

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP.HCM  


PHẠM THỊ THANH XUÂN

**CHÍNH SÁCH CỔ TỨC - LÝ THUYẾT VÀ  
THỰC TIỄN TẠI MỘT SỐ CÔNG TY CỔ PHẦN  
KHU VỰC TP.HCM**

**LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ**

*TP.Hồ Chí Minh – Năm 2007*

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP.HCM**



**PHẠM THỊ THANH XUÂN**

**CHÍNH SÁCH CỔ TỨC - LÝ THUYẾT VÀ  
THỰC TIỄN TẠI MỘT SỐ CÔNG TY CỔ PHẦN  
KHU VỰC TP.HCM**

**Chuyên ngành: KINH TẾ TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG  
Mã số: 60.31.12**

**LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ**

**Người hướng dẫn khoa học: TS. NGUYỄN THỊ NGỌC TRANG**

*TP.Hồ Chí Minh – Năm 2007*

# MỤC LỤC



Lời mở đầu .....	Trang 1
<b>Chương 1: TỔNG QUAN VỀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC</b> .....	Trang 4
<b>1.1. Khái niệm</b> .....	Trang 4
<b>1.2. Các yếu tố quyết định chính sách cổ tức</b> .....	Trang 4
1.2.1. <i>Các hạn chế pháp lý</i> .....	Trang 5
1.2.2. <i>Các điều khoản hạn chế</i> .....	Trang 6
1.2.3. <i>Các ảnh hưởng của thuế</i> .....	Trang 6
1.2.4. <i>Các ảnh hưởng của khả năng thanh khoản</i> .....	Trang 7
1.2.5. <i>Khả năng vay nợ và tiếp cận thị trường vốn</i> .....	Trang 8
1.2.6. <i>Ổn định thu nhập</i> .....	Trang 8
1.2.7. <i>Triển vọng tăng trưởng</i> .....	Trang 9
1.2.8. <i>Lạm phát</i> .....	Trang 10
1.2.9. <i>Các ưu tiên của cổ đông</i> .....	Trang 10
1.2.10. <i>Bảo vệ chống lại loãng giá</i> .....	Trang 11
<b>1.3. Các chính sách chi trả cổ tức</b> .....	Trang 12
1.3.1. <i>Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động</i> .....	Trang 12
1.3.2. <i>Chính sách cổ tức tiền mặt ổn định</i> .....	Trang 13
1.3.3. <i>Các chính sách chi trả cổ tức khác</i> .....	Trang 13
<b>1.4. Các phương thức chi trả cổ tức</b> .....	Trang 14
1.4.1. <i>Cổ tức trả bằng tiền mặt</i> .....	Trang 14
1.4.2. <i>Trả cổ tức bằng cổ phiếu</i> .....	Trang 14
1.4.3. <i>Trả cổ tức bằng tài sản</i> .....	Trang 15
1.4.4. <i>Mua lại cổ phần</i> .....	Trang 15
<b>1.5. Ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến giá trị doanh nghiệp</b>	Trang 16

1.5.1. Các lập luận về chính sách cổ tức không tác động gì đến giá trị doanh nghiệp .....	Trang 16
1.5.2. Các lập luận về chính sách cổ tức tác động đến giá trị doanh nghiệp .....	Trang 20
<b>Kết luận chương 1</b> .....	Trang 22
<b>Chương 2: THỰC TRẠNG VỀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC TẠI MỘT SỐ CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN KHU VỰC TP.HCM</b> .....	Trang 24
<b>2.1. Những vấn đề trong thực tế chi phối chính sách cổ tức của doanh nghiệp</b> .....	Trang 24
2.1.1. Luật doanh nghiệp.....	Trang 25
2.1.2. Thông tư số 19/2003/TT-BTC ngày 20/3/2003 .....	Trang 28
2.1.3. Các ảnh hưởng của chính sách thuế .....	Trang 29
2.1.4. Khả năng tiếp cận thị trường vốn .....	Trang 31
2.1.5. Các ảnh hưởng của khả năng tiếp cận nguồn vốn vay .....	Trang 33
2.1.6. Các ưu tiên của cổ đông.....	Trang 36
<b>2.2. Những chính sách chi trả cổ tức thực tế đang được áp dụng tại một số các công ty cổ phần khu vực TP.HCM</b> .....	Trang 40
2.2.1. Chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả ổn định .....	Trang 40
2.2.2. Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động .....	Trang 41
<b>2.3. Môi liên hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp.</b>	Trang 43
2.3.1. Xét dưới góc độ quan điểm của nhà đầu tư .....	Trang 43
2.3.2. Xét dưới góc độ của doanh nghiệp .....	Trang 47
<b>2.4. Tóm lược thực trạng chính sách cổ tức tại một số công ty cổ phần khu vực TP.HCM</b> .....	Trang 49
<b>Kết luận chương 2</b> .....	Trang 51

**Chương 3: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ MỘT SỐ ĐỀ XUẤT CHO VIỆC LỰA CHỌN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC TẠI CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN KHU VỰC TP.HCM.....** Trang 52

**3.1. Những kết quả nghiên cứu .....** Trang 52

3.1.1. *Chính sách cổ tức được vận dụng đa dạng .....* Trang 52

3.1.2. *Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt chưa cao .....* Trang 54

3.1.3. *Thời điểm thuận lợi để chi trả cổ tức bằng cổ phiếu nhưng phải có phương án sử dụng hiệu quả.....* Trang 56

3.1.4. *Phát hành cổ phiếu thưởng quá nhiều .....* Trang 59

**3.2. Một số đề xuất về lựa chọn áp dụng chính sách cổ tức cho các doanh nghiệp niêm yết tại sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM .....** Trang 61

3.2.1. *Đưa ra những căn cứ cụ thể khi xây dựng chính sách cổ tức ..* Trang 62

3.2.1.1. *Những căn cứ pháp lý .....* Trang 62

3.2.1.2. *Các ưu tiên của cổ đông.....* Trang 63

3.2.1.3. *Các cơ hội đầu tư, phát triển của công ty .....* Trang 66

3.2.1.4. *Một số các yếu tố khác .....* Trang 68

3.2.2. *Hoàn thiện chính sách cổ tức .....* Trang 70

3.2.2.1. *Duy trì một mức trả cổ tức ổn định hàng năm.....* Trang 71

3.2.2.2. *Xác định tỷ lệ chi trả cổ tức bằng cổ phiếu hợp lý .....* Trang 72

3.2.2.3. *Chi trả thêm một khoản thưởng vào cuối năm.....* Trang 73

**3.3. Các đề xuất khác .....** Trang 75

**Kết luận chương 3 .....** Trang 77

Lời kết .....

Tài liệu tham khảo

Các phụ lục tra cứu

Gồm:

- Phụ lục 1: Bảng cân đối kế toán của công ty cổ phần bánh kẹo Biên Hòa
- Phụ lục 2: Tình hình chi trả cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM tính đến 30/4/2007
- Phụ lục 3: Đồ thị giá và khối lượng cổ phiếu giao dịch của một số công ty có chi trả cổ tức trong thời gian gần đây.
- Phụ lục 4: Danh sách các công ty chi trả cổ tức 2006 bằng cổ phiếu tính đến tháng 6/2007
- Phụ lục 5: Thông tin về lãi suất cơ bản của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam
- Mẫu phiếu khảo sát điều tra thông tin từ các nhà đầu tư

***Danh mục các ký hiệu, chữ viết tắt***



IPO – Phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng

HN – Hà Nội

TP.HCM – Thành phố Hồ Chí Minh

TTGDCK – Trung tâm Giao dịch Chứng khoán



## ***Danh mục các bảng, biểu***



Bảng 1.1. Minh họa mối liên hệ giữa tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận và tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty được chọn.....	Trang 9
Bảng 2.1. Kết quả hoạt động kinh doanh trong các năm gần đây của công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết.....	Trang 26
Bảng 2.2. Kết quả hoạt động kinh doanh trong các năm gần đây của công ty cổ phần bánh kẹo Biên Hòa .....	Trang 27



## ***Danh mục các hình vẽ, đồ thị***



Hình 1.1. Mô tả sự dịch chuyển giá trị từ cổ đông cũ sang cổ đông mới, không làm thay đổi tổng giá trị doanh nghiệp .....	Trang 17
Hình 1.2. Mô tả hai hình thức dịch chuyển giá trị từ cổ đông cũ sang cổ đông mới .....	Trang 18
Hình 2.1. Tỷ lệ sử dụng nguồn vốn nhàn rỗi của người dân TP.HCM.....	Trang 32
Hình 2.2. Các lựa chọn của nhà đầu tư ngắn hạn .....	Trang 37
Hình 2.3. Các lựa chọn của nhà đầu tư dài hạn .....	Trang 38
Hình 2.4. Các lựa chọn của nhà đầu tư ngắn hạn về việc giữ lại lợi nhuận cho tái đầu tư .....	Trang 39
Hình 2.5. Các lựa chọn của nhà đầu tư dài hạn về việc giữ lại lợi nhuận cho tái đầu tư .....	Trang 39
Hình 2.6. Mối quan hệ giữ tốc độ tăng trưởng doanh thu và tỷ lệ chi trả cổ tức .....	Trang 42
Hình 2.7. Đồ thị giá và khối lượng cổ phiếu giao dịch của một công ty điển hình có chính sách chi trả cổ tức ổn định .....	Trang 45
Hình 2.8. Đồ thị giá và khối lượng cổ phiếu giao dịch của một công ty điển hình có chính sách chi trả cổ tức không ổn định .....	Trang 45

## **LỜI MỞ ĐẦU**

Các quyết định tài chính luôn chiếm vị trí quan trọng trong các quyết định của doanh nghiệp vì chúng chi phối không nhỏ đến giá trị doanh nghiệp. Nhưng làm sao để đạt được mục tiêu này một cách tốt nhất là điều không đơn giản, đặc biệt là với quyết định chi trả cổ tức. Bởi lẽ các cổ đông của công ty luôn bao gồm nhiều đối tượng khác nhau. Bên cạnh các tổ chức, các nhà đầu tư chuyên nghiệp, các nhà phân tích tài chính, ... còn có cả những bà nội trợ, những người không chuyên nhưng có vốn nhàn rỗi muốn tìm cơ hội đầu tư. Mức độ quan tâm của những nhà đầu tư này dành cho chính sách cổ tức là khác nhau, vì thế một chính sách cổ tức khó có thể đồng thời đáp ứng được tất cả yêu cầu của các cổ đông.

Còn về phía các doanh nghiệp, chính sách cổ tức phải được sử dụng như một công cụ điều tiết giữa lợi nhuận phân phối và lợi nhuận giữ lại sao cho vừa đáp ứng được nhu cầu vốn đầu tư và phát triển của doanh nghiệp vừa đáp ứng được đòi hỏi của cổ đông để có thể thu hút vốn của nhà đầu tư. Vậy trả cổ tức ở mức nào là tốt nhất, chính sách cổ tức có ảnh hưởng hay không đến giá trị của doanh nghiệp, ... luôn là những câu hỏi mà các giám đốc tài chính, các nhà quản lý doanh nghiệp phải tìm câu trả lời trước khi đưa ra quyết định.

Nhằm mục tiêu giải quyết phần nào các vấn đề trên, đồng thời đưa ra một số đóng góp cho việc lựa chọn một chính sách chi trả cổ tức hợp lý tại các công ty cổ phần, luận văn này sẽ tập trung tìm hiểu về **“Chính sách cổ tức - lý thuyết và thực tiễn tại một số công ty cổ phần khu vực Thành phố Hồ Chí Minh”**.

Do đó, chính sách chi trả cổ tức tại một số các công ty cổ phần khu vực thành phố Hồ Chí Minh sẽ là đối tượng nghiên cứu chính của luận văn. Phạm vi nghiên cứu bắt đầu từ khi thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức đi vào hoạt động (năm 2000) đến nay.

**Nghiên cứu được thực hiện trên cơ sở dùng các phương pháp như:**

- *Phương pháp mô tả* nhằm đưa ra cái nhìn tổng quan về những chính sách cổ tức đang được áp dụng tại một số công ty cổ phần khu vực TP.HCM.
- *Phương pháp thống kê* nhằm tập hợp các số liệu và đánh giá thực trạng chi trả cổ tức.
- *Phương pháp lịch sử* nhằm so sánh, đối chiếu các thông tin trong quá khứ để tìm hiểu nguyên nhân và có các kết luận phù hợp.
- *Sử dụng phần mềm Eviews* để phân tích thông tin định tính và định lượng từ các số liệu sơ cấp thu thập qua phỏng vấn.

**Nguồn dữ liệu của luận văn bao gồm hai nguồn:**

- Số liệu sơ cấp: thu thập qua phỏng vấn chọn mẫu ngẫu nhiên 200 nhà đầu tư tại một số sàn giao dịch chứng khoán của các công ty như Công ty Chứng khoán Sài Gòn (SSI), BVSC (chứng khoán Bảo Việt), Đệ Nhất, ACB,...; các số liệu trong báo cáo tài chính và thông báo chi trả cổ tức của những công ty niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM.
- Số liệu thứ cấp: các thống kê của Bộ Tài Chính, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, các phân tích của công ty SSI, Vietcombank.

**Kết quả nghiên cứu chủ yếu nhằm đạt được:**

- Thứ nhất: phản ánh trung thực các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của một doanh nghiệp.

- Thứ hai: thống kê tỷ lệ chi trả cổ tức tại một số các công ty cổ phần để đưa ra nhận định về thực trạng chi trả cổ tức và những ảnh hưởng của nó đến giá trị công ty.
- Thứ ba: thông qua khảo sát thực tế quan điểm của một số nhà đầu tư để phân nào thấy được những quan tâm, đánh giá trong thực tế về chính sách cổ tức hiện hành.
- Thứ tư: trên cơ sở đó đưa ra một số đóng góp để xây dựng hoàn thiện chính sách cổ tức tại các công ty cổ phần.

**Kết cấu của luận văn gồm ba phần chính:**

- Phần 1: Tổng quan về chính sách cổ tức.
- Phần 2: Thực trạng về chính sách cổ tức tại một số các công ty cổ phần khu vực TP.HCM.
- Phần 3: Kết quả nghiên cứu và một số đề xuất cho việc lựa chọn sử dụng chính sách cổ tức tại các công ty cổ phần khu vực TP.HCM

Hy vọng có thể đưa ra được những nhận xét tổng quan về chính sách cổ tức hiện đang được các công ty cổ phần khu vực TP.HCM áp dụng; thấy được tầm quan trọng và những tác động của nó đến giá trị doanh nghiệp trong điều kiện thị trường vẫn còn tồn tại những bất hoàn hảo; góp phần hoàn thiện các chính sách cổ tức. Thông qua đó vừa có thể tạo động lực cho các nhà đầu tư tham gia góp vốn vào công ty vừa giúp công ty có biện pháp huy động vốn hiệu quả, sử dụng lợi nhuận giữ lại hợp lý cho tái đầu tư sản xuất mở rộng, phát triển doanh nghiệp trong dài hạn.



## **CHƯƠNG 1**

# **TỔNG QUAN VỀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC**

### **1.1. KHÁI NIỆM**

**Cổ tức** (Dividends) được hiểu là phần lợi nhuận sau thuế của công ty dành để chi trả cho các cổ đông (chủ sở hữu công ty).

**Chính sách cổ tức** (Dividend policy) là một chính sách 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. Vì thế, chính sách cổ tức 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. Thông thường, chính sách cổ tức của một công ty phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau như:

- Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của đơn vị.
- Số cổ phiếu ưu đãi chiếm trong tổng số vốn cổ phần.
- Chính sách tài chính của năm tới, trong đó xem xét khả năng tự tài trợ.
- Giá trị thị trường của cổ phiếu công ty.
- ...

Do đó, để có thể đưa ra được một chính sách cổ tức phù hợp với tình hình tài chính và những mục tiêu phát triển khác nhau của công ty, giám đốc tài chính phải nghiên cứu kỹ các yếu tố có ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của đơn vị.

### **1.2. CÁC YẾU TỐ QUYẾT ĐỊNH CHÍNH SÁCH CỔ TỨC**

Thông thường, tỷ lệ chi trả cổ tức do Đại hội đồng cổ đông họp và biểu quyết thông qua, nhưng cũng có khi nó được thể hiện sẵn trong điều lệ của

công ty (dưới dạng đóng hoặc mở). Tuy nhiên nhìn chung, bất kỳ chính sách cổ tức nào cũng thường bị chi phối bởi các nhân tố sau:

### 1.2.1. Các hạn chế pháp lý

Hầu hết các quốc gia đều có luật để chi phối việc chi trả cổ tức của những doanh nghiệp đã đăng ký hoạt động kinh doanh ở nước đó. Về cơ bản luật này quy định:

- ***Không thể dùng vốn của một doanh nghiệp để chi trả cổ tức.***

Ở một số các quốc gia, **vốn** được định nghĩa chỉ bao gồm mệnh giá của cổ phần thường, trong khi ở một số các quốc gia khác, vốn được định nghĩa rộng hơn, bao gồm cả phần vốn góp vượt quá tài khoản mệnh giá (thường được gọi là thặng dư vốn). Cách hiểu về vốn khác nhau dẫn đến cách hiểu về khả năng chi trả cổ tức của cùng một doanh nghiệp cũng khác nhau.

Chẳng hạn, tại công ty Vinamilk tính đến thời điểm cuối năm 2006 có một số các số liệu sau:

<i>Vốn đầu tư của chủ sở hữu</i>	<i>1.590.000 triệu đồng</i>
<i>Thặng dư vốn cổ phần</i>	<i>54.217 triệu đồng</i>
<i>Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối</i>	<i>343.469 triệu đồng</i>

▶ Trường hợp 1: nếu **vốn** được hiểu chỉ bao gồm mệnh giá của cổ phần thường thì Vinamilk được phép dùng  $54.217 + 343.469 = 397.686$  triệu đồng để chi trả cổ tức.

▶ Trường hợp 2: nếu **vốn** được quy định bao gồm cả mệnh giá cổ phần thường và vốn góp vượt quá tài khoản mệnh giá thì Vinamilk chỉ được phép dùng 343.469 triệu đồng để chi trả cổ tức.

- ***Cổ tức phải được chi trả từ lợi nhuận ròng hiện nay và trong thời gian qua.***

Hạn chế này còn được gọi là “hạn chế lợi nhuận ròng”, nó đòi hỏi một doanh nghiệp phải có phát sinh lợi nhuận trước khi được phép chi trả cổ tức

tiền mặt. Điều này nhằm ngăn cản các chủ sở hữu rút lại vốn đầu tư ban đầu và làm suy yếu vị thế an toàn của các chủ nợ doanh nghiệp. Bởi vì nếu doanh nghiệp đang trong tình trạng thua lỗ mà vẫn thực hiện chi trả cổ tức thì có nghĩa là doanh nghiệp đó đang dùng vốn chủ sở hữu để chia lại cho chính các cổ đông.

- ***Không thể chi trả cổ tức khi doanh nghiệp mất khả năng thanh toán.***

Theo quy định này, một công ty mất khả năng thanh toán có thể không chi trả cổ tức tiền mặt. Bởi vì khi một công ty mất khả năng thanh toán nghĩa là nợ đang nhiều hơn tài sản, việc tiếp tục chi trả cổ tức sẽ dẫn tới cản trở các trái quyền ưu tiên của các chủ nợ đối với tài sản của doanh nghiệp. Đây còn được gọi là “hạn chế mất khả năng thanh toán”.

### **1.2.2. Các điều khoản hạn chế**

Các điều khoản này nằm trong các giao kèo trái phiếu, điều khoản vay, thỏa thuận vay ngắn hạn, hợp đồng thuê tài sản và các thỏa thuận cổ phần ưu đãi. Các điều khoản hạn chế này có thể là: ***giới hạn tổng mức cổ tức một doanh nghiệp có thể chi trả***, hoặc thậm chí ***quy định không thể chi trả cổ tức cho đến khi lợi nhuận của doanh nghiệp đạt đến một mức nhất định nào đó***.

Ngoài ra, theo các yêu cầu về quỹ dự trữ (để thanh toán nợ), một phần dòng tiền của doanh nghiệp phải được dành ra để trả nợ, cũng đã làm hạn chế việc chi trả cổ tức. Việc chi trả này cũng bị ngăn cấm nếu vốn luân chuyển (tài sản lưu động trừ nợ ngắn hạn) hay tỷ lệ nợ hiện hành của doanh nghiệp không cao hơn một mức ấn định nào đó.

### **1.2.3. Các ảnh hưởng của thuế**

***Nếu thuế suất đánh trên thu nhập cổ tức cao hơn thuế suất đánh trên thu nhập lãi vốn dài hạn sẽ khuyến khích các doanh nghiệp giữ mức cổ***

*tức thấp* để các cổ đông có thể nhận được một phần lớn hơn tỷ suất sinh lợi trước thuế dưới hình thức lãi vốn, và như vậy làm tăng tỷ suất lợi nhuận sau thuế của họ.

Ngay cả khi hai mức thuế suất này là ngang nhau thì lãi vốn vẫn có một lợi điểm về thuế nhất định so với thu nhập cổ tức, đó là: thu nhập cổ tức bị đánh thuế ngay (trong năm hiện hành), còn thu nhập lãi vốn (và thuế tương ứng) có thể được hoãn đến các năm sau. Vì vậy, đối với hầu hết các nhà đầu tư, hiện giá của thuế đánh trên thu nhập lãi vốn (tương lai) ít hơn thuế đánh trên một số lượng tương đương thu nhập cổ tức (hiện tại).

Ví dụ, một nhà đầu tư trong năm 2006 có mức thu nhập cổ tức và lãi vốn cùng là 1.000\$, thuế suất áp dụng cho cả hai loại thu nhập này ở mức 28%. Như vậy, nếu lãi suất kỳ vọng hiện nay trên thị trường là 10% thì:

- *Đối với thu nhập cổ tức, nhà đầu tư phải nộp  $1.000\$ \times 28\% = 280\$$  tiền thuế. Thu nhập sau thuế còn lại là  $1.000\$ - 280\$ = 720\$$  (thu nhập ròng)*
- *Đối với lãi vốn, nhà đầu tư phải nộp thuế là  $1.000\$ \times 28\% = 280\$$  nhưng giả sử nhà đầu tư được hoãn tới năm 2007 mới phải nộp. Như vậy, khi quy về hiện giá năm 2006, nhà đầu tư chỉ phải nộp một số thuế là:  $280\$ / (1 + 10\%) = 255\$$ .*

*Mức thu nhập ròng của nhà đầu tư sẽ là  $1.000\$ - 255\$ = 745\$$ , cao hơn mức thu nhập ròng từ thu nhập cổ tức.*

#### **1.2.4. Các ảnh hưởng của khả năng thanh khoản**

Chi trả cổ tức là dòng tiền chi ra. Vì vậy *khả năng thanh khoản của doanh nghiệp càng lớn, doanh nghiệp càng có nhiều khả năng chi trả cổ tức*. Ngay cả khi một doanh nghiệp đã từng có thành tích quá khứ là tái đầu tư lợi nhuận cao, đưa đến một số dư lợi nhuận giữ lại lớn, vẫn có thể không có khả năng chi trả cổ tức nếu không có đủ tài sản có tính thanh khoản cao, nhất là tiền mặt.



Khả năng thanh khoản luôn được nhiều doanh nghiệp quan tâm và thường trở thành một vấn đề rất nhạy cảm trong giai đoạn kinh doanh gặp khó khăn, khi cả lợi nhuận và dòng tiền đều sụt giảm. Các doanh nghiệp tăng trưởng nhanh chóng có nhiều các cơ hội đầu tư sinh lợi cũng thường thấy khó khi phải vừa duy trì đủ thanh khoản vừa chi trả cổ tức cùng một lúc.

### **1.2.5. Khả năng vay nợ và tiếp cận các thị trường vốn**

Khi có các cơ hội đầu tư sinh lợi, doanh nghiệp thường cần huy động thêm vốn để sử dụng cho đầu tư. *Trong trường hợp khả năng vay nợ và tiếp cận các thị trường vốn của doanh nghiệp là không có (hoặc khó khăn) thì nguồn tài trợ duy nhất cho số vốn cần thêm này chính là lợi nhuận giữ lại, vì thế lúc này doanh nghiệp có thể sẽ không chi trả cổ tức.* Còn những doanh nghiệp lớn có uy tín thường dễ dàng hơn trong việc tiếp cận các nguồn vốn khác nhau như: vay ngân hàng thông qua các hạn mức tín dụng, các thoả thuận tín dụng tuần hoàn; hoặc đi trực tiếp vào các thị trường tín dụng bằng cách phát hành trái phiếu hay bán thương phiếu.

Tóm lại, doanh nghiệp càng có nhiều tiếp cận với các nguồn vốn bên ngoài càng có nhiều khả năng chi trả cổ tức.

### **1.2.6. Ổn định thu nhập**

*Một doanh nghiệp có mức lợi nhuận (thu nhập) ổn định thường sẵn lòng chi trả cổ tức cao hơn một doanh nghiệp có thu nhập không ổn định.* Bởi lẽ, một khi doanh nghiệp đã có được dòng tiền tương đối ổn định qua nhiều năm thì thường sẽ tự tin hơn vào tương lai, và sự tự tin này được phản ánh thông qua việc chi trả cổ tức cao hơn. Mặt khác, một mức cổ tức cao dễ tạo ra tâm lý “đầu tư có lợi”, doanh nghiệp trả cổ tức cao cũng thường được coi là “ăn nên làm ra” và hội đồng quản trị được đánh giá là có năng lực.

Hầu hết các doanh nghiệp lớn, có cổ phần được nắm giữ rộng rãi, thường do dự đối với việc hạ thấp chi trả cổ tức, ngay cả những lúc gặp khó khăn

ngghiêm trọng về tài chính. Kinh nghiệm quản trị các công ty cổ phần trên thế giới cho thấy, 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.

### 1.2.7. Triển vọng tăng trưởng

Một doanh nghiệp tăng trưởng nhanh chóng có nhu cầu vốn lớn để tài trợ cho các cơ hội đầu tư hấp dẫn của mình. Vì thế, thay vì chi trả cổ tức nhiều và sau đó cố gắng bán cổ phần mới để huy động đủ số vốn mới cần thiết, *doanh nghiệp thuộc loại này thường chi trả cổ tức ở mức thấp*, giữ lại một phần lớn lợi nhuận và tránh bán cổ phần mới ra công chúng vừa tốn kém vừa bất tiện.

*Bảng 1.1. Minh họa mối liên hệ giữa tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận và tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty được chọn*

Công ty	Tỷ lệ chi trả cổ tức 2002 (%)	Tỷ lệ tăng trưởng EPS 10 năm (%)
Idaho Power	97,4	3,0
Boston Edison	96,3	3,0
Kansas Power and Light	80,0	4,5
Sears	76,1	4,5
Exxon	62,4	4,5
K-Mart	48,6	7,5
TNT	46,1	6,0
Hershey Foods	45,6	12,0
Merck	41,9	15,5
Coca-Cola	39,2	11,0
McDonald's	15,4	15,5
Hewlett-Packard	13,7	14,0
Wal-Mart Stores	12,2	37,0
Cray Research	0,0	39,0

*Nguồn: Value Line Investment Surney (New York: Value Line, Inc. nhiều số khác nhau)*

Như vậy ta có thể thấy, các công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức cao thường có tỷ lệ tăng trưởng thấp và ngược lại. Việc giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư một cách hiệu quả sẽ làm cho tỷ lệ chi trả cổ tức trước mắt bị giảm nhưng các cổ đông sẽ có một giá trị tương lai cao hơn do lợi nhuận của công ty tăng trưởng.

### **1.2.8. Lạm phát**

Trong điều kiện nền kinh tế có lạm phát, vốn tích lũy từ khấu hao thường không đủ để bù đắp cho việc thay thế tài sản của một doanh nghiệp khi các tài sản này cũ kỹ, lạc hậu. Khi đó, một doanh nghiệp có thể buộc phải giữ lại một tỷ lệ lợi nhuận cao hơn để duy trì năng lực hoạt động cho tài sản của mình.

Lạm phát cũng có một tác động trên nhu cầu vốn luân chuyển của doanh nghiệp. Trong môi trường giá cả tăng, số tiền thực tế đầu tư vào kho hàng và các khoản phải thu có chiều hướng tăng để hỗ trợ cho cùng một khối lượng hiện vật kinh doanh. Mặt khác do giá cả tăng, số tiền của các tài khoản phải trả cũng đòi hỏi một khoản chi tiền mặt lớn; giá cả tăng cho nên số dư tiền mặt giao dịch thường cũng phải tăng. Như vậy, ***lạm phát có thể buộc một doanh nghiệp giữ lại lợi nhuận nhiều hơn*** để duy trì vị thế vốn luân chuyển giống như trước khi có lạm phát.

### **1.2.9. Các ưu tiên của cổ đông**

***Một doanh nghiệp được kiểm soát chặt chẽ với tương đối ít cổ đông, ban điều hành có thể ấn định mức cổ tức theo ưu tiên của cổ đông.*** Thí dụ, nếu đa số cổ đông của một doanh nghiệp đang phải chịu một mức thuế suất cao đối với thu nhập từ cổ tức thì họ sẽ thích chính sách giữ lại lợi nhuận cao, để sau cùng hưởng kết quả tăng giá cổ phần, hơn là chính sách chi trả cổ tức cao. ***Tuy nhiên, đối với các doanh nghiệp lớn có cổ phần được nắm giữ rộng rãi, thì việc này không dễ dàng chút nào,*** các giám đốc tài

chính hầu như không thể tính đến các ưu tiên của cổ đông khi quyết định chính sách cổ tức bởi lẽ các cổ đông có thể có những ưu tiên khác nhau. Một số các cổ đông giàu có thích chính sách giữ lại lợi nhuận cao để hưởng lãi vốn, trong khi những cổ đông khác coi cổ tức như nguồn thu nhập thường xuyên thì lại thích một chính sách chi trả cổ tức cao. Khi có sự khác nhau trong mức độ ưu tiên của các cổ đông (các chủ sở hữu của doanh nghiệp), thì việc quyết định một chính sách chi trả cổ tức như thế nào phụ thuộc vào các yếu tố cơ hội đầu tư, nhu cầu dòng tiền, khả năng tiếp cận thị trường tài chính và các yếu tố liên quan khác.

#### **1.2.10. Bảo vệ chống lại loãng giá**

Nếu một doanh nghiệp chấp nhận chính sách sử dụng phần lớn lợi nhuận của mình để chi trả cổ tức, thì khi có các dự án tiềm năng sinh lời doanh nghiệp có thể cần phải bán cổ phần mới nhằm huy động thêm vốn đầu tư cho dự án. Khi đó, nếu các nhà đầu tư hiện hữu của doanh nghiệp không mua hay không thể mua một tỷ lệ cân xứng cổ phần mới phát hành, quyền lợi chủ sở hữu theo phần trăm của họ trong doanh nghiệp sẽ bị giảm xuống (bị loãng). Do đó, một vài doanh nghiệp chọn cách ***giữ lại lợi nhuận nhiều hơn và chi trả cổ tức thấp hơn để tránh rủi ro loãng giá.***

Tuy nhiên, có nhiều cách khác thay cho cách giữ lại lợi nhuận cao, chẳng hạn như huy động vốn từ bên ngoài qua hình thức nợ. Nhưng nếu sử dụng cách này thì doanh nghiệp phải lưu ý vì nó làm tăng rủi ro tài chính của đơn vị, tăng chi phí sử dụng vốn cổ phần và ở một thời điểm nào đó sẽ làm giảm giá cổ phần. Mặt khác, nếu doanh nghiệp đã có sẵn một cấu trúc vốn tối ưu, chính sách huy động vốn từ bên ngoài dưới hình thức nợ rất có thể phản tác dụng, trừ khi doanh nghiệp giữ lại hay mua lại được vốn cổ phần mới trong thị trường vốn đủ để bù trừ cho nợ gia tăng.

Việc nghiên cứu kỹ các yếu tố nói trên sẽ giúp các nhà quản trị tài chính lường trước những khả năng có thể xảy ra, ảnh hưởng đến lợi ích của doanh nghiệp nói chung cũng như của các cổ đông nói riêng; từ đó đưa quyết định lựa chọn chính sách cổ tức sao cho phù hợp với tình hình và xu thế phát triển của công ty.

### **1.3. CÁC CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC**

#### **1.3.1. Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động**

Chính sách này xác nhận rằng một doanh nghiệp nên giữ lại lợi nhuận khi doanh nghiệp có các cơ hội đầu tư hứa hẹn các tỷ suất sinh lợi cao hơn tỷ suất sinh lợi mong đợi mà các cổ đông đòi hỏi.

