

TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH CỔ TỨC ĐỐI VỚI GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU CỦA DOANH NGHIỆP

● LÊ HẢI LINH - THẠCH MINH QUÂN

TÓM TẮT:

Bài viết này hệ thống hóa các vai trò chính sách cổ tức đối với giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp (DN) từ đó đề xuất một số chính sách cổ tức hợp lý để các nhà quản trị doanh nghiệp có thể cân nhắc áp dụng nhằm tạo ra lòng tin và ổn định trên thị trường, làm tăng giá trị cổ phiếu và thúc đẩy sự tăng trưởng dài hạn.

Từ khóa: chính sách cổ tức, giá cổ phiếu, doanh nghiệp.

1. Đặt vấn đề

Chính sách cổ tức đóng một vai trò quan trọng trong hoạt động kinh doanh của một DN. Bằng cách quyết định mức độ và thời điểm trả cổ tức, DN có thể ảnh hưởng đến mối quan hệ với cổ đông (CD), khả năng thu hút và duy trì vốn, cũng như quản lý dòng tiền và tạo ra giá trị cho CD.

Một chính sách cổ tức ổn định và có tính dự đoán cao giúp tạo ra niềm tin và lòng tin của CD. CD thường mong muốn nhận được một phần lợi nhuận từ việc đầu tư vào DN thông qua việc nhận cổ tức. Khi DN thực hiện chính sách cổ tức ổn định và đáng tin cậy, CD cảm thấy yên tâm về việc đầu tư và thường sẽ duy trì lâu dài sự ủng hộ cho DN.

Ngoài ra, chính sách cổ tức cũng ảnh hưởng đến khả năng thu hút vốn từ các nhà đầu tư (NĐT) mới. Một DN có chính sách cổ tức hấp dẫn có thể thu hút sự quan tâm của các NĐT muốn đầu tư vào các cổ phiếu mang lại lợi nhuận ổn định và có khả năng trả lại giá trị cho CD qua cổ tức.

Từ góc độ nghiên cứu, có nhiều định nghĩa về chính sách cổ tức hiện được chấp nhận rộng rãi hiện nay:

Ronald C. Lease và cộng sự (2000) [1] đã đưa ra khái niệm về chính sách cổ tức trong ấn bản của Đại học Harvard như sau “Chính sách cổ tức là kế hoạch áp dụng vào thực tiễn mà nhà quản lý sẽ tuân theo khi đưa ra các quyết định liên quan đến hệ số cổ tức, mức cổ tức và mô hình chi trả cổ tức, trong một khoảng thời gian”.

Trong giáo trình của Moyer và cộng sự (2001) [2], “Chính sách cổ tức là sự phân phối lợi nhuận sau cùng (ultimate distribution of profit) của công ty giữa phần lợi nhuận giữ lại và chi trả cổ tức cho các CD”.

Justin Robinson (2006) [3] thì cho rằng: “Chính sách cổ tức là chính sách chi trả (payout policy) mà nhà quản lý tuân theo khi xác định mô hình chi trả cổ tức cho các CD”.

Giáo trình “Tài chính doanh nghiệp” của Bùi Văn Vân và Vũ Văn Ninh (2015) [4] thì định nghĩa như sau “Chính sách cổ tức thể hiện quyết định giữa việc trả lợi nhuận cho CD so với việc giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư”.

Trong thời gian gần đây, việc tăng thêm thu nhập từ cổ tức đã thu hút sự quan tâm của các

NĐT trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, phần lớn các DN vẫn chưa thực sự nhận thức được tầm quan trọng của việc thực hiện chính sách cổ tức và chưa xây dựng được những chiến lược dài hạn cho việc phân phối lợi nhuận. Việc trì hoãn hoặc không thanh toán cổ tức đúng hạn, cùng với việc nợ cổ tức vẫn diễn ra phổ biến trong các DN, dường như đã gây ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu. Điều này khiến các NĐT, đặc biệt là những NĐT cá nhân, gặp khó khăn khi xây dựng danh mục đầu tư và đạt được mục tiêu lợi nhuận mong muốn.

