

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**



NGUYỄN DUY LƯƠNG

**CHÍNH SÁCH CỔ TỨC
CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

**CHUYÊN NGÀNH : KINH TẾ TÀI CHÍNH - NGÂN HÀNG
MÃ SỐ : 60.31.12**

**NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:
PGS.TS NGUYỄN THỊ LIÊN HOA**

Thành phố Hồ Chí Minh - năm 2008

LỜI CAM ĐOAN



Tôi xin cam đoan rằng đây là công trình nghiên cứu của tôi, có sự hỗ trợ từ Cô hướng dẫn là PGS. TS Nguyễn Thị Liên Hoa. Các nội dung nghiên cứu và kết quả trong đề tài này là trung thực và chưa từng được ai công bố trong bất cứ công trình nào. Những số liệu trong các bảng biểu phục vụ cho việc phân tích, nhận xét, đánh giá được chính tác giả thu thập từ các nguồn khác nhau có ghi trong phần tài liệu tham khảo. Ngoài ra, trong luận văn còn sử dụng một số nhận xét, đánh giá cũng như số liệu của các tác giả khác, cơ quan tổ chức khác, và đều có chú thích nguồn gốc sau mỗi trích dẫn để dễ tra cứu, kiểm chứng.

Nếu phát hiện có bất kỳ sự gian lận nào tôi xin hoàn toàn chịu trách nhiệm trước Hội đồng, cũng như kết quả luận văn của mình.

TP.HCM, ngày tháng năm 2008

Tác giả

Nguyễn Duy Lương

LỜI CẢM ƠN



Trước tiên, tôi xin chân thành cảm ơn Cô Nguyễn Thị Liên Hoa đã tận tình chỉ bảo, góp ý và động viên tôi trong suốt quá trình thực hiện luận văn tốt nghiệp này.

Nhân đây, tôi cũng xin gửi lời cảm ơn đến Quý Thầy Cô, những người đã tận tình truyền đạt kiến thức cho tôi trong hai năm học cao học vừa qua.

Những lời cảm ơn sau cùng con xin cảm ơn cha mẹ, em xin cảm ơn chị đã hết lòng quan tâm và tạo điều kiện tốt nhất để con (em) hoàn thành được luận văn tốt nghiệp này.

Nguyễn Duy Lương

MỤC LỤC TÓM LƯỢC



DANH MỤC CÁC PHỤ LỤC	v
DANH MỤC CÁC BẢNG, BIỂU	vi
DANH MỤC CÁC SƠ ĐỒ	vi
DANH MỤC CÁC ĐỒ THỊ.....	vii
PHẦN MỞ ĐẦU	1
CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN	6
1.1. CÁC KHÁI NIỆM.....	6
1.2. ĐO LƯỜNG CHÍNH SÁCH CỔ TỨC	6
1.3. QUÁ TRÌNH TRẢ CỔ TỨC	10
1.4. CÁC CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC	12
1.5. CÁC PHƯƠNG THỨC TRẢ CỔ TỨC	13
1.6. CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN LỰA CHỌN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA DOANH NGHIỆP	14
1.7. CHÍNH SÁCH CỔ TỨC VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP THEO LÝ THUYẾT M&M.....	17
1.8. MỘT SỐ KINH NGHIỆM CHI TRẢ CỔ TỨC TỪ CÁC NƯỚC PHÁT TRIỂN	18
KẾT LUẬN CHƯƠNG 1:.....	29
CHƯƠNG 2: CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM HIỆN NAY.....	30
2.1. ĐÔI NÉT VỀ QUÁ TRÌNH PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM THỜI GIAN QUA	30
2.2. CHÍNH SÁCH CỔ TỨC VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP TRONG THỰC TẾ VIỆT NAM.....	35
2.3. THỰC TRẠNG CHI TRẢ CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM THỜI GIAN QUA.....	37
2.4. PHÂN TÍCH CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG LÊN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT VIỆT NAM THỜI GIAN QUA:.....	50
2.5. PHÂN TÍCH NHỮNG BẤT CẬP TRONG VIỆC LỰA CHỌN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT VIỆT NAM HIỆN NAY:.....	75
KẾT LUẬN CHƯƠNG 2:.....	86
CHƯƠNG 3: LỰA CHỌN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC THÍCH HỢP CHO CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....	87
3.1. CÁC NGUYÊN TẮC CƠ BẢN:.....	87
3.2. NHẬN THỨC CỦA BAN QUẢN LÝ	90
3.3. QUI TRÌNH RA QUYẾT ĐỊNH CHI TRẢ CỔ TỨC	93
3.4. XEM XÉT MỘT SỐ PHƯƠNG THỨC PHÂN CHIA LỢI NHUẬN KHÁC	100
3.5. NHỮNG GỢI Ý KHÁC:.....	105
KẾT LUẬN CHƯƠNG 3:.....	108
KẾT LUẬN:.....	109
TÀI LIỆU THAM KHẢO	

MỤC LỤC CHI TIẾT



DANH MỤC CÁC PHỤ LỤC	v
DANH MỤC CÁC BẢNG, BIỂU	vi
DANH MỤC CÁC SƠ ĐỒ	vi
DANH MỤC CÁC ĐỒ THỊ.....	vii
PHẦN MỞ ĐẦU	1
1. SỰ CẦN THIẾT CỦA ĐỀ TÀI	1
2. MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU	2
3. ĐỐI TƯỢNG NGHIÊN CỨU.....	2
4. PHẠM VI, HẠN CHẾ NGHIÊN CỨU.....	2
5. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	3
6. NHỮNG ĐIỂM MỚI CỦA ĐỀ TÀI.....	4
7. KẾT CẤU ĐỀ TÀI.....	5
CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN	6
1.1. CÁC KHÁI NIỆM.....	6
1.1.1. <i>Cổ tức (Dividends):</i>	6
1.1.2. <i>Chính sách cổ tức (Dividend policy):</i>	6
1.2. ĐO LƯỜNG CHÍNH SÁCH CỔ TỨC	6
1.2.1. <i>Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (Dividend payout ratio):</i>	6
1.2.2. <i>Tỷ suất cổ tức (Dividend Yield):</i>	8
1.3. QUÁ TRÌNH TRẢ CỔ TỨC	10
1.4. CÁC CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC.....	12
1.4.1. <i>Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động</i>	12
1.4.2. <i>Chính sách cổ tức tiền mặt ổn định</i>	12
1.4.3. <i>Các chính sách chi trả cổ tức khác</i>	13
1.5. CÁC PHƯƠNG THỨC TRẢ CỔ TỨC	13
1.5.1. <i>Cổ tức trả bằng tiền mặt</i>	13
1.5.2. <i>Cổ tức trả bằng cổ phiếu</i>	14
1.5.3. <i>Cổ tức trả bằng tài sản</i>	14
1.6. CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN LỰA CHỌN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA DOANH NGHIỆP.....	14
1.6.1. <i>Các hạn chế pháp lý ngăn cản các cổ tức làm suy yếu vốn:</i>	14
1.6.2. <i>Các khoản giới hạn trong hợp đồng trái phiếu công ty và các thỏa thuận tài trợ khác:</i>	15
1.6.3. <i>Các ảnh hưởng của thuế:</i>	15
1.6.4. <i>Nhu cầu thanh khoản:</i>	15
1.6.5. <i>Khả năng vay và tiếp cận các thị trường vốn:</i>	15
1.6.6. <i>Tính ổn định của lợi nhuận:</i>	15
1.6.7. <i>Các cơ hội tăng trưởng vốn:</i>	16
1.6.8. <i>Lạm phát:</i>	16
1.6.9. <i>Ưu tiên của cổ đông (hiệu ứng khách hàng):</i>	16
1.6.10. <i>Bảo vệ chống loãng giá:</i>	16
1.7. CHÍNH SÁCH CỔ TỨC VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP THEO LÝ THUYẾT M&M.....	17
1.8. MỘT SỐ KINH NGHIỆM CHI TRẢ CỔ TỨC TỪ CÁC NƯỚC PHÁT TRIỂN	18
1.8.1. <i>Bảng chứng thực nghiệm về chính sách cổ tức và những kết luận quan trọng:</i> ... 18	