Ngoài ra, nguyên lý giữ lại lợi nhuận thụ động cũng đề xuất là các công ty “tăng trưởng” thường có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp hơn các công ty đang trong giai đoạn sung mãn (bão hòa). Nói cách khác, *chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động ngụ ý việc chi trả cổ tức của doanh nghiệp là nên thay đổi từ năm này sang năm khác tùy thuộc vào các cơ hội đầu tư có sẵn*. Tuy nhiên, hầu hết các doanh nghiệp thường cố gắng duy trì một mức cổ tức ổn định theo thời gian. Điều này không có nghĩa là các doanh nghiệp đã bỏ qua nguyên lý về chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động, mà bởi vì cổ tức có thể được duy trì ổn định hàng năm theo hai cách:

- Thứ nhất, doanh nghiệp có thể giữ lại lợi nhuận với tỷ lệ khá cao trong những năm có nhu cầu vốn cao. Nếu đơn vị tiếp tục tăng trưởng, các giám đốc có thể tiếp tục thực hiện chiến lược này mà không nhất thiết phải giảm cổ tức.
- Thứ hai, doanh nghiệp có thể đi vay vốn để đáp ứng nhu cầu đầu tư và do đó tăng tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần một cách tạm thời để tránh phải giảm cổ tức. Nếu doanh nghiệp có nhiều cơ hội đầu tư tốt trong suốt một năm nào đó thì chính sách vay nợ sẽ thích hợp hơn so với cắt giảm

cổ tức. Sau đó, trong những năm tiếp theo, doanh nghiệp cần giữ lại lợi nhuận để đẩy tỷ số nợ trên vốn cổ phần về lại mức thích hợp.

### **1.3.2. Chính sách cổ tức tiền mặt ổn định**

Hầu hết các doanh nghiệp và cổ đông đều thích chính sách cổ tức tương đối ổn định. Tính ổn định được đặc trưng bằng một sự miễn cưỡng trong việc giảm lượng tiền mặt chi trả cổ tức từ kỳ này sang kỳ khác. Tương tự, những gia tăng trong tỷ lệ cổ tức cũng thường bị trì hoãn cho đến khi các giám đốc tài chính công bố rằng các khoản lợi nhuận trong tương lai đủ cao đến mức độ thỏa mãn cổ tức lớn hơn. Như vậy, tỷ lệ cổ tức có khuynh hướng đi theo sau một gia tăng trong lợi nhuận và đồng thời cũng thường trì hoãn lại trong một chừng mực nào đó.

### **1.3.3. Các chính sách chi trả cổ tức khác**

Ngoài chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động và cổ tức tiền mặt cố định, các doanh nghiệp còn có thể sử dụng một số các chính sách cổ tức khác như:

- ***Chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi.*** Nếu lợi nhuận của doanh nghiệp thay đổi nhiều từ năm này sang năm khác thì cổ tức cũng có thể dao động theo.
- ***Chính sách chi trả một cổ tức nhỏ hàng quý cộng với cổ tức thưởng thêm vào cuối năm.*** Chính sách này đặc biệt thích hợp cho những doanh nghiệp có lợi nhuận hoặc nhu cầu tiền mặt biến động giữa năm này với năm khác, hoặc cả hai. Ngay cả khi doanh nghiệp có mức lợi nhuận thấp, các nhà đầu tư vẫn có thể trông cậy vào một mức chi trả cổ tức đều đặn của họ; còn khi lợi nhuận cao và không có nhu cầu sử dụng ngay nguồn tiền dôi ra này, các doanh nghiệp sẽ công bố một mức cổ tức thưởng cuối năm. Chính sách này giúp ban điều hành có thể linh hoạt giữ lại lợi nhuận khi cần mà vẫn thỏa mãn được nhu cầu của các nhà đầu tư là muốn nhận được một mức cổ tức “bảo đảm”.

Như vậy, có rất nhiều chính sách cổ tức để doanh nghiệp lựa chọn sao cho phù hợp với dòng tiền, lưu lượng tiền tệ và nhu cầu đầu tư của đơn vị. Mặc dù được xếp ưu tiên thấp hơn chính sách tài trợ và chính sách đầu tư, nhưng việc chọn chính sách cổ tức cũng đòi hỏi được xem xét cẩn thận bởi vì nó ảnh hưởng trực tiếp đến lợi ích của cổ đông và tới sự phát triển của công ty. Sau khi đã thống nhất chọn được chính sách chi trả cổ tức, việc tiếp theo mà Đại hội cổ đông cũng như các nhà quản lý doanh nghiệp phải cân nhắc đó là: lựa chọn phương thức chi trả cổ tức.

## **1.4. CÁC PHƯƠNG THỨC CHI TRẢ CỔ TỨC**

### ***1.4.1. Cổ tức trả bằng tiền mặt.***

Là việc chi trả bằng tiền mặt cho các cổ đông theo một tỷ lệ phần trăm trên mệnh giá. Mệnh giá là giá trị được ấn định trong giấy chứng nhận cổ phiếu theo điều lệ hoạt động của công ty.

Thông thường một công ty làm ăn có lãi sẽ chi trả cổ tức cho cổ đông dưới dạng tiền mặt. Khoản tiền này được trích từ lợi nhuận của doanh nghiệp sau khi đã trích lập các quỹ theo qui định của pháp luật doanh nghiệp, theo điều lệ của công ty và giữ lại một phần nhằm tái đầu tư phát triển sản xuất.

### ***1.4.2. Trả cổ tức bằng cổ phiếu***

Là chi trả thêm cổ phần thường cho các cổ đông đang nắm giữ cổ phần thường. Trả cổ tức bằng cổ phiếu thực chất là nhằm giữ lại các khoản lợi nhuận, thặng dư hoặc các khoản tiền của các quỹ nhằm củng cố lượng tiền mặt hiện có trong vốn của cổ đông cũng như của doanh nghiệp để thúc đẩy việc đầu tư, kinh doanh sản xuất của doanh nghiệp. Không có sự thay đổi (tăng hay giảm) nào về vốn cổ đông cũng như tài sản của công ty. Về cơ bản, số lượng cổ phiếu sẽ tăng lên và làm cho tỷ lệ vốn cổ phần tăng lên nhưng tỷ lệ nắm giữ của các cổ đông cũ không đổi.

Như vậy, trả cổ tức bằng cổ phiếu và bằng tiền mặt là rất khác nhau. Trả cổ tức bằng tiền mặt làm giảm tiền mặt, dẫn đến giảm tài sản và giảm lợi nhuận giữ lại, do đó làm giảm vốn chủ sở hữu của cổ đông. Trong khi đó, trả cổ tức bằng cổ phiếu chỉ liên quan đến việc chuyển tiền từ tài khoản lợi nhuận giữ lại sang tài khoản vốn cổ phần thường của các cổ đông.

#### ***1.4.3. Trả cổ tức bằng tài sản***

Một công ty có sở hữu chứng khoán trong các công ty khác có thể phân phối số chứng khoán này cho cổ đông của công ty như là cổ tức, hoặc có thể phân phối cổ tức bằng sản phẩm của công ty. Mặc dù rất hiếm, nhưng cũng có thể trả cổ tức bằng tài sản. Cổ đông nhận được các tài sản của công ty như: sản phẩm tồn kho hay cổ phiếu của công ty khác do công ty đang sở hữu.

#### ***1.4.4. Mua lại cổ phần***

Tuy không hoàn toàn được coi là một phương thức chi trả cổ tức nhưng thay vì chi trả cổ tức bằng tiền mặt, đôi khi một vài doanh nghiệp sẽ tiến hành mua lại các cổ phần đang lưu hành. Việc mua lại này có thể thực hiện bằng nhiều cách như:

- Chào mua với giá cố định (hay còn gọi là giá đệm, là một mức giá thường cao hơn giá thị trường).
- Mua lại cổ phần ở thị trường tự do.
- Mua lại cổ phiếu theo hình thức đấu giá.
- Mua lại cổ phiếu mục tiêu, hay thương lượng riêng với những người nắm giữ lượng lớn các cổ phần.
- ...

Đứng dưới góc độ các cổ đông, việc công ty mua lại cổ phần sẽ làm tăng mức lợi nhuận mỗi cổ phần cho số cổ phần còn lại và làm tăng giá cổ phần.



Việc lựa chọn phương thức chi trả cổ tức nào phụ thuộc vào lượng tiền mặt hiện có khả năng chi trả của doanh nghiệp, nhu cầu sử dụng tiền mặt để tái đầu tư; hoặc cũng có thể là nhằm phù hợp với một mục tiêu nào đó của doanh nghiệp (chẳng hạn như nếu giá của cổ phiếu trên thị trường đang tăng quá cao, có khả năng không còn khuyến khích nhà đầu tư mua cổ phiếu nữa, muốn giảm giá thị trường của cổ phiếu thì các doanh nghiệp có thể chọn phương án chi trả cổ tức bằng cổ phiếu), ... Tuy nhiên, còn một vấn đề khác bất kỳ nhà quản lý doanh nghiệp nào cũng phải quan tâm trước khi quyết định chi trả cổ tức đó là: những ảnh hưởng có thể có của chính sách cổ tức đối với giá trị của doanh nghiệp?

## **1.5. ẢNH HƯỞNG CỦA CHÍNH SÁCH CỔ TỨC ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP**

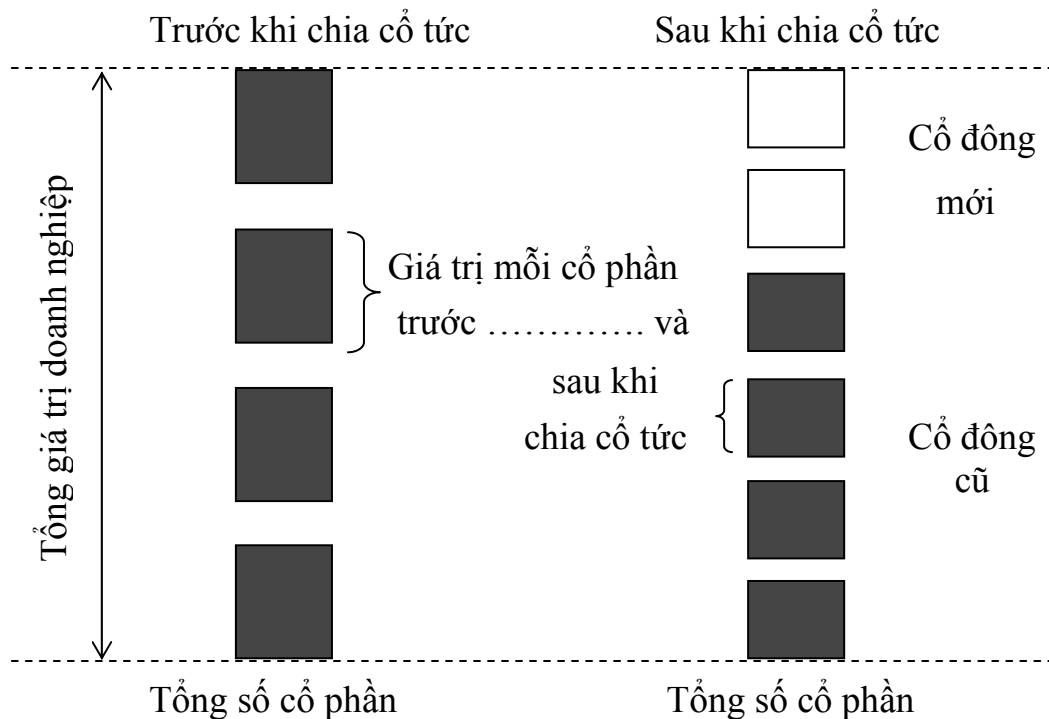
Bàn về vấn đề này có rất nhiều nhà kinh tế học tranh luận với nhiều quan điểm khác nhau. Trường phái hữu khuynh bảo thủ tin rằng một gia tăng trong tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp. Trường phái tả khuynh cấp tiến tin rằng một gia tăng trong tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp. Còn trường phái trung dung lại cho rằng chính sách cổ tức không tác động gì đến giá trị doanh nghiệp. Mỗi trường phái đều có những lý lẽ và lập luận của riêng mình.

### **1.5.1. Các lập luận về chính sách cổ tức không tác động đến giá trị doanh nghiệp**

Miller và Modigliani (MM) là hiện thân của trường phái trung dung khi họ công bố một công trình lý thuyết vào năm 1961 cho rằng ***giá trị của doanh nghiệp không chịu tác động của chính sách phân phối*** trong một thế giới không có thuế, không có chi phí giao dịch, không có chi phí phát hành và không có các bất hoàn hảo của thị trường. Lập luận của MM đưa ra như

sau: Giả sử một doanh nghiệp đã thiết lập kế hoạch đầu tư và cũng đã xác định được kế hoạch này cần tài trợ bao nhiêu từ vốn vay, bao nhiêu từ lợi nhuận giữ lại. Số tiền thặng dư còn lại được dùng để chi trả cổ tức.

Do đó, nếu doanh nghiệp muốn tăng tỷ lệ chi trả cổ tức mà không làm thay đổi chính sách đầu tư và vay nợ thì chỉ còn cách là phải phát hành thêm cổ phần và bán chúng đi để lấy tiền chi trả thêm cổ tức. Nhưng các cổ đông mới chỉ sẵn lòng trở thành thành viên của công ty khi công ty chào bán cho họ những cổ phần có giá trị tương đương hoặc lớn hơn những gì họ bỏ ra. Trong điều kiện các tài sản, lợi nhuận, các cơ hội đầu tư và do đó là giá trị thị trường, tất cả đều không thay đổi, để làm được điều này phải có “*sự chuyển dịch giá trị*” từ cổ đông cũ sang các cổ đông mới. Các cổ đông mới nhận được những cổ phần vừa phát hành, mỗi cổ phần trị giá ít hơn so với trước khi có thông báo thay đổi cổ tức, và các cổ đông cũ sẽ chịu một khoản lỗ vốn trên cổ phần của mình. Phần lỗ vốn này được bù trừ bằng chính cổ tức tiền mặt mà họ nhận được.



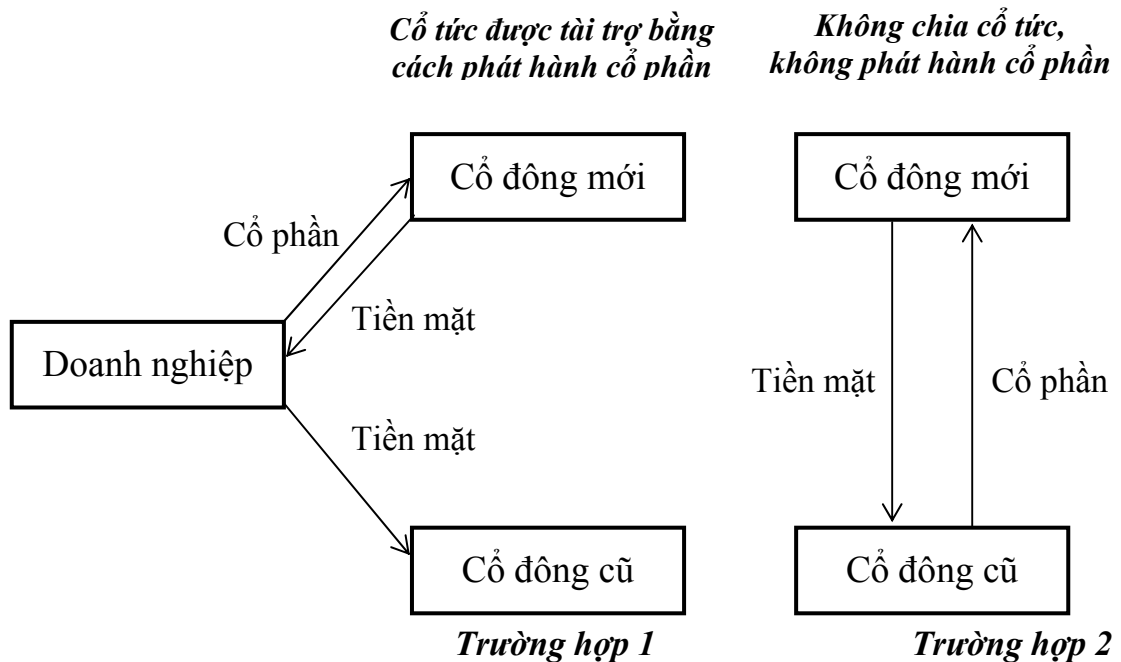
**Hình 1.1.** Mô tả sự dịch chuyển giá trị từ cổ đông cũ sang cổ đông mới, không làm thay đổi tổng giá trị doanh nghiệp

Qua hình trên ta thấy, doanh nghiệp đã quyết định chi trả 1/3 tổng giá trị của mình với tư cách là cổ tức và huy động thêm tiền bằng cách bán ra các cổ phần mới. Khoản lỗ vốn của các cổ đông cũ tương trưng bằng một sự sụt giảm trong quy mô của các hộp đậm. Khoản lỗ vốn này sẽ được bù trừ một cách tương ứng bởi thật sự là nguồn tiền mới huy động (hộp trắng) sẽ được dùng để chi trả cho các cổ đông cũ dưới hình thức cổ tức.

Như vậy để nhận được một khoản chi trả cổ tức tăng thêm, các cổ đông cũ phải chấp nhận một khoản lỗ vốn do sự sụt giảm giá trị của cổ phần. Khi nào thị trường vốn còn hoạt động hiệu quả thì họ chỉ có thể tăng thêm tiền mặt bằng hai cách :

- Thứ nhất, thuyết phục các nhà quản lý chi trả cổ tức cao hơn.
- Thứ hai, bán đi một số cổ phần của mình.

Cho dù dùng cách nào đi nữa cũng sẽ có một sự *chuyển dịch giá trị* từ cổ đông cũ sang cổ đông mới. Sự khác biệt chỉ là hình thức biểu hiện như trong hình sau:



**Hình 1.2.** Mô tả hai hình thức dịch chuyển giá trị từ cổ đông cũ sang cổ đông mới

- Trong trường hợp 1, chuyển dịch giá trị được tạo ra bởi sự pha loãng trong giá mỗi cổ phần (giá mỗi cổ phần sẽ bị giảm xuống như hình 1.1)
- Còn trong trường hợp 2, chuyển dịch giá trị được tạo ra bởi sự sụt giảm trong cổ phần mà các cổ đông cũ nắm giữ.

Vậy nếu doanh nghiệp chi trả cổ tức bằng cách phát hành thêm cổ phần, thì mỗi cổ phần sẽ có giá trị ít hơn trước đây bởi vì doanh nghiệp đã phát hành nhiều cổ phần hơn trên cùng một khối lượng tài sản. Các cổ đông cũ sẽ nhận được một khoản tiền mặt để bù trừ cho sự sụt giá cổ phần đó (trường hợp 1). Nếu các cổ đông cũ bán một số cổ phần thì mỗi cổ phần sẽ có giá trị không đổi nhưng họ lại sở hữu cổ phần ít hơn (trường hợp 2)

Dựa vào lập luận trên kết hợp với những chứng cứ thực nghiệm, MM đã đi đến kết luận rằng:

- **Với bất kỳ chính sách cổ tức nào, tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp (hay giá trị doanh nghiệp) là không thay đổi.**
- Các thay đổi trong chính sách cổ tức mang nội dung hàm chứa thông tin và nó chỉ ảnh hưởng đến giá cả cổ phần chứ không phải mô hình chi trả cổ tức. Một gia tăng trong cổ tức sẽ chuyển tải thông tin đến các cổ đông là ban điều hành doanh nghiệp dự kiến thu nhập tương lai sẽ cao hơn. Tương tự, một cắt giảm cổ tức xem như truyền đạt thông tin bất lợi về triển vọng lợi nhuận của doanh nghiệp.
- Các thay đổi trong chi trả cổ tức được coi như những tín hiệu cung cấp cho nhà đầu tư về sự đánh giá của ban điều hành đối với lợi nhuận, dòng tiền và triển vọng tương lai của doanh nghiệp.
- MM cũng cho rằng sự hiện diện của khách hàng, các nhà đầu tư ưa thích chính sách cổ tức của một doanh nghiệp nào đó sẽ không có tác động trên giá trị cổ phần. Họ thừa nhận rằng một doanh nghiệp khi thay đổi chính sách cổ tức có thể mất đi một số cổ đông bởi lẽ họ sẽ bán cổ phiếu

đang sở hữu và chuyển sang mua cổ phiếu của các doanh nghiệp khác có chính sách cổ tức hấp dẫn hơn. Điều này lại có thể đưa đến sụt giảm tạm thời giá cổ phần của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các nhà đầu tư khác thích chính sách cổ tức mới sẽ cho rằng cổ phần của doanh nghiệp bị bán dưới giá và sẽ mua thêm cổ phần. Trong thế giới MM, các giao dịch này diễn ra ngay tức khắc và không có tổn phí cho nhà đầu tư, kết quả là giá trị của cổ phần giữ nguyên không đổi.

Với việc công bố công trình nghiên cứu về chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp vào năm 1961, Miller và Modigliani đã đạt được giải Nobel kinh tế. Cho đến ngày nay, chúng ta vẫn được quyền tin tưởng mạnh mẽ vào kết luận của MM dựa trên những giả định thị trường vốn hiệu quả và hoàn hảo. Thế nhưng vấn đề là không ai có thể khẳng định rằng mô hình của MM đã là một diễn đạt chính xác về thế giới thực. Bởi lẽ trong thế giới thực, thị trường vốn luôn tồn tại những bất hoàn hảo nhất định, và do đó sự thay đổi của chính sách cổ tức có thể tác động đến giá trị doanh nghiệp.

### **1.5.2. Lập luận về chính sách cổ tức tác động đến giá trị doanh nghiệp**

Myron Gordon, David Durand và John Lintner đã lập luận ngược lại với MM. Họ cho rằng một khi không tồn tại những giả định hạn chế trong mô hình của MM, thì chính sách cổ tức của một doanh nghiệp sẽ trở nên quan trọng hơn vì nó có thể tác động đến giá trị doanh nghiệp. Đó là do:

- *Không thích rủi ro.* Một cách cụ thể Gordon khẳng định rằng các cổ đông không thích rủi ro có thể thích một mức cổ tức nào đó hơn là hứa hẹn lãi vốn trong tương lai vì cổ tức là các thu nhập thường xuyên, chắc chắn, trong khi lãi vốn trong tương lai ít chắc chắn hơn. Theo Gordon, cổ tức làm giảm tính bất trắc của các cổ đông, cho phép họ chiết khấu lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp với một tỷ lệ thấp hơn, do đó làm tăng giá trị của doanh nghiệp, và ngược lại.

- *Các chi phí giao dịch.* Trong thế giới MM, cho dù các cổ đông nhận được mức cổ tức thấp hay thậm chí không có cổ tức thì họ vẫn có thể bán bớt một số cổ phần đang nắm giữ để nhận về đủ số tiền đáp ứng nhu cầu lợi nhuận hiện tại của mình. Nhưng trên thực tế, việc tồn tại chi phí giao dịch khiến cho các nhà đầu tư phải quan tâm tới việc họ được nhận cổ tức bằng tiền mặt hay lãi vốn. Các khoản chi phí môi giới và chênh lệch lô lẻ (số chứng khoán bán ra ít, không đủ để tạo thành đơn vị mua bán trên thị trường nên khó bán và giá thấp) làm cho việc bán cổ phần bị tốn kém và không thể thay thế một cách hoàn hảo cho các chi trả cổ tức thường xuyên.
- *Thuế.* Việc bỏ giả định không có thuế cũng sẽ có tác động đến cổ đông, vì lãi vốn không chịu thuế cho đến khi bán cổ phần. Nghiên cứu về chính sách cổ tức từ 1920 đến 1960, John A. Britain đã đi đến kết luận rằng thuế suất tăng làm giảm tỷ lệ chi trả cổ tức.
- *Các chi phí phát hành.* Sự hiện diện của chi phí phát hành khi bán cổ phần mới cũng có khuynh hướng làm cho các doanh nghiệp ưa thích giữ lại lợi nhuận hơn. Đơn giản là bởi vì, khi có cơ hội đầu tư nếu phải huy động vốn cổ phần từ bên ngoài sẽ làm cho doanh nghiệp tốn chi phí phát hành, làm tăng chi phí sử dụng vốn và làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Ngoài ra, chi phí của việc bán các phát hành nhỏ cổ phần thường nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư thường quá cao cho hầu hết các doanh nghiệp. Vì vậy, các doanh nghiệp có đủ các cơ hội đầu tư để có thể sử dụng vốn giữ lại của mình một cách có lợi thường thích giữ lại lợi nhuận hơn.
- *Các chi phí đại diện.* Việc chi trả cổ tức làm giảm số lượng lợi nhuận giữ lại có sẵn để tái đầu tư và đòi hỏi phải sử dụng nhiều vốn cổ phần từ bên ngoài hơn để tài trợ tăng trưởng. Việc huy động vốn cổ phần từ bên

ngoài (như bán cổ phần thường) trong các thị trường vốn làm cho công ty phải chịu sự giám sát kỹ lưỡng của các cơ quan điều phối (SEC - Ủy ban chứng khoán và thị trường chứng khoán) và các nhà đầu tư tương lai, việc này được coi như một chức năng giám sát thành quả của ban điều hành. Nhờ thế sẽ làm giảm chi phí đại diện giữa các cổ đông (chủ sở hữu) và ban điều hành (do đã có người giám sát rồi).

Vì có sự ảnh hưởng của các yếu tố trên nên nhiều nhà thực hành tin rằng chính sách cổ tức rất quan trọng, cả vì nội dung hàm chứa thông tin và vì sử dụng vốn cổ phần từ bên ngoài tốn kém hơn lợi nhuận giữ lại. Như vậy, khi xác lập một chính sách cổ tức tối ưu, doanh nghiệp nên xem xét ưu tiên của các cổ đông cùng với các cơ hội đầu tư và chi phí liên quan của lợi nhuận giữ lại so với vốn cổ phần huy động từ bên ngoài.

## **KẾT LUẬN CHƯƠNG 1**

Quyết định chi trả cổ tức được xem là một trong những quyết định quan trọng của công ty cổ phần bởi vì nó liên quan đến việc phân phối thu nhập cho các cổ đông. Thông thường các cổ đông đều mong muốn có được một mức thu nhập cao nhưng việc chi trả cổ tức của các công ty cổ phần như thế nào là còn tùy thuộc vào nhiều yếu tố như: Các hạn chế pháp lý, các điều khoản hạn chế, thuế, khả năng thanh khoản, khả năng vay nợ và tiếp cận thị trường vốn, sự ổn định thu nhập, triển vọng tăng trưởng của công ty, tình hình lạm phát của nền kinh tế, các ưu tiên của cổ đông và chính sách bảo vệ chống lại loãng giá của đơn vị.

Kinh nghiệm quốc tế cho thấy, có nhiều chính sách chi trả cổ tức mà doanh nghiệp có thể vận dụng cho phù hợp với tình hình tài chính thực tế của mình như: chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động, chính sách cổ tức tiền mặt ổn định, chính sách tỷ lệ chi trả cổ tức không đổi, chính sách chi trả cổ tức ở mức thấp kèm với cổ phiếu thưởng, .... Nhưng cho dù sử dụng bất kỳ

chính sách nào thì trong điều kiện nền kinh tế nước ta hiện nay – một nền kinh tế không hoàn hảo – chắc chắn sẽ có những ảnh hưởng nhất định đến giá trị của doanh nghiệp.

Bàn về chính sách cổ tức là một vấn đề không đơn giản, nhất là khi ứng dụng cho các công ty cổ phần tại Việt Nam nói chung và khu vực TP.HCM nói riêng. Bởi lẽ thị trường chứng khoán Việt Nam tính đến thời điểm hiện nay, mặc dù đã có những tiến bộ vượt bậc, thậm chí hơn cả sự mong đợi của những chuyên gia phân tích, nhưng nếu so với khu vực và thế giới thì vẫn là thị trường mới, còn nhiều tiềm năng và những biến động chưa thể dự báo được, một phần cũng do tâm lý nhà đầu tư chưa ổn định. Mặt khác, mỗi công ty khi gia nhập thị trường đều có những đặc điểm riêng về nguồn vốn, lĩnh vực kinh doanh, khả năng sinh lời, chiến lược phát triển, ... nên mức độ ảnh hưởng của một chính sách cổ tức cụ thể đến từng công ty cũng không giống nhau. Do đó, các công ty cổ phần cần phải nghiên cứu kỹ những vấn đề trong thực tế sẽ tác động, chi phối đến chính sách cổ tức, nhằm đưa ra một chính sách phù hợp, giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh, khẳng định được thương hiệu, uy tín trên thị trường và làm tăng giá trị doanh nghiệp trong tương lai.



## **CHƯƠNG 2**

### **THỰC TRẠNG VỀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC TẠI MỘT SỐ CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN KHU VỰC TP.HCM**

#### **2.1. NHỮNG VẤN ĐỀ TRONG THỰC TẾ CHI PHỐI CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA DOANH NGHIỆP.**

Chính thức đi vào hoạt động từ năm 2000, nhưng thị trường chứng khoán Việt Nam chỉ hoạt động cầm chừng. Tới năm 2005, thị trường chứng khoán nước ta mới bắt đầu khởi sắc và thực sự phát triển mạnh mẽ vào năm 2006. Tính từ phiên giao dịch đầu tiên (ngày 28/7/2000) đến thời điểm ngày 31/12/2006, TTGDCK TP.HCM đã tổ chức thành công 1.451 phiên giao dịch. Tổng khối lượng giao dịch cổ phiếu đạt 800 triệu cổ phiếu với tổng giá trị là 42.743 tỉ đồng. Ngày 11/5/2007, TTGDCK TP.HCM được nâng cấp thành Sở Giao dịch chứng khoán. Thêm vào đó, một loạt sự kiện quốc tế quan trọng như Việt Nam trở thành thành viên thứ 150 của Tổ chức Thương mại thế giới (WTO), tổ chức thành công hội nghị Diễn đàn hợp tác kinh tế Châu Á - Thái Bình Dương (APEC) lần thứ 14, Quốc hội Hoa Kỳ thông qua Quy chế quan hệ thương mại bình thường vĩnh viễn (PNTR) với Việt Nam ... khiến nhiều Quỹ đầu tư quốc tế thực sự yên tâm khi bỏ vốn vào Việt Nam. Sự tham gia của các “ông lớn” như Merrill Lynch, Credit Suisse, JP Morgan hay Deutsche Bank AG London đã khẳng định tiềm năng cũng như vị thế của thị trường chứng khoán Việt Nam trên bản đồ thị trường tài chính toàn cầu.

Vì thế, lượng vốn trong và ngoài nước đầu tư vào thị trường chứng khoán nước ta chắc chắn sẽ không nhỏ. Vấn đề còn lại là các doanh nghiệp phải tìm cách để có thể tận dụng được lượng vốn này phục vụ cho quá trình hoạt

động và phát triển của đơn vị. Một trong những cách mà hiện nay doanh nghiệp có thể sử dụng nhằm huy động được lượng vốn nói trên là phát hành cổ phiếu ra thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, trước khi quyết định phát hành thêm cổ phiếu để huy động vốn, các doanh nghiệp cần phải xem xét đến việc chi trả cổ tức trong tương lai. Hiện nay, nếu xét riêng cho chính sách cổ tức thì các doanh nghiệp đang bị chi phối bởi một số những quy định sau:

### **2.1.1. Luật doanh nghiệp**

Năm 2005, trước sự phát triển không ngừng của nền kinh tế, Quốc hội khóa 10 của nước ta đã tiến hành họp và thông qua nhiều bộ luật mới, trong đó có **Luật doanh nghiệp số 60/2005/QH11 được Quốc hội ban hành ngày 29/11/2005**. So với Luật doanh nghiệp cũ (ban hành ngày 12/6/1999), luật mới có rất nhiều điểm sửa đổi và bổ sung. Về việc trả cổ tức, Điều 93 - Luật doanh nghiệp năm 2005 quy định như sau:

- Cổ tức trả cho cổ phần ưu đãi được thực hiện theo các điều kiện áp dụng riêng cho mỗi loại cổ phần ưu đãi.
- Cổ tức trả cho cổ phần phổ thông được xác định căn cứ vào số lợi nhuận ròng đã thực hiện và khoản chi trả cổ tức phải được trích từ nguồn lợi nhuận giữ lại của công ty. Công ty cổ phần chỉ được trả cổ tức cho cổ đông khi công ty đã hoàn thành nghĩa vụ thuế và các nghĩa vụ tài chính khác theo quy định của pháp luật; trích lập các quỹ công ty và bù đắp đủ lỗ trước đó theo quy định của pháp luật và Điều lệ công ty; ngay sau khi trả hết số cổ tức đã định, công ty vẫn phải bảo đảm thanh toán đủ các khoản nợ và nghĩa vụ tài sản khác đến hạn.

