức. Bây giờ, chúng ta tập trung khảo sát nguồn tài chính bên ngoài, gồm ba dạng sau:

- Nguồn vốn chủ sở hữu (Equity)
- Nguồn vốn vay – Nợ (Debt)
- Các nguồn khác

III. Nguồn vốn chủ sở hữu (Equity finance)

a. **Các dạng vốn chủ sở hữu:** Có 3 dạng chính của vốn chủ sở hữu:

i. ***Vốn cổ phần thường (Common share hay Ordinary share capital)***

Vốn cổ phần thường là nguồn vốn chủ sở hữu chính. Cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường được hưởng các quyền lợi sau: được tham gia đại hội cổ đông, qua đó bỏ phiếu quyết định các vấn đề có tầm chiến lược đối với hoạt động của công ty từ nhân sự cho đến các hoạt động tài chính và đầu tư; được chia cổ tức, được thụ hưởng phần tài sản còn sót lại sau cùng của công ty sau khi đã hoàn thành nghĩa vụ nợ đối với những đối tượng nắm giữ trái quyền ưu tiên cao hơn như: nhà cung cấp, chủ nợ, chính phủ và cổ đông nắm giữ cổ phiếu ưu đãi. Vì lý do này, có thể nói rằng cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường gánh chịu rủi ro cao nhất, do đó, suất sinh lợi mà họ đòi hỏi cũng cao nhất. Điều này đồng nghĩa với việc chi phí sử dụng loại vốn này cũng đắt nhất so với các dạng vốn khác.

Để hiểu rõ hơn vốn cổ phần thường cần hiểu rõ các thành phần của nó, sau đây chúng ta sẽ khảo sát các thành phần của vốn cổ phần thường qua mục vốn cổ phần thường trong bảng báo cáo tài sản của công ty Exxon – Mobil năm 1998, được trình bày trong bảng 1 dưới đây:

Bảng 1

Thành phần	Giá trị (triệu \$)
1. Cổ phiếu thường (mệnh giá \$1/cổ phiếu)	894
2. Vốn được trả thêm	1.549
3. Lợi nhuận giữ lại	20.661
4. Hiệu chỉnh biến động tỉ giá	(821)
5. Cổ phiếu ngân quỹ	<u>(3.156)</u>
6. Vốn chủ sở hữu cổ phần thường ròng	19.125

Ghi chú:

Cổ phiếu

Được phép phát hành	1.200
Đã phát hành	894
Đang lưu hành (outstanding)	783
Cổ phiếu ngân quỹ	111

Mục 1 – cổ phiếu thường (Common shares) có giá trị 894 triệu USD, tương đương với số cổ phiếu đã phát hành là 894 triệu cổ phiếu với mệnh giá là 1 USD cho mỗi cổ phiếu.

Mục 2 – vốn được trả thêm (addition paid-in capital): mặc dù mệnh giá được quy định là 1 USD, nhưng khi cổ phiếu được đưa ra phát hành lần đầu tiên trên thị trường, nó được mua bán ở mức giá do thị trường quyết định, thường là có giá trị cao hơn mệnh giá, khoản chênh lệch từ sự phát hành lần đầu này sẽ được ghi vào mục lợi vốn.

Mục 3 - Lợi nhuận giữ lại (retained earnings): đã được đề cập tại phần nguồn vốn nội bộ

Mục 5 – Cổ phiếu ngân quỹ (Treasury shares) có giá trị là 3 tỷ 156 triệu USD, tương đương với việc mua lại 111 triệu cổ phiếu trong số 894 triệu cổ phiếu đã được phát hành trước đó với giá mua lại trung bình là 28,43 USD / mỗi cổ phiếu (3.156 / 111)

Số cổ phiếu mà ủy ban chứng khoán cho phép công ty phát hành nhưng công ty vẫn chưa phát hành là 306 triệu cổ phiếu (1200 – 894)

