

NGHIÊN CỨU CÁC TRƯỜNG PHẢI VỀ LÝ THUYẾT CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT

● NGÔ THỊ QUYÊN - NGUYỄN THANH HUYỀN

TÓM TẮT:

Chính sách cổ tức là một trong những chính sách tài chính quan trọng nhất của công ty cổ phần, ảnh hưởng đến lợi ích của các cổ đông và kế hoạch tái đầu tư của công ty. Nghiên cứu này tiến hành hệ thống hóa các lý thuyết liên quan đến chính sách cổ tức của các công ty cổ phần, là cơ sở cho các công ty cổ phần khi xây dựng chính sách cổ tức nhằm đạt được những mục tiêu đặt ra. Việc xây dựng chính sách cổ tức theo lý thuyết nào phụ thuộc vào quan điểm nhà quản trị, trình độ phát triển của thị trường chứng khoán và phản ứng của nhà đầu tư.

Từ khóa: Cổ tức, nhà đầu tư, hội đồng quản trị, chính sách cổ tức, công ty niêm yết.

1. Chính sách cổ tức của công ty cổ phần niêm yết

Chính sách phân chia lợi nhuận sau thuế của CTCP được gọi là chính sách cổ tức (CSCT). CSCT 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. Lợi nhuận giữ lại cung cấp cho các nhà đầu tư một nguồn tăng trưởng lợi nhuận tiềm năng trong tương lai thông qua việc tái đầu tư mở rộng, cổ tức chi trả cho những cổ đông thì mang lại nguồn lợi nhuận hiện tại. Nội hàm của CSCT, ngoài việc ấn định phân phối giữa lợi nhuận giữ lại tái đầu tư và cổ tức chi trả cho cổ đông, còn bao gồm hình thức chi trả cổ tức, số lần chi trả cổ tức, thời hạn thanh toán và các vấn đề khác như nghĩa vụ của công ty với các cổ đông.

Theo Pinches và cộng sự (1996), CTCP luôn có sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý. Quyền quản lý thuộc về các Hội đồng quản trị

công ty, còn quyền sở hữu thuộc về các cổ đông. Mặc dù quyết định cuối cùng về phân phối lợi nhuận thuộc về các cổ đông, tuy nhiên, hội đồng quản trị của công ty đóng vai trò hết sức quan trọng trong việc định hướng có tính chất chiến lược về việc chi trả cổ tức. Quyết định chi trả cổ tức là một trong ba quyết định tài chính quan trọng trong công ty (hai chính sách tài chính còn lại là chính sách tài trợ và chính sách đầu tư), nó tác động đến lợi nhuận hiện tại chia cho các cổ đông và lợi nhuận mong đợi trên phần vốn được bổ sung từ lợi nhuận để tái đầu tư. Mục tiêu cuối cùng của CSCT là tối đa hóa lợi ích cho các cổ đông hiện hành, hay cụ thể hơn là tối đa hóa tỷ suất sinh lời trên vốn của nhà đầu tư.

Để đạt được điều này, hội đồng quản trị đòi hỏi phải hoạch định CSCT sao cho hợp lý cho từng giai đoạn nhất định, với chính sách này vừa phải đáp ứng vốn cho các cơ hội đầu tư hiệu quả, mặt khác đảm bảo sự ổn định và gia tăng cổ tức hàng năm cho các cổ đông.

