

TÁC ĐỘNG CHÍNH SÁCH CỔ TỨC ĐẾN GIÁ TRỊ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

TS. Nguyễn Minh Hà
ĐH Mở TP.HCM
Ngô Thị Mỹ Loan
CTCP Công Nghiệp Vĩnh Tường

Tối đa hóa giá trị doanh nghiệp là mục tiêu chung của tất cả các doanh nghiệp và các hoạt động của doanh nghiệp cũng đều nhằm đạt được mục tiêu đó. Ở góc độ các cổ đông, một trong những mối quan tâm hàng đầu là mức cổ tức của cổ phiếu mà họ đang nắm giữ. Ở góc độ nhà quản lý, một trong những khó khăn lớn nhất là việc kết hợp tối đa hóa giá trị doanh nghiệp và đáp ứng mối quan tâm của cổ đông về cổ tức của cổ phiếu. Do đó, nghiên cứu này sẽ tập trung nghiên cứu chính sách cổ tức (CSCT) tác động đến giá trị doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt là các doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn vừa qua.

Giới thiệu

Mục tiêu của bài viết nhằm nghiên cứu mối quan hệ giữa CSCT và giá trị doanh nghiệp, để gợi ý CSCT phù hợp với tình hình tài chính và những mục tiêu phát triển của doanh nghiệp. Nghiên cứu này được thực hiện dựa vào số liệu trên báo cáo tài chính, thông báo chi trả cổ tức, bản cáo bạch của 143 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam có chi trả cổ tức trong ba năm 2007-2009.

Kết quả nghiên cứu cho thấy CSCT cụ thể là tỷ lệ chi trả cổ tức (DPS) tác động dương đến giá trị doanh nghiệp, nhưng hình thức chi trả cổ tức không tác động đến giá trị doanh nghiệp.

Cơ sở lý thuyết

Về chính sách cổ tức: theo Brigham và Houston (2003, trang 26) và Ross và các đồng tác giả (2003, trang 606-609), CSCT là một chính sách ấn định mức lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp sẽ được đem ra phân phối như thế nào, bao nhiêu phần trăm được giữ lại để tái đầu tư và bao nhiêu dùng để chi trả cổ tức cho các cổ đông. Vì thế, CSCT sẽ có ảnh hưởng đến số lượng vốn cổ phần trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp (thông qua lợi nhuận giữ lại) và chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Đo lường CSCT được thực hiện như sau: (i) Tỷ lệ cổ tức (DPR/F): cổ tức trên mệnh giá là chỉ tiêu rất quan trọng đối với nhà đầu tư quan tâm

tối thu nhập từ cổ tức; (ii) Tỷ suất cổ tức (DPR/P)¹ bằng cổ tức hàng năm chia giá thị trường hiện tại của cổ phiếu. Tỷ suất cổ tức phản ánh số tiền một nhà đầu tư kiếm được chỉ tính riêng cổ tức của một cổ phiếu phổ thông dựa trên giá thị trường hiện tại.

Về phương thức chi trả cổ tức: thông thường có ba phương thức cơ bản là bằng tiền mặt, bằng cổ phiếu hoặc kết hợp giữa tiền mặt và cổ phiếu.

Về xác định giá trị doanh nghiệp: mỗi doanh nghiệp hoạt động đều nhằm vào những mục tiêu khác nhau, nhưng mục tiêu chung nhất của tất cả các doanh nghiệp chính là việc tạo ra giá trị cho các nhà đầu tư, cũng như tối đa hóa giá trị doanh

¹<http://www.investopedia.com/terms/d/dividendpayoutratio.asp>.

ng nghiệp (Brealey và Myers - 2003, trang 22; Brigham và Houston - 2003, trang 16; Ross và các đồng tác giả - 2003, trang 11-12). Đối với một doanh nghiệp có niêm yết, giá trị doanh nghiệp² bằng giá trị thị trường (giá trị thị trường của vốn cổ đông) cộng giá trị thị trường của khoản nợ ròng cộng giá trị thị trường cổ phiếu chuyển đổi - trừ tiền và các khoản tương đương tiền (Cash and equivalents). Có một định nghĩa khác, giá trị doanh nghiệp (Firm Value)³ bằng giá trị thị trường của cổ phiếu cộng giá trị thị trường của khoản nợ tài chính ròng. Tối đa hóa lợi nhuận luôn là một trong những mục tiêu cơ bản hàng đầu của doanh nghiệp. Tuy nhiên, theo Sartono (2001; trích trong Harjito và các đồng tác giả, 2009), việc thực hiện mục

