



## Quan điểm của các nhà quản lý doanh nghiệp VN về chính sách cổ tức với giá trị doanh nghiệp

**TS. TRẦN THỊ HẢI LÝ**  
Đại học Kinh tế TP. HCM

### 1. Các lập luận về chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp

*Chính sách cổ tức không tác động đến giá trị doanh nghiệp*

Vào năm 1961, Merton Miller và Franco Modigliani (MM) đã công bố một công trình lý thuyết về chính sách cổ tức không hề tác động đến giá trị doanh nghiệp. Lý thuyết này dựa trên giả định: Thị trường vốn hoàn hảo, hành vi của các nhà đầu tư là hợp lý và không có bất cân xứng thông tin. Thị trường vốn hoàn hảo hàm ý không có thuế, không có chi phí giao dịch, không có chi phí phát hành, không có sự khác biệt về thuế giữa cổ tức và lãi vốn. Hành vi hợp lý của các nhà đầu tư hàm ý các nhà đầu tư thích tối đa hóa giá trị tài sản của mình và không phân biệt giá trị đó đến từ cổ tức hay lãi vốn. Không tồn tại bất cân xứng thông tin nghĩa là các nhà quản lý doanh nghiệp và những nhà đầu tư bên ngoài đều nhận được thông tin như nhau, vì thế các nhà đầu tư biết tất cả về lợi nhuận và dòng tiền tương lai của doanh nghiệp.

**N**ghiên cứu này khảo sát các nhà quản lý doanh nghiệp VN về quan điểm của họ đối với chính sách cổ tức. Nhìn chung các nhà quản lý hiểu chính sách cổ tức là một chính sách quan trọng và có tác động đến giá trị doanh nghiệp. Họ cũng đồng thuận cao về việc công ty nên thiết lập một tỷ lệ chi trả cổ tức mục tiêu và điều chỉnh việc chi trả định kỳ để hướng đến mục tiêu đó. Song nhận thức của họ chưa thật sự rõ ràng về chính sách đầu tư dẫn dắt chính sách cổ tức hay ngược lại. Đối với các lập luận về chính sách cổ tức có tác động đến giá trị doanh nghiệp, các nhà quản lý đồng ý về việc công ty nên tính toán chính sách cổ tức để tiết kiệm thuế cho cổ đông, nhưng quan điểm của họ lại không ủng hộ cho lập luận cổ tức cao giảm rủi ro cho nhà đầu tư, và lập luận đáp ứng sở thích cổ tức của cổ đông. Quan điểm của các nhà quản lý về tín hiệu của chính sách cổ tức là hỗn hợp. Các nhà quản lý dường như chưa hiểu rõ vấn đề hoạch định chính sách cổ tức qua các giai đoạn phát triển trong vòng đời của doanh nghiệp.

*Từ khoá: Doanh nghiệp VN, chính sách cổ tức, nhà quản lý, cổ đông, vòng đời của doanh nghiệp.*

### Chính sách cổ tức tác động đến giá trị doanh nghiệp

Thật ra, Lintner là người nghiên cứu tiên phong về chính sách cổ tức, khi ông công bố nghiên cứu khảo sát quan điểm của các nhà quản lý doanh nghiệp Mỹ về chính sách cổ tức vào năm 1956. Lintner nhận thấy hầu hết các nhà quản lý tin rằng cổ đông thích cổ tức ổn định, phản ánh triển vọng tăng trưởng ổn định của công ty. Các nhà quản lý cũng nhận thức được

việc cắt giảm cổ tức cao là điều không mong muốn, vì thế cho dù trong ngắn hạn thu nhập của công ty có thể tăng cao nhưng các công ty lại cho tăng cổ tức từ từ để đạt tới một tỷ lệ cổ tức mục tiêu nhằm tránh những thay đổi đột biến trong cổ tức do thu nhập tăng nhưng không bền vững. Trên cơ sở kết quả khảo sát này, Lintner đã thiết lập một mô hình thể hiện mức thay đổi cổ tức của một công ty là một hàm số của tỷ lệ chi trả mục tiêu trừ

đi cổ tức năm trước đó, nhân với hệ số điều chỉnh. Tuy vậy nghiên cứu của ông không chỉ rõ chính sách cổ tức tác động như thế nào đến giá trị doanh nghiệp, cũng như không đưa ra các lập luận cho chính sách cổ tức thật sự có tác động đến giá trị doanh nghiệp.