2. Các lý thuyết liên quan đến chính sách cổ tức

2.1. Lý thuyết không thích rủi ro

Lý thuyết không thích rủi ro cho rằng mối quan hệ giữa giá trị công ty và CSCT đó là tâm lý không thích rủi ro của nhà đầu tư. Cổ tức là thu nhập thường xuyên, chắc chắn ở thời điểm hiện tại nên được xem là ít rủi ro hơn thu nhập hứa hẹn từ lãi vốn trong tương lai. Hỗ trợ cho lý thuyết này, trong các nghiên cứu của Myron Gordon (năm 1959 và năm 1963) đã đưa ra một lập luận thách thức với những lập luận của lý thuyết MM đó là một đồng thu nhập cổ tức hôm nay lớn hơn một đồng lợi nhuận được giữ lại để đầu tư cho dự án mới. Sự thành công của dự án mới trong tương lai là không chắc chắn, do đó cổ tức được chia trong tương lai có thể lớn hơn nhưng cũng rủi ro hơn vì sự không chắc chắn, tỷ lệ chiết khấu nhà đầu tư sử dụng để định giá cổ phiếu có thể tăng lên. Cổ tức thấp làm tăng sự bất chắc cho cổ đông, do đó cổ đông sẽ chiết khấu thu nhập trong tương lai với tỷ lệ cao hơn, làm giảm giá trị công ty và ngược lại.

2.2. Lý thuyết ảnh hưởng của thuế

Hầu hết các nhà kinh tế cho rằng trong môi trường không có thuế thì các nhà đầu tư sẽ bàng quan với việc nhận cổ tức hay lãi lại, nhưng trong môi trường có thuế, mức chi trả cổ tức có thể làm thay đổi giá trị của công ty. Trong thực tế, thu nhập từ cổ tức thường bị đánh thuế cao hơn so với thu nhập từ lãi vốn. Hơn nữa, thuế phải chịu trên lãi vốn chỉ phải nộp khi nhà đầu tư thực sự bán cổ phiếu. Do đó, các công ty được thúc đẩy giữ lại nhiều lợi nhuận để tái đầu tư và trả một mức cổ tức thấp và các nhà đầu tư vẫn ưa thích lãi vốn hơn nhân cổ tức.

Mối quan hệ giữa thu nhập trước thuế và tỷ suất cổ tức là nền tảng của lý thuyết này. Theo nghiên cứu của Miller và cộng sự (1982), Poterba và cộng sự (1984), nhà đầu tư thuộc khung thuế cao sẽ yêu cầu một mức thu nhập trước thuế cao để nắm giữ những cổ phiếu có mức cổ tức cao. Lý thuyết về ảnh hưởng của thuế cho rằng các nhà đầu tư thích tỷ lệ chi trả cổ tức nhỏ, mức cổ tức thấp sẽ làm giảm chi phí vốn cổ phần và làm tăng giá trị cổ phiếu, tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

2.3. Lý thuyết hiệu ứng khách hàng

Lý thuyết về hiệu ứng khách hàng xem xét ảnh hưởng của nhu cầu và mục tiêu của các nhà đầu tư khác nhau lên CSCT. Phát triển trên quan điểm này, Black và Scholes (1974) chia nhà đầu tư thành 3 nhóm gồm (i) những người ưa thích cổ tức; (ii) những người bàng quan với cổ tức, có thể vì mục đích đầu tư công ty; và (iii) những người không ưa thích cổ tức, ví dụ như các nhà đầu tư cá nhân phải chịu mức thuế thu nhập cao. Công ty có mức trả cổ tức cao sẽ thu hút nhà đầu tư thích được chi trả cổ tức. Ngược lại, các công ty có định hướng đầu tư phát triển thường không chi trả cổ tức hoặc chi trả ở mức thấp thì thu hút nhà đầu tư thích sự gia tăng giá của cổ phiếu hơn cổ tức.

Đây là hiệu ứng khách hàng, khi quyết định CSCT, công ty sẽ thu hút một nhóm nhà đầu tư tiềm năng. Hiểu được hiệu ứng này, các công ty luôn cố gắng theo đuổi CSCT ổn định và nhất quán để thu hút được vốn từ các nhóm cổ đông này.

Ý nghĩa sâu xa của hiệu ứng khách hàng là bằng cách thay đổi CSCT thì công ty sẽ thu hút một nhóm các nhà đầu tư khác, dẫn đến hệ quả là sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu của công ty.