Nghiên cứu về ảnh hưởng của chính sách cổ tức đối với giá cổ phiếu là một khía cạnh quan trọng trong lĩnh vực tài chính và đầu tư. Việc hiểu rõ cách mà chính sách cổ tức được thực hiện có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu là chìa khóa để đưa ra các quyết định đầu tư hiệu quả. Những nghiên cứu này giúp NĐT hiểu rõ hơn về tầm quan trọng của việc thanh toán cổ tức đúng hạn, cũng như tác động của việc trì hoãn hoặc không chi trả cổ tức đối với giá cổ phiếu và sự ổn định của thị trường. Đồng thời, chúng cũng cung cấp thông tin quan trọng cho các quản lý DN để định hình chính sách cổ tức phù hợp, từ đó tạo ra giá trị cho cả DN và CĐ.

2. Ảnh hưởng chính sách cổ tức đối với giá cổ phiếu

Đối với DN chính sách cổ tức quyết định phần lợi nhuận được sử dụng để chi trả cổ tức cho CĐ ở hiện tại và phần lợi nhuận được sử dụng để tái đầu tư vào công ty để mang lại lợi ích cho CĐ trong tương lai. Tổng lợi nhuận sau thuế của công ty ở hiện tại cũng như giá trị công ty ở hiện tại không thay đổi do chính sách cổ tức nhưng giá trị của công ty trong tương lai thì chịu ảnh hưởng rất lớn bởi quyết định này.

Tổng giá trị cổ tức hiện tại và tương lai (chiết khấu

về hiện tại) chính là giá trị thực tế của cổ phần mà CĐ nắm giữ.

Giá cổ phiếu được xác định chủ yếu qua công thức sau:

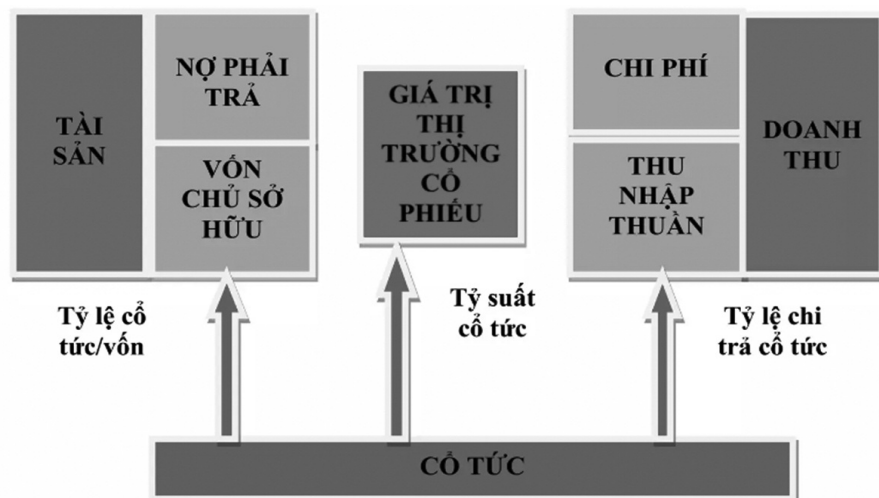
$$P_0 = \frac{D_1}{(re-g)}$$

Với: P_0 là giá cổ phiếu tại thời điểm hiện tại; D_1 là Cổ tức của công ty sau 1 năm; re là tỷ suất sinh lời đòi hỏi của NĐT và g là Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức.

Nếu công ty chia cổ tức với mức cổ tức cổ phần (DPS) lớn hơn với thu nhập trên một cổ phần (EPS) mà DN tạo ra thì đối với NĐT, mức độ rủi ro sẽ thấp vì cổ tức hiện tại nghĩa là nguồn lợi chắc chắn, điều này làm giảm tỉ suất sinh lời đòi hỏi của các NĐT khiến giá cổ phiếu tăng lên. Tuy nhiên, khi DN dành lợi nhuận cho việc phân chia cổ tức cho CĐ hiện hành thì công ty có thể buộc phải từ bỏ các cơ hội đầu tư tiềm năng hoặc sử dụng nguồn vốn có phí để đầu tư khiến cho tỉ lệ tăng trưởng cổ tức trong tương lai giảm, làm giảm giá cổ phiếu.