Lượng cổ phiếu thường mà công ty có thể đưa vào lưu hành tối đa vào thời điểm hiện nay là 417 triệu cổ phiếu thường (306 + 111) → Tổng vốn bên ngoài có thể huy động từ nguồn này tối đa là = 417 triệu cổ phiếu nhân với giá phát hành hiện nay (giá này thường thấp hơn giá thị trường hiện tại).

ii. *Vốn cổ phần ưu đãi (Preferred share)*

Cổ phiếu ưu đãi là loại chứng khoán lai giữa vốn chủ sở hữu và nợ. Cổ đông sở hữu cổ phiếu ưu đãi thường không có quyền bỏ phiếu tại đại hội cổ đông ngoại trừ trong các trường hợp sau: bán tài sản của công ty hay công ty thất bại trong việc thực hiện cam kết trả cổ tức cố định trong một thời gian nhất định, tuy nhiên, cổ đông nắm giữ loại cổ phiếu này có trái quyền cao hơn cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường trong cả hai hình thức chi trả cổ tức lẫn thụ hưởng phần tài sản còn lại của công ty sau khi công ty thực hiện đầy đủ nghĩa vụ của mình đối với các đối tượng khác có trái quyền ưu tiên cao hơn.

Việc huy động vốn này thường nhằm vào những nhà đầu tư e ngại rủi ro, tìm kiếm một khoản thu nhập ổn định, nhưng cao hơn lãi suất cho vay nợ, nhằm đạt mục tiêu sinh lợi mà họ đề ra. Những nhà đầu tư này thường là các định chế tài chính như Quỹ hưu bổng, Công ty bảo hiểm, Quỹ đầu tư ...

Cổ đông nắm giữ cổ phiếu ưu đãi gánh chịu rủi ro cao hơn chủ nợ vay nhưng thấp hơn cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường. Do đó, suất sinh lợi mà họ đòi hỏi cũng cao hơn chủ nợ vay nhưng thấp hơn cổ phiếu thường. Điều này đồng nghĩa với việc chi phí sử dụng loại vốn này sẽ cao hơn chi phí sử dụng nợ nhưng thấp hơn vốn cổ phần thường.

iii. *Lợi nhuận giữ lại (Retained earnings)*

Xem phần nguồn vốn nội bộ

b. Phát hành cổ phiếu mới

Các công ty có thể phát hành cổ phiếu dưới nhiều hình thức khác nhau, phát hành trực tiếp cho công chúng (public offering) hay chỉ phát hành hạn chế trong phạm vi những

nhà đầu tư đủ tiêu chuẩn, còn gọi là phát hành hạn chế (private placement). Những nhà đầu tư đủ tiêu chuẩn là những cá nhân hay các định chế tài chính đáp ứng được các tiêu chuẩn tối thiểu do các cơ quan có thẩm quyền ban hành.

i. Phát hành hạn chế (private placement)

Công ty chọn phát hành cổ phiếu cho những nhà đầu tư đã được chọn lọc kỹ. Khác với hình thức phát hành ra công chúng, phát hành theo hình thức này không đòi hỏi công ty phải đăng ký trước với cơ quan có thẩm quyền (Ủy Ban Chứng Khoán)., Rõ ràng, hình thức phát hành này có lợi điểm là giúp công ty huy động vốn một cách dễ dàng, nhanh chóng, và ít mất thời gian. Tuy nhiên, nhược điểm của hình thức phát hành này là cổ phiếu không thể giao dịch trên thị trường chứng khoán do chưa đăng ký. Vì vậy, suất sinh lợi mà nhà đầu tư đòi hỏi cho cổ phiếu phát hành dưới hình thức này thường cao hơn suất sinh lợi mà nhà đầu tư đòi hỏi cho cổ phiếu phát hành trực tiếp ra công chúng. Nói cách khác, chi phí cơ hội của vốn chủ sở hữu huy động dưới thức này cao hơn chi phí cơ hội của vốn chủ sở hữu huy động dưới thức phát hành trực tiếp ra công chúng. Mặc dù vậy, đây vẫn là cách duy nhất mà các công ty nhỏ, ít tiếng tăm có thể thực hiện được để huy động vốn.