1.8.1.1.	Cổ tức thường đi đôi với lợi nhuận:	18
1.8.1.2.	Cổ tức thường cố định	20
1.8.1.3.	Cổ tức ít biến động hơn lợi nhuận	21
1.8.1.4.	Chính sách cổ tức của một công ty có xu hướng tùy thuộc vào vòng đời của công ty	22
1.8.1.5.	Chính sách cổ tức khác nhau giữa các quốc gia	23
1.8.2.	<i>Tham khảo vài số liệu cổ tức trên giới:</i>	25
KẾT LUẬN CHƯƠNG 1:		29
CHƯƠNG 2: CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM HIỆN NAY		30
2.1.	ĐÔI NÉT VỀ QUÁ TRÌNH PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM THỜI GIAN QUA	30
2.1.1.	<i>Về khung pháp lý và chính sách</i>	30
2.1.2.	<i>Về thể chế</i>	30
2.1.3.	<i>Về quy mô thị trường</i>	31
2.1.4.	<i>Về hệ thống trung gian thị trường</i>	32
2.2.	CHÍNH SÁCH CỔ TỨC VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP TRONG THỰC TẾ VIỆT NAM	35
2.3.	THỰC TRẠNG CHI TRẢ CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM THỜI GIAN QUA	37
2.3.1.	<i>Tại sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE):</i>	37
2.3.1.1.	Số liệu cổ phiếu niêm yết tại HOSE qua các năm:	37
2.3.1.2.	Số liệu chi trả cổ tức tại HOSE qua các năm:	38
2.3.1.3.	Thống kê tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức tại HOSE qua các năm:	41
2.3.1.4.	Thống kê tỷ suất cổ tức (Dividend Yield) tại HOSE qua các năm:	43
2.3.2.	<i>Tại sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HASTC):</i>	44
2.3.2.1.	Số liệu cổ phiếu niêm yết tại HASTC qua các năm:	44
2.3.2.2.	Số liệu chi trả cổ tức tại HASTC qua các năm:	44
2.3.2.3.	Thống kê tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (Payout ratio) tại HASTC qua các năm:	46
2.3.2.4.	Thống kê tỷ suất cổ tức (Dividend Yield) tại HASTC qua các năm:	47
NHẬN XÉT VỀ THỰC TRẠNG CHI TRẢ CỔ TỨC THỜI GIAN QUA CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT		47
2.4.	PHÂN TÍCH CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG LÊN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT VIỆT NAM THỜI GIAN QUA:	50
2.4.1.	<i>Các yếu tố ngoại vi:</i>	50
2.4.1.1.	Các hạn chế pháp lý:	50
2.4.1.2.	Các khoản giới hạn trong hợp đồng trái phiếu công ty và các thỏa thuận tài trợ khác:	52
2.4.1.3.	Các ảnh hưởng của thuế:	52
2.4.1.4.	Các chi phí giao dịch:	53
2.4.1.5.	Các chi phí phát hành:	54
2.4.1.6.	Lạm phát:	55
2.4.1.7.	Lãi suất ngân hàng:	56
2.4.1.8.	Yếu tố thị trường:	58
2.4.1.9.	Việc sử dụng các phương pháp định giá cổ phiếu:	59
2.4.1.10.	Vấn đề chi phí đại diện:	59
2.4.1.11.	Ưu tiên của cổ đông (hiệu ứng khách hàng):	60
2.4.1.12.	Bảo vệ chống loãng giá:	62
2.4.2.	<i>Các yếu tố nội vi:</i>	64
2.4.2.1.	Đặc điểm giai đoạn phát triển của doanh nghiệp:	64

2.4.2.2.	Khả năng tạo ra lợi nhuận, tính ổn định của lợi nhuận:.....	64
2.4.2.3.	Các dự án đầu tư, cơ hội tăng trưởng vốn:	65
2.4.2.4.	Nhu cầu thanh khoản:	67
2.4.2.5.	Khả năng vay và tiếp cận các thị trường vốn:	67
2.4.2.6.	Quy mô doanh nghiệp:	69
2.4.2.7.	Hình thức sở hữu, cấu trúc cổ đông, quyền kiểm soát công ty:	70
2.4.2.8.	Vấn đề phát tín hiệu:.....	74
	NHẬN XÉT TÁC ĐỘNG CỦA CÁC YẾU TỐ:	74
2.5.	PHÂN TÍCH NHỮNG BẤT CẬP TRONG VIỆC LỰA CHỌN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT VIỆT NAM HIỆN NAY:	75
2.5.1.	<i>Chạy theo việc thỏa mãn nhu cầu của các nhà đầu tư ngắn hạn hơn là việc phát triển bền vững của công ty</i>	76
2.5.2.	<i>Sử dụng chính sách cổ tức như một công cụ đánh bóng hình ảnh công ty (yếu tố phát tín hiệu được quan tâm quá mức)</i>	79
2.5.3.	<i>Dựa quá nhiều vào yếu tố thị trường</i>	81
2.5.4.	<i>Các vấn đề phát sinh khác :</i>	82
	KẾT LUẬN CHƯƠNG 2:	86
	 CHƯƠNG 3: LỰA CHỌN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC THÍCH HỢP CHO CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	87
3.1.	CÁC NGUYÊN TẮC CƠ BẢN:	87
3.2.	NHẬN THỨC CỦA BAN QUẢN LÝ	90
3.3.	QUI TRÌNH RA QUYẾT ĐỊNH CHI TRẢ CỔ TỨC	93
3.4.	XEM XÉT MỘT SỐ PHƯƠNG THỨC PHÂN CHIA LỢI NHUẬN KHÁC	100
3.4.1.	<i>Mua lại cổ phần</i>	101
3.4.2.	<i>Thưởng bằng cổ phiếu quỹ</i>	102
3.4.3.	<i>Dùng lợi nhuận để phát hành cổ phiếu thưởng</i>	102
3.4.4.	<i>Chia nhỏ cổ phiếu và trả cổ tức bằng cổ phiếu</i>	104
3.5.	NHỮNG GỢI Ý KHÁC:	105
	KẾT LUẬN CHƯƠNG 3:	108
	 KẾT LUẬN:	109
	TÀI LIỆU THAM KHẢO	

DANH MỤC CÁC PHỤ LỤC



- PHỤ LỤC 1: Thống kê cổ tức, EPS, giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tại sàn HOSE từ năm 2002-2007
- PHỤ LỤC 2: Thống kê cổ tức, EPS, giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tại sàn HASTC từ năm 2005-2007
- PHỤ LỤC 3. Thống kê các công ty phân loại theo tỷ lệ cổ tức qua các năm tại HOSE
- PHỤ LỤC 4. Thống kê các công ty phân loại theo tỷ lệ cổ tức qua các năm tại HASTC
- PHỤ LỤC 5. Thống kê các công ty phân loại theo tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (payout ratio) qua các năm tại 2 sàn
- PHỤ LỤC 6. Các chỉ số thống kê về cổ tức tại sàn HOSE qua các năm
- PHỤ LỤC 7. Các chỉ số thống kê về cổ tức tại sàn HASTC qua các năm
- PHỤ LỤC 8. Nghiên cứu tình huống về thuế thu nhập cá nhân
- PHỤ LỤC 9. Nghiên cứu một kết quả nghiên cứu khác
- PHỤ LỤC 10. Một vài ý kiến về chính sách cổ tức từ một số bài báo lớn trên thế giới
- PHỤ LỤC 11. Thống kê chính sách cổ tức của Mỹ từ 1960 đến 2003
- PHỤ LỤC 12. Vài số liệu cổ tức của các công ty lớn trên thế giới

DANH MỤC CÁC BẢNG, BIỂU



Bảng 1-1. Số liệu tỷ suất cổ tức ở một số thị trường mới nổi, 1998-2001 (%).....	25
Bảng 1-2. Thống kê tỷ suất cổ tức phân theo ngành	26
Bảng 1-3. Thống kê những công ty tại Châu Á có tỷ suất cổ tức cao	27
Bảng 2-4. Một số số liệu về thị trường chứng khoán Việt Nam thời gian qua	34
Bảng 2-5. Số lượng cổ tức thống kê được trên sàn HOSE qua các năm.....	38
Bảng 2-6. Số lượng cổ tức thu thập được trên sàn HASTC qua các năm.....	44
Bảng 2-7. Số liệu thống kê tỷ suất cổ tức theo ngành của sàn HOSE.....	48
Bảng 2-8. Thống kê lãi suất cơ bản qua các năm.....	56
Bảng 2-9. Thống kê sở hữu nước ngoài theo ngành.....	72
Bảng 3-10. Quan điểm của Ban quản lý về chính sách cổ tức	91
Bảng 3-11. Mẫu xem xét các yếu tố trong quyết định chi trả cổ tức.....	100

DANH MỤC CÁC SƠ ĐỒ



Sơ đồ 1-1. Quy trình trả cổ tức.....	11
Sơ đồ 3-2. Quá trình thực hiện quyết định chi trả cổ tức	90

DANH MỤC CÁC ĐỒ THỊ



Đồ thị 2-1. Biểu đồ VN-INDEX từ năm 2000-2007	35
Đồ thị 2-2. Biểu đồ HASTC từ năm 2005-2007	36
Đồ thị 2-3. Số lượng các công ty niêm yết tại HOSE qua các năm	38
Đồ thị 2-4. Tình hình trả cổ tức của các công ty tại HOSE từ 2002-2007	39
Đồ thị 2-5. Cơ cấu trả cổ tức của các công ty tại HOSE từ 2002-2007	40
Đồ thị 2-6. Thống kê tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức tại HOSE qua các năm.....	42
Đồ thị 2-7. Số lượng công ty niêm yết tại sàn HASTC qua các năm.....	44
Đồ thị 2-8. Tình hình trả cổ của các công ty trên sàn HASTC từ năm 2005-2007.....	45
Đồ thị 2-9. Cơ cấu trả cổ tức của các công ty trên HASTC từ 2005-2007	45
Đồ thị 2-10. Thống kê tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức trên sàn HASTC từ 2005-2007.....	46
Đồ thị 2-11. Chỉ số CPI qua các năm	55

DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ



Hình 1-1. Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức của các công ty Mỹ vào tháng 1/2004.....	8
Hình 1-2. Tỷ suất cổ tức của các công ty ở Mỹ vào tháng 1/2004.....	9
Hình 1-3. Tỷ suất cổ tức của các cổ phiếu Mỹ từ 1960-2003	10
Hình 1-4. Quan hệ cổ tức và lợi nhuận ở Mỹ qua các năm.....	19
Hình 1-5. Thay đổi cổ tức của các công ty Mỹ từ năm 1989-2000.....	21
Hình 1-6. Chính sách cổ tức theo vòng đời công ty.....	22
Hình 1-7. Cổ tức của các công ty Mỹ phân loại theo tăng trưởng EPS.	23
Hình 3-8. Cổ tức ở các nước G7 tại thời điểm 1982-84 và 1989-91	24
Hình 2-9. Ma trận cổ tức / các cơ hội đầu tư.....	66