Cuộc tranh luận về chính sách cổ tức có tác động đến giá trị doanh nghiệp trở nên sôi nổi sau khi MM đưa ra lập luận của hai ông cho rằng chính sách cổ tức không tác động đến giá trị doanh nghiệp. Các học giả tài chính đồng tình với quan điểm của MM trong một thế giới hoàn hảo với những giả định chính ở trên, nhưng họ cho rằng trên thực tế thị trường tồn tại các bất hoàn hảo. Từ đó các tranh luận về chính sách cổ tức có tác động đến giá trị doanh nghiệp chủ yếu nhằm vào các bất hoàn hảo của thị trường. Và đưa ra các lý giải ủng hộ cho lập luận chính sách cổ tức có tác động đến giá trị doanh nghiệp

*Chính sách cổ tức trong môi trường có thuế*

Trong môi trường có thuế, một số nhà nghiên cứu cho rằng chi trả cổ tức cao hơn sẽ làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Tranh luận này dựa trên sự tác động có thể có của chính sách thuế tại một quốc gia đối với các thu nhập cổ tức và lãi vốn, mà chủ yếu tập trung vào chính sách thuế của Mỹ, ở đó thuế suất đánh trên thu nhập từ cổ tức cao hơn thu nhập từ lãi vốn trong nhiều thập niên. Vì cổ tức bị đánh thuế cao hơn lãi vốn, nên hàm ý theo nhóm quan điểm này là doanh nghiệp nên chi trả tiền mặt thấp, và có thể mua lại cổ phần để tiết kiệm thuế cho cổ đông, hành động này của các doanh nghiệp sẽ được nhà đầu tư tưởng thưởng bằng cách họ sẽ sẵn lòng trả giá cao hơn cho cổ

phần của công ty có tỷ suất cổ tức thấp.

Ủng hộ cho lập luận này, kết quả nghiên cứu của Gene Amromin và cộng sự (2003) về tác động của việc sửa đổi luật thuế của Mỹ (giảm thuế cổ tức từ 38,6% năm 2002 xuống còn 15%) lên hành vi cổ tức của các doanh nghiệp, theo đó nghiên cứu này tìm thấy tỷ lệ công ty có mặt trong chỉ số S&P 1500 chi trả cổ tức tăng lên so với năm 2002. Brav và cộng sự (2008) thực hiện một cuộc khảo sát phản ứng của ban quản trị về ảnh hưởng của luật thuế sửa đổi năm 2003 lên quyết định chi trả cổ tức, kết quả cho thấy cắt giảm thuế có ảnh hưởng thứ nhì lên quyết định chi trả cổ tức lần đầu và quyết định tăng cổ tức của các công ty.

*Cổ tức giảm rủi ro cho nhà đầu tư (The Bird-in-the-hand)*

Một lập luận về mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp và chính sách cổ tức đó là tâm lý không thích rủi ro của nhà đầu tư. Cổ tức là thu nhập thường xuyên, chắc chắn ở hiện tại nên được xem ít rủi ro hơn lãi vốn, là thu nhập được hứa hẹn trong tương lai. Theo Gordon (1963), quyết định cổ tức của doanh nghiệp sẽ làm thay đổi mức độ rủi ro của nhà đầu tư, hay đổi sự không chắc chắn của cổ tức tương lai, vì thế làm thay đổi suất chiết khấu mà nhà đầu tư sử dụng để định giá cổ phiếu công ty. Cổ tức cao làm giảm sự bất trắc cho cổ đông, do đó cổ đông sẽ chiết khấu thu nhập tương lai của doanh nghiệp với một tỷ lệ thấp hơn, qua đó làm tăng giá trị doanh nghiệp và ngược lại.

*Tín hiệu của chính sách cổ tức (Signal theory)*

Theo lập luận này, một công bố cổ tức chứa thông tin về đánh giá của ban quản lý về khả năng sinh

lợi, thu nhập và tỷ lệ tăng tương lai của công ty. Cổ tức tăng hàm ý nhà quản trị lạc quan về khả năng sinh lợi trong tương lai và ngược lại. Đến lượt, các nhà đầu tư có thể sử dụng thông tin hàm chứa trong các thông báo cổ tức để định giá cổ phiếu của công ty. H. Kent Baker và Gary E. Powell (1999) khảo sát quan điểm của các nhà quản lý ở 198 công ty cổ phần ở Mỹ, nhìn chung những người trả lời đồng tình rất cao tin hiệu của chính sách cổ tức. Lazo (1999) nghiên cứu 110 giám đốc từ các công ty S&P 500 và thấy rằng 90% các công ty sử dụng cổ tức như là công cụ phát tín hiệu về viễn cảnh thu nhập tương lai. Họ rất băn khoăn khi cắt giảm cổ tức bất kể nguyên nhân cắt giảm là gì.

*Chi phí đại diện và vấn đề dòng tiền tự do*

Lý thuyết đại diện được Jensen và Meckling (1976) đưa ra xuất phát từ mâu thuẫn lợi ích giữa các nhà quản lý công ty cổ phần (người đại diện) và các cổ đông (người chủ). Trong môi trường bất cân xứng thông tin, mâu thuẫn này sẽ làm phát sinh chi phí đại diện. Chẳng hạn như, khi một doanh nghiệp có dòng tiền tự do cao nhưng lại thiếu các cơ hội đầu tư sinh lợi, các nhà quản trị có thể nảy sinh động cơ đầu tư dòng tiền vượt trội này vào các hoạt động mà có thể làm giảm giá trị công ty, chẳng hạn như thực hiện các vụ mua lại những công ty khác ngay cả khi các vụ mua lại đó không hiệu quả, hay đầu tư vào những lĩnh vực mới chỉ nhằm mục tiêu bành trướng quy mô (trong những tình huống như vậy, chính sách đầu tư rõ ràng không độc lập với chính sách cổ tức). Các nhà nghiên cứu thường gọi tình huống này là vấn đề đầu