ii. Phát hành ra công chúng (Public offering)

Công ty cũng có thể phát hành cổ phiếu trực tiếp ra công chúng để huy động vốn chủ sở hữu thông qua các bước sau:

- Đại hội cổ đông thông qua phương án huy động vốn
- Đăng ký với Ủy Ban Chứng Khoán
- Sau khi được Ủy Ban Chứng Khoán phê duyệt phương án huy động vốn, công ty sẽ sử dụng dịch vụ của một ngân hàng đầu tư cho các vấn đề sau:
 - Trước tiên, ngân hàng đầu tư sẽ cho công ty những lời khuyên có tính chuyên môn về hình thức và số lượng cổ phiếu sẽ phát hành.
 - Kế đến, Ngân hàng đầu tư này sẽ thay mặt công ty tìm kiếm sự chấp thuận từ các cơ quan hữu quan
 - Kế đến, tư vấn cho công ty về giá và thời điểm phát hành
 - Cuối cùng, Ngân hàng đầu tư sẽ thực hiện các chiến dịch tiếp thị và phân phối nhằm đảm bảo cho việc phát hành cổ phiếu mới thành công.

iii. Phát hành quyền ưu tiên mua cổ phiếu mới (Right issues)

Việc phát hành cổ phiếu mới ra công chúng như trình bày ở trên vừa tốn kém, vừa làm giảm quyền kiểm soát của các cổ đông hiện hành đối với công ty, gián tiếp làm tăng nguy cơ công ty bị các công ty khác tước mất quyền kiểm soát thông qua quá trình thao túng mua (take over). Vì vậy, một trong những phương pháp thường được công ty dùng để huy động vốn chủ sở hữu là phát hành quyền ưu tiên mua cổ phiếu mới (Right issues) cho các cổ đông hiện hành theo tỉ lệ mà họ nắm giữ. Phương pháp này có những lợi điểm sau:

- Các cổ đông hiện hành vẫn giữ được quyền kiểm soát theo tỉ lệ như trước, nhờ vậy không làm tăng nguy cơ công ty bị thao túng mua (take over).
- Phát hành theo cách này vừa tiện lợi, vừa nhanh chóng (vì dễ dàng hoặc thậm chí không cần thông qua quyết nghị của đại hội cổ đông) và chi phí rẻ hơn nhiều so với phát hành ra công chúng.
- Việc huy động vốn theo cách thức này hiếm khi thất bại, vì những lợi ích sau:
 - Các cổ đông hiện hành vẫn giữ được tỉ lệ kiểm soát của mình như trước.
 - Các cổ đông có quyền bán quyền này cho người có nhu cầu nếu họ không muốn mua thêm cổ phiếu của công ty.
 - Giá cổ phiếu mới thường thấp hơn 20% so với giá hiện hành.
 - Khi giá các cổ phiếu trên thị trường nói chung đang ở mức cao, công ty tranh thủ phát hành theo hình thức này để huy động vốn tiền mặt chuẩn bị cho việc mua đứt lại một công ty khác khi có cơ hội.

iv. Thưởng hay chia tách cổ phiếu (Scrip issue or share splits)

Cổ phiếu thưởng (Scrip shares) thường được phát không cho các cổ đông hiện hành thay cho việc trả cổ tức bằng tiền mặt (1 dạng phát hành gián tiếp), đôi khi cổ đông có quyền chọn giữa việc nhận cổ tức bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu thưởng. Do tính chất như thế nên thường sự gia tăng cổ phiếu đang lưu hành do cổ phiếu thưởng là không đáng kể. Ví dụ “1 cho 12”, nghĩa là, cổ đông hiện hành đang sở hữu 12 cổ phiếu sẽ được thưởng thêm 1 cổ phiếu. Điểm quan trọng cần lưu ý là, thứ nhất, việc phát hành cổ phiếu thưởng không làm giảm giá trị thị trường của cổ phiếu đang lưu hành, thứ hai, các cổ đông xem đây là một tín hiệu tốt vì nó gửi một thông điệp là ban quản trị công ty tự tin có đủ khả năng chi trả cổ tức trong tương lai cho dù số cổ phiếu đang lưu hành có tăng lên. Điều này thậm chí có tác động tốt làm tăng giá trị thị trường của cổ phiếu đang lưu hành.