Như vậy theo quy định của Luật doanh nghiệp năm 2005, ***nguồn chi trả cổ tức của các doanh nghiệp là lợi nhuận giữ lại***. Tuy nhiên phải đảm bảo ***đó là lợi nhuận ròng và bù đắp đủ lỗ trước đó*** (nếu có). Do đó, một công

ty giả sử trong năm 2005 kinh doanh có lãi cũng chưa chắc đã được phép chi trả cổ tức, trừ khi số lãi này là số lãi lũy kế tính cho đến thời điểm hiện tại. Nghiên cứu chính sách chi trả cổ tức của Công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết ta có thể thấy rõ sự giới hạn này.

**Bảng 2.1. Kết quả hoạt động kinh doanh trong các năm gần đây của Công ty Cổ phần Bông Bạch Tuyết**

ĐVT: Triệu đồng

TT	Chi tiêu	Năm				
		2001	2002	2003	2004	2005
1.	Tổng doanh thu	79.143	71.299	60.926	60.366	60.108
2.	Lợi nhuận trước thuế	28.498	21.641	11.874	- 2.193	1.273
3.	Lợi nhuận sau thuế	17.867	14.716	11.874	- 2.193	1.273
4.	Cổ tức (%)	24%	24%	10%	-	-

(Nguồn: Tổng hợp BCTC trên trang [www.bachtuyet.com.vn](http://www.bachtuyet.com.vn))

Trong ba năm 2001, 2002 và 2003, công ty kinh doanh có lãi nên đã tiến hành chia cổ tức (tỷ lệ tương ứng là 24 – 24 và 10%). Sang năm 2004, công ty gặp nhiều khó khăn do cạnh tranh, hiệu quả sản xuất kinh doanh không tốt (đầu tư dây chuyền sản xuất băng vệ sinh hiện đại quá lớn, không đồng bộ, hoạt động không hết công suất, ...) cộng với việc giá nguyên vật liệu tăng mạnh nên bị thua lỗ hơn 2 tỷ. Vì thế theo quy định, công ty Bông Bạch Tuyết không được chia cổ tức. Đến năm 2005, công ty quyết tâm cơ cấu lại tổ chức và cải tổ toàn bộ bộ máy nên đã mang lại kết quả khả quan hơn, lợi nhuận sau thuế đạt 1.273.084.560 đồng nhưng **mức lợi nhuận này không đủ để bù đắp số lỗ năm trước nên công ty không tiến hành chia cổ tức năm 2005** cho các cổ đông.

Mặt khác vẫn cần phải lưu ý thêm là ngay cả khi đã bù đắp đủ số lỗ năm trước, công ty vẫn có thể không được tiến hành chia cổ tức. Điển hình như Công ty Cổ phần Bánh kẹo Biên Hòa (Bibica) trong giai đoạn năm 2002 và 2003.

**Bảng 2.2. Kết quả hoạt động kinh doanh trong các năm gần đây của Công ty Cổ phần Bánh kẹo Biên Hòa**

ĐVT: Triệu đồng

TT	Chỉ tiêu	Năm				
		2001	2002	2003	2004	2005
1.	Tổng doanh thu	186.691	216.023	249.692	245.607	287.092
2.	Lợi nhuận trước thuế	14.249	-10.087	10.598	12.089	16.016
3.	Lợi nhuận sau thuế	13.922	-10.087	10.598	9.195	12.284
4.	Cổ tức (%)	12%	-	-	12%	12%

(Nguồn: [www.vcbs.com.vn](http://www.vcbs.com.vn))

Tháng 12/2001, cổ phiếu của Bibica (BBC) chính thức được giao dịch tại Trung tâm giao dịch chứng khoán TP.HCM. Năm 2002, sau khi công bố báo cáo tài chính đã kiểm toán chính thức, công ty bị thua lỗ hơn 10 tỷ đồng nên không chia cổ tức. Năm 2003, nhờ quản lý tốt giá thành và chi phí, đồng thời có định hướng kế hoạch tập trung vào các dòng sản phẩm có hiệu quả cao nên lợi nhuận công ty tăng mạnh, đạt hơn 10 tỷ đồng, đủ để bù lỗ cho năm 2002. Tổng mức lợi nhuận chưa phân phối lũy kế đến cuối năm 2003 đạt gần 1,5 tỷ đồng (*xem số liệu phần phụ lục 1 - bảng cân đối kế toán của Bibica*). Tuy nhiên trong năm 2003, công ty vẫn không tiến hành chia cổ tức để nhằm đảm bảo cho các khoản thực chi khác trong kỳ của đơn vị. Cụ thể, các hệ số về khả năng thanh toán của Bibica năm 2003 tương đối thấp, nhất là hệ số khả năng thanh toán nhanh.

$$\text{Hệ số khả năng thanh toán nhanh} = \frac{\text{Tài sản lưu động} - \text{Hàng tồn kho}}{\text{Các khoản nợ ngắn hạn}} = \frac{85.901 - 47.126}{77.982} = 0,49$$

Hệ số này nhỏ hơn 1, chứng tỏ **doanh nghiệp không đảm bảo khả năng thanh toán nhanh đối với các khoản nợ ngắn hạn khi đến hạn, vì thế Bibica không tiến hành chia cổ tức năm 2003.**

Như vậy, mặc dù một mức cổ tức cao luôn là điều mong đợi của các cổ đông và cũng là mong đợi của công ty (vì mức cổ tức cao thường được coi là một trong những dấu hiệu của việc doanh nghiệp sử dụng vốn có hiệu quả, đang “ăn nên làm ra” và chứng tỏ Hội đồng quản trị có năng lực), nhưng việc trả cổ tức hay không, tỷ lệ chi trả bao nhiêu thì ngoài vai trò quyết định của Đại hội đồng cổ đông còn bị hạn chế và điều chỉnh bởi các quy định nói trên của Luật doanh nghiệp hiện hành.

### **2.1.2. Thông tư số 19/2003/TT-BTC ngày 20/3/2003**

Điều 3 – phần I của Thông tư quy định: Các khoản chênh lệch tăng do mua, bán cổ phiếu quỹ, chênh lệch do giá phát hành thêm cổ phiếu mới lớn hơn so với mệnh giá, phải được hạch toán vào tài khoản thặng dư vốn.

Các công ty cổ phần thành lập và hoạt động theo Luật doanh nghiệp *được sử dụng những nguồn thặng dư sau để chia cho các cổ đông dưới hình thức cổ phiếu theo tỷ lệ sở hữu cổ phần của từng cổ đông:*

- Thặng dư do chênh lệch giữa giá bán và giá vốn mua vào của cổ phiếu quỹ.
- Đối với thặng dư do chênh lệch giữa giá bán với mệnh giá cổ phiếu được phát hành để thực hiện các dự án đầu tư thì phải sau 3 năm kể từ ngày dự án đầu tư hoàn thành đưa vào sử dụng.
- Đối với khoản chênh lệch giữa giá bán với mệnh giá cổ phiếu được phát hành để cơ cấu lại nợ, bổ sung vốn kinh doanh thì phải sau một năm kể từ thời điểm kết thúc đợt phát hành.

Nói cách khác, các khoản thặng dư trên chính là nguồn để chia thêm cổ phiếu cho các cổ đông của các công ty cổ phần.

Như vậy, theo Luật doanh nghiệp năm 2005 và vận dụng Thông tư số 19/2003/TT-BTC, việc chi trả cổ tức của các công ty cổ phần có thể được lấy từ hai nguồn: lợi nhuận ròng giữ lại lũy kế và nguồn thặng dư vốn. Tuy

nhiên cần phải lưu ý rằng, nguồn thặng dư vốn chỉ được dùng để chi trả dưới hình thức cổ phiếu, còn đối với nguồn lợi nhuận ròng giữ lại lũy kế thì việc chia cổ tức bằng tiền mặt hay bằng cổ phiếu là tùy thuộc vào quyết định và chính sách đầu tư của doanh nghiệp.

### **2.1.3. Các ảnh hưởng của chính sách thuế**

Hiện nay, khung pháp lý dùng để điều chỉnh các hoạt động của thị trường chứng khoán vẫn chưa thực sự hoàn chỉnh, tuy vậy những văn bản về chính sách thuế liên quan trong lĩnh vực chứng khoán có thể kể đến bao gồm:

- Thông tư 100/2004/TT-BTC ngày 20/10/2004 của Bộ Tài chính hướng dẫn về thuế giá trị gia tăng và thuế thu nhập doanh nghiệp đối với lĩnh vực chứng khoán.
- Thông tư số 72/2006/TT-BTC ngày 10/8/2006 của Bộ Tài chính về việc sửa đổi, bổ sung Thông tư số 100/2004/TT-BTC ngày 20/10/2004

Về cơ bản, những thông tư này quy định một số các vấn đề sau:

- Thứ nhất, ***các khoản thu nhập từ cổ tức*** không phải chịu thuế giá trị gia tăng và tạm thời cũng chưa phải nộp thuế thu nhập.
- ***Đối với cá nhân*** trong nước và nước ngoài đầu tư chứng khoán tại Việt Nam tạm thời chưa phải nộp thuế thu nhập đối với khoản thu nhập từ cổ tức, lãi trái phiếu, chênh lệch mua bán chứng khoán và các khoản thu nhập khác từ đầu tư chứng khoán theo quy định hiện hành.
- ***Đối với các tổ chức đầu tư chứng khoán:***
  - + Nếu là các tổ chức kinh doanh hạch toán kinh tế độc lập như doanh nghiệp nhà nước, công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty cổ phần, công ty hợp danh, doanh nghiệp hoạt động theo Luật đầu tư nước ngoài tại Việt Nam, tổ chức kinh tế chính trị, chính trị-xã hội, xã hội- nghề nghiệp tham gia đầu tư chứng khoán, thì thu nhập từ đầu tư chứng khoán phải chịu thuế

thu nhập doanh nghiệp theo quy định chung. Thu nhập chịu thuế từ đầu tư chứng khoán trong kỳ tính thuế được xác định bằng tổng giá trị chứng khoán bán ra trong kỳ trừ (-) tổng giá mua chứng khoán được bán ra trong kỳ trừ (-) chi phí mua bán chứng khoán cộng (+) lãi trái phiếu từ việc nắm giữ trái phiếu. Khoản thu nhập chịu thuế này không bao gồm phần lợi tức được chia đã chịu thuế thu nhập doanh nghiệp ở khâu trước.

+ Ngoài ra, các tổ chức khác (trừ công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, Quỹ đầu tư chứng khoán) kể cả quỹ đầu tư của nước ngoài chỉ mở tài khoản tại Việt Nam mà không có sự hiện diện tại Việt Nam tham gia đầu tư chứng khoán sẽ thực hiện nộp thuế thu nhập doanh nghiệp theo phương thức khoán. Số thuế phải nộp được xác định bằng 0,1% tổng giá trị cổ phiếu bán ra của từng giao dịch chuyển nhượng. Phần lợi tức được chia đã chịu thuế thu nhập doanh nghiệp ở khâu trước và lãi trái phiếu thu được từ các loại trái phiếu thuộc diện miễn thuế theo quy định của pháp luật của các tổ chức này không phải chịu thuế thu nhập doanh nghiệp.

Như vậy, do chính sách thuế hiện nay tạm thời chưa đánh trên thu nhập từ cổ tức và từ hoạt động mua bán chứng khoán của các nhà đầu tư cá nhân nên đã dẫn đến thực trạng là:

- *Thứ nhất, về phía các nhà đầu tư:*

+ Đối với các nhà đầu tư cá nhân, nhận cổ tức bằng tiền mặt hay cổ phiếu đều như nhau bởi vì đều không phải nộp thuế. Thậm chí họ còn thích nhận cổ tức bằng cổ phiếu hơn do kỳ vọng vào sự tăng giá trong tương lai, và như vậy nhà đầu tư sẽ vừa có được cổ tức vừa có được lãi vốn.

+ Đối với các tổ chức kinh doanh chứng khoán, cổ tức nhận được dù dưới bất kỳ hình thức nào cũng không phải chịu thuế.

- *Thứ hai, về phía các công ty cổ phần:* việc trả cổ tức bằng cổ phiếu giúp doanh nghiệp có thể tăng vốn điều lệ mà không phải phát hành thêm cổ phiếu, không tốn kém chi phí phát hành.

Kết quả, rất nhiều công ty đã thông báo trả cổ tức đợt 2 năm 2006 bằng cổ phiếu đồng thời kèm theo cổ phiếu thưởng, vừa phù hợp với lợi ích của nhà đầu tư vừa mang lại lợi ích cho doanh nghiệp do chi phí sử dụng vốn thấp. Trong điều kiện thị trường chứng khoán đang trên đà tăng trưởng thì việc ngày càng có thêm nhiều hàng hóa để lựa chọn là tốt. Tuy nhiên việc lạm dụng cơ chế để phát hành thêm quá nhiều cổ phiếu thưởng hay việc bán một khối lượng lớn cổ phiếu với giá ưu đãi cho một số cổ đông nhất định sẽ dẫn tới nhiều thiệt hại cho nhà đầu tư.

Chẳng hạn gần đây nhất, công ty Cổ phần Dịch vụ tổng hợp Sài Gòn (mã chứng khoán SVC) đưa ra phương án phát hành 96 tỉ đồng cổ phiếu mới, nhưng tập trung quá nhiều ưu đãi cho cán bộ công nhân viên, đặc biệt là cán bộ lãnh đạo. Công ty này dành khoảng 4,8 tỉ đồng cổ phiếu phát hành cho các cán bộ lãnh đạo; 4,8 tỉ đồng dành cho công nhân viên với giá bán 30.000 đồng/cổ phiếu, trong khi giá thị trường cùng thời điểm ở mức 170.000 đồng/cổ phiếu. Như vậy, phần chênh lệch giữa giá thị trường và giá phát hành cho nội bộ Savico lên tới trên 130 tỉ đồng, trong bối cảnh lợi nhuận cả năm 2006 của Savico chỉ là 38,5 tỉ đồng. Đồng thời, Savico cho phép các cổ đông hiện hữu, kể cả các lãnh đạo được bán ngay lập tức 50%, và số còn lại được phép bán sau một năm. Chính điều này đã khiến không ít nhà đầu tư phản ứng bởi gây rất nhiều thiệt hại cho họ.

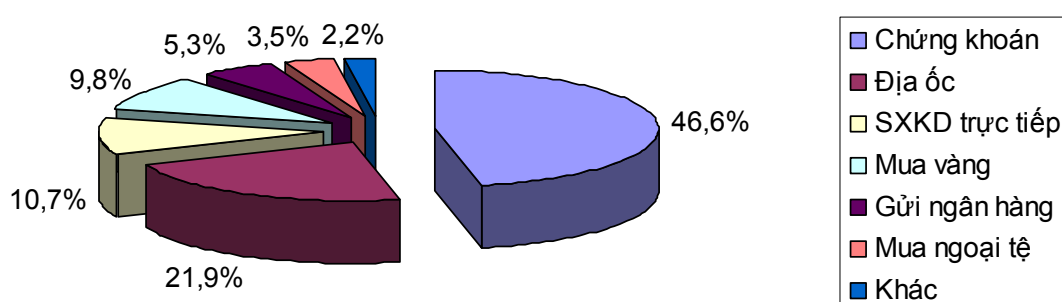
Do vậy, mặc dù chính sách thuế hiện nay đang rất có lợi cho các nhà đầu tư nhưng để đảm bảo công bằng và tránh tình trạng các doanh nghiệp lạm dụng việc phát hành cổ phiếu thưởng, Nhà nước cần xem xét và chỉnh sửa lại một số nội dung của pháp luật hiện hành.

#### **2.1.4. Khả năng tiếp cận thị trường vốn.**

Tính đến thời điểm hiện nay có thể thấy rằng khả năng tiếp cận thị trường vốn (nhất là thị trường chứng khoán) của các doanh nghiệp đang kinh



doanh có hiệu quả là rất cao. Tác giả Nguyễn Đình Bích trong bài “Vấn sảng sửa với nhà đầu tư khôn ngoan” trên Sài Gòn Tiếp thị số 10 ra ngày 15/3/2007 đã cho biết, theo kết quả khảo sát của một số tờ báo vừa mới công bố, thì tỷ lệ bạn đọc sẽ đầu tư vào thị trường chứng khoán chiếm 46,6%, vào địa ốc chiếm 21,9%, vào sản xuất kinh doanh trực tiếp chiếm 10,7%, vào mua vàng chiếm 9,8%, gửi vào ngân hàng chiếm 5,3%, vào mua ngoại tệ chiếm 3,5%, vào các kênh khác chiếm 2,2%.



**Hình 2.1.** Tỷ lệ sử dụng nguồn vốn nhàn rỗi của người dân TP.HCM

*Nguồn: Báo Sài Gòn Tiếp thị Số 10 (ngày 15/3/2007)*

Thậm chí, với sự tăng trưởng vượt bậc của thị trường chứng khoán trong thời gian qua, Việt Nam còn thu hút được sự quan tâm của rất nhiều nhà đầu tư ngoài nước, cụ thể là:

Ông Shigekazu Utsunomiya – Tổng giám đốc công ty tư vấn đầu tư TMMP cho biết: thị trường chứng khoán Việt Nam đang thu hút các nhà đầu tư Nhật, hiện nay số lượng các nhà đầu tư Nhật đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam khoảng 1.000, nhưng con số này vài năm nữa sẽ khoảng 100.000. <sup>[11]</sup>

Chuyên viên chuyên trách nghiệp vụ cổ phiếu khu vực Châu Á – Thái Bình Dương của ngân hàng Merrill Lynch, Paul Masi, cũng cho rằng “Việt Nam là một trong số rất ít thị trường trên toàn cầu còn thực sự chưa được khai thác. Đối với chủ đầu tư, Việt Nam có tiềm lực khổng lồ về tăng trưởng lâu

dài”. Hay như một số báo ở Hongkong đã đưa ra nhận định thị trường chứng khoán Việt Nam là “thiên đường đầu tư mới của Châu Á”. [9]

Thêm vào đó, ngày 27/2 vừa qua, Sở GDCK TP.HCM và Sở GDCK Singapore đã ký bản ghi nhớ về tăng cường quan hệ giữa sàn giao dịch của hai quốc gia (các bản ghi nhớ tương tự cũng đã được ký kết giữa Việt Nam và Malaysia, Nam Hàn, Thái Lan). Theo ông Trần Đắc Sinh, một số các công ty đủ khả năng lên sàn Singapore bao gồm: Vinamilk, ACB, Sacombank, và một số các công ty trong ngành điện tử khác.

Với một thị trường vốn rộng lớn và đầy tiềm lực như trên, khả năng tiếp cận và huy động vốn từ bên ngoài của các công ty cổ phần hoạt động có hiệu quả gặp rất nhiều thuận lợi. Từ đó, các công ty cổ phần có thể yên tâm dùng lợi nhuận để duy trì một chính sách cổ tức phù hợp cho các cổ đông. Thực tế đến thời điểm này, hầu hết các công ty đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM đều đã thực hiện tăng vốn điều lệ thông qua phát hành thêm cổ phiếu; đồng thời đưa ra những chính sách chi trả cổ tức rất hấp dẫn (bao gồm cả trả bằng tiền mặt, bằng cổ phiếu, cho quyền mua, ...), trừ các công ty đang thua lỗ hay đạt mức lợi nhuận quá thấp.

Nhưng việc liên tục thực hiện tăng vốn điều lệ bằng cách phát hành thêm cổ phiếu hay thực hiện chi trả cổ tức bằng cổ phiếu mà không có kế hoạch sử dụng vốn huy động mới sao cho có hiệu quả, có thể sẽ làm giá trị cổ phiếu của công ty trên thị trường bị sụt giảm, ảnh hưởng đến giá trị công ty.

#### **2.1.5. Các ảnh hưởng của khả năng tiếp cận nguồn vốn vay.**

*Thứ nhất*, trong những năm gần đây, cùng với việc đẩy mạnh quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, nhiều doanh nghiệp cổ phần sản xuất kinh doanh có hiệu quả, tình hình tài chính lành mạnh, do đó các ngân hàng thương mại ngày càng mở rộng cho vay đối với các doanh nghiệp cổ phần. Ngoài ra, kể từ thời điểm nước ta chính thức gia nhập WTO (12/12/2006),

số lượng các ngân hàng nước ngoài đầu tư vào Việt Nam ngày càng tăng, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp cần vay vốn kinh doanh, dẫn tới ***khả năng tiếp cận nguồn vốn vay của các doanh nghiệp là rất cao.***

Theo số liệu của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, năm 2006 tổng dư nợ cho vay ngành ngân hàng tăng 137.000 tỷ đồng, bình quân tăng trưởng cả năm khoảng 19%. Riêng về cho vay đối với doanh nghiệp cổ phần, theo báo cáo của năm Ngân hàng thương mại Nhà nước, tăng trưởng cho vay đối với doanh nghiệp cổ phần trong những năm gần đây ở mức cao, đặc biệt là từ năm 2003 do quá trình cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước được đẩy mạnh. Dư nợ cho vay đối với doanh nghiệp cổ phần liên tục tăng cả về số tuyệt đối và tương đối trong tổng dư nợ cho vay đối với nền kinh tế (tháng 12/2004 dư nợ 25.212 tỷ đồng, chiếm 5,47% tổng dư nợ cho vay đối với nền kinh tế, đến tháng 12/2005, con số này là 44.086 tỷ đồng và 7.93%). Tính đến 31/5/2006 dư nợ cho vay đối với doanh nghiệp cổ phần khoảng 51.603 tỷ đồng, chiếm 8,8% tổng dư nợ của toàn hệ thống đối với nền kinh tế. Dư nợ cho vay 5 tháng đầu năm 2006 đối với các doanh nghiệp cổ phần tăng 17,05% so với dư nợ cuối tháng 12/2005, cao hơn mức tăng trưởng tín dụng chung của nền kinh tế (4,94%); trong đó tốc độ tăng trưởng cho vay đối với doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá khoảng 18,13% và doanh nghiệp cổ phần khác khoảng 14,1%.

***Thứ hai:*** Theo quy định của luật thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành, nếu doanh nghiệp có sử dụng vốn vay để hoạt động kinh doanh thì lãi vốn vay kinh doanh trả trong kì được coi là chi phí hợp lý và được tính giảm trừ vào thu nhập chịu thuế; ngược lại nếu doanh nghiệp sử dụng vốn chủ sở hữu thì không được tính giảm trừ, chẳng hạn như khoản cổ tức trả cho các cổ đông ở các công ty cổ phần. Như vậy ***việc sử dụng vốn vay trong hoạt động kinh doanh sẽ giúp làm giảm số thuế thu nhập mà doanh nghiệp***

**phải nộp cho nhà nước, từ đó làm tăng các dòng tiền dành cho các chủ nợ và chủ sở hữu doanh nghiệp.**

Để minh họa ta xem xét ví dụ sau: Giả sử hai doanh nghiệp A và B hoạt động trong cùng ngành, có cùng một mức lợi nhuận trước thuế và chi phí lãi vay. Để huy động thêm 1000 triệu đồng đầu tư vào một dự án mới có mức sinh lợi và thời gian hoàn vốn như nhau, doanh nghiệp A dùng lợi nhuận giữ lại còn doanh nghiệp B sử dụng vốn vay với lãi suất bình quân là 10%/năm. Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 28%.

Chỉ tiêu	Doanh nghiệp A	Doanh nghiệp B
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	LN	LN
Chi phí lãi vay	0	100
Lợi nhuận trước thuế	LN	LN – 100
Thuế thu nhập doanh nghiệp	$LN \times 28\%$	$(LN - 100) \times 28\%$ $= LN \times 28\% - 28$

Ta thấy, số thuế phải nộp của B ít hơn của A là 28 triệu đồng. Vì vậy, việc sử dụng vốn vay còn được coi như “tám chắn thuế” cho doanh nghiệp B bởi vì thực tế chính phủ đã chịu 28% chi phí lãi vay cho doanh nghiệp B. Do đó, tổng lợi nhuận mà doanh nghiệp B có thể cho các chủ nợ và chủ sở hữu tăng một lượng chính bằng số tiền 28 triệu đồng.

Nếu đứng trên quan điểm dài hạn, thực tế nhà nước đã gánh chịu 28% khoản nợ vay 1000 triệu đồng của doanh nghiệp B. Vô hình chung doanh nghiệp chỉ gánh chịu 720 triệu đồng vốn vay. Đây chính là lợi ích mà việc sử dụng nợ vay mang lại cho doanh nghiệp. Điều này sẽ góp phần làm tăng giá trị của doanh nghiệp:

Giá trị của doanh nghiệp = Giá trị vốn chủ sở hữu + (vốn vay × thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp)

*Tuy nhiên cũng cần phải lưu ý rằng, việc sử dụng quá nhiều vốn vay sẽ làm tăng khả năng rủi ro tài chính cho doanh nghiệp vì khi doanh nghiệp tăng vay nợ sẽ làm cho rủi ro mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp tăng lên. Khi đó, chủ nợ sẽ từ chối chấp nhận rủi ro này hoặc nếu chấp nhận thì họ cũng sẽ đòi tăng lãi suất cho vay để bù đắp phần rủi ro đó. Mặt khác, khi doanh nghiệp tăng nợ sẽ làm tăng khả năng phá sản, từ đó làm phát sinh nhiều chi phí gọi là chi phí phá sản như: chi phí tổ chức lại trong trường hợp doanh nghiệp tiếp tục hoạt động kinh doanh; chi phí về thủ tục pháp lý và hoa hồng; bán giảm giá tài sản cố định trong trường hợp phá sản .... Toàn bộ chi phí này các cổ đông phải gánh chịu. Do đó, các cổ đông sẽ tính đến rủi ro đó khi tham gia góp vốn và sẽ yêu cầu tỷ suất lợi tức cao hơn. Trong trường hợp này giá trị của doanh nghiệp nợ sẽ được xác định bằng công thức:*

$$\text{Giá trị của doanh nghiệp} = \text{Giá trị vốn chủ sở hữu} + (\text{vốn vay} \times \text{thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp}) - \text{chi phí phá sản}$$

Với hai lý do trên, việc sử dụng nguồn vốn vay đã được rất nhiều doanh nghiệp lựa chọn như là một trong các giải pháp không thể thiếu khi cần huy động vốn, nhất là đối với các doanh nghiệp chưa đủ điều kiện niêm yết trên sàn chứng khoán. Thậm chí với các công ty có đủ điều kiện để huy động vốn qua phát hành cổ phiếu, vốn vay vẫn là một nguồn không thể thiếu trong cơ cấu vốn của đơn vị (khảo sát báo cáo tài chính được các công ty cổ phần niêm yết công khai trên sàn giao dịch chứng khoán ta có thể thấy được điều này).

#### **2.1.6. Các ưu tiên của cổ đông.**

Tiến hành khảo sát thông tin từ 200 nhà đầu tư cá nhân được chọn ngẫu nhiên tại năm địa điểm giao dịch chứng khoán, kết quả cho thấy tỷ lệ nhà đầu tư ngắn hạn chiếm đa số (76,5%), tỷ lệ nhà đầu tư dài hạn chỉ chiếm

23,5%. Nhìn chung, hai nhóm đối tượng đầu tư này có những ưu tiên khác nhau về chính sách cổ tức.

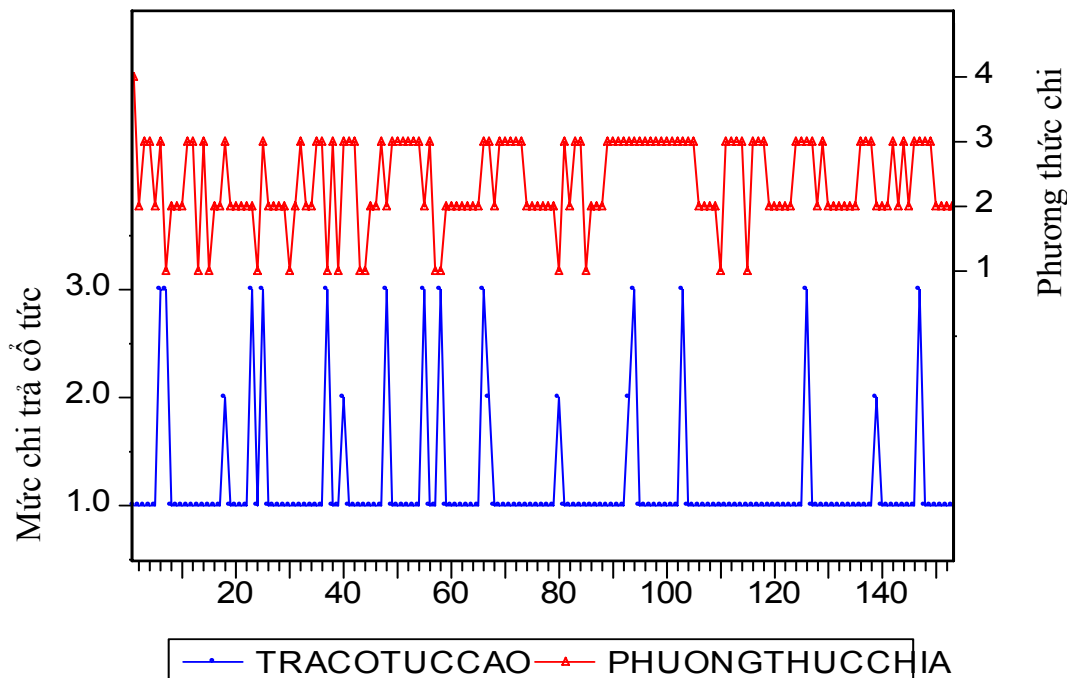
*Thứ nhất:* về mức chi trả cổ tức, đặt các lựa chọn lần lượt là:

- 1- Thích chi trả cổ tức ở mức cao.
- 2- Không thích chi trả cổ tức ở mức cao
- 3- Chi trả cổ tức vừa phải, giữ lại cho tái đầu tư

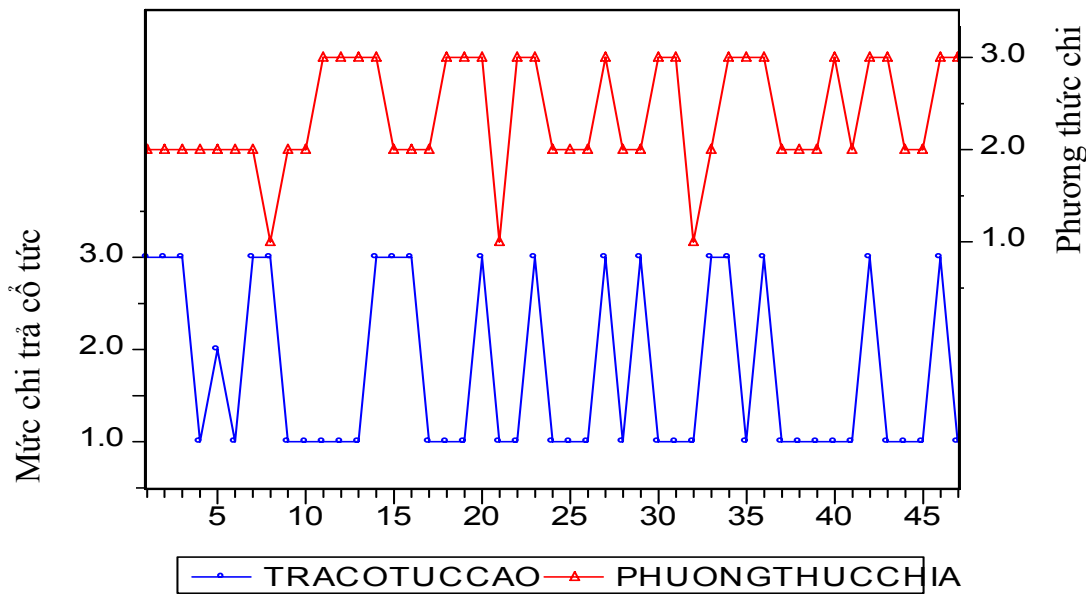
*Thứ hai:* về phương thức chi trả cổ tức, với các lựa chọn lần lượt là:

- 1- Trả cổ tức bằng tiền mặt
- 2- Trả cổ tức bằng cổ phiếu
- 3- Trả một phần bằng tiền mặt, một phần bằng cổ phiếu
- 4- Ý kiến khác

Sử dụng phần mềm Eviews để xử lý các lựa chọn của hai nhóm nhà đầu tư (ngắn hạn và dài hạn) ta có được đồ thị biểu diễn sự phân tán như sau



**Hình 2.2.** Các lựa chọn của nhà đầu tư ngắn hạn



**Hình 2.3.** Các lựa chọn của nhà đầu tư dài hạn

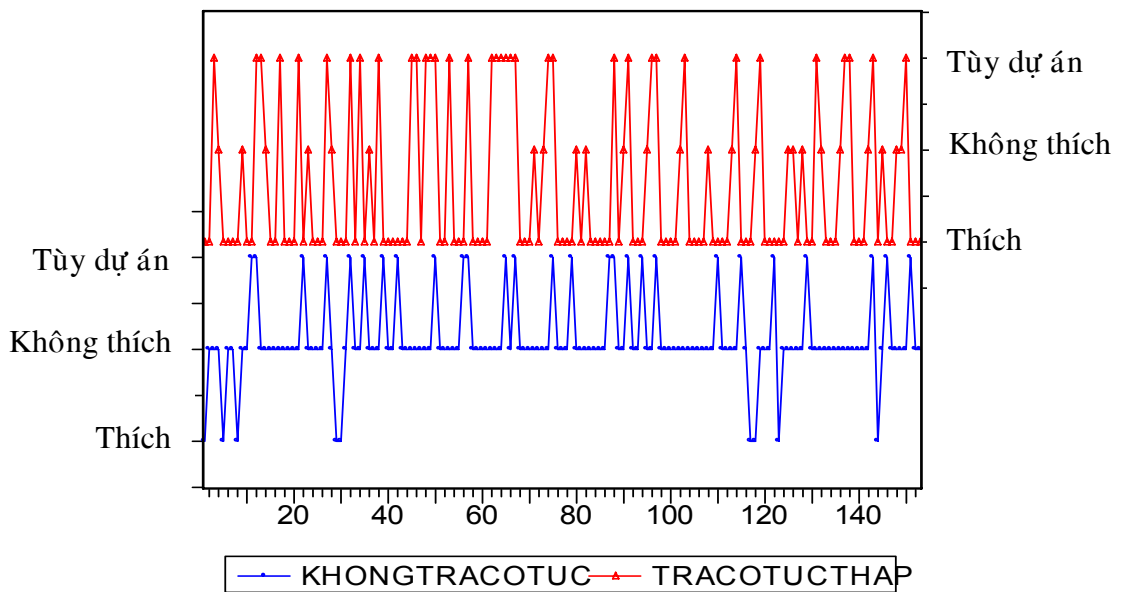
Như vậy, nhìn chung cả hai nhóm nhà đầu tư đều có tâm lý thích chi trả cổ tức ở mức cao. Tuy nhiên, ở nhóm các nhà đầu tư dài hạn, xu hướng lựa chọn mức chi trả cổ tức vừa phải để dành vốn cho tái đầu tư vẫn cao hơn ở nhóm các nhà đầu tư ngắn hạn. Mặt khác, chỉ một số ít các nhà đầu tư ngắn hạn thích chi trả cổ tức bằng tiền mặt, còn lại phần lớn đều thích chi trả bằng cổ phiếu hoặc vừa bằng cổ phiếu vừa bằng tiền mặt.