tư quá mức. Lý thuyết đại diện cho rằng vấn đề đầu tư quá mức có thể được giải quyết thông qua việc gia tăng cổ tức, bởi lẽ chi trả cổ tức càng nhiều càng làm giảm dòng tiền tự do bên trong công ty (là dòng tiền nằm dưới quyền định đoạt của các nhà quản lý) và nếu có nhu cầu vốn đầu tư mới, công ty có thể huy động nguồn tài trợ bên ngoài. Gia tăng nguồn vốn bên ngoài buộc công ty phải chịu sự kiểm soát của thị trường vốn, điều này làm giảm khả năng thực hiện những đầu tư không hiệu quả của ban quản lý. Sự giám sát của những nhà cung cấp vốn bên ngoài cũng giúp đảm bảo rằng các nhà quản lý hành động vì lợi ích cao nhất của các cổ đông. Các nhà đầu tư lo ngại vấn đề đại diện, vì thế họ có phản ứng tích cực với những thông tin tăng cổ tức và ngược lại. Tuy nhiên, về mặt thực nghiệm, Brav, Graham, Harvey và Michealy (2005) tìm thấy 87% các nhà quản lý nghĩ rằng tính kỷ luật của việc chi trả cổ tức không phải là nhân tố ảnh hưởng quan trọng đến việc thiết lập chính sách cổ tức.

### *Vòng đời doanh nghiệp*

Lý thuyết vòng đời của doanh nghiệp chính thức được đề xuất bởi Mueller (1972) khi ông cho rằng mỗi doanh nghiệp có một vòng đời tương đối xác định, và lý thuyết này cũng là cơ sở của lý thuyết chu kỳ sống doanh nghiệp về chính sách cổ tức. Mueller tập trung vào vấn đề đại diện trong doanh nghiệp và hoài nghi liệu các nhà quản lý có tối đa hóa giá trị cổ đông hay theo đuổi mục tiêu tăng trưởng vì lợi ích riêng và đầu tư quá mức vào các tài sản kém sinh lợi. Mueller đã nhận ra các hàm ý đối với chính sách cổ tức qua các giai đoạn trong chu kỳ sống của doanh nghiệp.

Mueller (1972) cho rằng một công ty được tổ chức để tiến hành các phát kiến liên quan đến sản phẩm mới và tiếp thị. Trong giai đoạn đầu, công ty đầu tư tất cả nguồn lực để phát triển các sáng chế và cải thiện khả năng sinh lợi và tạo được một chỗ đứng trên thị trường. Sau đó công ty sẽ tăng trưởng nhanh khi nó tham gia thành công vào thị trường mới và mở rộng khách hàng trước khi các đối thủ cạnh tranh chủ yếu xuất hiện. Vấn đề đại diện ít có khả năng xuất hiện trong giai đoạn này bởi lẽ: thứ nhất, công ty phải đối mặt với quá nhiều cơ hội đầu tư sinh lợi, lúc này mục tiêu tăng trưởng cũng đi kèm với mục tiêu tối đa hóa giá trị, thứ hai, công ty không thể đáp ứng tất cả các nhu cầu vốn từ nguồn nội bộ và phải tìm nguồn tài trợ bên ngoài, điều này buộc nó phải chịu sự giám sát chặt chẽ và tính kỷ luật khắt khe của thị trường vốn, thứ ba, các nhà điều hành vẫn duy trì một tỷ lệ sở hữu cao vì thế lợi ích của họ vẫn trùng khớp với lợi ích của các nhà đầu tư khác.

Sau đó, các đối thủ cạnh tranh bắt đầu tham gia vào thị trường, sản xuất và cải tiến sản phẩm của công ty đi trước. Để duy trì tăng trưởng và khả năng sinh lợi, công ty cần phải tạo ra các sáng chế mới. Tuy nhiên khi công ty đã tăng trưởng với quy mô lớn, khả năng xử lý thông tin của nó cũng trở nên kém đi, bên cạnh đó khả năng chấp nhận rủi ro của nhà quản lý cũng giảm. Những nhân tố này là rào cản đối với khả năng tăng trưởng của các công ty lớn thông qua các sáng chế mới. Cuối cùng công ty đạt đến một điểm trong chu kỳ sống

của nó, ở đó nó không còn các cơ hội đầu tư sinh lợi để sử dụng các dòng tiền do hoạt động hiện hữu tạo ra. Ở giai đoạn này, một công ty tối đa hóa giá trị cổ đông nên phân phối thu nhập của nó. Cuối cùng khi tất cả các hoạt động hiện hữu cũng không còn sinh lợi, một công ty tối đa hóa giá trị nên thanh lý các tài sản của nó để chi trả toàn bộ cho cổ đông. Tuy nhiên nếu người quản lý không theo đuổi mục tiêu tối đa hóa giá trị, thay vào đó là mở rộng quy mô công ty để thu lợi (tăng bổng lộc, thù lao), thì chính sách cổ tức mà nhà quản lý đưa ra có thể chệch với một chính sách cổ tức tối ưu.