tiêu tối đa hóa lợi nhuận, doanh nghiệp luôn gặp phải những hạn chế sau: (i) Ảnh hưởng bởi việc đầu cơ cổ phiếu của các nhà đầu cơ, các nhà đầu cơ cố gắng sao cho không có sự khác nhau giữa lợi nhuận trong đầu tư ngắn hạn và dài hạn; (ii) Khái niệm lợi nhuận được hiểu là lợi nhuận danh nghĩa tối đa hóa hay là mức lợi nhuận đạt được; (iii) Rủi ro trong quyết định, tức là việc tối đa hóa lợi nhuận không quan tâm nhiều đến rủi ro, đây có thể là một sai lầm lớn; (iv) Tối đa hóa lợi nhuận có thể thực hiện bằng cách gửi tiền vào các quỹ đầu tư cổ phiếu, chủ sở hữu muốn lãi suất tiền gửi cao từ rủi ro cao, vì vậy giá trị thị trường sẽ giảm và giá trị doanh nghiệp cũng sẽ giảm. Trên cơ sở những hạn chế như nêu trên, Sartono (2001) cho rằng các doanh nghiệp sẽ thực hiện mục tiêu tối đa hóa giá

trị doanh nghiệp thông qua sự tối đa hóa lợi nhuận của các cổ đông. Khi giá cổ phiếu của doanh nghiệp tăng thì lợi nhuận của các nhà đầu tư cũng sẽ tăng theo. Giá trị của các doanh nghiệp niêm yết được đánh giá thông qua giá cổ phiếu, còn giá trị của những doanh nghiệp không niêm yết sẽ được đánh giá thông qua xu hướng thị trường.

Theo Keown, Scott và Martin (2004; trích trong Harjito và các đồng tác giả, 2009), các biến định lượng có thể dùng để ước lượng giá trị doanh nghiệp như sau: (i) Giá trị sổ sách của doanh nghiệp (Book Value - BV) bằng tổng tài sản trừ tổng tài sản vô hình trừ tổng nợ; (ii) Giá thị trường doanh nghiệp (Company Market Price - MP): giá thị trường của cổ phiếu là một phương pháp để ước tính giá trị ròng của doanh nghiệp. Nếu cổ phiếu được niêm yết trong TTCK và được giao dịch một cách rộng rãi thì giá trị doanh nghiệp có thể được xác định dựa vào giá thị trường. Việc xác định giá trị doanh nghiệp thông qua giá trị thị trường phù hợp để ước lượng những doanh nghiệp lớn và những giá trị này có thể nhanh chóng thay đổi; (iii) Thẩm định giá trị doanh nghiệp: doanh nghiệp dựa vào những thẩm định viên độc



²<http://www.investopedia.com/terms/e/enterprisevalue.asp>.

³http://www.vernimmen.com/html/glossary/definition_enterprise_value.html

lập sẽ cho phép giảm thiểu sự chênh lệch giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách nếu giá trị doanh nghiệp gia tăng. Sự chênh lệch được tạo ra khi doanh nghiệp mua tài sản ở mức giá trị cao hơn trên giá trị sổ sách của tài sản đó; (iv) Dòng tiền kỳ vọng: giá trị được sử dụng trong sáp nhập hay mua lại. Giá trị hiện tại của dòng tiền được xác định sẽ là tối đa và phải được trả bởi doanh nghiệp mục tiêu.

Các yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp

Cấu trúc vốn tác động đến giá trị doanh nghiệp: Ross và các đồng tác giả (2003, trang 569) cho rằng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu đạt được tối ưu khi giá trị của doanh nghiệp được tối đa với chi phí sử dụng vốn nhỏ nhất. Gia tăng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu trong doanh nghiệp có lợi nhuận sẽ gia tăng lợi nhuận của cổ đông, nhưng cũng gia tăng rủi ro (Ross và các đồng tác giả - 2003, trang 586). Lasher (2003) trích trong Rayan (2008), khẳng định rằng tăng tỷ lệ nợ có thể dẫn đến tăng lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE). Fama và French (2002) kết luận rằng có mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa nợ và lợi nhuận của doanh nghiệp. Anup và Suman (2010) cho thấy cấu trúc vốn làm thay đổi giá trị của cổ đông. Arsiraphongphisit và Ariff (2004) tìm thấy giá trị của doanh nghiệp sẽ thay đổi



khi cấu trúc vốn tương đối thay đổi từ 10-40%.