Hiệu ứng khách hàng giải thích được tác động của thuế và chi phí giao dịch đến sở thích cổ phiếu của nhà đầu tư, qua đó ảnh hưởng đến CSCT của công ty. Nhưng bản thân sự tồn tại của chi phí giao dịch và khác biệt về thuế vẫn chưa đủ để trở thành một lý thuyết chung giải thích cho việc xác định CSCT. Chính vì vậy, trên thực tế vẫn còn nhiều tranh luận xung quanh tính đúng đắn của lý thuyết hiệu ứng khách hàng.

2.4. Lý thuyết chi phí đại diện

Lý thuyết đại diện được đề cập đến đầu tiên trong nghiên cứu của Fama và Miller (1972), sau đó được phát triển trong nghiên cứu của Jensen và Meckling (1976) và nghiên cứu của Jensen (1986). Lý thuyết này được đưa ra xuất phát từ mâu thuẫn lợi ích giữa hội đồng quản trị công ty (người đại diện) và các cổ đông (chủ sở hữu). Trong môi trường bất cân xứng thông tin, mâu thuẫn này sẽ làm phát sinh chi phí đại diện. Theo Jensen và cộng sự (1992), khi công ty có dòng tiền tự do cao nhưng lại thiếu các cơ hội đầu tư sinh

lời, hội đồng quản trị có thể này sinh động cơ đầu tư dòng tiền vượt trội này vào các hoạt động có thể làm giảm giá trị công ty.

Nghiên cứu của Rozeff (1982) và Easterbrook (1984) cho rằng, CSCT có thể là công cụ làm giảm chi phí đại diện. Chi trả cổ tức càng nhiều càng làm giảm dòng tiền tự do nằm dưới quyền định đoạt của hội đồng quản trị, thêm vào đó, việc chi trả cổ tức có thể làm tăng khả năng công ty phải huy động vốn mới từ bên ngoài. Hoạt động của công ty sẽ được nhiều thành phần tham gia trên thị trường giám sát và đánh giá, điều này làm giảm khả năng thực hiện những đầu tư không hiệu quả của hội đồng quản trị công ty, giúp đảm bảo rằng hội đồng quản trị hoạt động vì lợi ích cao nhất của các cổ đông.

2.5. Lý thuyết trật tự phân hạng

Lý thuyết trật tự phân hạng được phát triển bởi nghiên cứu của Myers và Majluf (1984), phát triển từ nghiên cứu của Donaldson năm 1961. Lý thuyết trật tự phân hạng, trên cơ sở thông tin bất cân xứng, đã đề xuất một trật tự tài trợ theo một trình tự ưu tiên bằng vốn nội bộ (lợi nhuận giữ lại) để tái đầu tư, rồi đến phát hành nợ và cuối cùng là phát hành vốn cổ phần mới.

Nguồn vốn nội bộ là nguồn vốn được ưu tiên trước trong việc lựa chọn nguồn tài trợ cho công ty vì các nguồn tài trợ bên ngoài khó huy động hơn và phát sinh nhiều chi phí. Nếu sử dụng nguồn tài trợ nội bộ, giám đốc tài chính không phải tìm cách thuyết phục hay giải thích lựa chọn của mình với các nhà đầu tư bên ngoài và không mất khoản chi phí phát hành.

Ưu tiên lựa chọn thứ hai là phát hành chứng khoán nợ hoặc huy động nợ vay từ các tổ chức tín dụng. Quy mô nợ vay tăng lên sẽ tạo sự lo lắng cho các chủ nợ và cổ đông, tăng rủi ro tài chính cho công ty. Tuy nhiên, các chủ nợ sẽ nhận được khoản chi trả cố định từ công ty và không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của công ty. Các giám đốc tài chính thuyết phục các chủ nợ tiềm năng dễ hơn so với các cổ đông tương lai vì mức độ rủi ro phải chấp nhận đối với các chủ nợ thấp hơn so với các chủ sở hữu.