Do thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay đang trên đà tăng trưởng, tình hình kinh tế rất lạc quan, nên các nhà đầu tư ngắn hạn thích nhận cổ tức bằng cổ phiếu để có thể hưởng chênh lệch lãi vốn (thường cao hơn rất nhiều so với cổ tức). Họ sẽ bán ngay các cổ phiếu khi được giá. Còn các nhà đầu tư dài hạn muốn nhận cổ tức bằng cổ phiếu để tham gia góp vốn vào công ty và hưởng giá trị tăng thêm trong dài hạn. Nhưng có điều đáng quan tâm là các nhà đầu tư vẫn thích nhận một phần cổ tức bằng tiền mặt.

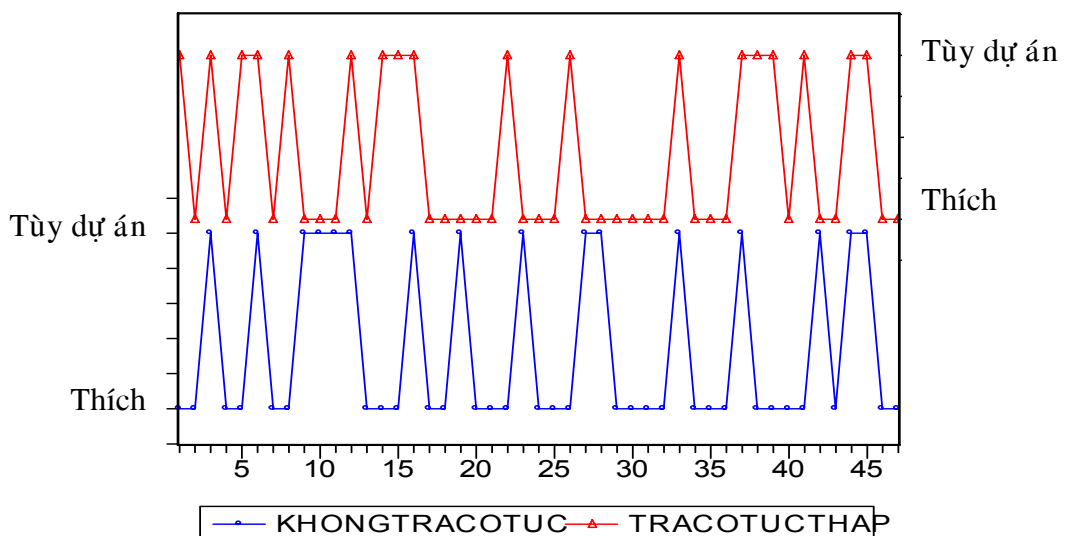
Mặc dù mức cổ tức cao chưa hẳn đã là dấu hiệu của một doanh nghiệp ăn nên làm ra nhưng một khi đã bỏ vốn đầu tư bao giờ cũng mong có được thu nhập cao là điều tất yếu. Đây thực sự là sức ép rất lớn cho ban quản trị

doanh nghiệp, buộc các doanh nghiệp phải năng động hơn, có các chiến lược kinh doanh hiệu quả, mang lại lợi nhuận trong dài hạn và làm tăng giá trị của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, kết quả khảo sát cũng cho thấy, trong trường hợp doanh nghiệp cần giữ lại lợi nhuận để đầu tư vốn vào các dự án khác có tính khả thi, suất sinh lợi cao thì các nhà đầu tư cũng sẵn sàng chấp nhận một mức chi trả cổ tức thấp.



**Hình 2.4.** Các lựa chọn của nhà đầu tư ngắn hạn về việc giữ lại lợi nhuận cho tái đầu tư



**Hình 2.5.** Các lựa chọn của nhà đầu tư dài hạn về việc giữ lại lợi nhuận cho tái đầu tư



## **2.2. NHỮNG CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC ĐANG ĐƯỢC ÁP DỤNG TẠI MỘT SỐ CÔNG TY CỔ PHẦN KHU VỰC TP.HCM**

So với các thị trường chứng khoán trên thế giới, thị trường chứng khoán Việt Nam có tuổi còn rất trẻ nhưng lại được đánh giá là có tốc độ phát triển nhanh nhất trong các thị trường mới nổi thuộc khu vực Châu Á. Những hình thức chi trả cổ tức cũng được các công ty cổ phần nghiên cứu và vận dụng một cách rất linh hoạt. Cụ thể như hiện nay tại khu vực TP.HCM nói riêng, các chính sách chi trả cổ tức đang được áp dụng có thể kể đến gồm:

### **2.2.1. Chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả ổn định.**

Hiện nay hầu hết các công ty cổ phần đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM đều công bố chi trả cổ tức hàng năm theo một con số tỷ lệ nhất định tính trên mệnh giá (*phụ lục 2*); và mức tỷ lệ này ở một số các công ty gần như không đổi qua các năm. Chẳng hạn như công ty cổ phần bao bì Bim Sơn (BPC), công ty cổ phần bê tông 620 (BT6), công ty cổ phần xây lắp bưu điện Hà Nội (HAS), ... Thậm chí, từ tháng 5/2005, Ông Vũ Viết Ngoạn - tổng giám đốc Vietcombank – đã cho biết trong vòng 10 đến 15 năm tới, Ngân hàng Ngoại thương sẽ đảm bảo tỷ lệ lợi nhuận trên vốn là 15%/năm. Hay như Sacombank, trong vòng năm năm qua, mặc dù lợi nhuận sau thuế năm sau luôn cao hơn năm trước, nhưng cổ tức vẫn ổn định ở mức 14%/năm. Một phần lớn lợi nhuận được Sacombank chi cho đào tạo nhân viên, mở rộng mạng lưới giao dịch và áp dụng các chương trình công nghệ mới. Ông Đinh Lê Chiến - Ủy viên Hội đồng quản trị Công ty cổ phần Hoá An – cũng phát biểu cam kết duy trì tỷ lệ cổ tức cho các cổ đông từ năm 2004-2006 đạt ở mức 25%.<sup>[6]</sup>

Nếu xét riêng trong tổng số những công ty đã thông báo chi trả cổ tức từ năm 2002 đến nay trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM, thì ***tỷ lệ các công ty áp dụng chính sách chi trả cổ tức ổn định chiếm khoảng 31,80%***.

Việc duy trì một tỷ lệ chi trả cổ tức cố định sẽ có tác dụng tốt đối với tâm lý của cổ đông, nhất là với những người coi việc mua cổ phiếu như một hình thức gửi tiền tiết kiệm hay tìm kiếm một dòng tiền thu nhập ổn định. Mặt khác, một sự sụt giảm trong tỷ lệ chi trả cổ tức nếu không công bố, giải thích rõ ràng sẽ bị coi như một dấu hiệu của sự sụt giảm lợi nhuận. Do đó việc các công ty công bố một chính sách chi trả cổ tức ổn định trong một thời gian dài thường được các cổ đông đánh giá cao vì nó chứng tỏ công ty có chiến lược kinh doanh phát triển bền vững trong dài hạn.

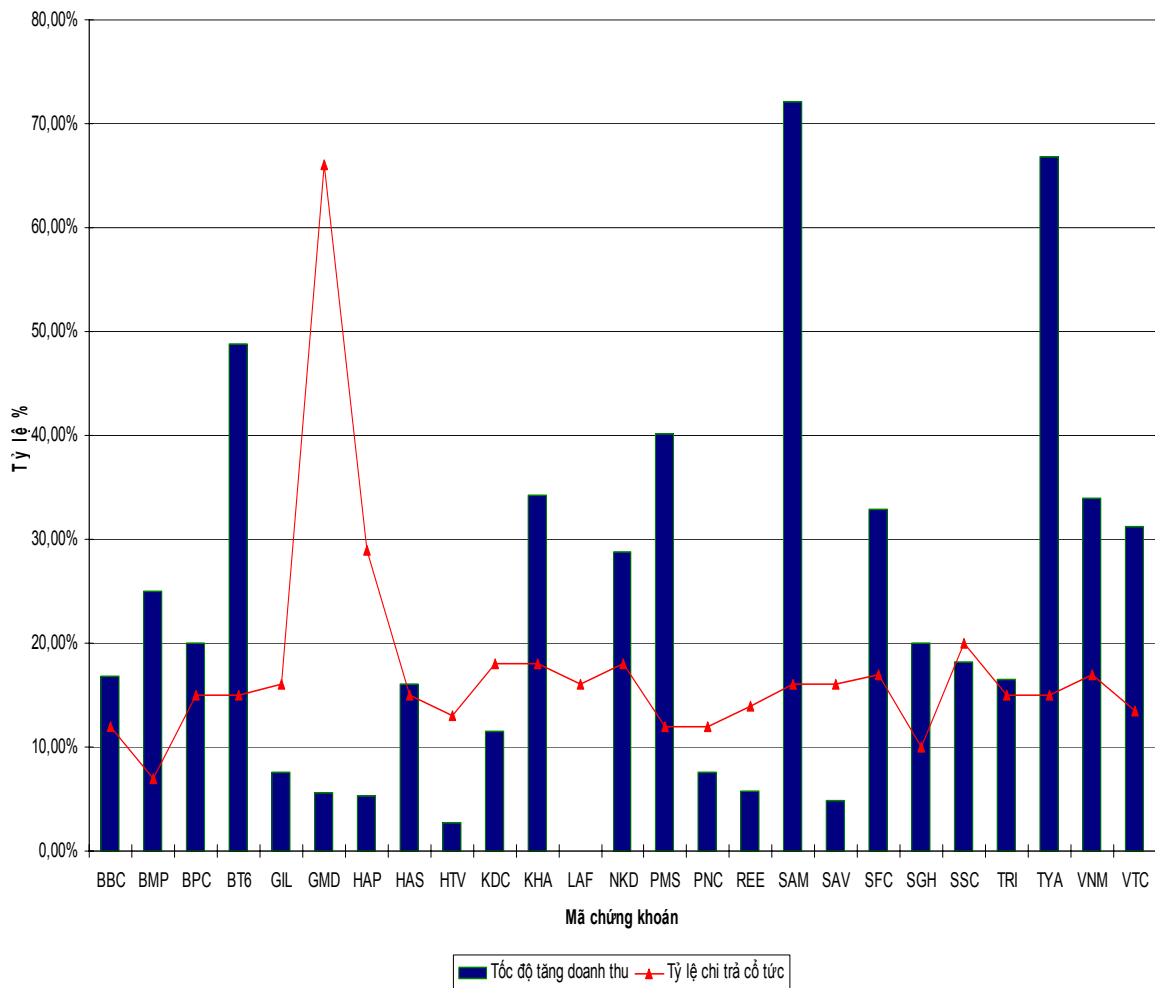
### **2.2.2. Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động.**

Bên cạnh những doanh nghiệp trả cổ tức ổn định như trên, nhiều doanh nghiệp khác chọn chính sách chi trả cổ tức theo tỷ lệ thay đổi từ năm này sang năm khác tùy thuộc vào các cơ hội đầu tư mà doanh nghiệp có được. Hay nói cách khác, khi có các cơ hội đầu tư mang lại lợi nhuận kỳ vọng cao hơn mức mong đợi của các cổ đông, thì doanh nghiệp sẽ có thể chỉ chi trả cổ tức ở một tỷ lệ thấp và giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư. Giám đốc điều hành quỹ VF1 - Trần Thanh Tân - cũng cho rằng, doanh nghiệp được lãi bao nhiêu đem chia hết là hạ sách bởi một đồng lãi thu được đem tái đầu tư bằng 3 đồng đi vay ngân hàng. <sup>[4]</sup>

Vì thế hiện nay cách chia cổ tức phổ biến nhất là trích lại một phần lợi nhuận để tái đầu tư hoặc tăng vốn điều lệ, còn lại vừa trả cổ tức bằng tiền vừa trả bằng cổ phiếu. Như ông Lê Đắc Sơn, tổng giám đốc VPBank, cho biết ngân hàng này dành ít nhất vài chục tỷ đồng để nâng vốn điều lệ chứ không chia hết cho cổ đông; hay như cổ tức của ACB luôn cao hơn 30%/năm, nhưng cổ đông chỉ được nhận khoảng 40% cổ tức bằng tiền, phần còn lại được nhận bằng cổ phiếu. Điều này lý giải tại sao ACB liên tục tăng vốn điều lệ qua các năm, nhưng cổ đông không phải nộp thêm tiền, mà được nhận cổ phiếu phát không. Số lợi nhuận dùng để tăng vốn điều lệ

thông qua trả bằng cổ phiếu của ACB cũng được dùng để tái đầu tư cho hệ thống thẻ, thanh toán tự động nội bộ, đào tạo nhân viên kinh doanh trên thị trường liên ngân hàng, cho vay tiêu dùng, khai trương các hoạt động hỗ trợ địa ốc, ...

Khảo sát tỷ lệ chi trả cổ tức trong năm 2005 của một số các công ty cổ phần trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM ta sẽ thấy được xu hướng là những công ty nào có mức tăng trưởng cao thường có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp hơn những công ty khác. (phụ lục 2 - hình 2.6)



**Hình 2.6.** Mối quan hệ giữa tốc độ tăng trưởng doanh thu và tỷ lệ chi trả cổ tức

\* Ghi chú: Theo số liệu thống kê của một số các công ty thông báo chi trả cổ tức năm 2005.

Việc lựa chọn chính sách chi trả cổ tức nào là tùy thuộc vào chiến lược phát triển của doanh nghiệp và biểu quyết tại Đại hội cổ đông. Tuy nhiên cần lưu ý, do cổ đông của một công ty luôn bao gồm cả những nhà đầu tư dài hạn và ngắn hạn nên thường xuất hiện hai xu hướng khác nhau: nhóm những nhà đầu tư dài hạn luôn sẵn sàng nắm giữ cổ phiếu lâu dài, hi sinh lợi nhuận ban đầu (cổ tức) để dành vốn đầu tư phát triển doanh nghiệp và hưởng những giá trị nâng cao trong tương lai (lãi vốn); còn nhà đầu tư ngắn hạn lại thường không có ý định gắn bó lâu dài với doanh nghiệp nên muốn được chia cổ tức cao và có xu hướng bán cổ phiếu ra khi được giá (hay còn gọi là mua bán cổ phiếu theo kiểu “lướt sóng”). Không thể đánh giá thấp nhà đầu tư nào, dù là ngắn hạn hay dài hạn vì chính những nhà đầu tư ngắn hạn đã tạo ra tính thanh khoản cho cổ phiếu và làm cho thị trường chứng khoán sôi động. Nhưng nếu xét từ góc độ doanh nghiệp thì nhà đầu tư dài hạn sẽ đóng vai trò quan trọng hơn nên họ sẽ có tiếng nói quan trọng trong việc quyết định chính sách cổ tức. Thế nhưng trên thực tế, để lựa chọn và đưa ra được một chính sách chi trả cổ tức phù hợp là điều hoàn toàn không đơn giản đối với các doanh nghiệp. Bên cạnh việc xem xét mức độ ưu tiên của các cổ đông, nhà quản trị doanh nghiệp còn phải xem xét tới lợi ích kinh tế cũng như mức độ ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến giá trị của doanh nghiệp. Và một khi đã lựa chọn được chính sách cổ tức thích hợp thì phải áp dụng ổn định, hạn chế tối đa sự thay đổi thất thường và phải thật thận trọng trước khi quyết định thay đổi một chính sách cổ tức này bằng một chính sách cổ tức khác.

## **2.3. MỐI LIÊN HỆ GIỮA CHÍNH SÁCH CỔ TỨC VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP**

### **2.3.1. Xét dưới góc độ quan điểm của nhà đầu tư**

Cho đến nay vẫn không thể phủ nhận lý thuyết của MM nhưng nó chỉ phù hợp trong một nền kinh tế thị trường hoàn hảo với những giả định hoàn hảo

như: không có thuế, không có chi phí giao dịch, chi phí phát hành và không có các bất hoàn hảo khác của thị trường; còn trong nền kinh tế thị trường hiện nay nói chung cũng như tại Việt Nam nói riêng, giả định này là không thực, vì thể chính sách cổ tức sẽ có những ảnh hưởng nhất định đến giá trị của doanh nghiệp. Tuy nhiên làm cách nào để xác định được giá trị của một doanh nghiệp lại là vấn đề không đơn giản. Nếu chỉ xác định đơn thuần theo giá trị sổ sách kế toán thì giá trị doanh nghiệp được tính dựa trên công thức:

$$\text{Giá trị của doanh nghiệp} = \text{Giá trị vốn chủ sở hữu} + (\text{vốn vay} \times \text{thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp}) - \text{chi phí phá sản}$$

Nhưng cách tính như trên chỉ tương đối chính xác vì ngoài ra còn phải cộng thêm vào đó những giá trị vô hình như: lợi thế ngành nghề, lợi thế vị trí, thương hiệu (uy tín), những ưu đãi của Nhà nước, định hướng quy hoạch phát triển của xã hội, ..., là những yếu tố có ảnh hưởng không nhỏ đến giá trị doanh nghiệp trên thị trường. Giá trị này thường được phản ánh qua giá cổ phiếu của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán. Nếu xác định giá trị doanh nghiệp theo công thức thì cơ sở để tính là những số liệu kế toán cụ thể, còn nếu cộng thêm vào đó những giá trị vô hình thì việc định giá có thể sẽ dẫn đến những con số khác nhau bởi nó tùy thuộc vào tâm lý và nhận định của nhà đầu tư. Chẳng hạn như:

**Thứ nhất**, tính đến thời điểm này, chính sách thuế thu nhập cá nhân của Việt Nam tạm thời vẫn chưa đánh vào những khoản thu nhập từ cổ tức và lãi vốn của nhà đầu tư cá nhân, nên việc có được thu nhập từ loại nào cũng đều như nhau đối với nhà đầu tư và họ sẽ tìm mọi cách để nắm giữ những cổ phiếu nào mang lại cho họ thu nhập cao. Nhưng trong tình trạng thị trường chứng khoán đang có nhiều biến động bất thường như hiện nay, với hàng loạt các cổ phiếu giảm giá kể cả các cổ phiếu có tính thanh khoản cao và tỷ suất sinh lời lớn (blue-chip), thì *yếu tố lịch sử chi trả cổ tức ổn định* sẽ là một trong những

yếu tố được nhà đầu tư xét đến và lựa chọn. Hay nói cách khác, nhà đầu tư sẵn sàng trả một mức giá cao hợp lý (thường là cao hơn mệnh giá) để sở hữu những cổ phiếu do các công ty này phát hành, dẫn đến kết quả làm cho **giá trị doanh nghiệp tăng lên**.

Khảo sát sự biến động giá cổ phiếu của một vài công ty có lịch sử chi trả cổ tức ổn định từ những năm 2006 trở về trước, ta sẽ thấy những cổ phiếu này thường có biên độ giao động theo chiều hướng chung là tăng giá so với thời điểm ban đầu.



**Hình 2.7.** Đồ thị giá và khối lượng cổ phiếu giao dịch của một công ty điển hình có chính sách chi trả cổ tức ổn định



**Hình 2.8.** Đồ thị giá và khối lượng cổ phiếu giao dịch của một công ty điển hình có chính sách chi trả cổ tức không ổn định

*(xem thêm ở phụ lục 2 và 3)*

**Thứ hai**, hiện nay việc nhận cổ tức bằng tiền mặt và bằng cổ phiếu là không thể thay thế nhau một cách trọn vẹn. Bởi vì nếu được nhận cổ tức dưới hình thức tiền mặt thì đó là một khoản thu nhập mà cổ đông sẽ có được ngay thời điểm chia và có thể sử dụng nó vào những mục đích khác của mình; còn nếu được chia bằng cổ phiếu (hoặc được quyền mua theo một tỷ lệ nhất định nào đó) thì phải mất một khoảng thời gian, thường là từ hai đến ba tháng sau, cổ đông mới có thêm cổ phiếu mới. Đây là một khoảng thời gian chứa nhiều rủi ro đối với các nhà đầu tư vì khi đã có thông báo tỷ lệ trả cổ tức đồng thời kèm theo quyền mua (nếu có) thì ngay sau ngày chốt quyền, giá thị trường của cổ phiếu lập tức được xác định lại và giảm đi tương ứng. Ví dụ:

- Ông A đang giữ 200 cổ phiếu của STB với giá đóng cửa vào ngày 6/6 là 144.000 đồng/cổ phiếu.
- Ngày 7/6/2007, STB chốt quyền và chi trả cổ tức theo tỷ lệ 12% bằng cổ phiếu đồng thời cho quyền mua 1:1 với giá 15.000 đồng/cổ phiếu.
- Sáng ngày 8/6/2007, ngay phiên giao dịch đầu tiên, giá cổ phiếu STB do ông A đang nắm giữ sẽ được tính lại thành:

$$\frac{(200 \times 144.000) + (200 \times 15.000) + 200 \times 12\% \times 144.000}{200 + 200 + 200 \times 12\%} = 75.815đ / cp$$

Như vậy trong thời gian này, không những chưa nhận được cổ phiếu mới mà vô hình chung ông A còn bị thiệt hại  $200 \times (144.000 - 75.815) = 13.637.000$  đồng do hiện giá cổ phiếu giảm. Muốn thu hồi đủ vốn để đầu tư cho một dự án khác có khả năng sinh lời cao hơn sẽ khó khăn, đó là chưa kể đến khoản chi phí 0,5% phải trả khi muốn bán cổ phiếu để lấy tiền mặt. Nếu chờ đến khi cổ phiếu tăng giá trở lại rồi mới bán thì có thể đã bỏ lỡ cơ hội, hay nói cách khác, nhà đầu tư sẽ mất một khoản chi phí cơ hội. Còn nếu cổ phiếu không tăng giá mà lại tiếp tục giảm như việc giảm giá của cổ phiếu STB trong thời gian qua thì nhà đầu tư sẽ khó thu hồi vốn ban đầu.

Tóm lại, đối với những nhà đầu tư không thích rủi ro thì việc **nhận một khoản cổ tức thay cho chờ một khoản lãi vốn không chắc chắn trong tương lai** có thể sẽ cho phép họ chiết khấu lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp với một tỷ lệ thấp hơn, do đó **làm tăng giá trị của doanh nghiệp** và ngược lại.

**Thứ ba**, một lý do khác cũng làm cho chính sách cổ tức có những ảnh hưởng nhất định đến giá trị doanh nghiệp đó là sự bất cân xứng thông tin trên thị trường chứng khoán. Hiện nay theo thống kê, trong số khoảng 250.000 tài khoản đang có tại các công ty môi giới và đầu tư chứng khoán thì phần lớn là của các nhà đầu tư cá nhân, trong đó không ít người thuộc dạng nghiệp dư, chưa đủ kỹ năng phân tích nên còn đầu tư theo tin đồn, theo tâm lý đám đông. Thêm vào đó, thị trường chứng khoán là nơi rất nhạy cảm với thông tin nên chỉ cần một sự sụt giảm trong cổ tức sẽ dễ dẫn đến tâm lý các nhà đầu tư cho rằng công ty làm ăn kém hiệu quả hơn nếu không có sự giải thích, thuyết minh rõ ràng (thông tin không minh bạch). Kết quả, họ sẽ từ chối nắm giữ cổ phiếu của công ty, làm giá trị doanh nghiệp trên thị trường giảm. Nếu công ty thực hiện huy động thêm vốn thông qua phát hành thêm cổ phiếu sẽ không đạt kết quả cao như mong đợi (thặng dư vốn thấp) dẫn đến giá trị doanh nghiệp giảm tương ứng.

### **2.3.2. Xét dưới góc độ quan điểm của doanh nghiệp**

Chính sách phân chia cổ tức là một trong những chính sách có tác động trực tiếp đến nguồn vốn đầu tư tái sản xuất mở rộng và mức lợi nhuận ròng sẽ thu được hàng năm của một doanh nghiệp, do đó nó sẽ có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp, nhất là khi doanh nghiệp quyết định theo đuổi một chính sách cổ tức ổn định và nhất quán. Lý do:

*Thứ nhất*, để đảm bảo có tiền trả cổ tức ổn định hàng năm công ty có thể sẽ phải bỏ qua các cơ hội đầu tư tốt, làm tăng giá trị của công ty trong tương lai.



*Thứ hai*, nếu không muốn bỏ qua cơ hội đầu tư tốt, công ty có thể huy động vốn bằng cách đi vay hoặc phát hành thêm cổ phiếu mới, nhưng cả hai cách này đều sẽ tốn kém nhiều chi phí. 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 bao gồm:

- Tư vấn phát hành lần đầu: 100 triệu đồng
  - Đăng ký giao dịch tại Sở giao dịch CK TP.HCM: 100 triệu đồng
  - Làm bản cáo bạch: 70 triệu đồng
- Phát hành thêm để tăng vốn hoặc trả cổ tức, trả phí:
  - + Tư vấn phát hành thêm : 50 triệu đồng
  - + Kiểm toán vốn: 50 triệu đồng
  - (trong trường hợp trả cổ tức bằng cổ phiếu thì không cần kiểm toán)
- Chi phí sổ cổ đông: 10.000 đồng/cuốn
- ...

Mức chi phí trên có thể giao động tùy theo quy mô công ty và tùy từng công ty chứng khoán, nhưng nói chung, nó chiếm khoảng 5 - 10% tổng giá trị một lần phát hành. Các chi phí này sẽ làm tăng chi phí sử dụng vốn và do đó làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Vì vậy, các doanh nghiệp khi có những cơ hội đầu tư thường thích giữ lại lợi nhuận để có thể sử dụng vốn của mình một cách có lợi hơn. Nhưng chính việc giữ lại lợi nhuận này đôi khi sẽ phải đánh đổi bằng sự từ bỏ sở hữu của một số các cổ đông mà mỗi quan tâm hàng đầu của họ là được hưởng cổ tức cao, ổn định.

Bên cạnh đó, thực tế là việc duy trì một chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả cao sẽ có những tác dụng tích cực trong việc làm tăng giá trị công ty, vì:

- Nó giúp công ty có được một hình ảnh đẹp và hấp dẫn nhà đầu tư hơn. Do đó, cổ phiếu của công ty sẽ có tính thanh khoản cao và giá cổ phiếu được giao dịch trên thị trường cũng sẽ cao hơn mặt bằng chung (nhưng điều ngược lại chưa chắc đúng), từ đó làm tăng giá trị công ty.

- Nó tạo ra động lực cho sự phát triển, tăng năng suất lao động, hiệu quả làm việc của nhân viên trong công ty. Phát huy khả năng sáng tạo của mọi thành viên trong việc đưa ra những chiến lược kinh doanh nhằm nâng cao doanh thu, lợi nhuận của đơn vị, tăng giá trị doanh nghiệp.
- Mặt khác, để có thể duy trì được việc chi trả cổ tức, buộc ban lãnh đạo công ty, các nhà quản trị phải có chiến lược tài chính, đầu tư trong dài hạn, nâng cao hiệu suất sử dụng vốn, góp phần làm tăng giá trị doanh nghiệp trong dài hạn.

#### **2.4. TÓM LƯỢC THỰC TRẠNG CHÍNH SÁCH CỔ TỨC TẠI MỘT SỐ CÔNG TY CỔ PHẦN KHU VỰC TP.HCM**

Hiện nay có hai dạng chính sách cổ tức được các công ty cổ phần khu vực TP.HCM áp dụng đó là: Chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả ổn định và chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động. Để đưa ra một chính sách chi trả cổ tức phù hợp, các công ty căn cứ vào:

*Thứ nhất:* Luật doanh nghiệp số 60/2005/QH11 được Quốc hội ban hành ngày 29/11/2005. Theo đó, công ty chỉ chi trả cổ tức từ nguồn lợi nhuận ròng, hay nói cách khác, công ty chỉ trả cổ tức khi có lãi và đã hoàn thành nghĩa vụ thuế cũng như các nghĩa vụ tài chính khác theo quy định của pháp luật; đồng thời vẫn đảm bảo khả năng thanh toán đủ các khoản nợ đến hạn.

*Thứ hai:* Thông tư số 19/2003/TT-BTC ngày 20/3/2003, cho phép doanh nghiệp dùng thặng dư vốn để chia cho các cổ đông dưới hình thức cổ phiếu theo tỷ lệ sở hữu cổ phần của từng cổ đông. Đây chính là nguồn để chi cổ phiếu thưởng của các doanh nghiệp.

*Thứ ba:* Chính sách thuế thu nhập cá nhân. Do hiện nay Nhà nước tạm thời không thu thuế đối với các khoản thu nhập từ cổ tức (kể cả dưới hình thức tiền mặt, cổ phiếu, hay cổ phiếu thưởng) nên doanh nghiệp có thể chi trả cho các cổ đông dưới hình thức nào cũng được.

*Thứ tư:* Căn cứ vào khả năng tiếp cận thị trường vốn và vay nợ. Hiện nay khả năng này của các doanh nghiệp là rất cao do:

- Thị trường chứng khoán đang trên đà tăng trưởng, phát triển, tiềm năng còn nhiều, đang thu hút được rất nhiều nhà đầu tư trong và ngoài nước.
- Do tình hình kinh doanh của các công ty cổ phần, nhất là những công ty đã, đang và sắp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán, rất khả quan nên các ngân hàng sẵn sàng cho vay (bằng chứng là số dư nợ cho vay đối với các doanh nghiệp cổ phần liên tục tăng cả về số tuyệt đối và tương đối trong tổng dư nợ cho vay của hệ thống ngân hàng thương mại Nhà nước); đồng thời số lượng các ngân hàng nước ngoài đầu tư vào Việt Nam ngày càng tăng, cạnh tranh giữa các ngân hàng trở nên khốc liệt, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp vay vốn kinh doanh.

Như vậy, khi cần vốn đầu tư cho các dự án, doanh nghiệp rất chủ động trong việc lựa chọn giữa quyết định vẫn chi trả cổ tức và vay vốn ngân hàng hay giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư. Mỗi phương án đều đem lại những lợi ích nhất định cho doanh nghiệp, vấn đề còn lại là doanh nghiệp phải kết hợp với căn cứ thứ tư: căn cứ vào các ưu tiên của cổ đông.