DANH MỤC KÝ HIỆU VIẾT TẮT



- ◆ M&M : Merton Miller và Franco Modigliani
- ◆ TTCK VN : Thị trường chứng khoán Việt Nam
- ◆ WTO : Tổ chức Thương mại thế giới (World Trade Organization)
- ◆ UBCKNN : Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
- ◆ HOSE : Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh
- ◆ SGDCK : Sở Giao dịch Chứng khoán
- ◆ HASTC : Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội
- ◆ TTGDCK : Trung tâm Giao dịch Chứng khoán
- ◆ TTLKCK : Trung tâm Lưu ký Chứng khoán
- ◆ CPH : Cổ phần hóa
- ◆ DNNN : Doanh nghiệp Nhà nước
- ◆ NHNN : Ngân hàng Nhà nước
- ◆ EPS : thu nhập trên mỗi cổ phần (Earnings per share)
- ◆ ESOP : Chương trình ưu đãi cổ phiếu cho nhân viên (Employee Stock Option (Ownership) Plan)

PHÂN MỞ ĐẦU



1. SỰ CẦN THIẾT CỦA ĐỀ TÀI

Trong tài chính doanh nghiệp có 3 quyết định cơ bản: quyết định đầu tư, quyết định tài trợ, và quyết định chi trả cổ tức. Cả ba quyết định trên đều phải nhất quán với mục tiêu nhằm **tối đa hóa giá trị doanh nghiệp**.

Ta cần phải thấy rằng, các quyết định này liên quan với nhau theo một cách nào đó. Thí dụ, các đầu tư của một doanh nghiệp ấn định mức lợi nhuận tương lai và tiềm năng cổ tức tương lai; cấu trúc vốn ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn, và đến lượt mình, chi phí sử dụng vốn ấn định một phần đến số cơ hội đầu tư có thể chấp nhận được; và chính sách cổ tức ảnh hưởng đến số lượng vốn cổ phần thường trong cấu trúc vốn của một doanh nghiệp (qua lợi nhuận giữ lại), và mở rộng ra, ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn. Khi lập các quyết định tương quan lẫn nhau này, mục tiêu là tối đa hóa tài sản của cổ đông.

Nhưng nếu chỉ xem xét 1 cách cô lập thì chính sách cổ tức có tác động thế nào đến giá trị doanh nghiệp? Một doanh nghiệp lựa chọn một chính sách cổ tức dựa vào đâu? Có chính sách nào tối ưu cho tất cả các doanh nghiệp? Trên thực tế các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam lựa chọn chính sách cổ tức nào? Những chính sách cổ tức đó có nhất quán với mục tiêu tối đa hóa tài sản của cổ đông? Trong giai đoạn khó khăn các công ty có thường cắt giảm cổ tức không?...

Ở Việt Nam hiện nay, các công ty niêm yết nói riêng và các công ty cổ phần nói chung vẫn chưa hình dung rõ nét chính sách cổ tức là như thế nào và chưa nhận thức đúng mức tầm quan trọng, mức độ ảnh hưởng của chính sách cổ tức tác động lên giá trị doanh nghiệp. Việc chi trả cổ tức của các công ty còn mang nặng tính tự phát, chưa có tính chiến lược dài hạn. Chính trong tình hình đó, chúng ta rất cần thiết phải có những công trình nghiên cứu làm rõ về chính sách cổ tức, cách thức xây dựng chính sách cổ tức tối ưu, cũng như việc đánh giá tầm quan trọng của nó đối với mỗi công ty.

Mặt khác, đứng dưới góc độ quản lý thì các vấn đề phát sinh trong việc chi trả cổ tức của các công ty cũng đòi hỏi các cơ quan chức năng phải hiểu rõ bản chất của những vấn đề đó để quản lý tốt và ban hành những văn bản pháp lý phù hợp.

Xuất phát từ những nhu cầu cấp thiết trên, tôi xin đi vào nghiên cứu **“Chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”**.

2. MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU

Mục tiêu nghiên cứu của luận văn là:

- Vận dụng lý thuyết đoạt giải Nobel kinh tế về chính sách cổ tức của M&M để xem xét chính sách cổ tức của các công ty niêm yết ở thị trường chứng khoán Việt Nam;
- Xem xét thực trạng chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua;
- Đánh giá các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết để tìm ra các nguyên nhân của việc lựa chọn đó;
- Phân tích những bất cập trong việc lựa chọn chính sách cổ tức của các công ty niêm yết thời gian qua;
- Cuối cùng là từ việc xem xét một số kinh nghiệm chi trả cổ tức ở các nước phát triển trên thế giới; để từ đó đi đến những gợi ý cho việc lựa chọn phù hợp chính sách cổ tức của các công ty niêm yết Việt Nam trong thời gian tới.

3. ĐỐI TƯỢNG NGHIÊN CỨU

Đối tượng nghiên cứu của luận văn là các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ ngày thị trường mở cửa năm 2000 đến hết quý I năm 2008.

Sở dĩ tôi giới hạn nghiên cứu chính sách cổ tức chỉ ở các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam là vì chỉ có các công ty này mới có các thông tin minh bạch về báo cáo tài chính cũng như chính sách cổ tức trong thị trường bất cân xứng thông tin như Việt Nam hiện nay. Hơn nữa, ta có thể thấy rằng các công ty niêm yết là những công ty tiêu biểu trong việc nhận thức được tầm quan trọng cũng như ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến giá trị doanh nghiệp.

4. PHẠM VI, HẠN CHẾ NGHIÊN CỨU

- Chỉ tổng hợp, quan sát, phân tích dựa trên các số liệu đã công bố trên các phương tiện thông tin đại chúng mà không lập bảng câu hỏi để khảo sát, đo lường mức độ

tác động của các yếu tố lên quyết định lựa chọn chính sách cổ tức của doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam.

- Nghiên cứu này chỉ nhằm tạo cho các công ty niêm yết nói riêng, tất cả các công ty cổ phần nói chung, một mức độ nhận thức đúng đắn và hợp lý về tầm quan trọng của chính sách cổ tức và ảnh hưởng của nó đến giá trị doanh nghiệp như thế nào thông qua phân tích dựa trên lý thuyết đạt giải Nobel của M&M và phân tích các bất hoàn hảo của M&M trong thực tế. Do đó, nghiên cứu này bỏ qua rất nhiều quan điểm của các lý thuyết về cổ tức khác. Ví dụ như: lý thuyết của Brennan (trên cơ sở mô hình định giá tài sản vốn (CAPM), Brennan cho rằng thu nhập trước thuế của một chứng khoán có mối quan hệ tuyến tính với rủi ro hệ thống và với tỷ lệ chi trả cổ tức. Mức thu nhập trước thuế cao bù đắp cho việc phải chịu thuế của cổ tức mà cổ đông được nhận) hoặc lý thuyết của Elton và Gruber (cho rằng mức giảm giá cổ phiếu trong ngày giao dịch không hưởng cổ tức thấp hơn mức cổ tức trên mỗi cổ phiếu).

Bài viết này rõ ràng còn rất nhiều hạn chế cần được khắc phục, bổ sung và cần những phân tích sâu sắc hơn để có thể hoàn thiện hơn, mang tính ứng dụng cao hơn nhằm một phần nào đó đóng góp vào sự phát triển chung của thị trường chứng khoán Việt Nam trong tương lai.

5. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Tổng quát, phương pháp nghiên cứu của luận văn đi từ cơ sở lý thuyết và thực tiễn tại Việt Nam trong năm năm qua và từ đó đưa ra những nhận xét, đánh giá, phân tích và cuối cùng là đưa ra những gợi ý nhằm giúp các công ty niêm yết có thể lựa chọn những chính sách cổ tức khả thi và phù hợp.

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

- *Phương pháp thống kê* nhằm tập hợp các số liệu và đánh giá thực trạng.
- *Phương pháp mô tả* nhằm đưa ra cái nhìn tổng quan về những chính sách cổ tức đang được áp dụng tại các công ty niêm yết.
- *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.

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

- *Số liệu sơ cấp:* các số liệu chi trả cổ tức của các công ty niêm yết đã công bố trong các Bản cáo bạch cũng như trong các Bản tin Chứng khoán của HOSE và HASTC qua các năm.

Trong đó, số lượng công ty niêm yết được chốt tại cuối tháng 3/2008: tương ứng 150 công ty ở sàn HOSE và 133 công ty ở sàn HASTC.

Số lượng các công ty niêm yết gia tăng quá nhanh. Cụ thể, đến cuối năm 2005 chỉ có 32 công ty niêm yết ở sàn HOSE, nhưng đến cuối năm 2007 thì đã có 138 công ty niêm yết ở sàn này. Vì thế, nếu bỏ qua thời điểm trước khi các công ty lên niêm yết thì số liệu cổ tức quá ít, không đủ để đánh giá, phân tích. Hơn nữa, ta cũng phải thấy rằng, các công ty lên niêm yết trong năm 2006 và 2007 thì những năm trước đó, các công ty này cũng đã rất quan tâm đến việc niêm yết và luôn theo dõi các công ty đã niêm yết như những hình mẫu để học tập về cách thức quản lý, trong đó có cả chính sách cổ tức.

- *Số liệu thứ cấp:* các thống kê về lạm phát, lãi suất của Tổng cục Thống kê, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, các số liệu thống kê cổ tức cũng như các phân tích về chính sách cổ tức của các tác giả, các chuyên gia trong và ngoài nước, và các phân tích, tổng hợp số liệu về thị trường chứng khoán Việt Nam của các công ty chứng khoán, quỹ đầu tư.