Chia tách cổ phiếu (Share splits) thường được thực hiện khi giá thị trường cổ phiếu của công ty đang ở mức cao, khiến cho việc mua bán cổ phiếu của công ty

trên thị trường bị hạn chế, và khi công ty đang có một khối lượng cổ phiếu dự trữ lớn. Việc chia tách cổ phiếu sẽ dẫn đến hệ quả sau: Một là, số lượng cổ phiếu đang lưu hành tăng lên theo tỉ lệ chia tách. Ví dụ: “1 cho 2”, có nghĩa là cổ đông hiện đang nắm giữ 1 cổ phiếu của công ty sẽ được đổi thành 2 cổ phiếu chia tách mới. Hai là, lượng cổ phiếu dự trữ của công ty sẽ giảm tương ứng. Ba là, giá cổ phiếu mới sẽ giảm tương ứng nhưng quyền lợi của cổ đông không bị ảnh hưởng, ví dụ trường hợp “1 cho 2” kể trên, nếu giá cổ phiếu trước khi chia tách là 100\$ thì sau khi chia tách giá mỗi cổ phiếu sẽ là 50\$, và quyền lợi của cổ đông không bị ảnh hưởng vì giá trị của 2 cổ phiếu mới bằng đúng với giá trị cổ phiếu trước khi chia tách. Điều cần lưu ý ở đây là, việc chia tách cổ phiếu không phải là một phương thức để huy động vốn vì thực tế là không có sự chuyển dịch của tiền mặt trong việc chia tách này.

c. Đánh giá ưu nhược điểm của vốn chủ sở hữu:

i. *Ưu điểm:*

- Không phải gánh một khoản chi trả cố định như đối với nợ. Cổ tức được trả khi công ty tạo ra đủ lượng tiền mặt và mức độ chi trả cổ tức thuộc thẩm quyền của hội đồng quản trị.
- Là vốn vĩnh viễn, công ty không bị áp lực phải hoàn trả vốn gốc như trường hợp nợ vay.
- Mặc dù chi phí cơ hội của việc sử dụng vốn chủ sở hữu cao nhưng là phương tiện tốt nhất để công ty tự bảo vệ trước lạm phát.
- Việc huy động vốn chủ sở hữu tốn ít chi phí hơn khi sử dụng lợi nhuận giữ lại hoặc khi phương thức phát hành là phát hành quyền ưu tiên mua cổ phiếu mới (Right Issues).

ii. *Nhược điểm:*

- Việc huy động vốn chủ sở hữu sẽ tốn nhiều chi phí khi phương thức phát hành là phát hành trực tiếp ra công chúng (Có thể lên đến 15% giá trị phát hành).
- Việc phát hành cổ phiếu mới ra công chúng có thể làm ảnh hưởng đến mức độ kiểm soát của cổ đông cũ.
- Cổ tức không được khấu trừ thuế, do đó, khiến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu cao hơn chi phí sử dụng nợ.
- Tỉ lệ vốn chủ sở hữu cao sẽ làm tăng chi phí sử dụng vốn (Cost of capital) của công ty, do đó ảnh hưởng đến giá thị trường cổ phiếu của công ty.

- Cổ phiếu của các công ty nhỏ, không nổi tiếng, chưa đăng ký lên sàn giao dịch thì khó định giá và khó mua bán trên thị trường thứ cấp.