*Thứ năm:* Các ưu tiên của cổ đông. Tâm lý chung của các nhà đầu tư là luôn mong muốn một mức chi trả cổ tức cao. Trong tình hình thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay nói chung, các nhà đầu tư rất thích nhận cổ tức bằng cổ phiếu do được hưởng chênh lệch giá cao (lãi vốn). Tuy nhiên, vẫn không ít nhà đầu tư thích nhận một phần bằng tiền mặt, phần còn lại nhận bằng cổ phiếu bởi như vậy họ vừa có ngay một khoản thu nhập thực tế, số cổ phiếu còn lại khi nào tăng giá họ sẽ bán và có thêm một khoản lãi vốn (nhưng khoản thu nhập này có thể không chắc chắn do có rủi ro).

*Ngoài ra,* do sự tồn tại tất yếu của các bất hoàn hảo trong nền kinh tế thị trường như: có thuế, có chi phí giao dịch, chi phí phát hành, thông tin không minh bạch, giao dịch nội gián, ... nên chính sách cổ tức của một công ty sẽ có

tác động không nhỏ đến giá trị của công ty đó trên thị trường. Không có sự thay thế hoàn hảo giữa chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt và bằng cổ phiếu nên tùy theo nhu cầu của nhà đầu tư mà họ sẽ sẵn sàng trả các mức giá cao thấp khác nhau để sở hữu những cổ phiếu có chính sách cổ tức phù hợp, dẫn đến ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của các công ty.

## **KẾT LUẬN CHƯƠNG 2**

Cùng với sự phát triển mạnh mẽ của thị trường chứng khoán trong thời gian qua, các công ty cổ phần khu vực TP.HCM cũng đã không ngừng chuyên nghiệp hơn trong việc vận dụng chính sách chi trả cổ tức một cách linh hoạt, đa dạng, nhưng vẫn đảm bảo chấp hành đúng các quy định của pháp luật. Nhờ vậy những công ty này đã thu hút được một lượng vốn lớn từ các nhà đầu tư trong và ngoài nước, phục vụ cho nhu cầu tái sản xuất mở rộng, làm tăng giá trị doanh nghiệp trong tương lai.

Tuy nhiên cần phải thấy rằng, do thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn là một thị trường mới, tâm lý nhà đầu tư chưa ổn định, đang từng bước chuyển lên chuyên nghiệp, nên việc dự đoán giá cổ phiếu theo tâm lý nhà đầu tư là rất khó, vượt khỏi tầm kiểm soát của doanh nghiệp. Trong khi đó, việc dùng chính sách cổ tức để hoạch định kế hoạch phát triển dài hạn, tạo ra nền móng vững chắc cho sự gia tăng giá trị doanh nghiệp trong tương lai là hoàn toàn phụ thuộc vào việc ra quyết định của những nhà quản lý doanh nghiệp. Vì thế các doanh nghiệp cần phải nghiên cứu lựa chọn một chính sách cổ tức sao cho phù hợp với thực trạng tài chính và khả năng phát triển của đơn vị. Nếu trả cổ tức quá cao sẽ dẫn tới không có tái đầu tư, nhưng nếu trả quá thấp sẽ ảnh hưởng đến nhận định của nhà đầu tư về hiệu quả kinh doanh của đơn vị. Ngoài ra, trả cổ tức bằng tiền mặt hay bằng cổ phiếu, bằng quyền mua, ... cũng cần phải được nghiên cứu và vận dụng một cách hợp lý vì sẽ làm thay đổi mức cổ tức trong tương lai của doanh nghiệp.

### **CHƯƠNG 3**

## **KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ MỘT SỐ ĐỀ XUẤT CHO VIỆC LỰA CHỌN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC TẠI CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN KHU VỰC TP.HCM**

### **3.1. NHỮNG KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU**

#### **3.1.1. Chính sách cổ tức được vận dụng đa dạng**

Thị trường chứng khoán Việt Nam tuy mới bắt đầu hoạt động từ năm 2000 nhưng tốc độ phát triển rất nhanh. Theo sắp hạng mới nhất do tạp chí tài chính Motley Fool cập nhật ngày 16/01/2007, Việt Nam lọt vào danh sách 10 thị trường chứng khoán tiềm năng nhất cho các nhà đầu tư thế giới. Trích báo cáo từ công ty quản lý vốn và nghiên cứu thị trường chứng khoán Birinyi Associates, 10 thị trường có giá chứng khoán theo xu hướng đi lên hàng đầu được sắp hạng như sau:

<b>STT</b>	<b>Quốc gia</b>	<b>Tỷ lệ sinh lời</b>
1	Peru	168%
2	Venezuela	156%
3	Việt Nam	145%
4	Trung Quốc	121%
5	Nga	92%
6	Costa Rica	77%
7	Botswana	74%
8	Croatia	61%
9	Serbia & Montenegro	58%
10	Morocco	57%

(Nguồn: Birinyi Associates).

Có được kết quả trên là nhờ vào rất nhiều nguyên nhân. Đầu tiên, nếu xét về mặt khách quan, đó là do Việt Nam hiện đang có một nền kinh tế phát triển tốt, tình hình chính trị ổn định, hệ thống pháp lý đã dần được hoàn thiện, uy tín trên thương trường quốc tế ngày càng được nâng cao. Vì thế các nhà đầu tư trong và ngoài nước có thể yên tâm khi bỏ vốn vào kinh doanh, đầu tư tại Việt Nam.

Xét về mặt chủ quan, đó là do bản thân các doanh nghiệp cổ phần đã, đang và sắp niêm yết trên thị trường chứng khoán đều hoạt động và phát triển rất tốt. Kết thúc quý 2 năm 2007, các doanh nghiệp cổ phần đều công bố báo cáo tài chính với kết quả kinh doanh rất khả quan. Tính đến ngày 20/7/07, thông qua thị trường chứng khoán đã xuất hiện một loạt các doanh nghiệp cổ phần đầu tiên có giá trị thị trường trên một tỷ USD như: ACB, STB, FPT, PVD, PPC và VNM. Để có được thành tựu này, bên cạnh những chiến lược kinh doanh hiệu quả, các doanh nghiệp trên cũng như một số doanh nghiệp cổ phần khác khu vực TP.HCM còn có một đặc điểm chung giống nhau là đã vận dụng rất linh hoạt các chính sách cổ tức, đáp ứng được nhu cầu đa dạng của nhiều nhóm nhà đầu tư khác nhau.

Trong thời gian đầu mới hoạt động, trên thị trường chứng khoán chỉ có hai loại cổ phiếu là REE và SAM, hình thức chi trả cổ tức duy nhất là trả bằng tiền mặt. Năm 2004, công ty cổ phần đại lý liên hiệp vận chuyển (mã chứng khoán – GMD) và công ty cổ phần Cơ điện lạnh (REE), bắt đầu áp dụng trả cổ tức bằng cổ phiếu. Sang đến năm 2006, đã có 25,97% tổng số công ty đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM áp dụng hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu (phụ lục 4). Ngoài ra, còn có một số công ty sử dụng thêm hình thức trả cổ phiếu thưởng cho các cổ đông hiện hữu, như: FPT (30 triệu cổ phiếu), VNM (hơn 8 triệu), STB (gần 19 triệu), REE (gần 5 triệu), DHI, .... Mặc dù cổ phiếu thưởng không được coi là cổ tức thực sự bởi vì cổ tức này không được thanh toán bằng tiền mà chỉ làm tăng số lượng cổ phiếu đang

lưu hành, nhưng do tâm lý không phải trả thêm tiền mà có thêm cổ phiếu nên hấp dẫn được nhiều nhà đầu tư. Vì thế, các nhà đầu tư sẽ tìm mua những cổ phiếu này trước khi chia cổ phiếu thưởng (nhất là cổ phiếu của các công ty có tính thanh khoản cao), làm cho cầu về cổ phiếu tăng cao. Hơn nữa, việc chia cổ tức bằng cổ phiếu có nghĩa là doanh nghiệp giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, dẫn đến gia tăng kỳ vọng của nhà đầu tư về sự phát triển của doanh nghiệp trong tương lai. Các yếu tố này sẽ góp phần đẩy giá của cổ phiếu nói riêng và chỉ số VN-Index nói chung tăng cao.

Sự đa dạng hóa các chính sách cổ tức giúp nhà đầu tư dễ dàng lựa chọn “rủ” cổ phiếu của mình sao cho phù hợp với dòng ngân lưu và chiến lược đầu tư ngắn hạn hay dài hạn của mình. Từ đó tạo ra hoạt động mua bán phong phú, đa dạng và sôi động trên thị trường chứng khoán.

### **3.1.2. Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt chưa cao.**

Theo số liệu thống kê thực trạng chi trả cổ tức tại các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM, tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt bình quân khoảng 15% trên mệnh giá (phụ lục 2). Với tỷ lệ chi trả này, nhiều cuộc khảo sát đã kết luận rằng đó là mức cao, chẳng hạn như kết luận của Viện nghiên cứu Thành lập và Phát triển doanh nghiệp [4], của Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam [12], ... .

Việc trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức cao có mặt tích cực là tạo sức ép cho Ban quản lý doanh nghiệp phải hoạt động năng động, sáng tạo hơn và hiệu quả hơn; đồng thời có điều kiện đào thải những nhà quản trị kém. Tuy nhiên việc trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức cao sẽ hạn chế khả năng tích tụ vốn của doanh nghiệp để tái đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh, tỷ trọng vốn vay ngân hàng tăng lên và có khả năng mất cân đối các nguồn trả nợ nếu doanh nghiệp không thận trọng trong việc vay vốn hoặc việc đầu tư sẽ không được mạnh dạn. Thậm chí, do sức ép về thanh toán cổ tức bằng tiền mặt cho các cổ đông,

một số doanh nghiệp cổ phần kinh doanh kém hiệu quả, thua lỗ vẫn thanh toán cổ tức cho các cổ đông nhằm xoa dịu cổ đông và để giữ vị trí quản lý của những người lãnh đạo. Hành động chia cổ tức như trên thực chất là lấy vốn điều lệ chia cho cổ đông, trái Luật Doanh nghiệp nhưng không bị xử lý - Luật hiện hành chưa qui định chế tài để xử lý Ban quản lý và Hội đồng quản trị các doanh nghiệp này.

Vì những lý do trên, Viện nghiên cứu Thành lập và Phát triển doanh nghiệp cũng như Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam kêu gọi các doanh nghiệp giảm tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt xuống còn từ 0 – 4% mệnh giá (bởi vì theo thông lệ quốc tế, tại các nước phát triển thì tỷ lệ trả cổ tức chỉ từ 0 – 2%, còn tại các nước đang phát triển thì chỉ từ 0 – 4%). Tuy nhiên trong thực tế, kết luận trên cần được xem xét lại. Cụ thể hiện nay, các công ty khi phát hành cổ phiếu để huy động thêm vốn thường bao giờ cũng phát hành cao hơn mệnh giá (ví dụ: mệnh giá 10.000đ nhưng AGF phát hành thêm với giá 38.000đ, DMC – 35.000đ, STB – 15.000đ, SSI – 50.000đ, ...). Do giá phát hành cao hơn từ 3 – 5 lần mệnh giá nên mức lãi suất mà các công ty cổ phần thực tế phải trả chỉ khoảng từ 3 – 5%/năm. Trong khi đó, mức lãi suất cơ bản do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam công bố là 8,25%/năm (phụ lục 5) và tỷ lệ lạm phát của nước ta bảy tháng đầu năm 2007 là 8,4% (số liệu của Cục Thống kê). Như vậy mức lãi suất 3 – 5% là quá thấp so với gửi tiền tiết kiệm, đó là chưa kể nếu so với tỷ lệ lạm phát thì mức lãi gửi tiết kiệm cũng chỉ vừa bù trượt giá.

Nếu các công ty cổ phần chấp thuận giảm tỷ lệ chi trả cổ tức xuống chỉ còn 4% như kêu gọi của Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam thì mức cổ tức thực phải chi trả còn khoảng từ 0,8 – 1,3%/năm. Kết quả có thể là:

- Các doanh nghiệp sẽ phát hành cổ phiếu để huy động thêm vốn thay vì vay ngân hàng. Hoạt động giải ngân của ngân hàng sẽ gặp khó khăn.



- Việc các doanh nghiệp ồ ạt phát hành thêm cổ phiếu trong khi thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam chưa cao (vẫn đứng ở nửa phía dưới của 10 nước ASEAN, thấp hơn Singapore, Malaysia, Philippines, Thái Lan, Brunei, gần bằng Indonesia và cao hơn Lào, Campuchia, Miến Điện)<sup>[10]</sup>, nhu cầu mua cổ phiếu của các nhà đầu tư chưa nhiều (mới có khoảng 0,1% dân số VN tham gia đầu tư chứng khoán, trong khi tỷ lệ này ở các nước trong khu vực lên đến 3-5%)<sup>[2]</sup> sẽ dẫn đến tình trạng cung vượt cầu, làm cho giá của cổ phiếu bị “pha loãng” (giảm giá).
- Không khuyến khích nhà đầu tư cá nhân mua cổ phiếu (nhất là với nhóm nhà đầu tư kỳ vọng vào thu nhập mang lại từ cổ tức)

Tóm lại, *mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết tại Sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM hiện nay chưa cao đến mức phải lo ngại hay phải can thiệp điều chỉnh.*

### **3.1.3. Thời điểm thuận lợi để chi trả cổ tức bằng cổ phiếu nhưng phải có phương án sử dụng vốn hiệu quả.**

Cùng với đà tăng trưởng chung của nền kinh tế, nhiều các công ty cũng đang trong giai đoạn mở rộng và phát triển sản xuất nên rất cần vốn. Doanh nghiệp có thể lựa chọn các giải pháp như vay ngân hàng, phát hành cổ phiếu, trái phiếu, ... để huy động vốn. Và với mức chi trả cổ tức bình quân như hiện nay (khoảng 15% trên mệnh giá, nhưng thực tế chỉ khoảng 3 – 5% trên vốn huy động), việc tăng vốn bằng cách phát hành thêm cổ phiếu đang ngày càng được nhiều doanh nghiệp cổ phần lựa chọn do lợi hơn vay ngân hàng. Những công ty có lợi nhuận càng lớn, giá phát hành cổ phiếu càng cao như SSI phát hành với giá 50.000 đồng gấp 5 lần mệnh giá nhưng chỉ phải trả cổ tức trên mệnh giá 10.000 đồng. Trong khi đó vay ngân hàng không chỉ rắc rối về thủ tục mà lãi vay phải trả lại cao hơn cổ tức.

Mặt khác, thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung và Sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM nói riêng vẫn đang trên đà phát triển. Với tổng giá trị

vốn hóa đạt gần 9 tỷ USD (kể cả thị trường phi tập trung - OTC), thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn khá nhỏ so với các thị trường khác trong khu vực (thị trường chứng khoán Trung Quốc 681 tỷ USD, Thái Lan 118 tỷ USD); và ước tính hiện nay cũng mới chỉ có khoảng 0,1% dân số Việt Nam tham gia đầu tư chứng khoán, trong khi tỷ lệ này ở các nước trong khu vực là 3 - 5%. Do đó có thể thấy tiềm năng phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn nhiều.

***Tuy nhiên, việc phát hành cổ phiếu để trả cổ tức hay không không nên phụ thuộc quá nhiều vào việc thị trường chứng khoán đang tăng hay giảm giá mà nên tùy thuộc vào các dự án đầu tư mới của doanh nghiệp. Khi đó các doanh nghiệp vừa có thể huy động được vốn, vừa đem lại lợi ích cho các cổ đông do được hưởng lợi từ việc nhận cổ tức bằng cổ phiếu với giá rẻ. Chẳng hạn như công ty Bibica theo kế hoạch năm 2006 trả cổ tức 12% bằng tiền mặt. Sau khi đã trả 5% đợt 1, công ty quyết định thay đổi trả cổ tức đợt 2 bằng cổ phiếu là 12% bằng mệnh giá. Mặc dù tổng lợi nhuận sau thuế của Bibica năm nay là 19,3 tỉ đồng (vượt 60% so với kế hoạch đề ra) nhưng Công ty Bibica vẫn quyết định giữ lại tiền mặt để trả cổ tức bằng cổ phiếu. Lý do công ty đưa ra là thị trường chứng khoán đang có những yếu tố thuận lợi cho việc trả cổ tức bằng cổ phiếu. Mặt khác, hiện nay công ty đang cần rất nhiều vốn để thực hiện các dự án, việc giữ lại tiền mặt sẽ giúp công ty có thêm vốn để phát triển sản xuất, tăng vốn điều lệ và các cổ đông cũng được hưởng lợi từ tốc độ tăng trưởng và lợi nhuận thu về của công ty.***

Nhìn chung, năm 2006, tỷ lệ các công ty chi trả cổ tức bằng cổ phiếu tăng đáng kể so với các năm trước, nhất là ở các công ty mới niêm yết, và nhiều công ty đã thành công khi áp dụng phương thức này để huy động vốn. Nhưng việc áp dụng hình thức chi trả cổ tức bằng cổ phiếu ở các công ty cổ phần thuộc khu vực TP.HCM vẫn còn một số điểm cần lưu ý như sau :

- Việc chi trả này ở nhiều công ty là chưa diễn ra thường xuyên và liên tục (trừ các công ty đã có truyền thống chi trả cổ tức bằng cổ phiếu từ trước như REE, Gemadept, ...), đồng thời vẫn phải thường đi kèm với việc trả cổ tức bằng tiền mặt.
- Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng cổ phiếu thường ở tỷ lệ cao (cao hơn trả cổ tức bằng tiền mặt) thậm chí có nơi rất cao như công ty cổ phần cao su Hòa Bình – HRC (80%), Gemadept – GMD (66%), REE (50%), ...

Việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu ở tỷ lệ cao sẽ dẫn tới chi phí cổ tức ở các năm sau tăng lên buộc công ty phải sử dụng vốn huy động một cách có hiệu quả. Đó là chưa kể nếu chi ở tỷ lệ cao như vậy thì công ty sẽ khó áp dụng một cách liên tục, nhất quán trong nhiều năm. Và việc đồng loạt nhiều công ty phát hành thêm cổ phiếu trong thời gian gần đây tại Sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM cộng với tác động của nhiều yếu tố như: Chỉ thị số 03 ngày 28/5/2007 của Ngân hàng Nhà nước về việc khống chế số dư nợ cho vay chứng khoán, một loạt các Doanh nghiệp Nhà nước lớn chuẩn bị phát hành cổ phiếu lần đầu (như Vietcombank, Công ty thông tin viễn thông Điện lực, ...), sự bất hoàn hảo thông tin trên thị trường chứng khoán khiến các nhà đầu tư phụ thuộc nhiều vào các chỉ dẫn đầu tư của các tập đoàn tài chính nước ngoài (như Ngân hàng Hồng Kông – HSBC), công bố của Ủy ban chứng khoán Nhà nước cho rằng hệ số P/E trung bình của thị trường đang vượt xa mức an toàn, cụ thể : cuối quý 1/2007, chỉ số P/E trung bình tại Sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM là 28,40 còn tại Hà Nội là 45,10 trong khi mức được coi là an toàn chỉ từ 10-17, ...

Tất cả những vấn đề trên đã làm cho cung trên thị trường chứng khoán tăng nhưng nguồn vốn kinh doanh chứng khoán bị hạn chế và tâm lý nhà đầu tư giao động, e ngại khi bỏ thêm vốn đầu tư, định hướng đầu tư gặp khó khăn. Kết quả, giá cổ phiếu trên thị trường giảm, các đợt đầu giá phát hành thêm cổ phiếu của các công ty đạt kết quả rất thấp làm giá trị công ty bị giảm.

Do đó, mặc dù việc chuyển từ trả cổ tức toàn bộ bằng tiền mặt sang trả một phần bằng cổ phiếu là rất phù hợp trong thời điểm này nhưng các công ty không nên chỉ vì thị trường chứng khoán đang tăng trưởng mà cần phải có chiến lược phát triển kinh doanh trong dài hạn, phát huy hiệu quả sử dụng vốn huy động một cách tốt nhất.

### **3.1.4. Phát hành cổ phiếu thưởng quá nhiều.**

Cổ phiếu thưởng được lấy nguồn từ lợi nhuận sau thuế của công ty sau khi đã được sự thông qua của Đại hội cổ đông. Tuy không được chính thức coi là một hình thức trả cổ tức nhưng khoản cổ tức thưởng thêm (thường là vào cuối năm) vẫn được không ít nhà đầu tư chờ đợi do tâm lý không cần chi thêm tiền mà vẫn có thêm cổ phiếu, nhất là với những cổ phiếu đang có giá cao trên thị trường chứng khoán, bởi như vậy các cổ đông sẽ được hưởng khoản lãi vốn. Nhưng việc phát hành cổ phiếu thưởng quá nhiều cũng có thể dẫn đến tác động ngược lại: làm giảm giá cổ phiếu và do đó giảm giá trị doanh nghiệp.

Cụ thể như trong thời gian qua tại sàn giao dịch TP.HCM, với sự kiện cổ phần hóa và phát hành cổ phiếu lần đầu (IPO) ra công chúng thành công của các doanh nghiệp Nhà nước có quy mô lớn như: Đạm Phú Mỹ, Bảo Việt, ....; cộng thêm thông tin tiếp tục cổ phần hóa các doanh nghiệp Nhà nước lớn như: Vietcombank, BIDV, Incombank, MobiFone, Vinaphone, Tổng công ty Rượu bia Nước giải khát Sài Gòn, .... đã làm cho số lượng và chủng loại hàng hóa trên thị trường chứng khoán ngày càng đa dạng và phong phú; các nhà đầu tư sẽ có cơ hội lựa chọn cổ phiếu của những doanh nghiệp lớn, có uy tín, có lợi thế ngành nghề và có chất lượng cao.

Thế nhưng, chưa kịp tiêu thụ hết các đợt IPO thì thị trường chứng khoán nói chung và sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM nói riêng lại phải đón nhận thêm hàng trăm triệu cổ phiếu phát hành thêm, cổ phiếu thưởng (FPT đưa ra 30 triệu cổ phiếu, VNM hơn 8 triệu, STB gần 19 triệu, REE gần 5 triệu, ...)

nên đã dẫn đến tình trạng cung vượt cầu, số lượng cổ phiếu vượt quá khả năng tài chính của nhà đầu tư. Chỉ tính riêng tại sàn TP HCM đã có hơn 80 chục tổ chức niêm yết đã, đang và sẽ phát hành thêm cổ phiếu. Nếu tính cả sàn Hà Nội thì ***nhà đầu tư phải cần hơn 90.000 tỷ đồng*** mới có thể mua hết được lượng cổ phiếu thưởng, cổ phiếu phát hành thêm. Lượng tiền khổng lồ này đang là một bài toán khó khi ngân hàng ngừng cho vay đầu tư chứng khoán, nhà đầu tư nước ngoài đang do dự chưa dám đổ vốn nhiều.

Đó là chưa kể việc triển khai hình thức khớp lệnh liên tục làm nhiều nhà đầu tư cá nhân, nhà đầu tư không chuyên, ngại và tạm ngừng giao dịch hoặc tranh thủ bán trước khi thực hiện khớp lệnh liên tục. Kết quả là giá chứng khoán liên tục giảm qua các phiên. Lần đầu tiên trong vòng 6 tháng qua (tính từ đầu năm 2007), một loạt các cổ phiếu giảm giá mạnh và dài ngày. Không chỉ BMC, FPT, GMD, REE, SAM, SFN, STB, VSH... mà cả DHG, TAC, NKD, SJS... cũng đã giảm mạnh.

Điều đáng nói nhất là tất cả những cổ phiếu trên đều có kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm khá ấn tượng: FPT, STB lãi hơn 500 tỷ đồng; REE, SAM, GMD, DHG... đều có lãi vượt quá con số 100 tỷ, cao hơn năm 2006. Nhưng tin tốt lành này vẫn không đủ sức kéo giá lên. Ngoài nguyên nhân giảm giá chung của thị trường thì việc phát hành cổ phiếu thưởng quá nhiều cộng với các đợt IPO trong thời gian gần đây đã ảnh hưởng xấu đến giá.

Ngoài ra, hiện nay nhiều công ty đại chúng còn sử dụng chính sách thưởng cổ phiếu cho các cổ đông là cán bộ - công nhân viên của đơn vị nhằm gắn kết người lao động với công ty, khuyến khích họ cống hiến cho công ty, thu hút lao động trình độ cao. Chẳng hạn như Vinamilk, REE, Kinh Đô, Alphanam, Sacombank, FPT... Nhưng nếu lạm dụng cách làm này bằng việc bán khối lượng cổ phiếu lớn với giá rẻ cho cổ đông nội bộ sẽ gây ra thiệt hại cho các nhà đầu tư khác.

Vì vậy, việc phát hành cổ phiếu thưởng hiện nay tại các doanh nghiệp cổ phần nên có sự chọn lọc lại, không áp dụng đại trà hay áp dụng cho có phong trào để thu hút nhà đầu tư. Cần phải cân nhắc kỹ trước khi phát hành cổ phiếu thưởng vì có thể làm cho giá cổ phiếu bị “pha loãng”, quyền kiểm soát công ty bị ảnh hưởng, và những năm sau công ty còn cần phải trả thêm cổ tức cho những cổ phiếu này.

### **3.2. MỘT SỐ ĐỀ XUẤT VỀ LỰA CHỌN ÁP DỤNG CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CHO CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP.HCM**

Chính sách phân chia cổ tức ảnh hưởng rất lớn đến lợi ích kinh tế của công ty cổ phần cũng như của các cổ đông. Cổ tức là một trong những động lực để người lao động tham gia mua cổ phần, thông qua đó tạo ra sự gắn bó và trách nhiệm đối với công ty. Đồng thời, chính sách này cũng sẽ có tác động đến nguồn vốn đầu tư tái sản xuất mở rộng của công ty và lợi nhuận ròng thu được hàng năm. Vì vậy, chính sách cổ tức mà một công ty cổ phần sắp quyết định có ảnh hưởng đến giá trị thị trường của công ty đó và gián tiếp làm ảnh hưởng đến các cổ đông. Như đã trình bày ở các chương trước, trong nền kinh tế thị trường hoàn hảo thì chính sách cổ tức không tác động gì đến giá trị của công ty. Nhưng thực tế ngày nay các công ty đều phải sản xuất kinh doanh trong thị trường không hoàn hảo, nên chính sách cổ tức có tác động không nhỏ đến giá trị của công ty. Do đó, cần thận trọng khi đưa ra các quyết định liên quan đến chính sách cổ tức.

Điều hành kinh doanh một công ty sao cho có hiệu quả, có lợi nhuận đã khó, việc lựa chọn một chính sách phân phối lợi nhuận lại càng không đơn giản. Chẳng hạn như ông Nguyễn Đức Đối, Giám đốc nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh, cũng đã từng cho biết, khi mới cổ phần hóa, nhà máy dự kiến chia cổ tức mỗi tháng 1% song do thời tiết không thuận lợi, sản lượng điện

sản xuất năm 2005 thấp nên chỉ tiêu đó không đạt. Năm 2006, khi tiến hành chia cổ tức, công ty đã phải cân nhắc mãi xem liệu có dùng hết lợi nhuận chia cổ tức hay trích lại một phần, cuối cùng Đại hội cổ đông thống nhất chia hết.

Việc cố gắng duy trì một mức cổ tức cao bằng cách đem chia toàn bộ lợi nhuận sẽ đặt công ty vào tình trạng thiếu vốn đầu tư phát triển. Nguồn vốn của một doanh nghiệp bao gồm vốn chủ sở hữu và vốn vay. Nếu chỉ thực hiện nâng vốn thông qua vốn vay sẽ khiến doanh nghiệp phải chịu một áp lực lãi suất rất lớn, thêm vào đó rủi ro tài chính cũng gia tăng do tăng đòn cân nợ. Nhưng nếu trả cổ tức ở mức thấp sẽ không thu hút được nhà đầu tư. Còn nếu trả cổ tức lúc quá cao lúc quá thấp sẽ làm nhà đầu tư không yên tâm, không tin tưởng vào năng lực của Hội đồng quản trị, lãnh đạo công ty, nghi ngờ về khả năng phát triển bền vững của đơn vị.

Cho nên, vấn đề đặt ra là cần có chính sách cổ tức ổn định, nhất quán trong các công ty cổ phần ở nước ta hiện nay. Việc này vừa giúp các công ty chủ động trong kế hoạch tài chính, kế hoạch chi trả cổ tức các năm, vừa tạo động lực cho thị trường chứng khoán phát triển. Để có thể làm được điều này, các công ty cần nghiên cứu các vấn đề sau:

### **3.2.1. Đưa ra những căn cứ cụ thể khi xây dựng chính sách cổ tức.**

Để xây dựng, lựa chọn được một chính sách cổ tức phù hợp, có rất nhiều căn cứ. Doanh nghiệp cần cân nhắc, sắp xếp theo những thứ tự ưu tiên cao thấp khác nhau sao cho thích hợp với mục tiêu kinh doanh của đơn vị.

#### **3.2.1.1. Những căn cứ pháp lý**

Toàn bộ các hoạt động của công ty nói chung trong đó có hoạt động phân phối lợi nhuận nói riêng đều phải tuân theo các quy định hiện hành của pháp luật. Đây có thể nói là căn cứ đầu tiên của bất kỳ doanh nghiệp nào. Hiện nay, để thực hiện chi trả cổ tức, cổ phiếu thưởng, các công ty có thể căn cứ vào

Luật doanh nghiệp năm 2005 và Thông tư số 19/2003/TT-BTC ngày 20/3/2003. Về cơ bản, các công ty phải đáp ứng đầy đủ các điều kiện sau:

*Thứ nhất*, công ty chỉ được trả cổ tức khi kinh doanh có lãi. Nguồn chi trả cổ tức được trích từ lợi nhuận giữ lại của công ty sau khi đã hoàn thành nghĩa vụ thuế và các nghĩa vụ tài chính khác theo quy định của pháp luật; trích lập các quỹ công ty và bù đắp đủ lỗ trước đó theo quy định của pháp luật và Điều lệ công ty.

*Thứ hai*, ngay sau khi trả hết số cổ tức đã định, công ty vẫn phải bảo đảm thanh toán đủ các khoản nợ và nghĩa vụ tài sản khác đến hạn.

*Thứ ba*, trong trường hợp công ty có cổ phiếu ưu đãi cổ tức thì những cổ đông ưu tiên này phải được xem xét thực hiện quyền trước, đảm bảo tổng số cổ tức mà các cổ đông này nhận được không thấp hơn mức cổ tức chi trả cho các cổ đông phổ thông.

*Thứ tư*, Công ty đại chúng phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu để tăng vốn điều lệ phải được Đại hội đồng cổ đông thông qua và có đủ nguồn thực hiện từ các nguồn: lợi nhuận tích lũy, quỹ đầu tư phát triển; quỹ thặng dư vốn (phần vốn công ty cổ phần được hưởng theo chế độ).

- Trường hợp thặng dư vốn do chênh lệch giữa giá bán cổ phiếu với mệnh giá cổ phiếu được phát hành để thực hiện dự án đầu tư thì công ty chỉ được sử dụng để bổ sung vốn điều lệ sau ba năm kể từ khi dự án đã hoàn thành và đưa vào khai thác, sử dụng.
- Trường hợp thặng dư vốn do chênh lệch giữa giá bán với mệnh giá cổ phiếu phát hành thêm thì công ty chỉ được sử dụng để bổ sung vốn điều lệ sau một năm kể từ thời điểm kết thúc đợt phát hành.

### **3.2.1.2 Các ưu tiên của cổ đông**

*Thứ nhất*, cổ đông của một công ty luôn bao gồm cả những nhà đầu tư ngắn hạn và dài hạn, do đó sở thích và các ưu tiên đầu tư của họ cũng khác nhau. Có người thích nhận cổ tức cao nhưng có người đồng ý nhận một mức cổ tức



thấp hơn để dành vốn tái đầu tư vào các dự án mang lại lợi nhuận cao hơn của công ty, đem lại lãi vốn cho các cổ đông; có người thích nhận cổ tức bằng tiền mặt nhưng có người muốn nhận bằng cổ phiếu; ... ***Doanh nghiệp rất khó có thể thỏa mãn đồng thời tất cả các sở thích của nhà đầu tư.*** Vừa có thể chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao vừa đồng thời có vốn tích lũy để tái đầu tư mở rộng sản xuất là hai nhu cầu không thể đáp ứng cùng lúc. Vì vậy, cũng như các tổ chức kinh doanh khác phải phân đoạn thị trường, chọn đoạn thị trường mục tiêu, xác định và lựa chọn nhóm khách hàng phục vụ, ***các công ty cổ phần cũng phải xác định các cổ đông chiến lược của mình,*** thông thường đó là những nhà đầu tư chiến lược, đầu tư dài hạn, luôn sẵn sàng góp vốn vào công ty, chấp nhận cổ tức ban đầu thấp để kỳ vọng vào một mức cổ tức cao hơn hoặc một khoản lãi vốn trong tương lai.