Cuối cùng là lựa chọn phát hành cổ phần thường. Chi phí phát hành cổ phiếu thường cao

nhất và công ty phải cung cấp nhiều thông tin để thuyết phục các nhà đầu tư.

Lý thuyết này giải thích tại sao các công ty có khả năng sinh lời cao thường có tỷ lệ nợ vay thấp hơn là do họ có nhiều nguồn vốn nội bộ để bổ sung vốn, ngược lại các công ty có khả năng sinh lời thấp hơn thì sẽ phát hành nợ vì họ không có đủ nguồn vốn nội bộ cho các dự án đầu tư, nguồn nợ đứng đầu trong trật tự phân hạng của nguồn tài trợ bên ngoài.

2.6. Lý thuyết phát tín hiệu

Năm 1977, Ross là người đầu tiên khai phá ra lý thuyết phát tín hiệu dựa trên lý thuyết nền tảng MM, sau đó năm 1980, Kalay đã mở rộng nghiên cứu của Ross và chỉ ra mối liên hệ giữa lý thuyết phát tín hiệu với CSCT của công ty. Lý thuyết này phát biểu rằng, tất cả các thông báo của công ty về việc chi trả cổ tức nhiều hơn được xem như là một tín hiệu cho thấy công ty đang sở hữu nhiều dự án triển vọng trong tương lai. Một công ty có các cơ hội đầu tư tốt dường như có vẻ muốn phát tín hiệu cho nhiều nhà đầu tư thấy điều đó, và như vậy nhà đầu tư mới có thể kiếm lợi được.

Qua nhiều năm, tác động tín hiệu của cổ tức có thể chỉ ra các vị thế khả quan trong tương lai của một công ty hay không vẫn đang là một chủ đề được tranh luận. Nhiều nghiên cứu đã chứng minh rằng thị trường phản ứng tích cực đối với các thông tin chi trả cổ tức nhiều hơn. Phần lớn các cuộc thử nghiệm cũng cho thấy tác động tín hiệu của cổ tức luôn xảy ra trong cả trường hợp công ty thông báo chi trả cổ tức nhiều hơn hay ít hơn. Lý thuyết phát tín hiệu được xem là một nội dung chủ chốt, được những người đề xướng về thị trường không hiệu quả sử dụng. Hội đồng quản trị khi đưa ra bất cứ một quyết định nào về cổ tức luôn luôn phải quan tâm đến tác động tín hiệu của nó. Bởi lẽ không có điều gì ảnh hưởng đến giá cổ phiếu nhanh hơn là các thông báo về chi trả cổ tức.

2.7. Lý thuyết dòng tiền tự do

Dòng tiền thuần trong công ty là phần chênh lệch giữa dòng tiền thu vào và chi ra. Dòng tiền tự do (dòng tiền vượt trội) là dòng tiền mất vượt quá dòng tiền cần thiết cho mục đích đầu tư sinh lời của công ty. Khi người đại diện nhân thấy

dòng tiền tự do của công ty quá lớn, họ sẽ sử dụng vào những mục đích cá nhân hơn là mục đích nhằm sinh lời cho công ty. Do đó, dòng tiền tự do càng lớn thì mâu thuẫn giữa người đại diện và chủ sở hữu càng lớn. Jensen (năm 1986 và 1992) đề cập đến giả thuyết về dòng tiền tự do và cho rằng CSCT được dùng để giải quyết mâu thuẫn giữa hội đồng quản trị và các cổ đông. Lý thuyết này được coi là sự kết hợp của lý thuyết phát tín hiệu và chi phí đại diện. Theo đó, hội đồng quản trị phải tiến hành đầu tư các dự án có NPV dương để đảm bảo lợi ích của các cổ đông. Phần tiền còn lại nếu được chi trả cổ tức sẽ làm giảm khả năng hội đồng quản trị đầu tư vào các dự án không sinh lời. Việc chi trả cổ tức được xem là dấu hiệu tốt về triển vọng hoạt động kinh doanh của công ty trong tương lai.