Nếu DN chia cổ tức với mức cổ tức cổ phần (DPS) thấp so với thu nhập trên một cổ phần (EPS) thì đối với NĐT, mức độ rủi ro sẽ cao và theo đó, tỉ suất sinh lời đòi hỏi của NĐT sẽ cao hơn khiến cho giá cổ phiếu giảm. Ngược lại, khi DN tái đầu tư lợi nhuận thì tỉ lệ tăng trưởng cổ tức của CĐ trong tương lai lại cao khiến cho dòng tiền của CĐ tăng lên, điều đó dẫn tới sự tăng lên của giá cổ phiếu. (Sơ đồ 1)

Sơ đồ 1: Quan hệ chính sách cổ tức với giá trị cổ phiếu



Mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu là mối quan hệ có nhiều tranh cãi về cả mặt lý luận lẫn thực tiễn.

2.1. Chính sách cổ tức không tác động tới giá cổ phiếu

Trường phái trung dung cho rằng không tồn tại mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu dựa trên giả định của Modigliani và Miller về một thị trường hoàn hảo không tồn tại thuế, phí giao dịch, bất cân xứng thông tin,... Trong thị trường đó khi cần tiền mặt, CĐ chỉ cần bán cổ phiếu và khi DN cần huy động vốn, DN chỉ cần phát hành thêm cổ phần và các hành vi đó không gây nên sự ảnh hưởng nào thực sự đáng kể lên tài sản của CĐ hay của DN. Vì vậy, chính sách cổ tức không tác động tới giá cổ phiếu.

Theo lý thuyết của Modigliani và Miller, giá cổ phiếu chỉ phụ thuộc vào chính sách đầu tư, cụ thể là tác giả sử dụng công thức tính giá cổ phiếu, như sau:

$$P = \frac{D1 + P1}{1 + k}$$

Trong đó: D1 là cổ tức của năm tới; P1 là giá cổ phiếu của năm tới; k là chi phí vốn

Tuy nhiên, giá trị của D1 là do kết quả của chính sách đầu tư, nếu DN kinh doanh tốt thì D1 sẽ lớn và ngược lại, D1 trong công thức này không phụ thuộc vào việc lượng cổ tức đó chiếm bao nhiêu phần trăm lợi nhuận thực hiện của năm đó.

2.2. Chính sách cổ tức thuận chiều với giá cổ phiếu

Trường phái thứ hai cho rằng, chính sách cổ tức tác động thuận chiều với giá cổ phiếu. Các lý thuyết được đưa ra để bảo vệ quan điểm này như: “Lý thuyết chú chim trong tay” (Bird in hand theory) được đưa ra bởi John Lintner và Myron Gordon (1956) [5], “Lý thuyết phát tín hiệu” (Signalling theory) được đưa ra trong các nghiên cứu của Wurgler and Baker (2004) [6].

Lý thuyết chú chim trong tay cho rằng CĐ muốn cổ tức ở hiện tại (chú chim trong tay - the bird in the hand) hơn là cổ tức kỳ vọng tương lai (chú chim trong bụi rậm - the bird in the bush) nên họ sẽ sẵn sàng trả giá cao hơn cho những cổ phiếu mang lại

cho họ cổ tức hiện tại tốt hơn khiến giá của cổ phiếu tăng lên. Lý thuyết phát tín hiệu thì đề cập tới việc các NĐT sẽ thông qua chính sách cổ tức mà đánh giá về tình hình của công ty, nếu chính sách cổ tức cao và có lợi sẽ được hiểu là công ty đang làm ăn tốt, khiến họ sẵn sàng đầu tư vào DN khiến cho giá cổ phiếu tăng.

Gordon đồng tình với quan điểm này vì theo tác giả giá trị thị trường của một cổ phiếu (Pq) bằng với giá trị hiện tại của một dòng cổ tức vô hạn được nhận bởi cổ phiếu.

$$P = \frac{D1}{k - g} = \frac{D1}{k - b.r}$$

Trong đó: D1 là cổ tức nhận được năm sau; k là chi phí vốn; g là tỷ lệ tăng trưởng kỳ vọng (được tính theo công thức $g = b.r$); b là tỷ lệ lợi nhuận giữ lại/tổng lợi nhuận; r là tỷ lệ hoàn vốn.