6. NHỮNG ĐIỂM MỚI CỦA ĐỀ TÀI

Tuy còn nhiều hạn chế nhưng đề tài cũng có những điểm mới sau:

- Tổng kết lại tình hình thực hiện, cách thức chi trả cổ tức, mức độ chi trả cổ tức cho cổ đông của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua (giai đoạn 2002-2007 đối với sàn HOSE và giai đoạn 2005-2007 đối với sàn HASTC);
- Đưa ra những yếu tố thực tế và đánh giá mức độ ảnh hưởng của những yếu tố đó lên việc lựa chọn chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trong thời gian qua;
- Đưa ra được những bất cập nổi bật trong việc lựa chọn chính sách cổ tức hiện nay của các công ty niêm yết.

- Đồng thời, nhấn mạnh tầm quan trọng trong việc xây dựng chính sách cổ tức của các công ty niêm yết và đưa ra những gợi ý cho việc lựa chọn chính sách cổ tức phù hợp.

7. KẾT CẤU ĐỀ TÀI

Luận văn được trình bày thành ba phần:

- **Chương 1: Cơ sở lý luận**

Trong phần này nêu ra các tổng quát về cổ tức cũng như chính sách cổ tức như các khái niệm, các phương thức, các chính sách cổ tức, các yếu tố ảnh hưởng và cuối cùng là giới thiệu tóm tắt quan điểm của lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và xem xét một số kinh nghiệm từ các nước trên thế giới.

- **Chương 2: Chính sách cổ tức của các công ty niêm yết ở Việt Nam trong thời gian qua**

Phần này bắt đầu bằng việc nhìn lại quá trình hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam một cách tóm lược. Kế đến, ta xem xét mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp trong thực tiễn Việt Nam. Sau đó, bằng việc xem xét thực trạng chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua, ta đi đến phân tích các yếu tố ảnh hưởng cùng với việc phân tích các các bất cập trong việc lựa chọn chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trong thời gian qua.

- **Chương 3: Lựa chọn chính sách cổ tức thích hợp cho các công ty niêm yết ở Việt Nam trong thời gian tới**

Phần này là phần đưa ra những gợi ý cho các công ty niêm yết có thể cân nhắc khi xây dựng chính sách cổ tức thích hợp cho mình.

CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN



1.1. CÁC KHÁI NIỆM

1.1.1. Cổ tức (Dividends):

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

1.1.2. Chính sách cổ tức (Dividend policy):

Chính sách cổ tức là chính sách ấn định phân phối giữa lợi nhuận giữ lại tái đầu tư và chi trả cổ tức cho cổ đông. Lợi nhuận giữ lại cung cấp cho các nhà đầu tư một nguồn tăng trưởng lợi nhuận tiềm năng tương lai thông qua tái đầu tư, trong khi cổ tức cung cấp cho họ một phân phối hiện tại. Nó 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.

1.2. ĐO LƯỜNG CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

1.2.1. Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (Dividend payout ratio):

Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức là một tỷ số phản ánh công ty trả cổ tức bao nhiêu phần cho cổ đông từ lợi nhuận sau thuế.

Cách tính: Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức = Cổ tức / Thu nhập ròng (cùng thời kỳ)

Ví dụ cách tính: Bảng lưu chuyển tiền tệ của Coca-Cola năm 2003 cho thấy rằng công ty trả cổ tức \$2,166 tỷ. Bảng Kết quả kinh doanh cùng năm cho thấy thu nhập ròng \$4,347 tỷ. Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức = $\$2.166.000.000 / \$4.347.000.000 = 49,8\%$. Như vậy, các nhà đầu tư có thể thấy rằng Coca-Cola dành tới gần 50% lợi nhuận để trả cổ tức cho các cổ đông.

Phần lợi nhuận không trả cho nhà đầu tư sẽ được dành cho việc đầu tư nhằm cung cấp một sự tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai. Các nhà đầu tư đang tìm kiếm thu nhập hiện tại cao và tăng trưởng vốn có giới hạn thì thích các công ty có tỷ lệ trả cổ tức cao. Tuy nhiên, các nhà đầu tư tìm kiếm tăng trưởng vốn có thể thích tỷ lệ trả cổ tức thấp hơn bởi vì thu nhập lãi vốn bị đánh thuế thấp hơn (tại các nước như Mỹ). Các công ty

tăng trưởng cao trong thời kỳ đầu của quá trình hoạt động thường có tỷ lệ trả cổ tức thấp hoặc bằng không. Đến khi họ hoạt động ổn định ở giai đoạn trưởng thành thì họ lại có xu hướng đền bù lại cho nhà đầu tư từ lợi nhuận của mình.

Minh họa: Bảng dữ liệu tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức của S&P 500 cho thấy tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức giảm đều từ 90% lợi nhuận hoạt động vào những năm 1940 đến còn khoảng 30% trong những năm gần đây. Đối với những công ty tăng trưởng thấp hơn thì tỷ lệ trả cổ tức thấp hơn, khoảng 10%.

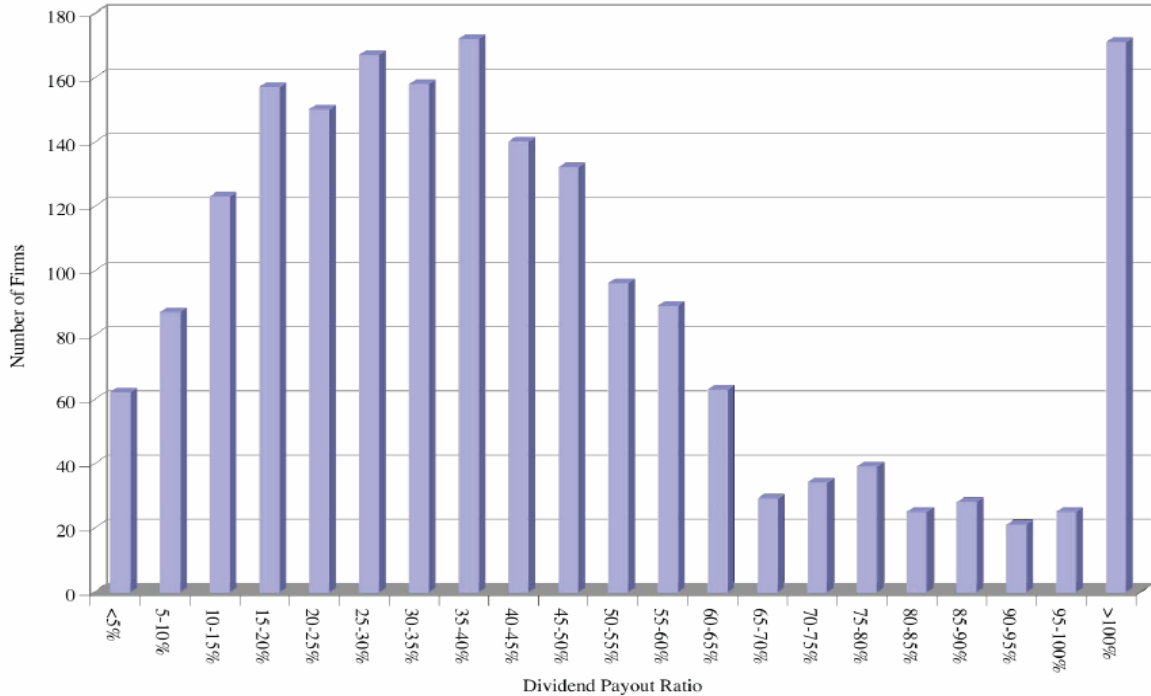
Bảng 1-1. Tỷ lệ trả cổ tức của S&P500 từ qua các thập niên

Thập niên	% giá thay đổi	Phần đóng góp của cổ tức	Tỷ suất lợi nhuận	Tỷ trọng cổ tức trong tổng lợi nhuận	Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức bình quân
1930s	-41,90%	56,00%	14,10%	N/A	90,10%
1940s	34,8	100,3	135,1	74,20%	59,4
1950s	256,7	180	436,7	41,2	54,6
1960s	53,7	54,2	107,9	50,2	56
1970s	17,2	59,1	76,3	77,5	45,5
1980s	227,4	143,1	370,5	38,6	48,6
1990s	315,7	95,5	411,2	23,2	47,6
2000s	-15	8,6	-6,4	N/A	32,3
Trung bình	106,10%	87,10%	193,20%	50,80%	54,30%

(Nguồn: Wikipedia, the free encyclopedia)

Khảo sát các công ty có trả cổ tức vào tháng 1/2004 cho thấy: các tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức lớn hơn 100% chỉ các doanh nghiệp chi trả cổ tức nhiều hơn lợi nhuận của họ kiếm được. Median của tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức của các công ty có trả cổ tức vào tháng 1/2004 là khoảng 30%, còn tỷ lệ trả cổ tức trung bình khoảng 35%.

Hình 1-1. Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức của các công ty Mỹ vào tháng 1/2004



(Nguồn: Chương 10-Damodaran)

1.2.2. Tỷ suất cổ tức (Dividend Yield):

Tỷ suất cổ tức phản ánh bao nhiêu tiền một nhà đầu tư sẽ kiếm được chỉ tính riêng từ cổ tức của một cổ phiếu phổ thông dựa trên giá thị trường hiện tại.

Cách tính: Tỷ suất cổ tức = cổ tức hằng năm / giá thị trường hiện tại cho mỗi cổ phiếu.