IV. Nợ

Công cụ huy động nợ phong phú hơn nhiều so với công cụ huy động vốn chủ sở hữu. Để minh họa, chúng ta thử xem qua bảng liệt kê các khoản nợ vay của tập đoàn Burton vào thời điểm 1990 dưới đây:

Bảng liệt kê nợ của tập đoàn Burton năm 1990

<u>Dạng nợ</u>	<u>Giá trị (triệu USD)</u>
6,5% nợ không có bảo chứng 1986/91	5,1
8% nợ không bảo chứng, có thể hoán đổi 1996/2001	34,4
7,25% trái phiếu không bảo chứng 2002/07	2,6
7,75% trái phiếu không bảo chứng 2002/07	0,9
6,25% trái phiếu có bảo chứng 1990/95 (không quy định tài sản bảo chứng)	2,6
7,25% trái phiếu có bảo chứng 1991/96 (không quy định tài sản bảo chứng)	2,5
FF 5,75% trái phiếu có khả năng hoán đổi 1992	0,1
4,35% trái phiếu có khả năng hoán đổi	10

Rõ ràng, công cụ nợ khá phong phú., Phong phú về lãi suất cam kết, về tiền tệ được huy động, về điều kiện an toàn, về thời gian đáo hạn, về quyền chọn ..., như sẽ lần lượt khảo sát dưới đây.

a. Nợ có bảo chứng (Secured loans)

Là khoản nợ được cho vay trong điều kiện có tài sản bảo chứng Tài sản bảo chứng này có thể được quy định cụ thể, nhưng cũng có thể không trong hợp đồng vay, thường tài sản bảo chứng có giá trị là đất đai và nhà xưởng. Trong trường hợp công ty thất bại trong việc thực hiện cam kết trả lãi hay trả nợ gốc, thì số tài sản được đem ra bảo chứng sẽ được bán đi để trả nợ. Nếu tài sản bảo chứng được quy định cụ thể trong hợp đồng vay thì việc bán các tài sản này phải có ý kiến của bên chủ nợ. Trường hợp tài sản bảo chứng không được quy định cụ thể, ví dụ như 7,25% trái phiếu có bảo chứng 1991/96 (không quy định tài sản bảo chứng) thì công ty được quyền bán tài sản của mình mà không cần phải có ý kiến của chủ nợ với điều kiện công ty thực hiện tốt cam kết trả lãi lẫn nợ gốc. Trường hợp thất bại trong việc thực hiện cam kết trả lãi hay nợ gốc thì tự động điều khoản về tài sản bảo chứng sẽ có hiệu lực.

Chủ nợ của nợ có bảo chứng có trái quyền ưu tiên cao nhất trong số các chủ nợ. Vì vậy, chi phí sử dụng nợ có bảo chứng cũng thấp nhất trong số các loại nợ.

b. Nợ không có bảo chứng (Unsecured loan)

Chủ nợ đối với nợ không có bảo chứng tất yếu sẽ phải chịu rủi ro cao hơn so với chủ nợ đối với nợ có bảo chứng. Vì vậy, chi phí sử dụng nợ của nợ không có bảo chứng cũng cao hơn. Để giảm thiểu phần nào rủi ro, các chủ nợ thường đòi hỏi một lãi suất cam kết cao hơn so với sử dụng nợ có bảo chứng. . Ngoài ra còn áp đặt một số điều khoản hạn chế (restrictive covenants) như sau:

- Hạn chế đối với mức chi trả cổ tức hằng năm
- Hạn chế được áp đặt trên một số tỉ số tài chính, cụ thể như tỉ lệ nợ/tổng tài sản, tỉ lệ nợ/vốn chủ sở hữu, tỉ lệ đánh giá tính thanh khoản ...
- Quy định việc gọi báo cáo tài chính định kỳ cho chủ nợ
- Hạn chế trên việc phát hành nợ mới
- Hạn chế trên việc mua sắm tài sản mới
- Điều khoản quỹ chìm (sinking fund): định kỳ, công ty phải trích ra một lượng tiền mặt được quy định trước đưa vào quỹ chìm để đảm bảo khả năng trả nợ gốc.