*Thứ hai,* trải qua nhiều giai đoạn phát triển kể cả suy thoái của thị trường chứng khoán trong sáu năm qua, nhiều nhà đầu tư đã được rèn luyện để trở nên bản lĩnh hơn, chuyên nghiệp hơn. Họ không chỉ đơn thuần nhìn vào mức cổ tức một công ty chi trả để đánh giá giá trị công ty mà hiện nay, xu hướng chung của các nhà đầu tư là nhìn vào các chiến lược phát triển dài hạn của đơn vị. Do đó các công ty đại chúng cần phải khẳng định được uy tín của thương hiệu trên thị trường; phải công khai thông tin thật minh bạch, chính xác và đáng tin cậy (kể cả các thông tin thuận lợi hay bất lợi kèm hướng giải quyết, khắc phục – nếu có). Đồng thời thường xuyên thông báo tiến độ, kết quả thực hiện các dự án mà cổ đông đang góp vốn đầu tư.

Chẳng hạn như công ty cổ phần Đại lý liên hiệp vận chuyển (Gemadep) đã khiến các cổ đông hài lòng với việc đưa ra bản chiến lược phát triển giai đoạn 2004- 2008 khá chi tiết và ấn tượng, Kế hoạch đưa ra định hướng rõ ràng là trong vòng 5 năm tới, Gemadep sẽ tập trung vào bốn nhóm chiến lược cơ bản, bao gồm: mở rộng và phát triển thị trường; phát triển các sản phẩm dịch vụ; liên kết, liên doanh và chia nhỏ tổ chức và nâng cao chất lượng dịch vụ.

Theo đó, Gemadept sẽ tập trung đầu tư tối đa cho các dự án chuyên ngành (phát triển đội tàu, hệ thống cảng biển và các vệ tinh ở nước ngoài để quảng bá thương hiệu và kêu gọi hợp tác đầu tư), đồng thời mở rộng sang nhiều lĩnh vực khác. ...

Như thế mới làm cho các nhà đầu tư hoàn toàn yên tâm, tin tưởng vào sự phát triển trong dài hạn của đơn vị, không giao động trước các thông tin không chính xác khác dẫn đến từ chối tiếp tục nắm giữ cổ phiếu của công ty, gây thiệt hại đến giá trị doanh nghiệp.

*Thứ ba*, do tính đến thời điểm này, chính sách thuế thu nhập cá nhân vẫn chưa đánh vào cổ tức và các khoản thu nhập từ chuyển nhượng vốn của cá nhân, nên việc chi trả cổ tức dưới hình thức nào cũng như nhau đối với các cổ đông, các nhà đầu tư cá nhân. Nhưng nếu từ năm 2009, dự thảo Luật thuế thu nhập cá nhân mới được chính thức đưa vào áp dụng và không có gì sửa đổi thì nhà đầu tư sẽ phải nộp thuế khi nhận được cổ tức và chuyển nhượng vốn có lãi, cụ thể theo biểu thuế suất như sau:

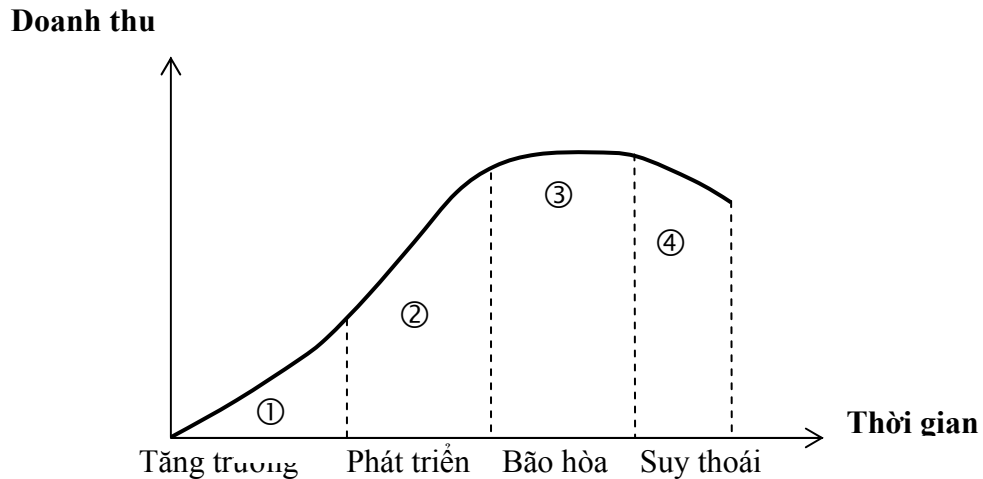
- Thu nhập từ đầu tư vốn: ..... thuế suất 5%
- Thu nhập từ hoạt động chuyển nhượng vốn, chuyển nhượng chứng khoán: ..... thuế suất 25%

Do chính sách cổ tức nên được áp dụng một cách nhất quán, ổn định, hạn chế sự thay đổi lớn hoặc đột ngột để không gây ra phản ứng tâm lý từ phía các nhà đầu tư, nên các công ty cổ phần phải dự trù trước những khoản thuế trên trong chính sách chi trả cổ tức của mình nhằm đưa ra một mức cổ tức hợp lý giữa trả bằng tiền mặt hay trả bằng cổ phiếu.

Cụ thể, khi quy đổi các dòng tiền tương lai về hiện tại để định giá cổ phiếu, dòng tiền tiền này cần phải trừ đi mức thuế phải đóng tương ứng của nhà đầu tư.

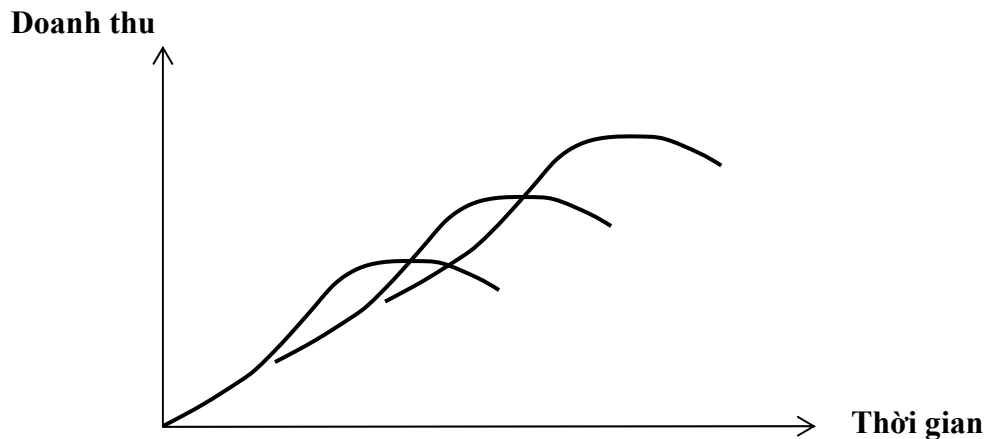
### **3.2.1.3. Các cơ hội đầu tư, phát triển của công ty**

Chu kỳ sống của một doanh nghiệp luôn bao gồm bốn giai đoạn:



Ở mỗi giai đoạn khác nhau, nhu cầu về lượng tiền mặt của doanh nghiệp là khác nhau. Về mặt lý thuyết, chỉ **giai đoạn phát triển là giai đoạn mà doanh nghiệp có nhiều cơ hội đầu tư và phát triển nhất do đó cần phát huy tối đa chính sách chi trả cổ tức bằng cổ phiếu** để có thể giữ lại lợi nhuận – nguồn vốn có chi phí sử dụng thấp nhất – dùng cho tái đầu tư mở rộng. Chẳng hạn như hãng Microsoft trong suốt một thời gian dài không trả cổ tức nhưng hầu hết các cổ đông nắm giữ cổ phiếu công ty này đã trở thành triệu phú nhờ vào sự tăng trưởng cả về quy mô lẫn doanh thu của hãng. Sang giai đoạn bão hòa, tốc độ tăng trưởng của đơn vị chững lại và vào giai đoạn suy thoái thì nhu cầu dùng tiền mặt của công ty giảm thấp, công ty có thể dùng phần lớn lợi nhuận để chi trả cổ tức bằng tiền mặt.

Tuy nhiên, trong thực tế, việc xác định ranh giới của bốn giai đoạn trên là không đơn giản. Mặt khác, nếu đã là một công ty đang hoạt động liên tục, không có dấu hiệu phá sản thì chu kỳ sống trên chỉ được coi là đơn nhất, còn toàn bộ chu kỳ sống của một doanh nghiệp thông thường bao gồm rất nhiều chu kỳ phát triển nối tiếp, gói đầu nhau:



Vì thế khi xây dựng các chính sách chi trả cổ tức cũng như vận dụng các phương thức chi trả cổ tức, doanh nghiệp cần lưu ý đến:

- Nhu cầu luồng tiền của đơn vị bình quân (có thể xác định qua báo cáo lưu chuyển tiền tệ hằng năm của đơn vị).
- Vị thế của công ty trên thị trường nói chung và so với các đối thủ cùng ngành nói riêng. Vì nếu vị thế này cao, chứng tỏ các nhà đầu tư sẵn sàng chờ một mức cổ tức cao hơn hoặc lãi vốn trong tương lai và doanh nghiệp có thể mạnh dạn quyết định tỷ lệ chi trả cổ tức không cao hoặc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu.
- Ngược lại, nếu công ty được đánh giá là tốc độ tăng trưởng không cao, lợi nhuận tương lai kỳ vọng mang lại khó bù đắp những rủi ro, trượt giá, thuế thu nhập cá nhân sẽ phải đóng, ..., thì việc chỉ nhận cổ tức bằng cổ phiếu trong dài hạn mà không nhận được bất kỳ một khoản thu nhập “thực” nào sẽ khiến cho các cổ đông không đủ động lực để kiên nhẫn chờ đợi và bán ra những cổ phiếu đang nắm giữ để lựa chọn những cổ phiếu khác mang lại thu nhập nhanh hơn, tốt hơn.
- Mặt khác, với một thị trường chứng khoán vừa phát triển như ở nước ta, việc tạo động lực cho tất cả các nhà đầu tư tham gia là rất quan trọng, không phân biệt ngắn hay dài hạn. Do đó, trừ khi công ty đang

trong giai đoạn thịnh vượng – phát triển mạnh, đang cần huy động rất nhiều vốn, nếu không, nên chi trả cổ tức một phần bằng tiền mặt (có thể là tháp) và một phần bằng cổ phiếu.

#### **3.2.1.4. Một số các yếu tố khác**

Ngoài ra, để hoạch định một chính sách cổ tức phù hợp với đặc thù của từng công ty, Hội đồng quản trị và ban lãnh đạo công ty còn phải lưu ý tới một số các khía cạnh khác như:

- *Chủ trương về sự ổn định lợi nhuận của công ty*: quyết định chi trả cổ tức bao giờ cũng phụ thuộc vào mức thu nhập, tỷ lệ chi trả và tỷ lệ giữ lại để tái đầu tư. Vì thế, một công ty có thu nhập ổn định thường sẽ có khả năng chi trả cổ tức ổn định. Mặc dù hiện nay, việc đánh giá một công ty không hoàn toàn phụ thuộc vào mức cổ tức mà công ty đó chi trả nhưng một sụt giảm trong cổ tức vẫn thường bị xem là dấu hiệu xấu.

Xét dưới góc độ cổ đông, các nhà đầu tư dài hạn thường sẵn sàng chấp nhận việc công ty giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư hơn là chia cổ tức nếu như mức lợi nhuận mà công ty đạt được do tái đầu tư cao hơn mức lợi nhuận mà chính các nhà đầu tư có thể đạt được nếu tự đầu tư ở nơi khác. Chẳng hạn, một công ty có thể sử dụng lợi nhuận để tái đầu tư và thu được lợi nhuận 25%; trong khi đó, nếu chia cho các cổ đông và sau đó chính họ sử dụng số cổ tức này để đầu tư thì chỉ thu được 15%; tất nhiên, các cổ đông sẽ mong muốn để lại phần thu nhập của mình cho công ty tái đầu tư hơn.

Thế nhưng về phía công ty, một khi đã sử dụng phần lợi nhuận giữ lại này để tái đầu tư thì bao giờ cũng phải chấp nhận rủi ro đầu tư, nghĩa là mức lợi nhuận thu về từ dự án đầu tư mới không cao như kỳ vọng ban đầu. Vì thế đòi hỏi công ty cũng cần phải dự tính trước nhằm chủ động trong việc hoạch định luồng tiền và lập kế hoạch chi trả cổ tức cho các cổ đông hiện hữu, ít nhất là duy trì như cũ.

- *Việc kiểm soát công ty*: Lợi nhuận tích lũy lớn luôn tạo thuận lợi cho các nhà quản lý trong việc chủ động điều hành sản xuất, kinh doanh của đơn vị. Nếu công ty chi trả cổ tức cao, lợi nhuận tích lũy ít, buộc phải vay hoặc phát hành cổ phiếu mới để huy động thêm vốn, sẽ đặt công ty trong tình trạng có khả năng thay đổi quyền kiểm soát do có sự thay đổi trong tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của công ty. Để duy trì tỷ lệ nắm giữ và khả năng kiểm soát hiện tại, các nhà quản lý của công ty phải mua thêm một phần tương ứng với tỷ lệ nắm giữ trong tổng số lượng cổ phiếu phát hành thêm.

- *Nội bộ công ty*: Chính sách cổ tức là một trong những động lực để người lao động quyết định góp vốn và trở thành chủ nhân thực sự của công ty. Tình hình kinh doanh tốt, khả năng phát triển cao, tỷ lệ chi trả cổ tức ổn định là những yếu tố giúp người lao động lạc quan, hăng say làm việc, gắn bó với đơn vị. Thúc đẩy công ty ngày càng phát triển vững mạnh, giá trị công ty tăng thể hiện qua sự tăng giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Trong điều kiện đó, việc trả cổ tức bằng cổ phiếu được nhiều nhà đầu tư ưa chuộng do họ có thể hưởng khoản lãi vốn do cổ phiếu đang tăng giá. Nhưng ngược lại, khi nội bộ công ty đang có sự sắp xếp, thay đổi nhân sự thì phương thức chi trả cổ tức cần phải xem xét lại, nếu không sẽ dẫn đến những kết quả ngược lại, làm giá cổ phiếu sụt giảm kéo theo giá trị thị trường của doanh nghiệp giảm.

Diễn hình như việc giảm giá liên tục qua các phiên của cổ phiếu ngân hàng Sài Gòn Thương tín (mã chứng khoán - STB) trong thời gian gần đây tại Sàn Giao dịch chứng khoán TP.HCM. Giá đóng cửa của STB vào ngày 6/6 là 144.000 đồng/cổ phiếu. Ngày 7/6, STB chốt quyền và chi trả cổ tức bằng cổ phiếu theo tỷ lệ 12%, đồng thời cho quyền mua 1:1 với giá 15.000 đồng/cổ phiếu. Sáng ngày 8/6, giá cổ phiếu của STB giao dịch thành công là 75.000 đồng/cổ phiếu; và sau đó liên tục giảm tiếp qua các phiên sau. Hiện nay giá giao động khoảng 55.000 đồng/cổ phiếu, bất chấp các thông tin tốt từ tình hình kinh doanh của ngân hàng. Nguyên nhân được đưa ra bao gồm:

Thứ nhất: Do ảnh hưởng xu hướng giảm giá chung của thị trường chứng khoán.

Thứ hai: STB phát hành thêm cổ phiếu trong khi các đợt IPO của nhiều doanh nghiệp lớn khác đang chuẩn bị tiến hành nên nhà đầu tư dành vốn chờ đợi.

Thứ ba: Do có sự thay đổi nhân sự nên các cổ đông lớn của ngân hàng bán ra một lượng lớn cổ phiếu nắm giữ làm cung trên thị trường tăng và giá giảm.

Vì vậy tình hình nội bộ công ty cũng là một trong các căn cứ mà nhà quản lý doanh nghiệp cần phải cân nhắc trước khi đưa ra quyết định trả cổ tức.

### **3.2.2. Hoàn thiện chính sách cổ tức**

Mới ra đời và đi vào hoạt động được hơn sáu năm, thị trường chứng khoán Việt Nam còn rất non trẻ, nhiều vấn đề cần được sửa đổi và hoàn thiện. Tuy nhiên, việc ra đời sau là một lợi thế mà các doanh nghiệp cần phải tận dụng vì có thể nghiên cứu từ thực tiễn hoạt động của các thị trường chứng khoán khác trên thế giới, nhất là những thị trường lớn như Sở giao dịch chứng khoán New York, Hongkong, ... Trong đó, có chỉ số giá chứng khoán nói chung, chỉ số Dow Jones nói riêng được coi là phong vũ biểu, hay là nhiệt kế để đo tình trạng sức khoẻ của nền kinh tế, xã hội.

Thông thường nền kinh tế tăng trưởng thì chỉ số tăng và ngược lại. Tuy nhiên, giá chứng khoán nói riêng, giá của thị trường nói chung đều là tổng hợp của hàng loạt yếu tố như: các yếu tố kinh tế vĩ mô, các yếu tố của môi trường đầu tư... nhất là yếu tố tâm lý của người đầu tư. Nhiều khi mới chỉ có dấu hiệu tăng trưởng của nền kinh tế (mà thực sự chưa có) là mức lạc quan của nhà đầu tư đã có thể rất cao và họ đua nhau đi mua chứng khoán, đẩy giá lên cao. Điển hình như phiên đấu giá của Công ty cổ phần dây và cáp điện Việt Nam (Cadivi) tại Sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM trong thời gian qua. Đây được coi là phiên đấu giá kịch tính với lượng cổ phần chào bán là 3,42 triệu cổ phần nhưng số đặt mua lên tới 67 triệu. Giá khởi điểm là 40.000 đồng/cổ

phiếu, giá trung bình quân lên tới 185.369 đồng, giá trung thấp nhất là 152.600 đồng. Kết quả đấu giá là 253 nhà đầu tư cá nhân, toàn bộ 105 tổ chức tham gia đấu giá đều "về không" vì không thể chấp nhận nổi mức giá trên trời mà các nhà đầu tư cá nhân đưa ra.

Ngược lại, có khi tình hình chưa đến nổi tồi tệ, nhưng mọi người đã hoảng hốt bán tổng bán tháo chứng khoán làm giá giảm tồi tệ. Vì thế, Hội đồng quản trị cũng như ban lãnh đạo của các công ty cổ phần phải thực sự có bản lĩnh để đưa ra những quyết định phù hợp với tình hình thực tế của đơn vị, không bị ảnh hưởng bởi những biến động nhất thời của thị trường. Nếu công ty thực sự có nội lực thì sau một thời gian nhất định, các nhà đầu tư cũng sẽ nhận ra và lựa chọn. Và để có thể thu hút đồng thời giữ chân những nhà đầu tư lớn, công ty cần ngày càng hoàn thiện các chiến lược kinh doanh và chính sách phân phối thu nhập. Với tình hình kinh tế nói chung và tình hình thị trường chứng khoán nói riêng hiện nay, một chính sách cổ tức được coi là thích hợp sẽ là **sự kết hợp hoàn thiện giữa trả cổ tức bằng tiền mặt – trả cổ tức bằng cổ phiếu – và một khoản thưởng thêm**. Cụ thể:

### **3.2.2.1. Duy trì một mức trả cổ tức ổn định hàng năm**

Công ty sẽ trả một mức cổ tức ổn định hàng năm trên mệnh giá mỗi cổ phiếu. Mức cổ tức công bố nên là một số tiền cụ thể, ví dụ: 500 đồng/cổ phiếu, ... còn tỷ lệ phần trăm sẽ do nhà đầu tư tự quy đổi. Mức cổ tức này có thể là thấp, không cần cao, nhưng cũng không nên hoàn toàn không chi trả. Lý do:

- Thu hút mọi đối tượng đầu tư kể cả các nhà đầu tư ngắn hạn và dài hạn vì như đã nói, những nhà đầu tư dài hạn sẽ là các nhà đầu tư chiến lược nhưng chính những nhà đầu tư ngắn hạn sẽ tạo ra tính thanh khoản cho cổ phiếu của công ty trên thị trường chứng khoán, không thể đánh giá thấp nhà đầu tư nào.
- Thu hút và thể hiện sự quan tâm đến những đối tượng đầu tư vốn cần cổ tức như một khoản tiền sử dụng cho chi tiêu thiết yếu.



- Một khoản thu nhập ổn định tối thiểu cũng sẽ được các nhà đầu tư dài hạn chiết khấu với mức rủi ro thấp và làm tăng giá trị cổ phiếu dẫn tới tăng giá trị doanh nghiệp.

### **3.2.2.2. Xác định tỷ lệ chi trả cổ tức bằng cổ phiếu hợp lý**

Các công ty cần phải xác định rằng hoạt động trên thị trường luôn vận động theo cung cầu nhưng có lúc tách biệt khỏi hoạt động kinh doanh của bản thân công ty niêm yết cổ phiếu. Thường có 3 xu hướng xảy ra: Thứ nhất, thị trường quá lạc quan sẽ có nhiều nhu cầu mua cổ phiếu, giá cổ phiếu tăng nhanh liên tục trong một thời gian dài thoát ra khỏi hiện thực hoạt động của các công ty niêm yết, hiện tượng này kéo dài trong nhiều năm gọi là “bong bóng”. Thứ hai, thị trường vì một lý do nào đó gây nên sự bi quan quá mức đối với nhà đầu tư, họ bán tháo cổ phiếu, làm giá tụt xuống nhanh quá mức và do đó cũng không phản ánh đúng thực trạng của các công ty niêm yết khiến thị trường có thể bị sụp đổ như ở Thái Lan hồi tháng 7/1997. Thứ ba, sau khi tăng hoặc giảm giá một thời gian, nhà đầu tư sẽ bình tĩnh lại và thị trường sẽ điều chỉnh, giá cổ phiếu trở lại mức gần phù hợp với tình hình thực tế của các công ty niêm yết.

Do đã nhìn thấy bài học của các nước đi trước, cũng như thực tế hiện nay, thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung vẫn chưa hội tụ đủ các doanh nghiệp mạnh, chủ chốt, đại diện cho nền kinh tế cả nước, nên chỉ số chứng khoán Việt Nam chưa thực sự là phong vũ biểu của nền kinh tế và những biến động bất thường nhất thời của thị trường cũng sẽ nhanh chóng được điều chỉnh. Các nhà đầu tư bản lĩnh vẫn lựa chọn những doanh nghiệp có tình hình kinh doanh tốt để đầu tư dài hạn.

Vì thế, trong giai đoạn phát triển, có nhiều dự án đầu tư mới làm tăng giá trị của doanh nghiệp trong tương lai thì các doanh nghiệp nên mạnh dạn vận dụng cách thức trả cổ tức bằng cổ phiếu để giữ lại lợi nhuận đem tái đầu tư

thậm chí phát hành thêm cổ phiếu để huy động vốn. Tỷ lệ chi trả thông thường do Hội đồng cổ đông quyết định nhưng phải xuất phát từ các yêu cầu:

- Có nhu cầu sử dụng vốn huy động, không phát hành vì lý do thị trường chứng khoán đang tăng giá.
- Đủ để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động, không huy động dư vì như vậy doanh nghiệp sẽ chịu gánh nặng cổ tức ở các năm sau.
- Vẫn đảm bảo một tỷ lệ lợi nhuận giữ lại đủ để tài trợ cho những nhu cầu đầu tư bình thường khác, nhằm duy trì sự tăng trưởng bền vững của công ty.
- Tổng số cổ tức phải trả thêm của những cổ phiếu mới phát hành không vượt quá mức tăng lợi nhuận của công ty do việc đầu tư thêm dự án mới mang lại.

Đồng thời công ty cần công khai thông tin minh bạch, rõ ràng về kế hoạch sử dụng vốn hiệu quả để thuyết phục và làm tăng độ tin cậy của nhà đầu tư vào khả năng lãnh đạo, phát triển của công ty trong dài hạn.

Hiện nay, mức chi trả cổ tức bằng cổ phiếu hàng năm nên dao động trong khoảng từ 10%-15%/năm, đây là mức hợp lý đủ để làm cho cổ phiếu mang tính thanh khoản cao và cao hơn rất nhiều so với việc trả cổ tức bằng tiền mặt.

### **3.2.2.3. Chi trả thêm một khoản thưởng vào cuối năm**

Việc thưởng thêm là một khoản rất linh động mà doanh nghiệp có thể sử dụng để điều tiết chính sách cổ tức của mình cho phù hợp với hiệu quả kinh doanh thực tế từng thời kỳ, đồng thời cũng không ảnh hưởng gì đến việc đảm bảo sự ổn định và nhất quán của chính sách cổ tức.

Doanh nghiệp có thể công bố một tỷ lệ thưởng thêm vào cuối năm cho tất cả các cổ đông, còn thưởng bằng tiền mặt hay cổ phiếu thưởng là phụ thuộc vào ngân lưu của đơn vị. Tuy nhiên, chính vì ưu điểm của nó mà hiện nay rất nhiều doanh nghiệp áp dụng trả cổ phiếu thưởng kèm với trả cổ tức bằng cổ phiếu. Vấn đề đặt ra là:

- Nhiều cổ phiếu được phát hành thêm cùng một lúc sẽ làm giá cổ phiếu bị pha loãng do tổng tài sản của doanh nghiệp không đổi nhưng số lượng cổ phiếu tăng lên. Nếu doanh nghiệp không có biện pháp kinh doanh có hiệu quả và không công bố thông tin đến nhà đầu tư một cách minh bạch, rõ ràng về kết quả sử dụng vốn sẽ dẫn đến việc các nhà đầu tư bán bớt số cổ phiếu đang nắm giữ, làm giá cổ phiếu trên thị trường giảm, đặt doanh nghiệp trước nguy cơ bị thao túng mua.
- Nếu doanh nghiệp chủ trương áp dụng chính sách cổ tức ổn định, không có ý định cắt giảm thì lượng cổ phiếu phát hành thêm nhiều sẽ dẫn tới chi phí trả cổ tức ở những năm sau cao lên tương ứng. Vì vậy, khi tái đầu tư doanh nghiệp phải đưa những khoản chi phí này vào dòng ngân lưu của dự án để tính toán hiệu quả mang lại.
- Do nguồn chi cổ phiếu thưởng có thể lấy từ quỹ đầu tư phát triển, thặng dư vốn hoặc lợi nhuận sau thuế, còn trả cổ tức chỉ có thể lấy từ lợi nhuận sau thuế, nên trong trường hợp công ty đã có số lượng cổ phiếu phát hành phù hợp với nhu cầu vốn sử dụng thì nên chi cổ tức bằng tiền mặt và trả thêm một khoản cổ phiếu thưởng. Như vậy, các cổ đông vừa có thu nhập thực tế vừa có một khoản cổ phiếu thưởng thêm, đáp ứng nhu cầu lãi vốn trong tương lai.

Việc phát hành cổ phiếu thưởng về mặt nguyên tắc là phải áp dụng như nhau với mọi cổ đông. Nhưng thực tế tại nhiều công ty đại chúng lại vi phạm nguyên tắc này khi dành quá nhiều ưu ái cho các cổ đông hiện hữu là cán bộ công nhân viên của đơn vị. Lâu nay, việc bán cổ phiếu với giá ưu đãi cho cán bộ công nhân viên là một trong những cách mà nhiều công ty cổ phần áp dụng nhằm gắn kết người lao động với công ty, khuyến khích họ cống hiến cho công ty, thu hút lao động trình độ cao. Nhưng lạm dụng cách làm này bằng việc bán một khối lượng lớn cổ phiếu với giá rẻ cho một số cổ đông hiện hữu sẽ khiến không ít nhà đầu tư phản

ứng bởi gây ra nhiều thiệt hại cho họ. Những công ty như: Savico, Vinamilk, REE, Kinh Đô, Alphanam, Sacombank, FPT... đều áp dụng mô hình thưởng cổ phần cho nhân viên. Lý do các công ty này đưa ra là rất thuyết phục: Giữ chân người tài.

*Để khắc phục tình trạng này, nên xem xét và quy định lại cách tính tỷ số P/E. Nếu cổ phiếu thưởng dùng để thưởng thêm không áp dụng cho mọi cổ đông theo tỷ lệ như nhau mà chỉ áp dụng cho cán bộ công nhân viên của đơn vị thì đây phải được xem như một khoản chi phí có tính chất tiền lương nhằm “giữ chân người tài”. Như vậy, chỉ tiêu EPS (thu nhập bình quân mỗi cổ phiếu) sẽ giảm do chi phí tăng, dẫn tới chỉ số P/E phản ánh đúng thực chất kết quả kinh doanh của doanh nghiệp hơn. Căn cứ vào đó, các nhà đầu tư bên ngoài sẽ lựa chọn và ra quyết định đầu tư.*

### **3.3. CÁC ĐỀ XUẤT KHÁC**

Nhằm giúp các doanh nghiệp có hướng phát triển lâu dài và phù hợp với định hướng phát triển chung của nền kinh tế, rất cần có sự chỉ đạo thống nhất của các cơ quan quản lý Nhà nước như Bộ Tài chính, Ủy ban chứng khoán nhà nước, Ngân hàng Nhà nước, .... Những chiến lược điều tiết vĩ mô của Nhà nước có tác động đến các quyết định của doanh nghiệp rất nhiều, nhất là những chính sách có liên quan đến thị trường chứng khoán – một nơi được xem là rất nhạy cảm với các thông tin. Chẳng hạn như:

- Nhà nước cần có quy định cụ thể trong việc quản lý và cung cấp các thông tin cho nhà đầu tư.

Thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung và Sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM nói riêng, sau 5 năm hoạt động cầm chừng, từ cuối năm 2005 đến nay đã thực sự khởi sắc và không ngừng phát triển, tổng khối lượng và giá trị giao dịch ngày càng tăng. Nhưng ẩn chứa trong đó vẫn còn rất nhiều giao dịch nội gián mà bất kỳ nhà đầu tư, công ty chứng khoán nào cũng nhận thấy. Có

những nhóm nhà đầu tư luôn giao dịch thành công và có lợi nhuận rất cao do biết chính xác thông tin trước những nhà đầu tư khác. Nếu không có biện pháp can thiệp kịp thời như: tiến hành điều tra, tìm hiểu nguồn gốc thông tin, đưa ra những hình thức xử lý, ... thì thị trường chứng khoán càng phát triển, giao dịch nội gián càng nhiều, càng làm cho các nhà đầu tư cá nhân có khuynh hướng đầu tư theo tin đồn, theo đám đông, ảnh hưởng không tốt đến sự phát triển của thị trường chứng khoán.

- Quy định lại cách tính chỉ số P/E như đã trình bày ở trên, qua đó, các khoản cổ tức thưởng riêng cho cán bộ công nhân viên của đơn vị sẽ được xem như một khoản chi phí lương phải trừ ra trước khi xác định thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)

- Việc triển khai các chính sách mới cần được cân nhắc kỹ.

Nói như cựu Bộ trưởng Trần Xuân Giá, chúng ta phải dự báo được những phát triển đột biến của thị trường để điều hành, không phải chạy theo thị trường để chữa cháy. Chẳng hạn như trong thời gian qua, hai quy định mới là Chỉ thị số 03 ngày 28/5/2007 về việc khống chế số dư nợ cho vay chứng khoán là 3% đối với các ngân hàng và triển khai phương thức khớp lệnh liên tục từ tháng 7/2007, đã khiến các nhà đầu tư chững lại, một phần do vốn hạn chế, phải bán bớt chứng khoán để thu hồi vốn trả nợ ngân hàng, một phần do thăm dò phương thức giao dịch mới. Kết quả, chỉ số VN-Index giảm ngay trong thời điểm rất nhiều doanh nghiệp Nhà nước, các ngân hàng lớn chuẩn bị phát hành cổ phiếu lần đầu. Các doanh nghiệp khác đang phát hành thêm cổ phiếu để huy động vốn cũng bị thiệt hại do giá cổ phiếu giảm.

Tóm lại, thị trường chứng khoán là nơi phản ánh rõ thực lực của các doanh nghiệp tham gia niêm yết. Nhưng để tạo được một kênh thu hút vốn đầu tư hiệu quả và công bằng cho mọi đối tượng rất cần có sự can thiệp và điều tiết vĩ mô hợp lý của Nhà nước.

### KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Mặc dù mới đi vào hoạt động hơn sáu năm, nhưng thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung và Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM nói riêng đã thể hiện khả năng hội nhập và phát triển nhanh chóng của mình. Các doanh nghiệp niêm yết trên sàn cũng rất nhanh nhạy trong việc nắm bắt thời cơ và tận dụng được lượng vốn dồi dào. Để làm được điều này, các doanh nghiệp đã ***đa dạng hóa các chính sách chi trả cổ tức*** để thu hút được mọi đối tượng đầu tư, tạo ra tính thanh khoản cao cho các chứng khoán. Tuy nhiên cần phải nhìn nhận rằng:

- Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt thực tế chưa cao.
- Việc trả cổ tức bằng cổ phiếu và trả cổ phiếu thưởng đang được nhiều doanh nghiệp sử dụng, dẫn tới gánh nặng cổ tức ở các năm tiếp theo, buộc doanh nghiệp phải có các dự án đầu tư khả thi và mang lại lợi nhuận cao trong tương lai.

Vì thế, trước khi đưa ra một chính sách chi trả cổ tức, các doanh nghiệp cần phải nghiên cứu kỹ những đặc điểm, khả năng tài chính riêng có của đơn vị. Mặt khác, để hỗ trợ doanh nghiệp, các cơ quan quản lý Nhà nước cũng cần ban hành thêm một số những quy định pháp lý nhằm bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư cũng như tạo môi trường cạnh tranh lành mạnh giữa các doanh nghiệp, cụ thể như:

- Quy định về trách nhiệm trong việc quản lý và cung cấp thông tin cho nhà đầu tư của các tổ chức có liên quan.
- Quy định lại cách tính chỉ số P/E (phải tính khoản cổ phiếu thưởng cho nhân viên vào chi phí của doanh nghiệp).
- Ban hành và triển khai các chính sách mới một cách thận trọng và phải dự trù trước những thay đổi, phản ứng của thị trường để có những biện pháp điều tiết thích hợp.

Một phương thức chi trả cổ tức hợp lý hiện nay là kết hợp hài hòa các phương thức chi trả cổ tức như:

- Trả một phần nhỏ cổ tức cố định hàng năm bằng tiền mặt.
- Trả cổ tức bằng cổ phiếu khi có các dự án đầu tư mới cần lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư (khoảng 10 – 15%), đồng thời vẫn đảm bảo có lợi nhuận giữ lại đủ để tài trợ cho những nhu cầu đầu tư bình thường khác, nhằm duy trì sự tăng trưởng bền vững của công ty.
- Nếu lợi nhuận giữ lại còn nhiều sẽ chi trả thêm một khoản thưởng vào cuối năm.

Nghiên cứu kỹ những vấn đề trên sẽ giúp doanh nghiệp vận dụng chính sách cổ tức một cách hoàn hảo nhất để vừa đảm bảo huy động đủ nguồn lực tài chính cần thiết cho việc đầu tư và phát triển mở rộng sản xuất, vừa đem lại lợi ích cho các nhà đầu tư. Tạo nền tảng vững chắc trong việc khẳng định uy tín, thương hiệu, làm tăng giá trị doanh nghiệp trong tương lai, góp phần vào sự tăng trưởng, phát triển chung của nền kinh tế cả nước.

## LỜI KẾT

Những bất hoàn hảo của thị trường luôn tồn tại là điều không thể tránh khỏi. Vì thế chính sách cổ tức luôn có ảnh hưởng không nhỏ đến giá trị doanh nghiệp. Mặt khác, nhu cầu của các nhà đầu tư rất đa dạng, do đó doanh nghiệp cũng cần phải kết hợp hài hòa các phương thức chi trả cổ tức nhằm có thể thu hút mọi nguồn lực nhàn rỗi trong dân.

Bên cạnh đó, rất cần sự hỗ trợ của Nhà nước trong việc xây dựng và hoàn thiện một hành lang pháp lý, có những chính sách phù hợp để điều tiết vĩ mô các hoạt động của thị trường chứng khoán, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp trong việc huy động vốn trên thị trường chứng khoán. Chẳng hạn như, duy trì mức lãi suất ngân hàng hợp lý, để góp phần thúc đẩy mọi nguồn vốn nhàn rỗi tích trữ trong dân chuyển vào thị trường chứng khoán. Ngăn chặn các biểu hiện tiêu cực trên thị trường như thông tin nội gián, thông tin bất hoàn hảo, ... góp phần ổn định tâm lý, làm tăng niềm tin vững chắc của nhà đầu tư vào việc phát triển bền vững của thị trường chứng khoán.

Kết quả chung là làm cho chính sách cổ tức phản ánh trung thực kết quả kinh doanh của doanh nghiệp còn thị trường chứng khoán cùng chỉ số giá của nó sẽ là phong vũ biểu hay là nhiệt kế để đo tình trạng sức khỏe của nền kinh tế, xã hội. Đưa hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam hòa vào guồng máy hoạt động của thị trường chứng khoán thế giới nói chung./.



## TÀI LIỆU THAM KHẢO



- [1] – Tú Anh - Vụ CSTT (2007), “Hệ thống ngân hàng cho vay để đầu tư chứng khoán đang ở mức nào?”, [www.sbv.gov.vn](http://www.sbv.gov.vn) (ngày 24/5/2007)
- [2] – TS. Trịnh An Huy (2007), “Diện mạo chứng khoán Việt Nam năm 2007”, <http://csi.dddn.com.vn> (ngày 13/2/2007)
- [3] – TS. Đào Lê Minh (2004), Chính sách cổ tức và tác động của nó tới công ty, Nhà xuất bản Chính trị Quốc gia.
- [4] – Việt Phong (2006), “Chia cổ tức dễ mà khó”, [www.vnepress.net](http://www.vnepress.net) (ngày 06/1/2006)
- [5] – Phòng CSTD&LS-Vụ CSTT (2007), “Tín dụng ngân hàng đối với doanh nghiệp cổ phần”, [www.sbv.gov.vn](http://www.sbv.gov.vn) (ngày 08/5/2007)
- [6] – Theo TBKTVN (2005), “Cổ tức đi ngược thị giá”, [www.24h.com.vn](http://www.24h.com.vn) (ngày 23/12/2005)
- [7] – Theo TBTC (2005), “Trả cổ tức tại các doanh nghiệp cổ phần: có nên hạn chế trả bằng tiền mặt”, [www.mof.gov.vn](http://www.mof.gov.vn) (ngày 24/01/2005)
- [8] – PGS. TS Trần Ngọc Thơ (2005), Tài chính doanh nghiệp hiện đại, Nhà xuất bản Thống kê
- [9] – Thông tấn xã Việt Nam (2007), “Chứng khoán VN: Thiên đường đầu tư mới của Châu Á”, [www.saigonnews.vn](http://www.saigonnews.vn) (ngày 17/5/2007).

[10] – Bùi Văn (2007), “Việt Nam trong ASEAN: giành lại vị thế xứng đáng”, [www.tuanvietnam.net](http://www.tuanvietnam.net) (ngày 21/8/2007)

[11] – Vietnam Economic Times 15/5/2007

[12] – Công văn số 354/HHĐTT ngày 17/1/2007 của Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam gửi Hội đồng quản trị các Công ty Niêm yết & Đăng ký giao dịch, Hội đồng quản trị các công ty Công chúng, về việc thay đổi chính sách cổ tức.

***Các trang web:***

[www.bachtuyet.com.vn](http://www.bachtuyet.com.vn)

[www.vcbs.com.vn](http://www.vcbs.com.vn)

[www.mof.gov.vn](http://www.mof.gov.vn)

[www.ssi.com.vn](http://www.ssi.com.vn)

[www.vcbs.com.vn](http://www.vcbs.com.vn)

[www.vse.org.vn](http://www.vse.org.vn)



# VIETCOMBANK SECURITIES

## Công ty cổ phần Bánh kẹo Biên Hòa - BBC

**BBC**

### Công ty cổ phần Bánh Kẹo Biên Hòa

Địa chỉ: Khu Công Nghiệp Biên Hoà I, Thành phố Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai  
Điện thoại: (84.61) 836576 Fax: (84.61) 836950  
Email: bibica@hcm.vnn.vn  
Vốn điều lệ: 56.000.000.000 VND

### Lĩnh vực hoạt động chính

- Sản xuất kinh doanh chủ yếu bánh - kẹo - mứt;
- Xuất khẩu các sản phẩm bánh - kẹo - mứt và các loại hàng hoá khác.

### Tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh 2004

Năm 2004, tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty BBC không tương xứng so với năm 2003, nguyên nhân là do thị trường bánh kẹo có sự cạnh tranh gay gắt của các đối thủ chính tham gia thị trường như Kinh Đô, Hòa Phát, Công ty Khánh, Vinabico, Hòa Phát... và các sản phẩm bánh kẹo nhập ngoại trên thị trường.

### Các chỉ tiêu tài chính

Khoản mục	2002	2003	2004
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>212,356,422,870</b>	<b>247,982,450,179</b>	<b>244,006,531,304</b>
% thay đổi	15.9%	16.8%	-1.6%
<b>Lợi nhuận HĐSXKD</b>	<b>(10,235,860,829)</b>	<b>9,349,143,278</b>	<b>11,963,331,916</b>
% thay đổi	-284.2%	-191.3%	26.8%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>(10,086,608,431)</b>	<b>10,598,256,731</b>	<b>9,195,392,801</b>
% thay đổi	na	na	-13.4%
<b>Số lượng cổ phiếu lưu hành</b>	<b>5,600,000</b>	<b>5,600,000</b>	<b>5,600,000</b>
<b>Thị giá</b>	<b>19,836.00</b>	<b>10,787.00</b>	<b>16,600.00</b>
<b>Earning per share</b>	<b>(1,801.18)</b>	<b>1,892.55</b>	<b>1,638.91</b>
<b>P/E</b>	n/a	5.70	10.13
<b>Giá trị sổ sách</b>	<b>13,813.19</b>	<b>13,450.86</b>	<b>14,216.71</b>
<b>Price/Book Value</b>	1.44	0.80	1.17
<b>DPS</b>	<b>1,200.00</b>	<b>1,200.00</b>	<b>1,200.00</b>
<b>Dividend payout ratio</b>	na	63.41%	73.22%
<b>Dividend yield</b>	6.05%	11.12%	7.23%
<b>ROA</b>	-5.8%	6.6%	5.7%
<b>ROE</b>	-14.0%	13.5%	11.4%
<b>Công nợ/Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.41</b>	<b>1.04</b>	<b>0.98</b>
<b>Công nợ/Tổng Tài sản</b>	<b>0.58</b>	<b>0.51</b>	<b>0.49</b>
<b>Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu</b>	<b>0.08</b>	<b>0.05</b>	<b>0.07</b>

Năm 2004, các chỉ tiêu doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của BBC giảm so với năm 2003. Doanh thu thuần của BBC đạt 244 tỷ, vượt 4 tỷ so với kỳ trước nhưng giảm 1.6% so với năm 2003. Lợi nhuận hoạt động sản xuất kinh doanh tăng 26.8% so với năm 2003, tuy nhiên do năm 2004 công ty không còn hưởng ưu đãi miễn thuế TNDN nên lợi nhuận sau thuế chỉ tăng 9,1 tỷ, giảm 13,4% so với năm 2003.

Do gặp nhiều khó khăn trong sản xuất nhu giá nguyên liệu đầu vào chủ yếu như đường, sữa, bột mì... tăng mạnh nên ảnh hưởng đến sản lượng và làm tăng giá thành đầu vào của công ty. Trong khi đó sự cạnh tranh mạnh mẽ của các doanh nghiệp trong ngành cùng với sự giảm giá của các sản phẩm bánh kẹo nhập khẩu từ các nước ASEAN (do thuế nhập khẩu giảm 20% xu hướng 10%) nên đã tạo áp lực cạnh tranh, tác động đến cạnh tranh trong việc tiêu thụ các sản phẩm của công ty. Vì vậy, năm nay ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận sau thuế của công ty. Hơn nữa, trong năm 2004 công ty phải chịu thuế thu nhập doanh nghiệp nên đã làm lợi nhuận sau thuế của công ty giảm so với năm 2003.

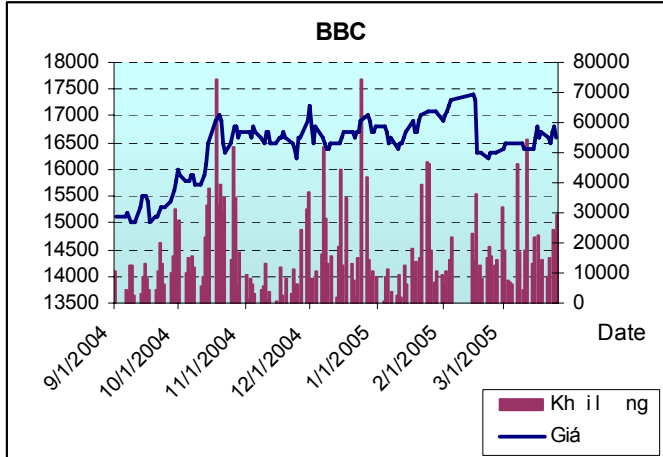
Chỉ số EPS của BBC giảm năm 2004 do thị giá thị trường năm 2004 tăng làm chỉ số P/E tăng từ 5.7 năm 2003 lên 10.13. Năm 2004, công ty BBC tiếp tục duy trì mức nợ trên vốn là 12%.

Các chỉ số lợi nhuận của công ty năm 2004 như ROA, ROE giảm so với năm 2003, lần lượt là 5.7% và 11.4% năm 2004.



**VIETCOMBANK SECURITIES**  
**Công ty cổ phần Bánh kẹo Biên Hòa - BBC**

**Đồ thị biến động giá BBC 9/2004- 3/2005**



Cao nhất 52 tuần:	19.5 ( 01/04/2004 )
Thấp nhất 52 tuần:	13.8 ( 20/03/2003 )

**Cơ cấu sản lượng sản xuất và tiêu thụ**

Chỉ tiêu	Đvt	Kế hoạch 2004	Ước thực hiện năm 2004
<b>Doanh thu</b>	Triệu	240.811	244.000
<b>Sản lượng sx</b>			
Bánh các loại	Tấn	3.693	3.946
Kẹo các loại	Tấn	5.054	5.878
Nhà các loại	Tấn	3.832	4.474
Sô cô la	Tấn	150	76
<b>Sản lượng tiêu thụ</b>			
Bánh các loại	Tấn	3.649	3.756
Kẹo các loại	Tấn	4.978	5.576
Nhà các loại	Tấn	3.832	4.450
Sô cô la	Tấn	150	50

Bánh và kẹo là các sản phẩm chủ lực của công ty, các mặt hàng này bán rất mạnh mẽ trên thị trường nên không tạo ra sự cạnh tranh mạnh mẽ về doanh thu.

**Đánh giá tình hình sản xuất kinh doanh năm 2004**

chính trị:

Năm 2004, hoạt động SXKD của công ty chủ yếu dựa vào các yếu tố sau: Dịch vụ gia công năm 2004 nhờ hoạt động sản xuất chung của công ty, nguyên liệu đầu vào là trợ giá từ các tổ chức, công ty phân phối trợ giá thay thế, trong giai đoạn này công ty cũng phải giảm sản lượng sản xuất.

Giá nguyên liệu, vật tư, nhiều loại nguyên vật liệu trong năm 2004: tăng 20%, bột tăng 40%, sữa tăng 17%, bao bì nhựa tăng 10%, trợ giá từ các tổ chức 200% làm cho giá thành sản phẩm của công ty tăng cao. Công ty đã phải giảm giá bán để giảm bớt các loại sản phẩm, do đó công ty cũng giảm sản lượng tiêu thụ sản phẩm và tăng doanh thu của công ty.

Tình hình cạnh tranh trên thị trường ngày càng gay gắt, các đối thủ cạnh tranh xuất hiện ngày càng nhiều và mở rộng sản xuất, đa dạng hóa sản phẩm, cạnh tranh về mặt giá cả và chất lượng hàng hóa và mở rộng kênh phân phối. Các đối thủ cạnh tranh lớn trên thị trường Kinh đô có sự mở rộng và tăng thị phần mạnh mẽ trên thị trường này. Ngoài ra các công ty như bánh kẹo Hòa Phát, Công ty Khánh, Vinabico- Kotobuki, Hòa Phát, Wonderfarm... cũng xúc tiến mạnh mẽ hoạt động bán hàng, cạnh tranh trong các thị trường kinh doanh chính như Trung thu, Tết, ... và cạnh tranh mạnh mẽ về các sản phẩm BBC. Bên cạnh đó, bánh kẹo các nước ASEAN nhập khẩu với thuế nhập khẩu ưu đãi còn 10% đã làm giảm giá trị hàng nhập khẩu, tạo áp lực cạnh tranh lớn về giá trị hàng nhập khẩu. Sản phẩm



# VIETCOMBANK SECURITIES

## Công ty cổ phần Bánh kẹo Biên Hòa - BBC

tranh m nh m trên th tr ã làm gi m th ph n và làm gi m s t ng tr ã ng doanh thu c a công ty.

Trong n m 2004, công ty ã th c hi n các bi n pháp i phó v i nh ng khó kh n trong tình hình SXKD nh :

- C c u l i s n ph m tiêu th , t p trung phát tri n các s n ph m có hi u qu , ho ch nh l i chính sách giá phù h p v i th tr ã ng
- Tri n khai các ho t ã ng marketing nh m c ng c và gia t ng th ph n.
- th c hành tri t ti t ki m, gi m tiêu hao trong s n xu t.

Nhìn chung, trong n m 2004, do tình hình c nh tranh và i u ki n s n xu t ngày càng khó kh n, c bi t là s t ng tr ã ng m nh m c a các i th c nh tranh ch y u nh Bánh k o Kinh ô, H i Hà, ng Khánh..nên BBC ã suy gi m v doanh thu thu n và l i nhu n sau thu , v th và th ph n c a công ty t i th tr ã ng bánh k o trong n c ã suy gi m.

Trong n m 2005, công ty c n n l c cao i th c nh tranh ch y u nh Bánh k o Kinh ô, H i Hà, ng Khánh..nên BBC ã suy gi m v doanh thu thu n và l i nhu n sau thu , v th và th ph n c a công ty t i th tr ã ng bánh k o trong n c ã suy gi m.

### Kế hoạch Sản xuất kinh doanh năm 2005

Ch tiêu	N m 2004	N m 2005	% t ng tr ã ng 2005/2004
Doanh thu thu n	<b>244.006.531.304</b>	277304.00.000	13.65%
L i nhu n tr c thu	12.89.04.32	12.918.000.000	7.06%
L i nhu n sau thu	9,195,392,801	9.827.000.000	6.8%
T l c t c	12%	12%	

### Các biện pháp thực hiện kế hoạch kinh doanh 2005

ut ngu n nhân l c có ch t l ã ng cao ph c v cho công ty thông qua các chính sách tuy n d ng, ào t o, ãi ng phù h p v i xu th chung

Ti p t c c u trúc l i s n ph m, t p trung phát tri n các s n ph m có hi u qu cao.

ut m nh cho công tác Marketing và nghiên c u phát tri n, qu n tr s n ph m theo t ã ng nh n h ã ng, có chi n l c phát tri n ng nh n và dài h n. Ti p t c c ng c và hoàn thi n các kênh phân ph i, xay d ã ng l c l ã ng bán h ã ng chuyên nghi p, t ch c lai công tác bán h ã ng.

Nhanh chóng ut i m i thi t b, m r ng s n xu t, a d ã ng hoá s ã n ph m nh m kh i ph c v trí và th ph n c a công ty.

### Các chỉ số tài chính

Chỉ số	2002	2003	2004
Tỷ số thanh toán hiện thời	1.01	1.10	1.24
Tỷ số thanh toán nhanh	0.44	0.48	0.42
Tỷ số thanh toán tiền mặt	0.13	0.14	0.10
Chỉ số	2002	2003	2004
Vòng quay các khoản phải thu (l/năm)	7.40	8.86	9.71
Vòng quay các khoản phải trả (l/năm)	5.46	5.91	6.15
Vòng quay hàng tồn kho (lần/năm)	3.32	3.71	3.38
Số ngày các khoản phải thu	49.30	41.19	37.59
Số ngày các khoản phải trả	66.86	61.73	59.39
Số ngày hàng tồn kho	110.07	98.36	107.95
Chu trình lưu chuyển tiền mặt	92.51	77.82	86.15
Vòng quay vốn lưu động	239.64	31.31	13.64
Vòng quay tổng tài sản	1.26	1.49	1.52
Vòng quay tài sản cố định	3.83	3.78	3.66
Vòng quay vốn chủ sở hữu	1.66	2.13	2.05



## VIETCOMBANK SECURITIES

Công ty cổ phần Bánh kẹo Biên Hòa - BBC

Chỉ số	2002	2003	2004
Tỷ suất LN gộp	18.59%	25.12%	26.61%
Tỷ suất LN HĐ SXKD/DT thuần	-4.67%	4.25%	3.74%
Tỷ suất LN HĐ SXKD/Tổng tài sản	-5.90%	5.83%	7.49%
Tỷ suất LN sau thuế/DT thuần	-4.75%	4.27%	3.77%
Thu nhập ròng /Tổng tài sản	-5.81%	6.61%	5.76%
Thu nhập ròng/ Vốn chủ sở hữu	-13.98%	13.50%	11.39%
Chỉ số	2002	2003	2004
Công nợ/Vốn chủ sở hữu	1.41	1.04	0.98
Công nợ/Tổng Tài sản	0.58	0.51	0.49
Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu	0.08	0.05	0.07
Nợ dài hạn/Tổng Tài sản	0.03	0.02	0.03
Lãi vay/Tổng nợ vay	0.07	0.08	0.10

### Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh

Các khoản mục	2002	2003	2004
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>216,022,771,031</b>	<b>249,601,509,811</b>	<b>245,606,882,715</b>
Trong đó doanh thu hàng xuất khẩu			
<b>Các khoản giảm trừ</b>	<b>3,666,348,161</b>	<b>1,619,059,632</b>	<b>1,600,351,411</b>
Chiết khấu			
Giảm giá		199,546,012	
Hàng bán bị trả lại	3,666,348,161	1,419,513,620	1,600,351,411
Thuế tiêu thụ đặc biệt, thuế XK phải nộp			
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>212,356,422,870</b>	<b>247,982,450,179</b>	<b>244,006,531,304</b>
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>172,876,028,838</b>	<b>185,679,264,903</b>	<b>179,083,517,094</b>
<b>Lợi nhuận gộp về bán hàng và dịch vụ</b>	<b>39,480,394,032</b>	<b>62,303,185,276</b>	<b>64,923,014,210</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	267,280,134	72,264,642	141,302,784
Chi phí tài chính	4,013,125,037	3,988,731,500	3,444,848,337
Trong đó chi phí lãi vay	3,980,587,488	3,839,753,302	3,312,413,200
<b>Chi phí bán hàng</b>	<b>33,178,619,793</b>	<b>37,093,728,957</b>	<b>37,163,512,259</b>
<b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b>	<b>12,791,790,165</b>	<b>11,943,846,183</b>	<b>12,492,624,482</b>
<b>LN thuần từ HĐ SXKD</b>	<b>(10,235,860,829)</b>	<b>9,349,143,278</b>	<b>11,963,331,916</b>
Thu nhập khác	569,854,261	2,195,231,566	1,075,799,749
Chi phí khác	420,601,863	946,118,113	950,126,732
<b>LN khác</b>	<b>149,252,398</b>	<b>1,249,113,453</b>	<b>125,673,017</b>
<b>Tổng LN trước thuế</b>	<b>(10,086,608,431)</b>	<b>10,598,256,731</b>	<b>12,089,004,933</b>
<b>Thuế thu nhập</b>		<b>0</b>	<b>2,893,612,132</b>
<b>Thu nhập sau thuế</b>	<b>(10,086,608,431)</b>	<b>10,598,256,731</b>	<b>9,195,392,801</b>



**VIETCOMBANK SECURITIES**  
**Công ty cổ phần Bánh kẹo Biên Hòa - BBC**

**Bảng cân đối kế toán**

Các khoản mục	2002	2003	2004
<b>TÀI SẢN</b>			
<b>Tài sản lưu động</b>			
Tiền mặt	12,505,513,684	10,759,336,387	7,529,033,775
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu	29,347,833,091	26,615,637,508	23,641,646,739
Hàng tồn kho	52,946,667,115	47,126,482,324	58,802,831,630
Tài sản lưu động khác	1,943,883,897	1,399,483,509	1,372,375,682
<b>Tổng tài sản lưu động</b>	<b>96,743,897,787</b>	<b>85,900,939,728</b>	<b>91,345,887,826</b>
<b>Tài sản cố định &amp; Đầu tư dài hạn</b>			
Tài sản cố định	61,532,640,129	69,719,420,240	63,517,167,709
<i>TSCĐ hữu hình</i>	61,324,253,399	69,520,956,688	63,328,627,333
Nguyên giá	132,028,319,178	147,568,946,899	148,075,248,605
Giá trị hao mòn lũy kế	(70,704,065,779)	(78,047,990,211)	(84,746,621,272)
<i>TSCĐ thuê tài chính</i>	0	0	0
Nguyên giá	0	0	0
Giá trị hao mòn lũy kế	0	0	0
<i>TSCĐ vô hình</i>	208,386,730	198,463,552	188,540,376
Nguyên giá	256,080,000	256,080,000	256,080,000
Giá trị hao mòn lũy kế	(47,693,270)	(57,616,448)	(67,539,624)
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0
Tài sản cố định khác	15,242,697,163	4,742,025,625	4,815,236,349
<b>Tổng tài sản cố định và ĐT DH</b>	<b>76,775,337,292</b>	<b>74,461,445,865</b>	<b>68,332,404,058</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>173,519,235,079</b>	<b>160,362,385,593</b>	<b>159,678,291,884</b>
<b>NGUỒN VỐN</b>			
<b>Nợ ngắn hạn</b>			
Vay ngắn hạn	53,681,327,280	42,475,604,950	30,107,038,869
Nợ dài hạn đến hạn trả	1,560,000,000	1,560,000,000	0
Phải trả cho người bán	35,689,652,872	27,114,247,865	31,162,205,704
Cổ tức phải trả	0	0	0
Các khoản phải trả khác	4,926,759,676	6,831,798,367	12,186,150,167
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>95,857,739,828</b>	<b>77,981,651,182</b>	<b>73,455,394,740</b>
<b>Nợ dài hạn</b>			
Vay/nợ dài hạn	4,117,452,925	1,346,975,887	0
Các khoản nợ dài hạn khác	1,409,421,500	2,518,792,852	5,510,697,180
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>5,526,874,425</b>	<b>3,865,768,739</b>	<b>5,510,697,180</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>101,384,614,253</b>	<b>81,847,419,921</b>	<b>78,966,091,920</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>			
Nguồn vốn kinh doanh	80,409,463,398	77,724,174,742	77,724,174,742
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	0	0	0
Chênh lệch tỷ giá	(22,814,764)	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	(9,102,365,939)	1,495,890,792	264,687,292
Các quỹ	850,338,131	(705,099,862)	2,723,337,930
<b>TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>72,134,620,826</b>	<b>78,514,965,672</b>	<b>80,712,199,964</b>
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>173,519,235,079</b>	<b>160,362,385,593</b>	<b>159,678,291,884</b>



VIETCOMBANK SECURITIES  
Công ty cổ phần Bán kẹo Biên Hòa - BBC



PHU LUC 2

TÌNH HÌNH CHI TRẢ CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TẠI SỞ GDCK TP.HCM

TÍNH ĐẾN 30/4/2007

STT	Tên công ty	Mã cổ phiếu	Năm chi trả cổ tức						
			2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
			Cộng	Cộng	Cộng	Cộng	Cộng	Cộng	Đợt 1
1	C.Ty CP XNK Thủy sản Bến Tre	ABT							20.00%
2	C.Ty CP XNK Thủy sản An Giang	AGF			24.00%	24.00%	18.00%	8.00%	6.00%
3	C.Ty CP Văn Hóa Tân Bình	ALT							
4	C.Ty CP Bánh kẹo Biên Hòa	BBC			5.00%		12.00%	12.00%	5.00%
5	C.Ty CP Bông Bạch Tuyết	BBT				10.00%			
6	C.Ty CP Đường Biên Hòa	BHS							
7	C.Ty CP Khoáng Sản Bình Định	BMC							20.00%
8	C.Ty CP Nhựa Bình Minh	BMP					15.00%	7.00%	29.00%
9	C.Ty CP Bao bì Bim Sơn	BPC			15.50%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
10	C.Ty CP Bê tông 620 Châu Thới	BT6			15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	8.00%
11	C.Ty CP Cơ khí & XD Bình Triệu	BTC			12.00%				
12	C.Ty CP Đồ hộp Hạ Long	CAN			16.00%	6.00%	4.50%	12.50%	13.00%
13	C.Ty CII	CII					12.00%		6.00%
14	C.Ty CP Cát Lợi	CLC							12.00%
15	C.Ty CP Vật Tư Xăng Dầu	COM							
16	C.Ty CP Gạch Men CHANG YIH	CYC							
17	C.Ty CP Tấm Lợp Vật Liệu Xây Dựng Đồng Nai	DCT							14.00%
18	C.Ty Cổ phần Hóa An	DHA				30.00%	20.00%	30.00%	20.00%
19	C.Ty CP Dược Hậu Giang	DHG							10.00%
20	C.Ty CP Đầu tư và thương mại DIC	DIC							
21	C.Ty CP XNK Y tế Domesco	DMC							10.00%
22	C.Ty CP Nhựa Xây dựng Đồng Nai	DNP							36.89%
23	C.Ty CP Nhựa Đà Nẵng	DPC			10.00%	3.00%	3.00%	12.00%	
24	C.Ty CP Cao su Đà Nẵng	DRC							41.00%
25	C.Ty CP Kỹ Nghệ Đô Thành	DTT							
26	C.Ty CP Cảng Đoạn Xá	DXP						13.50%	5.00%

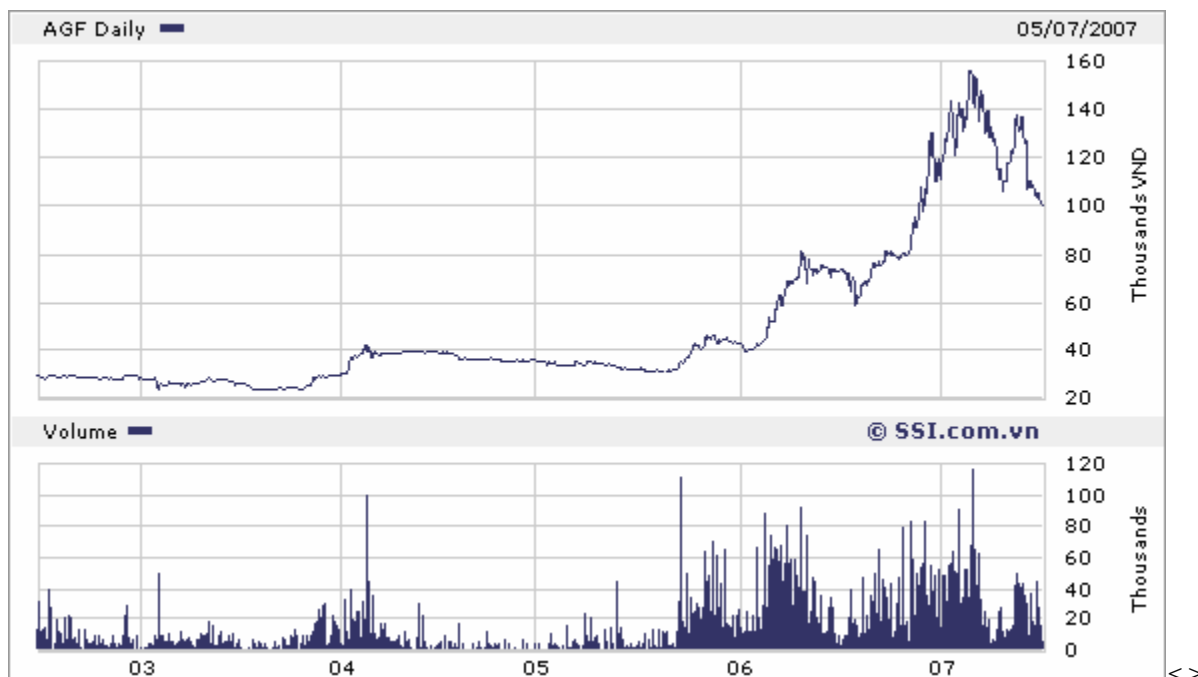
27	C.Ty CP Thực phẩm Sao Ta	FMC							25.00%
28	C.Ty CP FULL POEWR	FPC							
29	C.Ty FPT	FPT							6.00%
30	C.Ty CP SXKD XNK Bình Thạnh (Gillimex)	GIL			25.00%	24.00%	16.00%	16.00%	8.00%
31	C.Ty CP sản xuất thương mại may Sài Gòn	GMC					24.00%		18.00%
32	C.Ty CP Đại lý liên hiệp vận chuyển	GMD			32.00%	32.00%	24.00%	66.00%	12.00%
33	C.Ty CP Giấy Hải Phòng	HAP			30.00%	30.00%	22.00%	29.00%	12.00%
34	C.Ty CP Xây lắp Bru điện HN	HAS			14.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
35	C.Ty CP dịch vụ ô tô Hàng Xanh	HAX							
36	C.Ty CP Xây Dựng và kinh doanh địa ốc Hòa Bình	HBC							
37	C.Ty CP Bao bì PP Bình Dương	HBD							23.00%
38	C.Ty CP Kim khí TP.Hồ Chí Minh	HMC							10.00%
39	C.Ty CP Cao su Hòa Bình	HRC							60.00%
40	C.Ty CP Vận tải Hà Tiên	HTV						13.00%	13.00%
41	C.Ty CP Thực phẩm Quốc Tế	IFS							9.33%
42	C.Ty CP Dược phẩm IMEXPHARM	IMP							10.00%
43	C.Ty CP KCN Tân Tạo	ITA							
44	C.Ty CP Kinh Đô	KDC						18.00%	18.00%
45	C.Ty CP XNK Khánh Hội	KHA			16.00%	20.00%	15.00%	18.00%	12.00%
46	C.Ty CP Điện Lực Khánh Hòa	KHP							4.40%
47	C.Ty CP chế biến hàng XK Long An	LAF			18.00%	16.00%	18.00%	16.00%	
48	C.Ty CP Vật liệu xây dựng Lâm Đồng	LBM							
49	C.Ty CP Cơ khí - Điện Lữ Gia	LGC							15.00%
50	C.Ty CP In và bao bì Mỹ Châu	MCP							5.83%
51	C.Ty CP Cavico Việt Nam Khai Thác Mỏ và Xây dựng	MCV							
52	C.Ty CP Hàng Hải Hà Nội	MHC					12.00%	15.00%	
53	C.Ty CP Nam Việt	NAV							6.00%
54	C.Ty CP Gạch ngói Nhị Hiệp	NHC							21.00%
55	C.Ty CP chế biến thực phẩm Kinh Đô Miền Bắc	NKD					18.00%	18.00%	18.00%
56	C.Ty CP giống cây trồng Trung Ương	NSC							10.50%
57	C.Ty CP In Ấc Quy Miền Nam	PAC							9.00%
58	C.Ty CP Gas Petrolimex	PGC							12.00%
59	C.Ty CP Vận Tải Xăng Dầu Đường Thủy	PJT							