Ví dụ: The Washington Post trả cổ tức \$7 và được giao dịch với giá \$910 cho mỗi cổ phần; còn Altria Group trả cổ tức hằng năm là \$2,72 và được giao dịch tại giá \$49,75 cho mỗi cổ phần. Bằng cách tính toán tỷ suất cổ tức, nhà đầu tư có thể so sánh số tiền mặt mà anh ta có thể kiếm được từ lợi nhuận hằng năm của mỗi cổ phiếu.

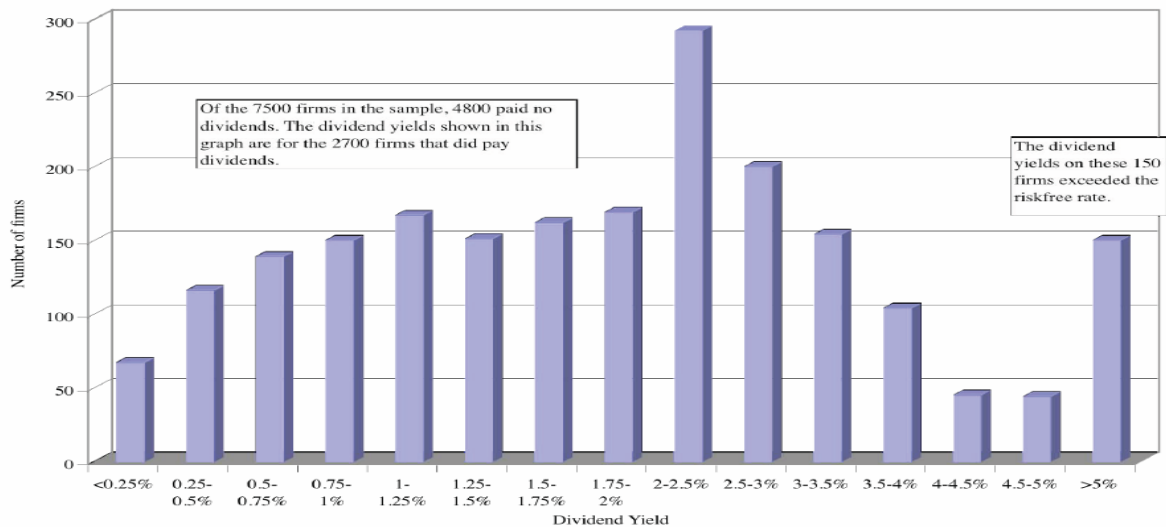
Tỷ suất cổ tức của Washington Post = $\$7 / \$910 = 0,0077$ hoặc 0,77%

Tỷ suất cổ tức của Altria Group = $\$2,72 / \$49,75 = 0,055$ hoặc 5,5%

Có thể thấy, mặc dù thực tế Washington Post trả cổ tức cao hơn cho mỗi cổ phần, nhưng nếu đầu tư \$100.000 vào cổ phiếu này thì chỉ nhận được \$770 thu nhập hằng năm, trong khi cùng với số tiền đó mà đầu tư vào Altria Group thì số tiền nhận được là \$5.500. Một nhà đầu tư quan tâm thu nhập cổ tức mà không quan tâm thu nhập lãi vốn thì sẽ lựa chọn cổ phiếu thứ 2.

Hình 1-2 có dữ liệu từ cuộc điều tra tỷ suất cổ tức của 2.700 cổ phiếu niêm yết ở các thị trường chính thức của Mỹ trong tháng 1/2004. Cũng cần lưu ý rằng 4.800 công ty trong 7.500 công ty trong mẫu không trả cổ tức. Khất khe mà nói thì median của tỷ suất cổ tức của một cổ phiếu ở Mỹ là bằng không.

Hình 1-2. Tỷ suất cổ tức của các công ty ở Mỹ vào tháng 1/2004



(Nguồn: Chương 10-Damodaran)

Median của tỷ suất cổ tức của các cổ phiếu có cổ tức là khoảng 1,80%, và tỷ suất cổ tức trung bình 2,12% thấp hơn các tiêu chuẩn quá khứ.

Hình 1-3. Tỷ suất cổ tức của các cổ phiếu Mỹ từ 1960-2003



(Estimated using S&P 500 data from 1960 to 2003; Source is Bloomberg.)

1.3. QUÁ TRÌNH TRẢ CỔ TỨC

Các công ty ở Mỹ thường trả cổ tức hàng quý. Còn ở Việt Nam thì các công ty thường trả cổ tức 2 lần/năm.

Cổ tức thường được đề xuất bởi Hội đồng quản lý và sau đó được thông qua bởi Đại hội đồng cổ đông. Có vài cột mốc thời gian chính sau:

- **Ngày công bố cổ tức (dividend declaration date):** là ngày công ty công bố mức chi trả cổ tức. Đây là ngày quan trọng bởi vì thông qua việc công bố cổ tức, nhà đầu tư sẽ đánh giá được mức cổ tức là tăng hay giảm, hay vẫn được duy trì; qua đó, các nhà đầu tư sẽ đánh giá được những tín hiệu thông tin mà các công ty phát ra. Vì vậy, nếu công ty thay đổi cổ tức đột ngột thì đây là ngày mà phản ứng trên thị trường thường sẽ xuất hiện rất rõ.
- **Ngày giao dịch cuối cùng được hưởng quyền (ex-dividend date):** là ngày cuối cùng được hưởng cổ tức, tức là ngày mà nhà đầu tư nên mua cổ phiếu để được

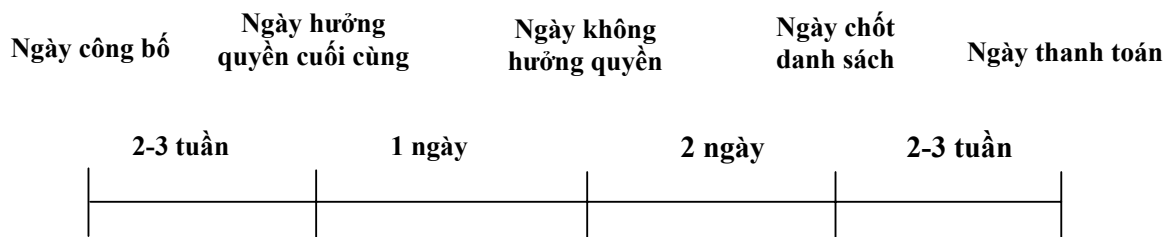
hưởng cổ tức. Do đó, nếu nhà đầu tư mua cổ phiếu sau ngày này thì sẽ không được hưởng cổ phiếu.

- **Ngày chốt giao dịch không hưởng quyền:** là ngày mà nếu các nhà đầu tư mua cổ phiếu sẽ không được hưởng cổ tức. Do đó, giá tham chiếu của cổ phiếu ngày này thường được điều chỉnh xuống tương ứng với số cổ tức để đảm bảo bình đẳng giữa các cổ đông, tức là cổ đông được lợi về cổ tức thì bị thiệt về giá và ngược lại.

Giá tham chiếu ngày giao dịch không hưởng quyền = giá đóng cửa ngày giao dịch hưởng quyền cuối cùng – cổ tức

- **Ngày chốt danh sách cổ đông hay ngày đăng ký cuối cùng (holder-of-record date):** là ngày Trung tâm lưu ký đóng sổ, chốt danh sách những cổ đông được hưởng cổ tức. Ở Việt Nam, do qui chế giao dịch là T+3 nên ngày chốt danh sách cổ đông thường sau 3 ngày so với ngày giao dịch cuối cùng được hưởng quyền hay sau 2 ngày so với ngày giao dịch không hưởng quyền.
- **Ngày thanh toán cổ tức (dividend payment date):** là ngày mà các cổ đông sẽ nhận được cổ tức (thường là 2-3 tuần sau ngày chốt danh sách cổ đông).

Sơ đồ 1-1. Qui trình trả cổ tức



1.4. CÁC CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC

1.4.1. 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.

1.4.2. 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.

1.4.3. 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 đồng cổ đông cũng như các nhà quản lý doanh nghiệp phải cân nhắc đó là: lựa chọn phương thức chi trả cổ tức.

1.5. CÁC PHƯƠNG THỨC TRẢ CỔ TỨC

Thông thường, có 3 phương thức chi trả cổ tức cơ bản là: cổ tức bằng tiền mặt, cổ tức bằng cổ phiếu, và cổ tức bằng tài sản. Trong đó, 2 phương thức đầu là phổ biến nhất.

1.5.1. Cổ tức trả bằng tiền mặt

Hầu hết cổ tức được trả dưới dạng tiền mặt. Cổ tức tiền mặt được trả tính trên cơ sở mỗi cổ phiếu, được tính bằng phần trăm mệnh giá. Mệnh giá là giá trị được ấn định trong giấy chứng nhận cổ phiếu theo điều lệ hoạt động của công ty.

Ví dụ: mệnh giá của là 10.000 đồng. Tỷ lệ chi trả là 12%. Nghĩa là mỗi cổ phiếu nhận được cổ tức là $10.000 \times 12\% = 1.200$ đồng. Cổ đông sở hữu 100 cổ phiếu sẽ nhận được tiền cổ tức là $100 \times 1.200 = 120.000$ đồng.

Trả cổ tức bằng tiền mặt làm giảm tiền mặt dẫn đến giảm tài sản và giảm vốn lợi nhuận, nghĩa là làm giảm vốn cổ phần cổ đông.