Mặc dù lý thuyết vòng đời doanh nghiệp ra đời đã khá lâu nhưng các nghiên cứu xem xét mối quan hệ giữa vòng đời doanh nghiệp với chính sách cổ tức mới thực sự được quan tâm gần đây. Nhìn chung, các nhà nghiên cứu tìm thấy nhiều bằng chứng thực nghiệm hỗ trợ cho chính sách cổ tức theo chu kỳ sống của doanh nghiệp như Denis và Osobov (2008) và Eije và cộng sự (2008).

### *Đáp ứng nhu cầu cổ tức của nhà đầu tư (catering theory)*

Gần đây một lập luận mới được đưa ra bởi Baker & Wurgler (2004), đó là chính sách cổ tức đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư (Catering) có thể làm tăng giá trị công ty. Theo lập luận này các công ty đáp ứng những đòi hỏi (mặc dù bất hợp lý) của nhà đầu tư để nâng cao giá cổ phiếu. Vì thế có thể nói đây là hướng giải thích dựa trên tâm lý hành vi của nhà đầu tư. Baker & Wurgler (2004) cho rằng các giám đốc sẽ thỏa mãn nhu cầu cổ tức của nhà đầu tư bằng cách chia cổ

tức khi nhà đầu tư sẵn lòng trả một mức giá cao hơn cho các cổ phiếu chi trả cổ tức. Nói cách khác, các công ty không chi trả bắt đầu chi trả cổ tức khi nhận thấy cổ phần của các công ty đang chi trả hiện được giao dịch ở mức giá cao so với các công ty không chi trả, nhằm nỗ lực làm tăng giá trị thị trường của mình. Trước khi Baker & Wurgler (2004) đưa ra lập luận này thì Talla M. Al-Deehani (2003) đã khảo sát các CEO của những doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Kuwait và tìm thấy các CEO khá đồng tình với quan điểm chính sách cổ tức có tác động đến giá trị doanh nghiệp, và việc đáp ứng nhu cầu khách hàng chính là động cơ quan trọng đối với nhà quản lý khi họ thiết lập chính sách cổ tức.

Tóm lại, các nghiên cứu đều thừa nhận rằng chính sách cổ tức có tác động đến giá trị doanh nghiệp trong điều kiện thị trường không hoàn hảo, và các lý giải ở những khía cạnh lý thuyết khác nhau đã được đưa ra để hỗ trợ cho điều này. Phần sau chúng tôi sẽ khảo sát các nhà quản lý của doanh nghiệp VN về quan điểm của họ đối với việc thiết lập chính sách cổ tức và các lập luận lý thuyết ở trên.

## 2. Phương pháp nghiên cứu và thu thập dữ liệu

### 2.1. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp khảo sát bằng một bảng câu hỏi đóng, thiết kế theo thang đo Likert 5 điểm cho mỗi câu: (1) hoàn toàn không đồng ý; (2) không đồng ý, không ý kiến, đồng ý; và (5) Hoàn toàn đồng ý. Các câu hỏi được thiết kế trên cơ sở kế thừa các nghiên cứu khảo sát của Baker, H. Kent, and Gary E. Powell (1999) và Brav, Alon, John R. Graham, Campbell R. Harvey and Roni Michaely (2005) và tập trung vào các lập luận của nhánh quan điểm cho rằng chính sách cổ tức có tác động đến giá trị doanh nghiệp bao gồm: Cổ tức giảm rủi ro cho cổ đông, tín hiệu của chính sách cổ tức, ưu tiên về thuế, lý thuyết đại diện và cổ tức qua các giao đoạn trong chu kỳ sống của doanh nghiệp.

Các phương pháp phân tích mô tả được sử dụng như tỷ lệ người trả lời ở các mức độ, điểm trung bình của các câu hỏi.

Kiểm định giá trị trung bình của các câu trả lời với giả thuyết H0: điểm số trung bình của các câu trả lời là 3 (trung lập – không ý kiến).

### 2.2. Thu thập dữ liệu

Bảng khảo sát được gửi tới các nhà quản lý của các doanh nghiệp. Việc tiếp cận các nhà quản trị doanh nghiệp là khá khó khăn, vì thế với 300 bảng khảo sát, chúng tôi chỉ thu về được 141 bảng khảo sát nhưng trong số này có 65 bảng khảo sát không được trả lời đầy đủ nên phải loại ra. Các kết quả phân tích dưới đây được tiến hành trên mẫu 76 bảng khảo sát đạt yêu cầu.