Đánh giá ưu nhược điểm của nợ có và không có bảo chứng

Ưu điểm:

- Hầu hết là nợ có thời gian đáo hạn trên 10 năm.
- Lãi được khấu trừ thuế khiến cho chi phí sử dụng vốn thấp hơn so với vốn chủ sở hữu.

Nhược điểm:

- Những hạn chế được áp đặt trên các khoản nợ cho dù đó là nợ có bảo chứng hay không.
- Nợ không bảo chứng thường có những điều khoản áp đặt khiến cho công ty phải bỏ qua những cơ hội đầu tư tốt hay ngược lại không thể thoát ra khỏi một hoạt động kinh doanh không thuận lợi.

c. Nợ có khả năng hoán đổi (Convertible loans)

Trái phiếu có khả năng hoán đổi là một công cụ nợ cho phép người nắm giữ trái phiếu này được quyền hoán đổi số lượng trái phiếu mà họ đang nắm giữ để lấy một lượng cổ phiếu thường theo tỉ lệ được quy định trước, trong một khoảng thời gian được quy định trước và với một mức giá cổ phiếu được quy định trước.

Ví dụ, công ty GMC phát hành trái phiếu có mệnh giá 1000\$, thời gian đáo hạn là 10 năm, lãi suất cam kết 9%, và có thể hoán đổi cho 10 cổ phiếu thường của công ty ở mức giá 100\$/cổ phiếu (được biết giá thị trường cổ phiếu của GMC là 80\$). Từ thông tin trên, ta biết được những vấn đề sau, tỉ số hoán đổi (Conversion ratio) là 10, giá trị của sự hoán đổi là 1000\$ ($10 \times 100\$$).

Có 2 lý do chính khiến cho công ty phát hành trái phiếu có khả năng hoán đổi:

Một là, lãi suất cam kết của trái phiếu có khả năng hoán đổi thấp hơn so với trái phiếu thường, như vậy làm giảm chi phí trả lãi hàng năm một cách đáng kể. Những công ty có đặc điểm như: đối tiền mặt, hoạt động trong một ngành có rủi ro cao, hoặc đang tăng trưởng cao, thường thích phát hành loại trái phiếu này, vì nó giúp giảm gánh nặng trả lãi vay một cách đáng kể.

Hai là, trong trường hợp những công ty nhỏ, ít tiếng tăm, chưa lên sàn, khiến cho việc đánh giá rủi ro của công ty gặp nhiều khó khăn. Do đó, công ty sẽ khó lòng huy động được vốn chủ sở hữu lẫn nợ (hoặc nếu huy động được thì chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu và nợ cũng sẽ quá cao). Vì vậy phương án huy động vốn hấp dẫn nhất trong trường hợp này vẫn là phát hành trái phiếu có khả năng hoán đổi. Về phía nhà đầu tư, quyền lợi của họ về lãi và nợ gốc vẫn được đảm bảo phần nào trong trường hợp công ty hoạt động kém, khi đó, họ giữ trái quyền của một chủ nợ. Ngược lại, trong trường hợp công ty làm ăn khấm khá, họ có quyền hoán đổi để trở thành chủ sở hữu và hưởng lợi trên giá trị gia tăng của công ty. Về phía công ty, có thể huy động được nguồn tài chính cần thiết với chi phí sử dụng vốn chấp nhận được.