3. Kết luận

Qua việc phân tích các công trình nghiên cứu

của các tác giả trong và ngoài nước về lý thuyết liên quan đến chính sách cổ tức, nhóm tác giả xin đưa ra một số kết luận mang tính chất định tính như sau:

- Khi xây dựng chính sách cổ tức, việc lựa chọn lý thuyết nào làm cơ sở còn phụ thuộc vào các yếu tố như tâm lý của nhà đầu tư, tình hình thị trường, yếu tố nội tại của công ty và quan điểm của nhà quản trị.

- Ở Việt Nam, các nhà đầu tư chứng khoán trên thị trường đa phần là các nhà đầu tư cá nhân, đặc điểm về bất cân xứng thông tin còn lớn và hạn chế về kỹ năng phân tích thông tin. Đa số các nhà đầu tư cá nhân đều có mục tiêu ngắn hạn, ngại rủi ro và ưa thích các cổ phiếu có mức chi trả cổ tức cao. Do vậy, chính sách cổ tức được sử dụng như một công cụ nhằm đánh bóng công ty, nhằm phát tín hiệu đến nhà đầu tư về tiềm năng phát triển của công ty trong tương lai ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Black et al (1974). "The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and return", *Journal of Financial Economics*, 1(1), pp. 1-22.
2. Fama, E.F., French, K R.. (2001). "Disappearing dividend: Changing firm characteristics or lower propensity to pay", *Journal of Financial Economics*, 60(1), pp. 3 - 43.
3. Gordon, Myron, J. (1959). "Dividends, Earnings, and Stock Prices", *Review of Economics and Statistics*, 41(2), pp. 99 - 105.
4. Jensen, G, R. D.P. Solberg, and T.S Zorn (1992). "Simultaneous determination on insider ownership, debt, and dividend policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), pp. 247 - 263.
5. M. Rozeff. (1982), "Growth, Beta, and Agency Theory Costs as Determinants of Dividend Payout Ratio", *Journal of Financial Research*, 5, pp. 249 - 259.
6. Miller, Merton H., and Myron S. Scholes (1982). "Dividend and Taxes. Some Empirical Evidence". *Journal of Political Economy*.
7. Myers, S.C. and Majluf, N (1984), "Stock Issues and Investment Policy when Firm have information that Investors do not Have". *Journal of Financial Economics*, 1(13), pp. 187 - 221.
8. Pinches, David C Ketcham & George E. (1996), *Essentials of Financial management*, Harper & Row.
9. Porta, La et al (2000). "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*, 55(1), pp. 1-33.
10. Poterba, James, Lawrence. H S (1984). "New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends", *Journal of Finance*, 39(5), pp. 1379 - 1415.
11. Ross, S (1977). "The Current Status of the Capital Asset Pricing Model", *Journal of Finance*, 33(3), pp. 121-150.

Ngày nhận bài: 4/2/2019

Ngày phân biện đánh giá và sửa chữa: 14/2/2019

Ngày chấp nhận đăng bài: 24/2/2019

Thông tin tác giả:

TS. NGÔ THỊ QUYÊN

TS. NGUYỄN THANH HUYỀN

Trường Đại học Thăng Long

ANALYZING THEORIES OF DIVIDEND POLICY

● Ph.D **NGO THI QUYEN**

● Ph.D **NGUYEN THANH HUYEN**

Thang Long University

ABSTRACT:

The dividend policy is one of the most important financial policies of a joint stock company, affecting the interests of shareholders and the company's reinvestment plan. This study systemizes theories of dividend policy of joint stock companies in order to help joint stock companies to develop their dividend policies to achieve their set objectives. The formulation of a theoretical dividend policy depends on the views of managers, the development level of the stock market and the reaction of investors.

Keywords: Dividends, investors, board of management, dividend policy, listed companies.