Đòn bẩy tài chính tác động đến giá trị doanh nghiệp: doanh nghiệp có lợi nhuận là khi doanh nghiệp có khả năng kiếm được lợi nhuận (trước thuế và lãi) cao hơn khoản nợ trả tiền lãi. Nghiên cứu về mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và giá trị doanh nghiệp có nhiều kết luận khác nhau. Sharma (2006) cho thấy có sự tương quan giữa đòn cân nợ và giá trị doanh nghiệp, Rayan (2008) tìm thấy đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp tác động âm đến giá trị doanh nghiệp và Nguyễn Minh Hà (2010b) đã tìm thấy đòn cân nợ có mối quan hệ nghịch chiều với tăng trưởng doanh nghiệp. Ngược lại, Anup và Suman (2010) tìm

thấy sự thay đổi của đòn bẩy tài chính làm tăng giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, Bhayani (2009) nghiên cứu các doanh nghiệp trong ngành xi măng ở Ấn Độ và cho thấy đòn bẩy tài chính không có tác động đến giá trị doanh nghiệp. Miller và Modgiliani (1963) cho rằng việc sử dụng nợ cao sẽ gia tăng rủi ro và chi phí sử dụng vốn. Do đó, tỷ lệ nợ cao sẽ không làm tăng giá trị doanh nghiệp vì chi phí sử dụng nợ rẻ hơn, lãi vay sẽ được trả bằng chính lợi nhuận có được từ việc sử dụng vốn vay đó. Nếu doanh nghiệp bị đánh thuế thu nhập, việc sử dụng vốn vay (nợ) sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp vì chi phí trả lãi vay sẽ là cơ sở để

khấu trừ thuế thu nhập cho doanh nghiệp.

Bên cạnh cấu trúc vốn và đòn bẩy tài chính tác động đến giá trị doanh nghiệp, CSCT cũng tác động đến giá trị doanh nghiệp.

Mối quan hệ giữa CSCT và giá trị doanh nghiệp

Có nhiều quan điểm khác nhau về CSCT và sự tác động của CSCT đến giá trị doanh nghiệp. Có quan điểm cho rằng CSCT và giá trị doanh nghiệp không tác động đến nhau, CSCT không liên quan trong việc xác định giá trị doanh nghiệp. Có quan điểm lại cho rằng CSCT có tác động đến giá trị doanh nghiệp.

Theo Miller và Modigliani (1961), trong một thị trường hoàn hảo (thị trường không có thuế, không có chi phí phát hành, chi phí giao dịch chứng khoán và chi phí thông tin) CSCT không ảnh hưởng đến giá trị vốn cổ phần của cổ đông. Giả định cơ bản của quan điểm này là các quyết định đầu tư của doanh nghiệp không chịu ảnh hưởng của CSCT. Khi đó chính sách đầu tư của doanh nghiệp là điều quan trọng nhất vì nó quyết định dòng thu nhập trong tương lai của doanh nghiệp, còn dòng thu nhập đó được phân chia giữa cổ tức và thu nhập giữ lại như thế nào không quan trọng. Miller và Modigliani (1961) đã kết luận rằng với bất kỳ CSCT nào, tổng giá trị tài sản của doanh

nh nghiệp (hay giá trị doanh nghiệp) là không thay đổi.

Walter (1963), Gordon (1963), Lintner (1956) đã lập luận ngược lại với Miller và Modigliani (1961). Trên thực tế những giả định được nêu bởi Miller và Modigliani (1961) không tồn tại. Một khi không tồn tại những giả định hạn chế trong mô hình Miller và Modigliani (1961) thì CSCT của một doanh nghiệp sẽ trở nên quan trọng hơn vì nó có thể tác động đến giá trị doanh nghiệp.

Hầu hết các mô hình nghiên cứu thực nghiệm trước đây đã kết luận tỷ lệ chi trả cổ tức có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Graham và Dodd (1934) trích từ Kelly (1974) đã

nghiên cứu mô hình hồi quy và nhận thấy hệ số tỷ lệ cổ tức có ý nghĩa về mặt thống kê lớn hơn lợi nhuận giữ lại. Graham và Dodd (1934), Harkavy (1953), Johnson, Shapiro và O’Meare (1951), Myron Gordon (1962) trích từ Kelly (1974) đã xây dựng mô hình hồi quy như sau:

$$P_i = a + b_1 D_i + b_2 R_i + e_i \quad (1)$$

Trong đó: P_i là giá trị thị trường của mỗi cổ phiếu, D_i là cổ tức trên mỗi cổ phiếu, R_i là lợi nhuận giữ lại trên mỗi cổ phiếu và e_i là sai số.