Thời điểm khảo sát	Tháng 4/2011
Số bảng khảo sát phát ra	300
Số bảng khảo sát thu về	141
Số bảng khảo sát bị loại	65
Số bảng khảo sát đạt yêu cầu	76
Các công ty niêm yết	41
Các công ty đại chúng chưa niêm yết	35

## 3. Kết quả khảo sát quan điểm của các nhà quản lý doanh nghiệp VN về chính sách cổ tức

*Quan điểm về mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp.*

Bảng 1 cho thấy tỷ lệ những người trả lời ở các mức độ đồng ý đối với các phát biểu từ C1 đến

**Bảng 1. Mức độ đồng ý đối với các phát biểu về mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp**

	Câu 1 – 6					Mean	Ho: Mean = 3	
	1	2	3	4	5		t	Sig.(2-tailed)
C1	5.26	15.79	6.58	65.79	6.58	3.53	4.5298825	0.00002
C2	1.32	6.58	17.11	65.79	9.21	3.75	8.5122046	0.00000
C3	1.32	14.47	26.32	48.68	9.21	3.50	4.8332862	0.00001
C4	1.32	18.42	15.79	56.58	7.89	3.51	4.8059110	0.00001
C5	1.32	15.79	13.16	60.53	9.21	3.61	5.7960686	0.00000
C6	1.32	15.79	13.16	60.53	9.21	3.89	9.6346537	0.00000

Nguồn: Kết quả khảo sát của tác giả

C6.

C1. Thay đổi trong chính sách cổ tức sẽ ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.

C2. Chính sách cổ tức tối ưu tính đến sự cân bằng giữa cổ tức hiện tại và tăng trưởng trong tương lai, qua đó làm tối đa hoá giá cổ phiếu.

C3. Công ty nên dùng phần thu nhập còn lại (sau khi đã tài trợ vốn cho các cơ hội đầu tư sinh lợi) để chi trả cổ tức tiền mặt.

C4. Chính sách cổ tức của một công ty ảnh hưởng đến các dự án đầu tư mới.

C5. Chính sách cổ tức của một công ty ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn.

C6. Các quyết định đầu tư, tài trợ và cổ tức của một công ty là có liên quan với nhau.

Tỷ lệ đồng ý chiếm đại đa số trong các phát biểu, trung bình có khoảng 65 % những người được hỏi cho rằng chính sách cổ tức có tác động đến giá trị doanh nghiệp và tồn tại một chính sách cổ tức tối ưu để tối đa hóa giá cổ phiếu. 57% người trả lời đồng ý và rất đồng ý với việc công ty nên dùng thu nhập còn lại sau khi đã tài trợ vốn cho các cơ hội đầu tư để trả cổ tức (câu 3). Tuy nhiên, dường như những người trả lời không phân định rõ là chính sách cổ tức

tác động đến chính sách đầu tư hay ngược lại khi số người trả lời đồng ý và rất đồng ý cho phát biểu chính sách cổ tức của một công ty ảnh hưởng đến các dự án đầu tư mới cũng xấp xỉ 64% (câu 4). 69% đồng ý với chính sách cổ tức ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn (câu 5). Gần 70% người trả lời đồng ý ba quyết định đầu tư, tài trợ và cổ tức có liên quan với nhau.

Như vậy, phần lớn các nhà quản trị của các doanh nghiệp VN nhận thức được rằng chính sách cổ tức là một chính sách quan trọng và năng động và có tác động đến giá trị doanh nghiệp và giá cổ phần của doanh nghiệp trên thị trường, song nhận thức của họ chưa thật sự rõ ràng về chính sách đầu tư dẫn dắt chính sách cổ tức hay ngược lại.

Xét về điểm số trung bình (mean), phát biểu 6 “Các quyết định đầu tư, tài trợ và cổ tức của một công ty là có liên quan với nhau” nhận được mức điểm trung bình cao nhất là 3,89. Tiếp đến là phát biểu 2 “Chính sách cổ tức tối ưu đưa đến sự cân bằng giữa cổ tức hiện tại và tăng trưởng trong tương lai, qua đó làm tối đa hoá giá cổ phiếu” với điểm số trung bình là 3,75. Phát biểu 5 “Chính sách cổ tức ảnh hưởng đến chi

phí sử dụng vốn của công ty” có điểm số 3,61. Ba phát biểu còn lại mức điểm trung bình xấp xỉ nhau, vào khoảng 3,5 trên thang điểm 5. Kiểm định giả thuyết giá trị trung bình bằng 3 (không ý kiến) cho thấy các giá trị trung bình đều khác 3 có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

### **Quan điểm về việc thiết lập chính sách cổ tức.**

Để hiểu biết về quan điểm thiết lập chính sách cổ tức của các nhà quản lý, chúng tôi xem xét mức độ đồng ý của họ đối với các phát biểu sau:

C7. Công ty nên thiết lập một tỷ lệ chi trả cổ tức mục tiêu và điều chỉnh việc chi trả định kỳ để hướng đến mục tiêu đó.

C8. Thị trường đánh giá cao mức cổ tức ổn định hơn là tỷ lệ chi trả cổ tức ổn định.

C9. Công ty nên nỗ lực duy trì cổ tức liên tục qua các năm.

C10. Công ty nên thay đổi cổ tức dựa trên những thay đổi bền vững của thu nhập trong dài hạn.

C11. Nhu cầu vốn đầu tư mới của công ty nhìn chung có ít tác động đến việc điều chỉnh chính sách cổ tức.