Theo mô hình vốn cổ tức của Gordon, dòng lợi nhuận được nhận từ cổ tức được coi là vô hạn và luôn không đổi. Trong trường hợp này, cổ tức dự kiến hàng năm là một khoản tiền ổn định ($DIV = DIV1 = DIV2 = \dots$), và dòng cổ tức tương lai của doanh nghiệp có tỷ lệ tăng trưởng dự kiến hàng năm ổn định (g) và công ty được coi là tồn tại vĩnh viễn. Khi công ty sử dụng đa phần lợi nhuận để chi trả cổ tức (tăng b) mà vẫn giữ được tỷ lệ tăng trưởng r thì $g = b.r$ sẽ tăng, mà D không đổi, k không đổi, nên sẽ khiến cho giá cổ phiếu tăng. Gordon và Lintner nhấn mạnh rằng chính sách cổ tức ảnh hưởng đến giá cổ phiếu và hành vi của NĐT.

2.3. Chính sách cổ tức tác động ngược chiều tới giá cổ phiếu

Trường phái thứ ba cho rằng chính sách cổ tức tác động nghịch chiều tới chính sách cổ tức. Các lý thuyết được đưa ra để bảo vệ quan điểm này là: Al-Malkawi (2007) [7] “Hiệu ứng khách hàng - Clientele Effect”, Litzenberger and Ramaswamy (1979) [8] “Lý thuyết về ảnh hưởng của thuế” (Tax Preference theory).

Cụ thể, lý thuyết về hiệu ứng khách hàng cho rằng nếu DN hướng tới nhóm NĐT có ưu tiên đối với những cổ phiếu tăng trưởng trong dài hạn thì khi DN thực hiện chính sách cổ tức thấp, phần giữ

lại để đầu tư lớn sẽ thu hút những NĐT theo trường phái này và khiến giá cổ phiếu tăng. Lý thuyết ảnh hưởng của thuế đề cập tới chi phí thuế mà các NĐT sẽ phải nộp khi so sánh 2 trường hợp: nộp thuế cổ tức (nộp ngay sau khi nhận cổ tức) và nộp thuế đánh trên lãi vốn (thời điểm tùy ý sau khi thực hiện bán cổ phiếu để thu lãi vốn trên thị trường). Đối với nhiều NĐT, họ muốn chủ động thời điểm cũng như mức thu nhập tính thuế thì họ sẽ không muốn nhận cổ tức, khiến cho cổ phiếu có cổ tức ổn định và cổ tức cao trở nên kém hấp dẫn, dẫn tới hiện tượng giảm giá cổ phiếu.

Mô hình xác định giá cổ phiếu của Walter cũng ủng hộ quan điểm này vì Walter cho rằng nếu công ty có nhiều cơ hội đầu tư và sử dụng chính sách cổ tức thấp thì giá cổ phiếu sẽ tăng lên. Công thức của Walter để xác định giá trị thị trường của một cổ phiếu như sau:

$$P = \frac{D}{k} + \frac{r(E - D)}{k}$$

Trong đó: D là cổ tức, E là lợi nhuận sau thuế, k là chi phí vốn, r là tỷ lệ hoàn vốn nội bộ.

Theo công thức này, giá trị thị trường của cổ phiếu là tổng giá trị hiện tại của 2 nguồn thu nhập: Một là, giá trị hiện tại của nguồn cổ tức ổn định (D/k); Hai là, giá trị hiện tại của nguồn lợi tức thu được từ việc công ty sẽ phát triển làm tăng giá trị của cổ phiếu và người nắm giữ cổ phiếu có thể bán đi để thu lợi nhuận ($I = E - D$).

Khi công ty có nhiều cơ hội đầu tư, $r > k$, tỷ lệ hoàn vốn nội bộ lớn hơn chi phí vốn (k) thì DN có cơ hội đầu tư sinh lời tốt và nó sẽ có thể kiếm được nhiều hơn những gì NĐT có thể đạt được nếu họ đầu tư vào nơi khác. Chính sách cổ tức tối ưu trong tình huống như vậy sẽ là tỷ lệ chi trả cổ tức bằng 0. Nói cách khác, DN nên sử dụng toàn bộ lợi nhuận của công ty để tối đa hóa giá trị thị trường của cổ phiếu.