Những đặc điểm đáng lưu ý của trái phiếu có khả năng hoán đổi là

- Chi phí sử dụng nợ từ trái phiếu có khả năng hoán đổi thường thấp hơn chi phí sử dụng nợ của trái phiếu thường nhờ quyền chọn ưu đãi trong việc hoán đổi từ chủ nợ thành chủ sở hữu.
- Những công ty bị cho là có rủi ro cao vẫn có thể huy động được nợ với chi phí sử dụng có thể chấp nhận được nhờ vào mở ra một khả năng cho chủ nợ tham gia vào sự tăng trưởng cao trong tương lai của công ty nếu tình hình kinh doanh là thuận lợi.
- Lãi được khấu trừ thuế

- Nếu tình hình kinh doanh tốt, những người nắm giữ trái phiếu có khả năng hoán đổi đều chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu, khi đó, vốn chủ sở hữu sẽ tăng lên, cho phép công ty vay nhiều hơn. Ngoài ra, công ty không phải mất nhiều chi phí phát hành cổ phiếu mới.
- Nếu ban quản trị công ty tin rằng giá thị trường hiện tại của cổ phiếu của công ty thấp hơn giá trị thực của nó, thì trái phiếu có khả năng hoán đổi là một phương tiện tốt để huy động vốn mà trong tương lai sẽ trở thành vốn chủ sở hữu nhưng không làm xói mòn giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu hiện tại.

V. Các nguồn tài chính khác:

- a. Cho thuê tài chính (leasing): sẽ có 1 bài riêng

VI. Những nhân tố tác động đến quyết định chọn hình thức huy động vốn:

Chúng ta biết rằng vốn chủ sở hữu là một nguồn vốn vĩnh viễn vì không phải hoàn trả cho nhà đầu tư và chịu rủi ro cao nhất, do đó, chi phí sử dụng loại vốn này cũng đắt nhất. Trong khi đó, nợ là một nguồn vốn có thời hạn sử dụng ngắn hơn, có thời gian đáo hạn, nhưng ít rủi ro hơn và lãi vay được khấu trừ thuế nên chi phí sử dụng nợ cũng thấp hơn. Vậy có phải lúc nào ta cũng nên chọn sử dụng nợ không? Nếu câu trả lời là không, thì những nhân tố nào tác động đến quyết định chọn hình thức vốn sẽ được huy động?

i. Rủi ro (Risk)

Mức độ rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính mà công ty đang có và sẽ đối mặt trong tương lai trong mối tương quan với môi trường kinh tế trong đó công ty đang hoạt động là một yếu tố quan trọng cần được xem xét.

ii. Quyền sở hữu (Ownership)

Phải cân nhắc thật kỹ hình thức huy động vốn để không đặt công ty vào tình huống làm tấm ngấm cho những vụ thao túng mua (take over) hay làm mất quyền kiểm soát hoặc chia sẻ quyền lợi của các cổ đông đang nắm giữ cổ phiếu của công ty cho các công đồng mới.

iii. Duration và đặc điểm của dòng ngân lưu tương lai (future cashflow pattern):

Nếu dự án kéo dài chỉ có 3 năm mà vay nợ có thời gian đáo hạn 10 năm là một sự lựa chọn thiếu khôn ngoan.

Công ty đang khát tiền mặt, nhưng lại có một cơ hội đầu tư rất tốt, tuy nhiên, dòng ngân lưu ròng của dự án trong những năm đầu là không đáng kể thì việc huy động nợ hay trái phiếu ưu đãi để tài trợ cho dự án với hậu quả là phải gánh lấy gánh nặng lãi vay hoặc cổ tức cố định có thể là một quyết định cần được cân nhắc kỹ.

iv. Khả năng huy động nợ (Debt capacity)

Nếu tỉ lệ sử dụng nợ của công ty quá cao mà lại quyết định tiếp tục vay nợ thì có thể đó là một quyết định thiếu khôn ngoan. Ngược lại nếu tỉ lệ sử dụng nợ thấp, công ty đang ăn nên làm ra mà không huy động nợ để hưởng lợi từ tiết kiệm thuế do lãi vay được khấu trừ thuế thì cũng là một quyết định thiếu khôn ngoan vì không tận dụng được đòn bẩy tài chính.

CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

Tại sao phải nghiên cứu chính sách cổ tức? Nếu bạn là người ra quyết định tỉ lệ 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 Miller và Modigliani được công bố lần đầu vào năm 1961. Nhưng thực tế, thị 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.