C12. Công ty sẵn lòng không tăng cổ tức khi có các cơ hội tăng trưởng.

Theo kết quả thống kê trong Bảng 2, có đến 71% người đồng

**Bảng 2. Mức độ đồng ý đối với các phát biểu về việc thiết lập chính sách cổ tức**

	Câu 7 -12					Mean	Ho: Mean = 3	
	1	2	3	4	5		t	Sig.(2-tailed)
C7	0	14.47	14.47	61.84	9.21	3.66	6.815929	0.0000
C8	1.32	26.32	27.63	39.47	5.26	3.21	1.947170	0.0553
C9	0	14.47	18.42	55.26	11.84	3.64	6.424423	0.0000
C10	1.32	9.21	23.68	57.89	7.89	3.62	6.607278	0.0000
C11	5.26	44.74	26.32	22.37	1.32	2.70	-2.855143	0.0056
C12	1.32	19.74	21.05	46.05	11.84	3.47	4.187179	0.0001

Nguồn: Kết quả khảo sát của tác giả

ý rằng công ty nên thiết lập một tỷ lệ chi trả cổ tức mục tiêu và điều chỉnh việc chi trả định kỳ để hướng đến mục tiêu đó (câu 7). Vấn đề này cũng nhận được điểm số cao nhất trong nhóm với 3,66 điểm. Trong khi, chỉ có 44,75% những người được hỏi đồng ý rằng thị trường sẽ đánh giá cao một chính sách cổ tức ổn định hơn là tỷ lệ chi trả ổn định (câu 8) thì lại có đến 67% người trả lời cho rằng doanh nghiệp nên duy trì cổ tức qua các năm (câu 9) với điểm số trung bình là 3,64. Nhu cầu vốn đầu tư mới của công ty nhìn chung có ít tác động đến việc điều chỉnh chính sách cổ tức với chỉ có 23,69% người đồng ý và rất đồng ý (câu 11). Có 57% người trả lời đồng ý sẵn lòng không chi trả cổ tức khi có các cơ hội đầu tư tăng trưởng (câu 12). Kiểm định giá trị trung bình cho thấy tất cả đều khác 3 có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

### **Quan điểm về các lập luận chính sách cổ tức có liên quan đến giá trị doanh nghiệp.**

*Cổ tức giảm rủi ro cho nhà đầu tư.*

Bảng 3 cho thấy đối với phát biểu “Nhà đầu tư thích cổ tức chắc chắn ở hiện tại hơn là mức cổ tức có thể cao hơn nhưng rủi ro hơn trong tương lai” (câu 14) nhận được sự đồng thuận của khoảng 65% người được hỏi, giá trị trung bình khác 3 có ý nghĩa thống kê, cho thấy ủng hộ cho lập luận cổ tức cao giảm rủi ro cho nhà đầu tư. Tuy nhiên, phát biểu “Nhà đầu tư thích chuỗi cổ tức chắc chắn hơn là sự tăng giá cổ phiếu không chắc chắn trong tương lai” (câu 15) lại cho kết quả hỗn hợp vì có tới 36.84% người trả lời không đồng ý và 18,45% không có ý kiến, kiểm định trung bình cho thấy không thể bác bỏ giả thuyết giá trị trung bình bằng 3, nói cách khác kết quả trả lời câu hỏi này của nhà quản trị không ủng hộ

cho lập luận cổ tức giảm rủi ro cho nhà đầu tư hơn là lãi vốn..

*Tin hiệu của chính sách cổ tức*

Các phát biểu đưa ra để nhận diện tín hiệu của chính sách cổ tức bao gồm:

C16. Nhà đầu tư sử dụng những thông tin cổ tức như thông tin quan trọng để định giá cổ phiếu của công ty.

C17. Nhà đầu tư xem sự thay đổi chính sách cổ tức như những tín hiệu về triển vọng tương lai của công ty.

C18. Công ty nên cung cấp thông tin đầy đủ cho nhà đầu tư về lý do thay đổi chính sách cổ tức.

C19. Giá cổ phiếu của công ty thường tăng khi công ty bắt đầu tăng cổ tức.

C20. Giá cổ phiếu của công ty thường giảm khi công ty bắt đầu cắt giảm cổ tức.

Bảng 4 cho thấy khoảng 60% những người được hỏi đồng ý thông báo cổ tức là những thông tin quan trọng để định giá cổ phiếu

**Bảng 3. Mức độ đồng ý đối với các phát biểu cổ tức giảm rủi ro nhà đầu tư hơn so với lãi vốn**

	Câu 14 - 15					Mean	Ho: Mean = 3	
	1	2	3	4	5		t	Sig.(2-tailed)
C14	1.32	19.74	15.79	48.68	14.47	3.47	4.7612642	0.0000
C15	3.95	36.84	18.42	32.89	7.89	3.04	0.3161107	0.7528