60	C.Ty CP Cơ khí xăng dầu	PMS				12.00%	12.00%	12.00%	14.00%
61	C.Ty CP Văn hóa Phương Nam	PNC						12.00%	6.00%
62	C.Ty CP Nhiệt Điện Phả Lại	PPC							12.00%
63	C.Ty PVD	PVD							
64	C.Ty CP Bóng đèn phích nước Rạng Đông	RAL							16.00%
65	C.Ty CP Cơ điện lạnh	REE	15%	15.00%	12.00%	12.00%	13.00%	14.00%	16.00%
66	C.Ty CP Điện lạnh Ry Ninh II	RHC							
67	C.Ty CP Lương thực thực phẩm SAFOCO	SAF							17.00%
68	C.Ty CP Cấp và Vật liệu Viễn Thông	SAM			16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	8.00%
69	C.Ty CP hợp tác kinh tế & XNK Savimex	SAV		9.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
70	C.Ty CP Nước giải khát Trương Dương	SCD							7.00%
71	C.Ty CP Sơn Đồng Nai	SDN							9.00%
72	C.Ty CP Nhiên liệu SG	SFC					15.20%	17.00%	15.00%
73	C.Ty CP Đại Lý Vận Tải SAFI	SFI							10.00%
74	C.Ty CP Dệt Lưới Sài Gòn	SFN							25.00%
75	C.Ty CP Xuất Nhập Khẩu Sa Giang	SGC							30.00%
76	C.Ty CP Khách sạn Sài Gòn	SGH		4.00%	9.00%	6.00%	8.50%	10.00%	5.00%
77	C.Ty CP Hàng hải Sài Gòn	SHC							7.00%
78	C.Ty CP Thủy Sản số 1	SJ1							
79	C.Ty CP Thủy Điện Cần Đơn	SJD							
80	C.Ty CP Đầu tư phát triển Đô thị và KCN Sông Đà	SJS							15.00%
81	C.Ty CP Đầu tư thương mại SMC	SMC							14.00%
82	C.Ty CP Giồng cây trồng Miền Nam	SSC					20.00%	20.00%	20.00%
83	Ngân hàng SG Thương Tín Sacombank	STB					14.00%	14.00%	12.00%
84	C.Ty CP Dầu Thực Vật Tường An	TAC							12.00%
85	C.Ty CP Công Nghiệp Gốm Sứ TAICERA	TCR							
86	C.Ty CP Cấp treo Núi Bà Tây Ninh	TCT						8.00%	
87	C.Ty CP Phát triển nhà Thủ Đức	TDH							5.00%
88	C.Ty CP Thương Mại Xuất Nhập Khẩu Thủ Đức	TMC							22.20%
89	C.Ty CP Kho vận giao nhận ngoại thương	TMS			22.00%	22.00%	15.00%	15.00%	15.00%
90	C.Ty CP TM XNK Thiên Nam	TNA							20.00%
91	C.Ty CP Nước giải khát Sài	TRI			18.00%	18.00%	15.00%	15.00%	15.00%

	Gòn - Tribeco								
92	C.Ty CP Thủy Sản số 4	TS4			10.00%	12.00%	12.00%		5.00%
93	C.Ty CP Gạch men Thanh Thanh	TTC							7.00%
94	C.Ty CP Bao Bì Nhựa Tân Tiến	TTP							15.00%
95	C.Ty CP Dây và cáp điện Taya	TYA						15.00%	
96	C.Ty CP Viễn Liên	UNI							15.00%
97	C.Ty CP VINAFCO	VFC							15.00%
98	C.Ty CP Càng Rau Quả	VGP							14.00%
99	C.Ty CP Giấy Viễn Đông	VID							
100	C.Ty CP Vận tải Xăng Dầu VIPCO	VIP							12.00%
101	C.Ty CP Thép Việt Ý	VIS							
102	C.Ty CP Sữa Việt Nam	VNM					15.00%	17.00%	19.00%
103	C.Ty CP Bao Bì Dầu Thực vật	VPK							
104	C.Ty CP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH						2.00%	6.00%
105	C.Ty CP VITALY	VTA							
106	C.Ty CP Điện tử Tân Bình	VTB							12.00%
107	C.Ty CP Viễn Thông VTC	VTC		13.50%	13.50%	13.50%	13.50%		
	<i>Tổng số công ty chi trả cổ tức</i>		1	4	21	22	31	34	77
	<i>Tỷ lệ cổ tức bình quân</i>		15.00%	10.38%	16.62%	16.70%	14.96%	16.24%	14.38%

### PHỤ LỤC 3

## **ĐỒ THI GIÁ VÀ KHỐI LƯỢNG CỔ PHIẾU GIAO DỊCH CỦA MỘT SỐ CÁC CÔNG TY CÓ CHI TRẢ CỔ TỨC TRONG NHỮNG NĂM GẦN ĐÂY**











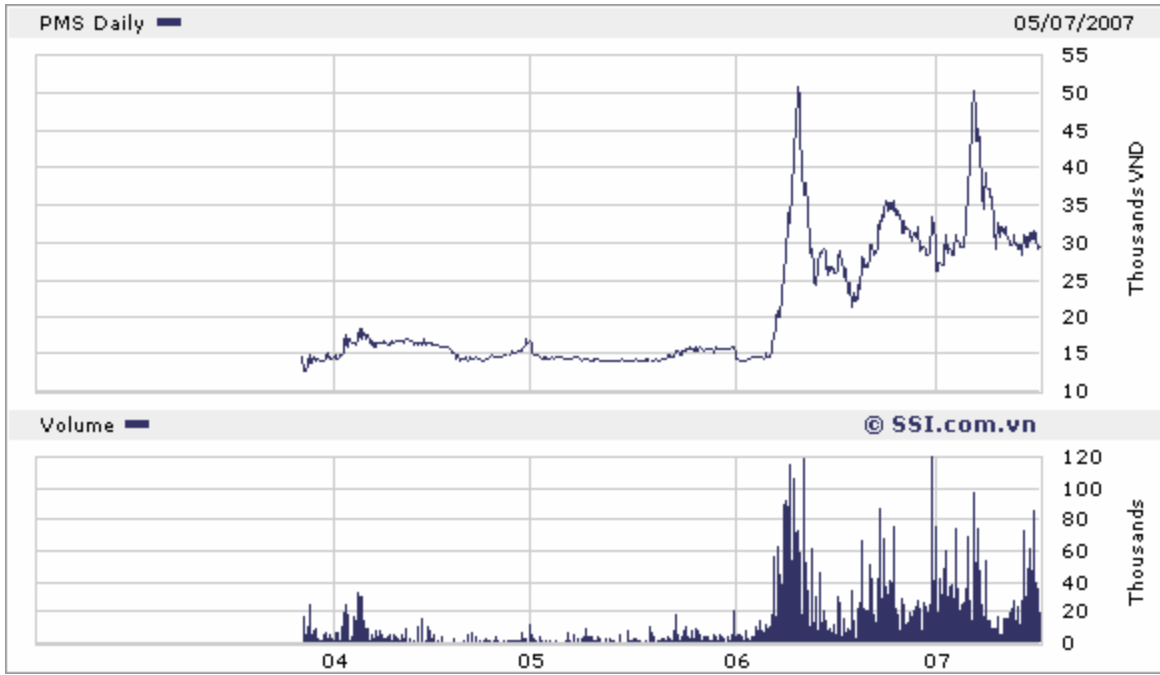


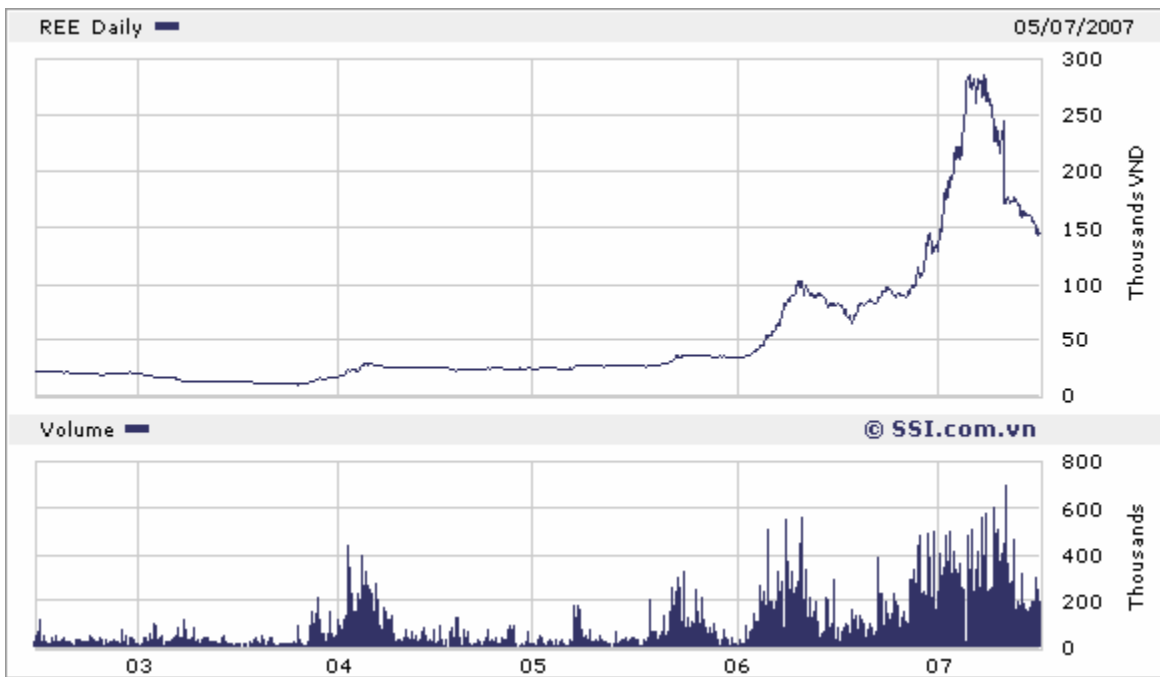


<>



<>





<>



<>



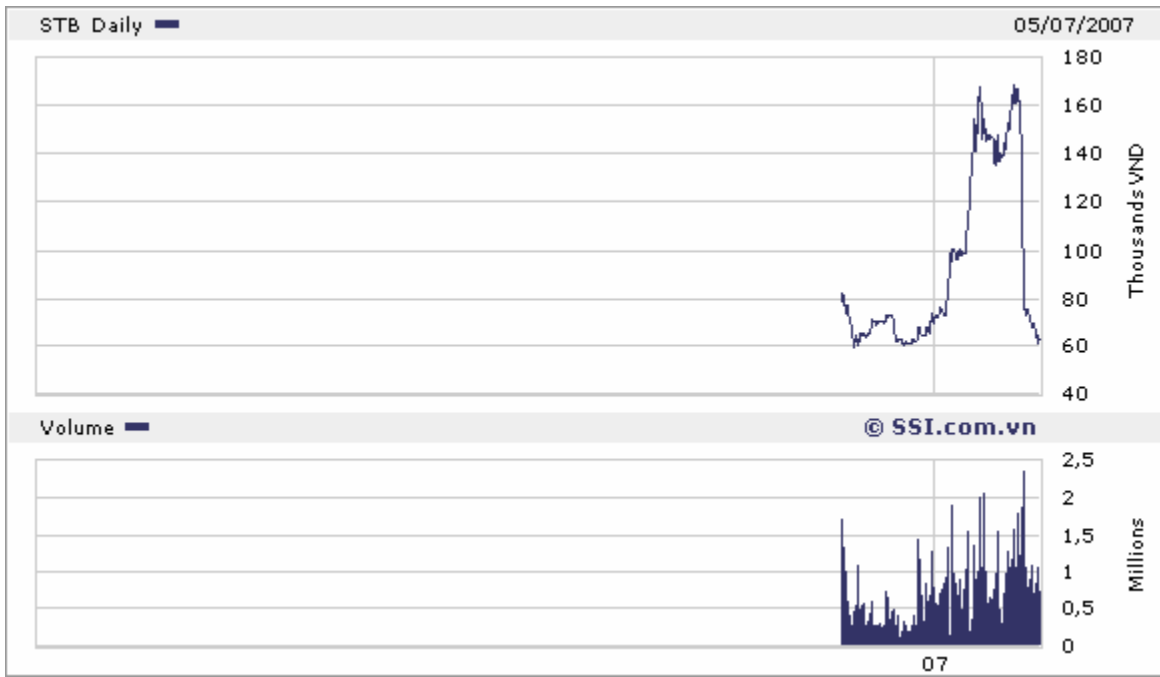
<>



<>



<>



<>







**PHU LUC 4**  
**THỐNG KÊ CÁC CÔNG TY CHI TRẢ CỔ TỨC BẰNG CỔ PHIẾU**  
**TẠI SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP.HCM**  
*Năm 2006 (tính đến tháng 6/2007)*

STT	Mã cổ phiếu	Tên công ty	Năm 2006	
			Trả cổ tức đợt 1	Trả bằng cổ phiếu
1	<b>ABT</b>	C.Ty CP XNK Thủy sản Bến Tre	<b>20.00%</b>	20.00%
2	<b>AGF</b>	C.Ty CP XNK Thủy sản An Giang	<b>6.00%</b>	20.00%
3	<b>ALT</b>	C.Ty CP Văn Hóa Tân Bình		
4	<b>BBC</b>	C.Ty CP Bánh kẹo Biên Hòa	<b>5.00%</b>	12.00%
5	<b>BBT</b>	C.Ty CP Bông Bạch Tuyết		
6	<b>BHS</b>	C.Ty CP Đường Biên Hòa		
7	<b>BMC</b>	C.Ty CP Khoáng Sản Bình Định	<b>20.00%</b>	
8	<b>BMP</b>	C.Ty CP Nhựa Bình Minh	<b>29.00%</b>	
9	<b>BPC</b>	C.Ty CP Bao bì Bim Sơn	<b>15.00%</b>	
10	<b>BT6</b>	C.Ty CP Bê tông 620 Châu Thới	<b>8.00%</b>	
11	<b>BTC</b>	C.Ty CP Cơ khí & XD Bình Triệu		
12	<b>CAN</b>	C.Ty CP Đồ hộp Hạ Long	<b>13.00%</b>	
13	<b>CII</b>	C.Ty CII	<b>6.00%</b>	
14	<b>CLC</b>	C.Ty CP Cát Lợi	<b>12.00%</b>	20.00%
15	<b>COM</b>	C.Ty CP Vật Tư Xăng Dầu		
16	<b>CYC</b>	C.Ty CP Gạch Men CHANG YIH		
17	<b>DCT</b>	C.Ty CP Tấm Lợp Vật Liệu Xây Dựng Đồng Nai	<b>14.00%</b>	
18	<b>DHA</b>	C.Ty Cổ phần Hóa An	<b>20.00%</b>	
19	<b>DHG</b>	C.Ty CP Dược Hậu Giang	<b>10.00%</b>	
20	<b>DIC</b>	C.Ty CP Đầu tư và thương mại DIC		5.00%
21	<b>DMC</b>	C.Ty CP XNK Y tế Domesco	<b>10.00%</b>	10.00%
22	<b>DNP</b>	C.Ty CP Nhựa Xây dựng Đồng Nai	<b>36.89%</b>	
23	<b>DPC</b>	C.Ty CP Nhựa Đà Nẵng		
24	<b>DRC</b>	C.Ty CP Cao su Đà Nẵng	<b>41.00%</b>	41.00%
25	<b>DTT</b>	C.Ty CP Kỹ Nghệ Đô Thành		
26	<b>DXP</b>	C.Ty CP Cảng Đoạn Xá	<b>5.00%</b>	
27	<b>FMC</b>	C.Ty CP Thực phẩm Sao Ta	<b>25.00%</b>	

28	<b>FPC</b>	C.Ty CP FULL POEWR		
29	<b>FPT</b>	C.Ty FPT	<b>6.00%</b>	
30	<b>GIL</b>	C.Ty CP SXKD XNK Bình Thạnh (Gillimex)	<b>8.00%</b>	10.00%
31	<b>GMC</b>	C.Ty CP sản xuất thương mại may Sài Gòn	<b>18.00%</b>	6.00%
32	<b>GMD</b>	C.Ty CP Đại lý liên hiệp vận chuyển	<b>12.00%</b>	
33	<b>HAP</b>	C.Ty CP Giấy Hải Phòng	<b>12.00%</b>	
34	<b>HAS</b>	C.Ty CP Xây lắp Bưu điện HN	<b>15.00%</b>	
35	<b>HAX</b>	C.Ty CP dịch vụ ô tô Hàng Xanh		
36	<b>HBC</b>	C.Ty CP Xây Dựng và kinh doanh địa ốc Hòa Bình		
37	<b>HBD</b>	C.Ty CP Bao bì PP Bình Dương	<b>23.00%</b>	
38	<b>HMC</b>	C.Ty CP Kim khí TP.Hồ Chí Minh	<b>10.00%</b>	
39	<b>HRC</b>	C.Ty CP Cao su Hòa Bình	<b>60.00%</b>	80.00%
40	<b>HTV</b>	C.Ty CP Vận tải Hà Tiên	<b>13.00%</b>	
41	<b>IFS</b>	C.Ty CP Thực phẩm Quốc Tế	<b>9.33%</b>	
42	<b>IMP</b>	C.Ty CP Dược phẩm IMEXPHARM	<b>10.00%</b>	10.00%
43	<b>ITA</b>	C.Ty CP KCN Tân Tạo		20.00%
44	<b>KDC</b>	C.Ty CP Kinh Đô	<b>18.00%</b>	
45	<b>KHA</b>	C.Ty CP XNK Khánh Hội	<b>12.00%</b>	
46	<b>KHP</b>	C.Ty CP Điện Lực Khánh Hòa	<b>4.40%</b>	
47	<b>LAF</b>	C.Ty CP chế biến hàng XK Long An		
48	<b>LBM</b>	C.Ty CP Vật liệu xây dựng Lâm Đồng		
49	<b>LGC</b>	C.Ty CP Cơ khí - Điện Lữ Gia	<b>15.00%</b>	
50	<b>MCP</b>	C.Ty CP In và bao bì Mỹ Châu	<b>5.83%</b>	
51	<b>MCV</b>	C.Ty CP Cavico Việt Nam Khai Thác Mỏ và Xây dựng		
52	<b>MHC</b>	C.Ty CP Hàng Hải Hà Nội		
53	<b>NAV</b>	C.Ty CP Nam Việt	<b>6.00%</b>	
54	<b>NHC</b>	C.Ty CP Gạch ngói Nhị Hiệp	<b>21.00%</b>	
55	<b>NKD</b>	C.Ty CP chế biến thực phẩm Kinh Đô Miền Bắc	<b>18.00%</b>	
56	<b>NSC</b>	C.Ty CP giống cây trồng Trung Ương	<b>10.50%</b>	
57	<b>PAC</b>	C.Ty CP In Ấc Quy Miền Nam	<b>9.00%</b>	
58	<b>PGC</b>	C.Ty CP Gas Petrolimex	<b>12.00%</b>	
59	<b>PJT</b>	C.Ty CP Vận Tải Xăng Dầu Đường Thủy		
60	<b>PMS</b>	C.Ty CP Cơ khí xăng dầu	<b>14.00%</b>	
61	<b>PNC</b>	C.Ty CP Văn hóa Phương Nam	<b>6.00%</b>	6.00%
62	<b>PPC</b>	C.Ty CP Nhiệt Điện Phả Lại	<b>12.00%</b>	
63	<b>PVD</b>	C.Ty PVD		
64	<b>RAL</b>	C.Ty CP Bóng đèn phích nước Rạng Đông	<b>16.00%</b>	

65	<b>REE</b>	C.Ty CP Cơ điện lạnh	<b>16.00%</b>	50.00%
66	<b>RHC</b>	C.Ty CP Điện lạnh Ry Ninh II		
67	<b>SAF</b>	C.Ty CP Lương thực thực phẩm SAFOCO	<b>17.00%</b>	
68	<b>SAM</b>	C.Ty CP Cáp và Vật liệu Viễn Thông	<b>8.00%</b>	
69	<b>SAV</b>	C.Ty CP hợp tác kinh tế & XNK Savimex	<b>16.00%</b>	
70	<b>SCD</b>	C.Ty CP Nước giải khát Trương Dương	<b>7.00%</b>	
71	<b>SDN</b>	C.Ty CP Sơn Đồng Nai	<b>9.00%</b>	
72	<b>SFC</b>	C.Ty CP Nhiên liệu SG	<b>15.00%</b>	
73	<b>SFI</b>	C.Ty CP Đại Lý Vận Tải SAFI	<b>10.00%</b>	
74	<b>SFN</b>	C.Ty CP Dệt Lưới Sài Gòn	<b>25.00%</b>	
75	<b>SGC</b>	C.Ty CP Xuất Nhập Khẩu Sa Giang	<b>30.00%</b>	
76	<b>SGH</b>	C.Ty CP Khách sạn Sài Gòn	<b>5.00%</b>	
77	<b>SHC</b>	C.Ty CP Hàng hải Sài Gòn	<b>7.00%</b>	
78	<b>SJ1</b>	C.Ty CP Thủy Sản số 1		
79	<b>SJD</b>	C.Ty CP Thủy Điện Cần Đơn		18.00%
80	<b>SJS</b>	C.Ty CP Đầu tư phát triển Đô thị và KCN Sông Đà	<b>15.00%</b>	
81	<b>SMC</b>	C.Ty CP Đầu tư thương mại SMC	<b>14.00%</b>	
82	<b>SSC</b>	C.Ty CP Giống cây trồng Miền Nam	<b>20.00%</b>	
83	<b>STB</b>	Ngân hàng SG Thương Tín Sacombank	<b>12.00%</b>	12.00%
84	<b>TAC</b>	C.Ty CP Dầu Thực Vật Tường An	<b>12.00%</b>	
85	<b>TCR</b>	C.Ty CP Công Nghiệp Gốm Sứ TAICERA		
86	<b>TCT</b>	C.Ty CP Cáp treo Núi Bà Tây Ninh		
87	<b>TDH</b>	C.Ty CP Phát triển nhà Thủ Đức	<b>5.00%</b>	
88	<b>TMC</b>	C.Ty CP Thương Mại Xuất Nhập Khẩu Thủ Đức	<b>22.20%</b>	
89	<b>TMS</b>	C.Ty CP Kho vận giao nhận ngoại thương	<b>15.00%</b>	
90	<b>TNA</b>	C.Ty CP TM XNK Thiên Nam	<b>20.00%</b>	
91	<b>TRI</b>	C.Ty CP Nước giải khát Sài Gòn - Tribeco	<b>15.00%</b>	
92	<b>TS4</b>	C.Ty CP Thủy Sản số 4	<b>5.00%</b>	9.00%
93	<b>TTC</b>	C.Ty CP Gạch men Thanh Thanh	<b>7.00%</b>	
94	<b>TTP</b>	C.Ty CP Bao Bì Nhựa Tân Tiến	<b>15.00%</b>	
95	<b>TYA</b>	C.Ty CP Dây và cáp điện Taya		15.00%
96	<b>UNI</b>	C.Ty CP Viễn Liên	<b>15.00%</b>	
97	<b>VFC</b>	C.Ty CP VINAFCO	<b>15.00%</b>	
98	<b>VGP</b>	C.Ty CP Cảng Rau Quả	<b>14.00%</b>	
99	<b>VID</b>	C.Ty CP Giấy Viễn Đông		10.00%
100	<b>VIP</b>	C.Ty CP Vận tải Xăng Dầu VIPCO	<b>12.00%</b>	
101	<b>VIS</b>	C.Ty CP Thép Việt Ý		

102	<b>VNM</b>	C.Ty CP Sữa Việt Nam	<b>19.00%</b>	
103	<b>VPK</b>	C.Ty CP Bao Bì Dầu Thực vật		
104	<b>VSH</b>	C.Ty CP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	<b>6.00%</b>	
105	<b>VTA</b>	C.Ty CP VITALY		
106	<b>VTB</b>	C.Ty CP Điện tử Tân Bình	<b>12.00%</b>	
107	<b>VTC</b>	C.Ty CP Viễn Thông VTC		8.00%
		<i>Tổng số công ty chi trả cổ tức</i>	<b>77</b>	<b>20</b>
		<i>Tỷ lệ cổ tức bình quân</i>	<b>14.38%</b>	

## **PHỤ LỤC 5**

### **Thông tin về lãi suất cơ bản**

<b>Loại Lãi suất</b>	<b>Giá trị</b>	<b>Văn bản quyết định</b>	<b>Ngày áp dụng</b>
Lãi suất cơ bản	8,25%/năm	1143/QĐ-NHNN ngày 29 tháng 5 năm 2007	01/06/2007
Lãi suất cơ bản	8,25%/năm	632/QĐ-NHNN ngày 29/03/2007	01/04/2007
Lãi suất cơ bản	8,25%/năm	424/QĐ-NHNN ngày 27/02/2007	01/03/2007
Lãi suất cơ bản	8,25%/năm	số 298/QĐ-NHNN ngày 31/1/2007	01/02/2007
Lãi suất cơ bản	8,25%/năm	2517/QĐ-NHNN ngày 29/12/2006	01/01/2007
Lãi suất cơ bản	8,25%/năm	2308/QĐ-NHNN ngày 30/11/2006	01/12/2006
Lãi suất cơ bản	8,25%/năm	1887/QĐ-NHNN ngày 29/09/2006	01/10/2006
Lãi suất cơ bản	0,6875%/tháng (8,25%/năm)	1714/QĐ-NHNN ngày 31/08/2006	01/09/2006
Lãi suất cơ bản	0,6875%/tháng (8,25%/năm)	1234/QĐ-NHNN ngày 30/06/2006	01/07/2006
Lãi suất cơ bản	0,6875%/tháng (8,25%/năm)	1234/QĐ-NHNN ngày 30/6/2006	01/07/2006
Lãi suất cơ bản	0,6875%/tháng (8,25%/năm)	1044/QĐ-NHNN ngày 31/05/2006	01/06/2006
Lãi suất cơ bản	0,6875%/tháng (8,25%/năm)	854/QĐ-NHNN ngày 28/4/2006	01/05/2006
Lãi suất cơ bản	0,6875%/tháng (8,25%/năm)	581/QĐ-NHNN ngày 30/3/2006	01/04/2006
Lãi suất cơ bản	0,6875%/tháng (8,25%/năm)	311/QĐ-NHNN ngày 28/2/2006	01/03/2006
Lãi suất cơ bản	0,6875%/tháng (8,25%/năm)	140/QĐ-NHNN ngày 26/01/2006	01/02/2006
Lãi suất cơ bản	0,6875%/tháng (8,25%/năm)	1894/QĐ-NHNN ngày 30/12/2005	01/01/2006
Lãi suất cơ bản	0,6875%/tháng (8,25%/năm)	1746/QĐ-NHNN ngày 1/12/2005	01/12/2005
Lãi suất cơ bản	0,65%/tháng (7,80%/năm)	1556/QĐ-NHNN ngày 28/10/2005	01/11/2005
Lãi suất cơ bản	0,65%/tháng (7,8%/năm)	1426/QĐ-NHNN ngày 30/9/2005	01/10/2005
Lãi suất cơ bản	0,65%/tháng (7,8%/năm)	1246/QĐ-NHNN ngày 26/8/2005	01/09/2005
Lãi suất cơ bản	0,65%/tháng (7,8%/năm)	1103/QĐ-NHNN ngày 28/7/2005	01/08/2005
Lãi suất cơ bản	0,65%/tháng (7,80%/năm)	936/QĐ-NHNN ngày 30/6/2005	01/07/2005

<b>Loại Lãi suất</b>	<b>Giá trị</b>	<b>Văn bản quyết định</b>	<b>Ngày áp dụng</b>
Lãi suất cơ bản	0,65%/tháng (7,8%/năm)	567/QDD-NHNN ngày 29/4/2005	01/05/2005
Lãi suất cơ bản	0,65%/tháng (7,80%/năm)	567/QĐ-NHNN ngày 29/4/2005	01/05/2005
Lãi suất cơ bản	0,65%/tháng (7,80%/năm)	315/QĐ-NHNN ngày 25/03/2005	01/04/2005
Lãi suất cơ bản	0,65%/tháng (7,8%/năm)	211/QĐ-NHNN ngày 28/2/2005	01/03/2005
Lãi suất cơ bản	0,65%/tháng (7,80%/năm)	93/QĐ-NHNN ngày 27 tháng 1 năm 2005	01/02/2005
Lãi suất cơ bản	0,625%/tháng (7,50%/năm)	QĐ số 1716/QĐ-NHNN ngày 31/12/2004 của Thống đốc NHNN	01/01/2005
Lãi suất cơ bản	0,625%/tháng (7,50%/năm)	1522/QĐ-NHNN ngày 30/11/2004 của Thống đốc NHNN	01/12/2004
Lãi suất cơ bản	0,625%/tháng (7,50%/năm)	QĐ số 1398/QĐ-NHNN ngày 29/10/2004 của Thống đốc NHNN	01/11/2004
Lãi suất cơ bản	0,625%/tháng (7,5%/năm)	QĐ số 1254/QĐ-NHNN ngày 30/9/2004	01/10/2004
Lãi suất cơ bản	0,625%/tháng (7,5%/năm)	QĐ số 1079/QĐ-NHNN ngày 31/8/2004 của Thống đốc NHNN	01/09/2004
Lãi suất cơ bản	0,625%/tháng (7,50%/năm)	QĐ Số 968/QĐ-NHNN ngày 29/7/2004 của Thống đốc NHNN	01/08/2004
Lãi suất cơ bản	0,625%/tháng (7,5%/năm)	QĐ số 797/QĐ-NHNN ngày 29/6/2004 của Thống đốc NHNN	01/07/2004
Lãi suất cơ bản	0,625%/tháng (7,5%/năm)	QĐ số 658/QĐ-NHNN ngày 28/05/2004 của Thống đốc NHNN	01/06/2004
Lãi suất cơ bản	0,625%/tháng (7,5%/năm)	QĐ số 2210/QĐ-NHNN ngày 27/02/2004 của Thống đốc NHNN	01/03/2004