1.5.2. Cổ tức trả bằng cổ phiếu

Trả cổ tức bằng cổ phiếu là doanh nghiệp đưa ra thêm những cổ phiếu của doanh nghiệp theo tỷ lệ đã được Đại hội đồng cổ đông thông qua. Doanh nghiệp không nhận được khoản tiền thanh toán nào từ phía cổ đông.

Hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu được áp dụng khi doanh nghiệp dự định giữ lợi nhuận cho các mục đích đầu tư và muốn làm an lòng cổ đông.

Ví dụ: doanh nghiệp tuyên bố trả cổ tức bằng cổ phiếu là 9% một năm. Nghĩa là cổ đông hiện hành sở hữu 100 cổ phiếu sẽ có thêm được 9 cổ phiếu nữa.

Việc trả cổ tức bằng cổ phiếu cũng giống như việc tách cổ phiếu. Cả hai trường hợp đều làm số lượng cổ phần tăng lên và giá trị cổ phần giảm xuống.

Trả cổ tức bằng cổ phiếu làm tài khoản chủ sở hữu tăng lên và phần lợi nhuận giảm xuống. Trong khi đó tách cổ phiếu làm giảm mệnh giá mỗi cổ phần.

1.5.3. Cổ tức trả bằng tài sản

Doanh nghiệp trả cổ tức cho cổ đông bằng thành phẩm, hàng bán, bất động sản hay cổ phiếu của công ty khác do doanh nghiệp sở hữu. Hình thức này rất hiếm xảy ra trong thực tiễn.

1.6. CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN LỰA CHỌN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA DOANH NGHIỆP

Về mặt lý thuyết, khi các nhà quản trị cân nhắc lựa chọn một chính sách cổ tức cho công ty mình thì họ phải xem xét các yếu tố cơ bản sau:

1.6.1 Các hạn chế pháp lý ngăn cấm các cổ tức làm suy yếu vốn:

Khi ấn định chính sách cổ tức của mình thì các doanh nghiệp đều phải cân nhắc các hạn chế sau như các nguyên tắc về mặt pháp lý như:

- *Hạn chế suy yếu vốn:* tức là doanh nghiệp không thể dùng vốn (gồm mệnh giá cổ phần thường và thặng dư vốn) để chi trả cổ tức.
- *Hạn chế lợi nhuận ròng:* tức là cổ tức phải được chi trả từ lợi nhuận ròng hiện nay và thời gian qua, nhằm ngăn cản các chủ sở hữu thường rút đầu tư ban đầu và làm suy yếu vị thế an toàn của các chủ nợ của doanh nghiệp.
- *Hạn chế mất khả năng thanh toán:* tức là không thể chi trả cổ tức khi doanh nghiệp mất khả năng thanh toán (nợ nhiều hơn tài sản), nhằm đảm bảo quyền ưu tiên của chủ nợ đối với tài sản của doanh nghiệp.

1.6.2. Các khoản giới hạn trong hợp đồng trái phiếu công ty và các thỏa thuận tài trợ khác:

Các điều khoản hạn chế này có thể giới hạn tổng mức cổ tức của một doanh nghiệp có thể chi trả. Hoặc các yêu cầu về quỹ dự trữ để thanh toán nợ đôi khi cũng hạn chế việc chi trả cổ tức. Hoặc nếu vốn luân chuyển (tài sản lưu động trừ nợ ngắn hạn) hay tỷ lệ nợ hiện hành không cao hơn một mức định sẵn nào đó, thì doanh nghiệp không được chi trả cổ tức.

1.6.3. Các ảnh hưởng của thuế:

Khi quyết định chi trả cổ tức, doanh nghiệp sẽ cân nhắc đến sự chênh lệch giữa thuế suất đánh trên thu nhập lãi vốn và thu nhập cổ tức. Ngoài ra, thu nhập cổ tức bị đánh thuế ngay (trong năm hiện hành), còn thu nhập lãi vốn có thể hoãn đến các năm sau.

1.6.4. Nhu cầu thanh khoản:

Chi trả cổ tức là dòng tiền đi ra; vì vậy, khả năng thanh khoản của doanh nghiệp phụ thuộc vào các tài sản có tính thanh khoản cao, nhất là tiền mặt.

1.6.5. Khả năng vay và tiếp cận các thị trường vốn:

Doanh nghiệp lớn, có uy tín, dễ dàng tiếp cận với thị trường tín dụng và các nguồn vốn bên ngoài thì càng có nhiều khả năng chi trả cổ tức bởi khả năng thanh khoản linh hoạt và tận dụng các cơ hội đầu tư. Ngược lại, đối với các doanh nghiệp nhỏ, chỉ có vốn cổ phần, khó tiếp cận vốn bên ngoài thì khi có cơ hội đầu tư mới thuận lợi, thường việc chi trả cổ tức không nhất quán với mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

1.6.6. Tính ổn định của lợi nhuận:

Một doanh nghiệp có lịch sử lợi nhuận ổn định thường sẵn lòng chi trả cổ tức cao hơn doanh nghiệp có thu nhập không ổn định.

1.6.7 Các cơ hội tăng trưởng vốn:

Thông thường, các doanh nghiệp tăng trưởng nhanh thường có nhu cầu để tài trợ các cơ hội đầu tư hấp dẫn mới. Vì vậy, họ thường giữ lại phần lớn lợi nhuận và tránh bán cổ phần mới ra công chúng vừa tốn kém vừa bất tiện.

1.6.8 Lạm phát:

Trong môi trường lạm phát, vốn phát sinh từ khấu hao không đủ thay thế tài sản đã cũ kỹ, lạc hậu; hơn nữa, nhu cầu vốn luân chuyển, số dư tiền mặt giao dịch của doanh nghiệp cũng tăng lên. Do đó, doanh nghiệp cần phải giữ lại lợi nhuận nhiều hơn.

1.6.9 Ưu tiên của cổ đông (hiệu ứng khách hàng):

Một doanh nghiệp được kiểm soát chặt chẽ với tương đối ít cổ đông thì ban điều hành có thể ấn định mức cổ tức theo ưu tiên của các cổ đông (tức là mục tiêu, sở thích của cổ đông). Còn các doanh nghiệp có số lượng cổ đông lớn, rộng rãi thì không thể tính đến các ưu tiên của cổ đông khi quyết định chi trả cổ tức mà chỉ có thể xem xét các yếu tố cơ hội đầu tư, nhu cầu dòng tiền, tiếp cận thị trường tài chính và các yếu tố liên quan khác. “Hiệu ứng khách hàng” cho thấy các nhà đầu tư sẽ lựa chọn các công ty có chính sách cổ tức phù hợp với mục tiêu của mình.

1.6.10. Bảo vệ chống loãng giá:

Việc quyết định giữ lại lợi nhuận, chi trả cổ tức có thể còn phụ thuộc vào các quyết định tài trợ, cấu trúc vốn tối ưu của doanh nghiệp. Rủi ro loãng giá, tức quyền lợi của chủ sở hữu theo phần trăm bị loãng, xuất hiện khi doanh nghiệp phát hành cổ phần mới vì có thể có cổ đông không mua hoặc không thể mua theo tỷ lệ tương ứng. Vì vậy, có vài doanh nghiệp lựa chọn chi trả cổ tức thấp để tránh rủi ro loãng giá (vì tránh được phát hành cổ phần mới do cần vốn).

Ngoài ra, trong thực tế còn rất nhiều yếu tố khác ảnh hưởng đến sự lựa chọn chính sách cổ tức như: cấu trúc cổ đông, hình thức sở hữu, quy mô doanh nghiệp, khả năng tạo lợi nhuận, đặc điểm phát triển của doanh nghiệp, lãi suất ngân hàng,... Chúng ta sẽ xem xét các yếu tố này trong phần thực trạng chi trả cổ tức ở các công ty niêm yết Việt Nam ở chương 2.

Một số yếu tố này ủng hộ cổ tức cao, trong khi các yếu tố khác hàm ý một chính sách chi trả thấp hơn. Hội đồng quản lý của doanh nghiệp nên cân nhắc các yếu tố này tùy trường hợp để đạt đến một chính sách cổ tức tốt nhất có thể được.

1.7. CHÍNH SÁCH CỔ TỨC VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP THEO LÝ THUYẾT M&M

Theo lý thuyết đoạt giải Nobel kinh tế của M&M (Merton Miller và Franco Modigliani-1961) thì chính sách cổ tức ***hoàn toàn không làm ảnh hưởng*** đến giá trị của doanh nghiệp, mà giá trị doanh nghiệp lại tùy thuộc vào các ***quyết định đầu tư***.

Nhưng kết luận này của M&M được gắn với ***các giả định*** của một thị trường vốn ***hiệu quả và hoàn hảo***:

- ***Không có thuế***: theo giả định này, các nhà đầu tư không bận tâm về việc họ sẽ nhận được thu nhập cổ tức hay thu nhập lãi vốn.
- ***Không có chi phí giao dịch***: giả định này ngụ ý rằng các nhà đầu tư vào chứng khoán của các doanh nghiệp chỉ trả ít hoặc không chi trả cổ tức có thể bán lại (không có phí tổn) bất cứ số cổ phần nào mà họ muốn bán để chuyển đổi lãi vốn thành thu nhập thường xuyên.
- ***Không có chi phí phát hành***: nếu các doanh nghiệp không phải chi trả các chi phí phát hành cho việc phát hành chứng khoán mới, họ có thể thụ đắc được vốn cổ phần cần thiết cùng với chi phí, không kể họ giữ lại lợi nhuận hay chi trả cổ tức. Đôi khi việc chi trả cổ tức đưa đến nhu cầu bán cổ phần mới theo định kỳ.
- ***Chính sách đầu tư và tài trợ cố định***: nghĩa là cho dù doanh nghiệp có dư tiền thì cũng không thể đem số tiền đó đi đầu tư thêm mà chỉ có thể mua lại cổ phần hoặc chia cổ tức mà thôi. Hoặc doanh nghiệp thiếu tiền thì doanh nghiệp cũng không thể đi vay thêm được mà chỉ có thể phát hành thêm cổ phần để tài trợ cho dự án mới của mình.