Nguồn: Kết quả khảo sát của tác giả

**Bảng 4. Mức độ đồng ý đối với tín hiệu của chính sách cổ tức**

	Câu 16 - 21					Mean	Ho: Mean = 3	
	1	2	3	4	5		t	Sig.(2-tailed)
C16	0.00	15.79	27.63	51.32	5.26	3.46	4.8742925	0.0000
C17	0.00	10.53	14.47	64.47	10.53	3.75	8.326123	0.0000
C18	0.00	5.26	10.53	55.26	28.95	4.08	12.072756	0.0000
C19	2.63	26.32	28.95	35.53	6.58	3.17	1.5138127	0.1343
C20	3.95	27.63	21.05	40.79	6.58	3.18	1.541287	0.1275
C21	1.32	34.21	11.84	46.05	6.58	3.22	1.8741389	0.0648

Nguồn: Kết quả khảo sát của tác giả

**Bảng 5: Mức độ đồng ý đối với ưu tiên về thuế**

Câu 22 - 23							Ho: Mean = 3	
	1	2	3	4	5	Mean	t	Sig.(2-tailed)
C22	0.00	11.84	22.37	46.05	19.74	3.74	7.0234507	0.0000
C23	2.63	6.58	10.53	52.63	27.63	3.96	8.8673416	0.0000

Nguồn: Kết quả khảo sát của tác giả

**Bảng 6: Mức độ đồng ý đối với các phát biểu về vấn đề đại diện**

Câu 24 - 25						Ho: Mean = 3		
	1	2	3	4	5	Mean	t	Sig.(2-tailed)
C24	1.32	15.79	18.42	50.00	14.47	3.61	5.45561	0.0000
C25	0.00	13.16	32.89	42.11	11.84	3.53	5.26559	0.0000

Nguồn: Kết quả khảo sát của tác giả

của một công ty (câu 16). Đặc biệt, trên 75% đồng ý về việc những thay đổi chính sách cổ tức phát tín hiệu về triển vọng tương lai của doanh nghiệp (câu 17) và công ty nên cung cấp đầy đủ lý do tại sao thay đổi chính sách cổ tức (câu 18). Phát biểu về tăng cổ tức phát tín hiệu không rõ ràng (câu 19) thì có gần 1/3 người được hỏi trả lời là không ý kiến, chỉ có khoảng 40% người đồng ý. Một điều khá thú vị là đối với phát biểu về giá cổ phiếu của công ty tăng khi công ty bất ngờ tăng cổ tức (câu 20) chỉ có khoảng 47% người trả lời đồng ý và rất đồng ý, điểm số trung bình của câu này cũng khác 3 không có ý nghĩa thống kê. Trong khi đó trong trường hợp công ty bất ngờ giảm cổ tức (câu 21) có khoảng 53% người trả lời đồng ý và rất đồng ý, giả thuyết giá trị trung bình bị bác bỏ ở mức ý nghĩa 10%. Tóm lại, sự đồng thuận của các nhà quản trị về tín hiệu của chính sách cổ tức là hỗn hợp.

#### Ưu tiên về thuế

C22. Nhà đầu tư bị lôi cuốn bởi các công ty có chính sách cổ

tức giúp họ tiết kiệm thuế cổ tức và chênh lệch giá.

C23. Công ty nên tính toán chính sách cổ tức của mình để tạo ra giá trị tối đa cho các cổ đông.

Những người được hỏi phần lớn đồng ý rằng nhà đầu tư bị lôi cuốn bởi những công ty có thể làm tối thiểu hoá số thuế họ phải nộp (câu 22), với điểm số trung bình khá cao là 3,74, đặc biệt trên 80% đồng ý về việc công ty nên tính toán chính sách cổ tức để tạo ra giá trị tối đa cho các cổ đông (câu 23), điểm số trung bình là 3,96.

#### Chi phí đại diện và dòng tiền tự do

C24. Việc chi trả cổ tức cao buộc công ty phải tìm nguồn tài trợ mới từ bên ngoài, điều này làm cho công ty chịu sự giám sát chặt chẽ của thị trường vốn.

C25. Chi trả cổ tức cao đóng vai trò như là cơ chế giám sát nhằm khuyến khích ban quản lý hành động vì lợi ích của các cổ đông bên ngoài.

Có khoảng 65% người trả lời đồng ý với phát biểu việc chi trả cổ tức cao buộc công ty phải tìm kiếm nguồn tài trợ từ bên ngoài

nhiều hơn, làm cho công ty chịu sự giám sát chặt chẽ của thị trường vốn (câu 24), điểm số trung bình là 3,61. Riêng phát biểu chi trả cổ tức cao đóng vai trò là một cơ chế giám sát nhằm khuyến khích ban quản lý hành động vì lợi ích của các cổ đông bên ngoài (câu 25), có khoảng 53% người trả lời đồng ý và rất đồng ý nhưng cũng có tới 32% không có ý kiến, điểm số trung bình của phát biểu này là 3,53. Mặc dù vậy, giả thuyết giá trị trung bình bằng 3 của hai mục hỏi này đều bị bác bỏ, cho thấy vấn đề đại diện là một trong những nhân tố mà nhà quản lý xem xét khi hoạch định chính sách cổ tức.