I. 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 nào đây? Giả dụ rằng lượng vốn cần thiết để tài trợ cho dự án này vượt quá khả năng đi vay của công ty bạn, 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 – 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, khi đó, 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 tương hỗ, 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 của 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 một tình huống tồi tệ là bị đe dọa thao túng tống 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.

II. 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) và trái quyền của họ trước tài sản của công ty cao hơn 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.

Lý thuyết về chính sách cổ tức

Lý thuyết này sẽ cho ta thấy 2 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 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.

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 dụ 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 $CF \cdot (1-b)$, 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 $V_0 = CF(1 - b) / (K_e - b \cdot ROI)$

Hãy xem xét một ví dụ tương tự bằng số:

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 là 1000\$/năm 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 $K_e = 10\%$, 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

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 = suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông thì giá trị của vốn chủ sở hữu không đổi. Nếu ROI của dự án mới > suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông thì giá trị của vốn chủ sở hữu sẽ tăng. Nếu ROI của dự án mới < 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:

$$V_0 = \text{Cổ tức năm nay} + (\text{PV của cổ tức từ hoạt động hiện hành}) + (\text{PV của cổ tức từ đầu tư mới}) - (\text{Chi phí đầu tư cho dự án mới có được từ phát hành cổ phiếu mới})$$

$$= 1000 + (1000 / 0,1) + (200 / 0,1) - 1000 = 12,000\$$$

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 2 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 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 (thực tế không như vậy).

Thực tế hay những phản đối 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, đó là, chính sách cổ tức không hề có tác động gì đối với 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:

1. Mức độ quan tâm mà các cổ đông dành cho thu nhập từ cổ tức lớn như thế nào?
2. Liệu thu nhập từ cổ tức trong tương lai có rủi ro hơn thu nhập từ cổ tức của ngày hôm nay không?
3. 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?
4. Chính sách thuế ảnh hưởng tới chính sách cổ tức ra sao?

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?

Chúng ta sẽ lần lượt trả lời những vấn đề trên

A. Mức độ quan tâm mà các cổ đông dành cho thu nhập từ cổ tức ra sao?

Cổ đông quan tâm đến dòng thu nhập tương lai ổn định và đáng tin cậy từ cổ tức như người già, quỹ hưu bổng, công ty bảo hiểm ... có thể sẽ 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, 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.

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 (patern of cashflow) mà họ đã lên kế hoạch đã bị bóp méo không như trông 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 trong giá trị cổ phiếu hiện hành có bù đắp được và đủ 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? Hai là, 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 đang nắm giữ hiện hành. Lợi ích mang lại từ sự gia tăng giá trị cổ phiếu đến từ 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.

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, trong thực tế, điều này đã xảy ra.

B. Cổ tức trong tương lai có rủi ro hơn cổ tức của ngày hôm nay?

Myron Gordon trong một nghiên cứu của mình đã đưa ra một lập luận thách thức với những lập luận của lý thuyết MM 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 mức chiết khấu cao hơn. 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, và vì vậy một chính sách giữ lại lợi nhuận cao hơn, 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 chia trả cổ tức đã làm cho kết luận có được từ nghiên cứu lý thuyết bị phá sản.

C. Thị trường không hoàn hảo và hiệu ứng nhóm khách hàng (cliente effects)

Giống lập luận trong phần A, 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 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 huê 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, 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). Hiệu ứng này với hệ quả của nó là một chính sách cổ tức ổn định, 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, nhất quán sẽ khiến cho công ty phải gánh chịu chi phí như: một là, 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, hai là, 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 thì đã được đề cập rải rác trong bài này.

D. 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 như thế sẽ có tác động đối với giá trị cổ phiếu của công ty.

E. Liệu các nhà đầu tư có suy diễn chính sách cổ tức của công ty như là 1 thông điệp về sự phồn vinh của công 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 thưởng (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 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.

Kết luận

1. 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.
2. 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.
3. 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.
4. 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 thế.