3. Kết luận

Vẫn còn rất nhiều tranh cãi về chính sách cổ tức của DN liệu có ảnh hưởng đến giá trị của công ty

hay không về cả mặt lý luận lẫn thực tiễn, song đối với nhà quản lý tài chính phải xây dựng được một chính sách cổ tức hợp lý để tạo niềm tin cho CĐ và tùy thuộc vào từng hoàn cảnh cụ thể, nhìn chung khi thực hiện chính sách cổ tức các nhà quản lý tài chính nên cân nhắc một số gợi ý sau:

Thứ nhất, doanh nghiệp nên theo đuổi một chính sách cổ tức ổn định và 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 DN.

Thứ hai, 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 giảm. Một chính sách cổ tức an toàn không đồng nghĩa với chính sách cổ tức thấp. Chính sách cổ tức thấp đồng nghĩa với tăng lợi nhuận giữ lại, nếu quỹ tiền mặt tích lũy từ lợi nhuận để lại quá lớn sẽ: (1) khiến cho NĐT suy diễn là công ty bế tắc trong sự tăng trưởng, (2) DN vô tình sẽ trở thành mục tiêu của sự thao túng và (3) sự lãng phí do giữ tiền mặt quá nhiều. Tất cả những điều này đều ảnh hưởng đến giá trị cổ phiếu của DN.

Thứ ba, một chính sách cổ tức an toàn là một chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả cổ tức hợp lý sao cho vừa thỏa mãn được nhu cầu có một nguồn thu nhập ổn định của CĐ dài hạn, vừa đảm bảo một tỷ lệ lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho những nhu cầu đầu tư bình thường nhằm duy trì sự tăng trưởng bền vững của DN.

Cuối cùng, tránh tối đa việc cắt giảm cổ tức cho dù công ty có cơ hội đầu tư tuyệt vời. Trong trường hợp như thế để không bỏ lỡ cơ hội đầu tư, công ty nên chọn giải pháp đi vay hay phát hành cổ phiếu mới, nếu vì một lý do nào đó DN không huy động đủ vốn để tài trợ mà buộc phải cắt giảm cổ tức thì cần cung cấp những thông tin đầy đủ và giải thích rõ ràng về chương trình đầu tư sắp tới để giảm thiểu tối đa những hạn chế tiêu cực từ việc cắt giảm cổ tức đột ngột ■

Lời cảm ơn:

Nghiên cứu được tài trợ bởi Trường Đại học Giao thông Vận tải.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Al-Malkawai (2009). Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. Journal of Economic and Administrative Sciences. 3(7), 232-238.
2. Baker, M., Wurgler, J., and Jeffrey (2004). Market Timing And Capital Structure. The Journal of Finance. 3(6), 1-32.
3. Bùi Văn Vần, Vũ Văn Ninh (2015). Giáo trình Tài chính doanh nghiệp. NXB. Tài chính. 1(4).
4. Justin, R. (2006). Corporate finance in developing countries: an analysis of dividend policy among publicly listed firms in Jamaica. Savings and Development. 1(3), 169-188.
5. Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. The American economic review. 3(5), 97-113.
6. Litzenberger, R.H. and Ramaswamy, A. (1979). Tax Preference theory, A state-preference model of optimal financial leverage. 3(8), 911-922.
7. Moyer, et al. (2001). Contemporary Financial management, Eight Edition, South Westen College. 1(2), 112-115.
8. Ronald, C.L. (2015), Journal of Finance. 1(1), 423-433.

Ngày nhận bài: 20/3/2024

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 10/4/2024

Ngày chấp nhận đăng bài: 25/4/2024

Thông tin tác giả:

1. ThS. LÊ HẢI LINH

2. TS. THẠCH MINH QUÂN

Khoa Vận tải kinh tế - Trường Đại học Giao thông Vận tải

**IMPACTS OF DIVIDEND POLICIES
IN THE VALUE OF A BUSINESS'S SHARES**

● Master. **LE HAI LINH**¹

● Ph.D **THACH MINH QUAN**¹

¹Faculty of Transport Economics,
University of Transport and Communications

ABSTRACT:

This article systematizes the role of dividend policy in the value of a business's shares. From there, the article proposes a number of reasonable dividend policies for business administrators to consider applying to creates trust and stability in the market, increases stock value and promotes long-term growth.

Keywords: dividend policy, stock price, company.