Kết quả nghiên cứu hồi quy của mô hình này đã cho thấy, hệ số b_1 có ý nghĩa thống kê lớn hơn hệ số b_2 . Ba giả thiết của mô hình này là: bỏ qua sự ảnh hưởng



của rủi ro đến giá cổ phiếu; không xem xét sự ảnh hưởng của tốc độ tăng trưởng đến giá cổ phiếu; không có sự sai lệch của các hệ số hồi quy do các vấn đề về đo lường lợi nhuận dựa trên dữ liệu kế toán.

Mô hình đề xuất

Từ các mô hình nghiên cứu trên, nhóm tác giả đã đề xuất mô hình:

$$PBV = a_0 + a_1DPR + a_2DPM \quad (2)$$

Trong đó: PBV là giá trị doanh nghiệp; DPR (Dividend Payout Ratio) là tỷ lệ chi trả cổ tức; DPM là cách thức chi trả cổ tức, là biến giả.

Ngoài ra để kiểm soát tác động của các yếu tố khác lên biến phụ thuộc, các biến kiểm soát gồm biến giả về thời gian và một số biến khác được sử dụng như đòn bẩy tài chính (DFL), lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS), lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), và quy mô doanh nghiệp (SIZE).

Đo lường biến phụ thuộc

Biến phụ thuộc PBV, được đo bằng tỷ số giữa giá trị thị trường so với giá trị sổ sách. PBV được sử dụng để so sánh giá của một cổ phiếu so với giá trị ghi sổ của cổ phiếu đó (Harjoto và đồng tác giả, 2009). Chỉ số này được tính toán bằng cách lấy giá đóng cửa hiện tại của cổ phiếu chia cho giá trị ghi sổ tại quý

gần nhất của cổ phiếu đó. Một doanh nghiệp có giá thị trường của cổ phiếu cao hơn giá trị ghi sổ thì đây là dấu hiệu cho thấy doanh nghiệp làm ăn khá tốt, thu nhập trên tài sản cao; tỷ số này càng cao chứng tỏ thị trường càng có xu hướng tín nhiệm doanh nghiệp đó. Công thức xác định là:

$$PBV = \text{giá cổ phiếu (Stock Price)} / \text{giá trị sổ sách} \quad (3)$$

Đo lường biến độc lập

DPR thể hiện dòng tiền cố định so với số tiền bỏ ra, do đó nó rất quan trọng đối với nhà đầu tư quan tâm tới thu nhập từ cổ tức của cổ phiếu. Nó cho phép so sánh lượng tiền thu được khi đầu tư một số tiền cố định vào các cổ phiếu khác nhau hoặc so sánh với hình thức đầu tư khác. Kỳ vọng của nghiên cứu là biến này quan hệ đồng biến với giá trị doanh nghiệp. Công thức xác định là: DPR = cổ tức/mệnh giá (%).

DPM là biến giả, biến này có giá trị là 1 nếu doanh nghiệp chi trả cổ tức bằng tiền mặt, ngược lại có giá trị là 0. Đối với cách thức chi trả cổ tức, chưa có lý thuyết nào đề cập đến quan hệ giữa cách thức chi trả cổ tức và giá trị doanh nghiệp. Theo tác giả, cách thức chi trả cổ tức của doanh nghiệp có quan hệ với giá trị doanh nghiệp.

Đo lường biến kiểm soát

DFL được đo lường bằng tổng nợ (Total Debt: TD) trên tổng

tài sản (Total Assets: TA).
DFL = TD/ TA

EPS = (lợi nhuận ròng - cổ tức của cổ phiếu ưu đãi) trên khối lượng cổ phiếu bình quân trong kỳ

ROE đo lường khả năng sinh lợi trên mỗi đồng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. ROE bằng lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu.

Quy mô doanh nghiệp (SIZE): được đo lường bằng giá trị logarit của tổng tài sản. SIZE bằng log (tổng tài sản doanh nghiệp). Chỉ tiêu này được Olsen và Elango (2005) sử dụng trong xem xét tác động của quy mô tài sản doanh nghiệp đến giá trị doanh nghiệp. Bên cạnh đó, logarit (tổng tài sản doanh nghiệp) còn được dùng để đánh giá tác động của quy mô tài sản đến tăng trưởng doanh nghiệp trong các nghiên cứu của Evans (1987), Hall (1987), Dunne và Hughes (1994), Nguyễn Minh Hà (2010b). Log (sale) và log (sản lượng) được dùng để xem xét tác động của quy mô tài sản doanh nghiệp đến hiệu quả doanh nghiệp trong nghiên cứu của Majumdar (1997) và Wing và Yiu (1995). Do đó, quy mô được lấy logarit để nghiên cứu tác động của quy mô đến hiệu quả, tăng trưởng, giá trị doanh nghiệp ...

(Mời độc giả xem tiếp kỳ sau...)