Hai ông khẳng định rằng các thay đổi quan sát được trong giá trị doanh nghiệp là kết quả của các quyết định cổ tức thật ra là do ***nội dung hàm chứa thông tin*** hay ***các tác động phát tín hiệu*** của chính sách cổ tức. Có nghĩa là các thay đổi trong chi trả cổ tức tiêu biểu một tín hiệu cho các nhà đầu tư về đánh giá của ban điều hành về lợi nhuận và dòng tiền tương lai của doanh nghiệp. Ví dụ, một cắt giảm cổ tức được xem như truyền đạt các thông tin bất lợi về triển vọng lợi nhuận của doanh nghiệp.

M&M cũng còn dựa vào lập luận ***hiệu ứng khách hàng*** để bảo vệ cho kết luận của mình. Theo đó, doanh nghiệp thay đổi chính sách cổ tức có thể mất một số cổ đông

qua các doanh nghiệp khác có cổ tức hấp dẫn hơn. Do đó, giá cổ phần sụt giảm tạm thời. Nhưng 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 M&M, các giao dịch này diễn ra tức khắc và không có tổn phí, kết quả là giá trị cổ phần giữ nguyên không đổi.

1.8. MỘT SỐ KINH NGHIỆM CHI TRẢ CỔ TỨC TỪ CÁC NƯỚC PHÁT TRIỂN

1.8.1. *Bằng chứng thực nghiệm về chính sách cổ tức và những kết luận quan trọng:*

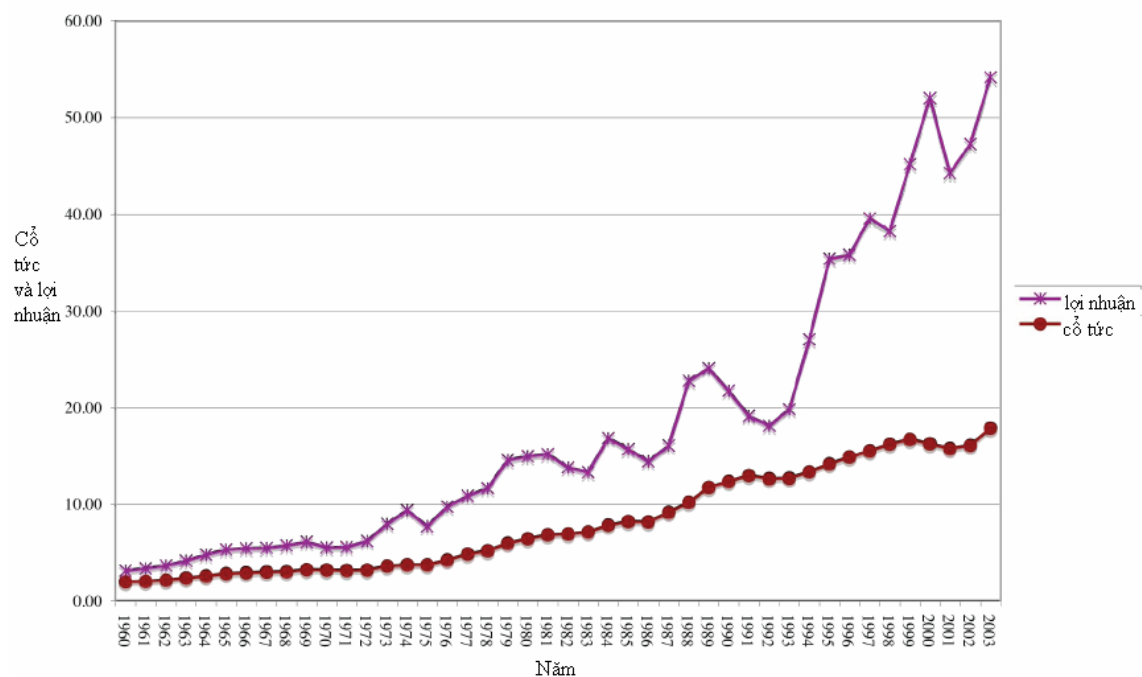
Quan sát chính sách cổ tức của các công ty Mỹ trong vòng 50 năm, ta có những kết quả như sau:

- Đầu tiên, cổ tức có xu hướng **đi theo lợi nhuận**; tức là, gia tăng cổ tức thường đi sau sự gia tăng trong lợi nhuận và ngược lại sự cắt giảm cổ tức đôi khi đi sau sự sụt giảm trong lợi nhuận.
- Thứ hai, cổ tức thường **cố định** bởi vì các công ty thường rất miễn cưỡng khi thay đổi cổ tức; đặc biệt, các công ty tránh việc cắt giảm cổ tức kể cả khi lợi nhuận giảm.
- Thứ ba, cổ tức thường có xu hướng **ổn định hơn lợi nhuận**.
- Thứ tư, chính sách cổ tức rất **khác biệt tùy theo đặc trưng** của giai đoạn đời sống phát triển của công ty, do những thay đổi trong tỷ lệ phát triển, dòng tiền và các cơ hội đầu tư.
- Cuối cùng, chính sách cổ tức **khác nhau ở các nước**.

1.8.1.1. **Cổ tức thường đi đôi với lợi nhuận:**

Phải thừa nhận rằng có mối liên quan giữa lợi nhuận và cổ tức qua các năm. Hình sau thể hiện mối quan hệ này.

Hình 1-4. Quan hệ cổ tức và lợi nhuận ở Mỹ qua các năm



Nguồn: Chương 10-Damodaran

Qua hình trên ta thấy những thay đổi cổ tức đồng hành với những thay đổi trong lợi nhuận qua các năm và dãy biến động cổ tức thì bằng phẳng hơn so với dãy biến động lợi nhuận.

Tình hình lợi nhuận của các công ty trong khoảng thời gian từ năm 1973 đến năm 1988 có nhiều biến động theo chiều hướng đi lên. Trong khi đó thì chính sách chi trả cổ tức trong khoảng thời gian này vẫn duy trì ở mức ổn định tỷ suất cổ tức chỉ dao động từ 3,68%-5,57%, tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức chỉ nằm trong khoảng 39,81-57,16%. Tính trung bình qua các năm thì các công ty ở Mỹ có tỷ suất cổ tức ở mức 3,35% và tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức ở mức 49,78%. Hơn nữa, ta thấy cổ tức có xu hướng giảm qua nhiều năm (tỷ suất cổ tức năm 1960 và năm 2003 tương ứng là 3,41% và 1,61%; và tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức năm 1960 và năm 2003 tương ứng là 63,86% và 33,065). Điều

này cho thấy các công ty ở Mỹ có chính sách cổ tức ổn định và rất chú trọng đến việc giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư nhằm tạo ra sự tăng trưởng đều trong dài hạn¹.

Trong những năm của thập kỷ 50, John Lintner đã nghiên cứu cách thức mà các công ty đưa ra chính sách cổ tức và kết luận 3 điểm quan trọng² :

- Các công ty đặt tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức mục tiêu bằng cách quyết định dựa trên tỷ lệ lợi nhuận mà họ sẵn sàng trả cổ tức trong dài hạn.
- Họ thay đổi cổ tức theo mục tiêu dài hạn và trong mức thay đổi lợi nhuận có thể chịu được, nhưng họ gia tăng cổ tức chỉ khi họ cảm thấy họ có thể đạt được những mức cổ tức cao hơn, bởi vì các công ty thường tránh cắt giảm cổ tức, mà cổ tức lại phụ thuộc lợi nhuận.
- Các nhà quản lý thì quan tâm nhiều hơn đến sự thay đổi trong cổ tức hơn là mức cổ tức.

Fama and Babiak cũng đi đến kết luận rằng cổ tức phụ thuộc vào lợi nhuận bằng cách hồi quy những biến động cổ tức so với những biến động lợi nhuận. Họ cũng xác nhận kết luận của Lintner về mối quan hệ giữa cổ tức và lợi nhuận³.