#### Vòng đời của doanh nghiệp

C26. Tỷ lệ và mức cổ tức tiền mặt nhìn chung thay đổi theo chu kỳ sống của doanh nghiệp.

C27. Công ty khởi sự và tăng trưởng thường chi trả cổ tức thấp.

C28. Công ty trong giai đoạn bão hòa thường chi trả cổ tức cao.

C39. Công ty trong giai đoạn suy thoái thường chi trả cổ tức rất cao.

**Bảng 7: Phần trăm mức đồng ý đối với các phát biểu về lý thuyết vòng đời doanh nghiệp**

Câu 27 - 30							Ho: Mean = 3	
	1	2	3	4	5	Mean	t	Sig.(2-tailed)
C26	1.32	15.79	15.79	64.47	2.63	3.51	5.3223622	0.0000
C27	3.95	26.32	14.47	42.11	13.16	3.34	2.6484691	0.0099
C28	1.32	30.26	19.74	38.16	10.53	3.26	2.1842601	0.0321
C29	6.58	39.47	23.68	25.00	5.26	2.83	-1.419431	0.1599

Nguồn: Kết quả khảo sát của tác giả

**Bảng 8: Mức độ đồng ý về việc đáp ứng nhu cầu cổ tức của nhà đầu tư**

Câu 30							Ho: Mean = 3	
	1	2	3	4	5	Mean	t	Sig.(2-tailed)
C30	2.97	30.26	35.53	25.00	5.26	2.97	-0.23756	0.81287

Nguồn: Kết quả khảo sát của tác giả

Trong Bảng 7, có khoảng 67% những người trả lời đồng ý rằng tỷ lệ và mức cổ tức tiền mặt nhìn chung thay đổi theo chu kỳ sống doanh nghiệp (câu 26), với điểm số trung bình là 3,51. Tuy nhiên, về mức cổ tức cụ thể tương ứng với mỗi giai đoạn của doanh nghiệp thì phần trăm người trả lời không đồng ý và không ý kiến khá cao. 55% người trả lời đồng ý rằng công ty trong giai đoạn khởi sự và tăng trưởng chi trả cổ tức thấp, phù hợp với lý thuyết vòng đời (câu 27) nhưng chỉ 48% đồng ý chi trả cổ tức cao trong giai đoạn bão hòa (câu 28) và cũng chỉ có 30% đồng ý cổ tức cao trong giai đoạn suy thoái, và 45% không đồng ý và rất không đồng ý (câu 29), ngược với lý thuyết vòng đời. Có vẻ như các nhà quản lý của các doanh nghiệp VN chưa hiểu rõ vấn đề hoạch định chính sách qua các giai đoạn phát triển trong vòng đời của doanh nghiệp.

*Đáp ứng nhu cầu cổ tức của nhà đầu tư*

C30. Công ty nên đáp ứng sở thích cổ tức của cổ đông

Bảng 8 cho thấy phần lớn các nhà quản lý không đồng tình với việc đáp ứng sở thích cổ tức của cổ đông, có tới 68% những người trả lời từ thang điểm 1 đến 3. Điểm số trung bình chỉ 2,7 và không có ý nghĩa thống kê.

#### 4. Kết luận

Tóm lại, qua kết quả từ cuộc khảo sát 76 nhà quản lý doanh nghiệp VN, chúng ta thấy rằng các nhà quản lý đã nhận thức được tầm quan trọng của chính sách cổ tức và đồng ý với việc thiết lập một chính sách cổ tức tối ưu. Ở mức độ nào đó, các nhà quản lý đồng tình với việc chính sách cổ tức phát tín hiệu đến các nhà đầu tư trên thị trường. Tuy vậy, các nhà quản lý chưa nhận thức rõ ràng thứ tự ưu tiên của quyết định đầu tư và chính sách cổ tức, về rủi ro của cổ tức và giá cổ phiếu tương lai. Các nhà quản lý dường như cũng chưa hiểu rõ lý thuyết vòng đời doanh nghiệp trong hoạch định chính sách cổ tức.

Nghiên cứu này có những hạn

chế nhất định. Thứ nhất, mẫu khảo sát khá nhỏ nên có thể chưa thực sự phản ánh được quan điểm chung của phần lớn các nhà quản lý doanh nghiệp. Thứ hai, bảng khảo sát được thiết kế theo dạng câu hỏi đóng nên không rõ được những nguyên nhân nằm đằng sau việc lựa chọn của các nhà quản trị. Các nghiên cứu trong tương lai có thể khắc phục những hạn chế này bằng cách tăng quy mô mẫu và thiết kế thêm các câu hỏi mở hoặc tiến hành thêm các cuộc phỏng vấn trực tiếp đối với nhà quản trị để làm rõ nguyên nhân các lựa chọn của họ. ●

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

Baker, H. Kent, and Gary E. Powell (1999), "How Corporate Managers View Dividend Policy", *Quarterly Journal of Business and Economics* 38(2), 17-35.

Baker, Malcolm and Jeffrey Wurgler (2004), "A Catering Theory of Dividends", *Journal of Finance* 59(3), 1125-1165.

*(Tiếp theo trang 80)*