1.8.1.2. Cổ tức thường cố định

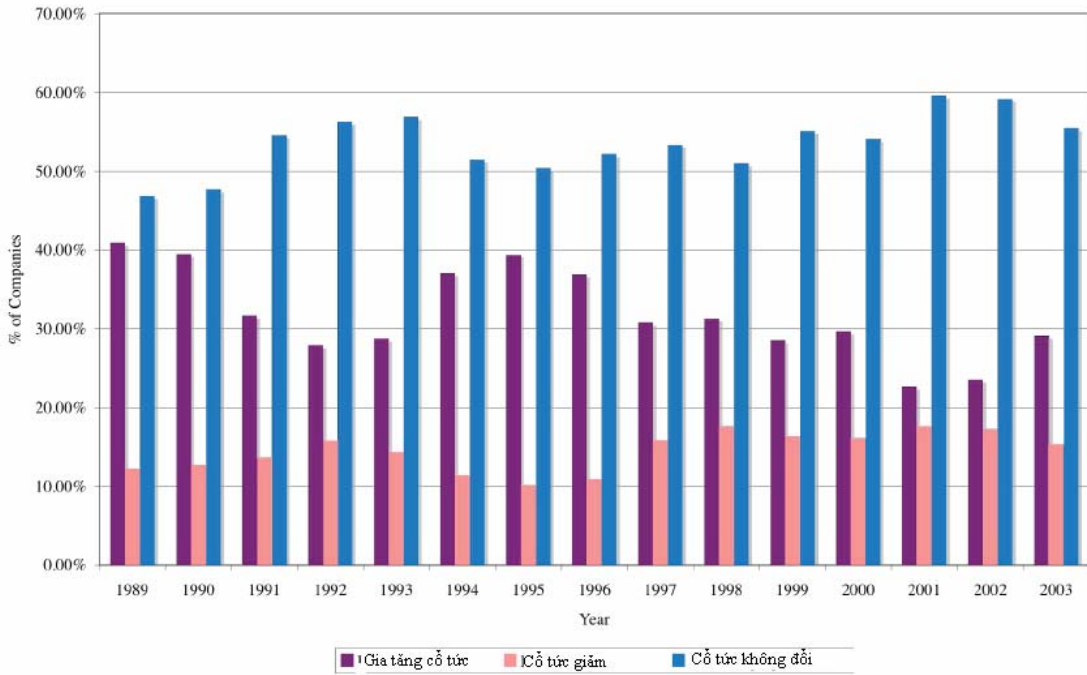
Thông thường các công ty không thay đổi tiền cổ tức thường xuyên lắm. Việc thay đổi này rất miễn cưỡng, do một số nhân tố. Đầu tiên, mối quan tâm của công ty là khả năng đạt được cổ tức cao hơn trong những thời điểm tương lai. Yếu tố khác nữa là cách nhìn tiêu cực của thị trường khi cắt giảm cổ tức và hệ quả là giá cổ phiếu giảm. Hình sau cho thấy kết quả về tỷ lệ các doanh nghiệp gia tăng cổ tức, cắt giảm cổ tức và không có thay đổi trong cổ tức từ năm 1989 đến năm 1998.

¹ Xem chi tiết số liệu tại Phụ lục 11

² Lintner, J., *Distribution of Income of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes* American Economic Review, 1956, v46, 97-113

³ Fama, E. F. and H. Babiak. *Dividend Policy: An Empirical Analysis*, Journal of the American Statistical Association, 1968, v63(324), 1132-1161

Hình 1-5. Thay đổi cổ tức của các công ty Mỹ từ năm 1989-2000



(Nguồn: chương 10-Damodaran)

Ta có thể thấy, số lượng các công ty không thay đổi cổ tức vượt trội hơn. Và trong số các công ty thay đổi cổ tức thì tỷ lệ trung bình các công ty gia tăng cổ tức thì nhiều hơn các công ty cắt giảm cổ tức.

1.8.1.3. Cổ tức ít biến động hơn lợi nhuận

Xuất phát từ việc miễn cưỡng trong việc gia tăng cổ tức, trừ khi họ cảm thấy có thể đạt được tỷ lệ cao hơn trong tương lai và chỉ cắt giảm cổ tức khi bị bắt buộc, cổ tức ổn định hơn lợi nhuận. Điều này cho thấy cổ tức không biến động nhiều như lợi nhuận theo từng năm và cũng được chứng minh bằng một số thực nghiệm:

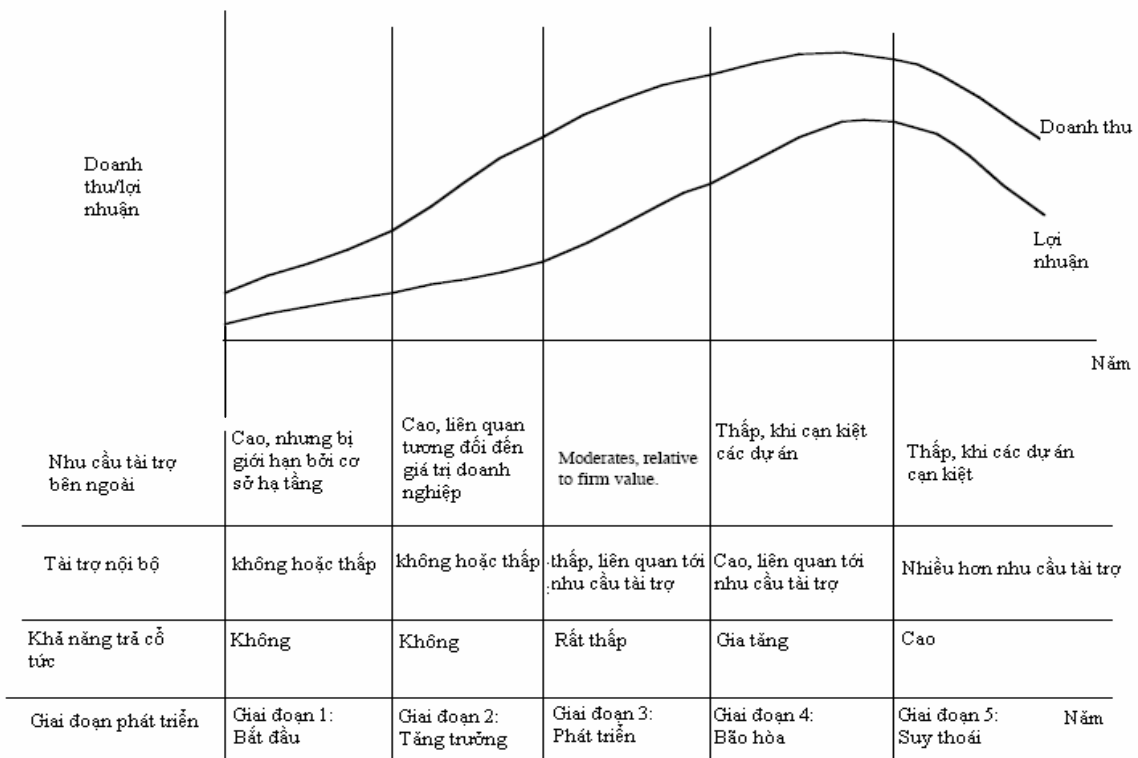
Đầu tiên, độ biến thiên trong số liệu cổ tức quá khứ nhỏ hơn nhiều so với độ biến thiên của số liệu lợi nhuận quá khứ. Bằng việc sử dụng dữ liệu hằng năm về lợi nhuận và cổ tức từ năm 1960 đến năm 2003, ví dụ, độ lệch chuẩn của cổ tức là 5%, trong khi độ lệch chuẩn của lợi nhuận là khoảng 14%.

Thứ hai, độ lệch chuẩn trong tỷ suất lợi nhuận của các công ty là lớn hơn nhiều so với độ lệch chuẩn của tỷ suất cổ tức. Hay nói cách khác, mức độ biến động của tỷ suất lợi nhuận của các công ty là lớn hơn nhiều so với tỷ suất cổ tức

1.8.1.4. Chính sách cổ tức của một công ty có xu hướng tùy thuộc vào vòng đời của công ty

Chu kỳ đời sống có thể chia làm 5 giai đoạn phát triển: bắt đầu (khởi nghiệp), tăng trưởng, phát triển, bão hòa và suy thoái. Và có mối quan hệ giữa các giai đoạn phát triển này với chính sách cổ tức. Ví dụ, các công ty trong giai đoạn tăng trưởng với nhiều cơ hội đầu tư thường không chi trả cổ tức, trong khi các công ty ổn định với dòng tiền lớn và ít dự án thường có xu hướng trả cổ tức nhiều hơn.

Hình 1-6. Chính sách cổ tức theo vòng đời công ty

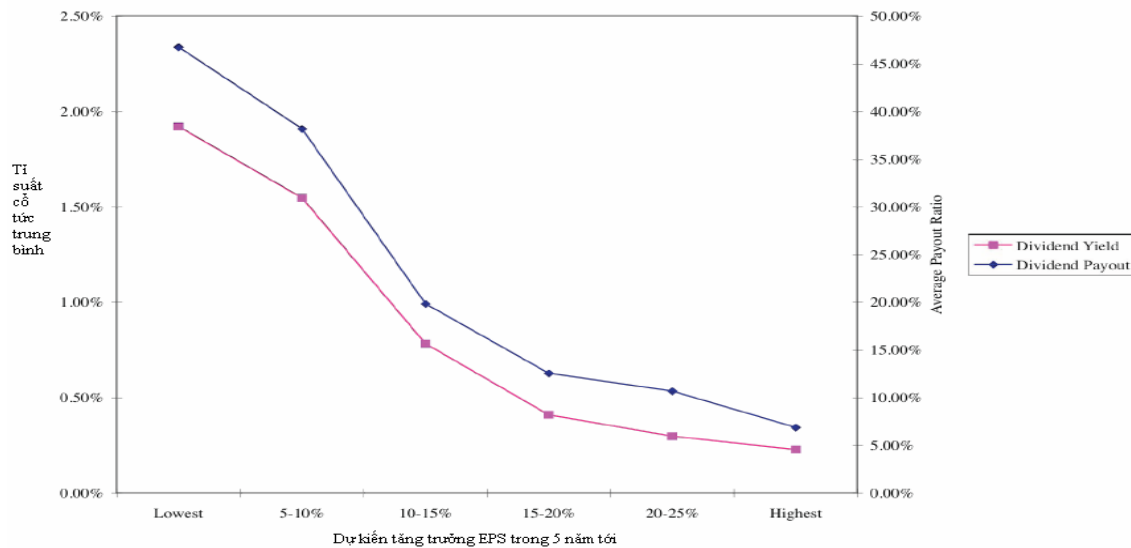


(Nguồn: Chương 10 – Damodaran)

Mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và tăng trưởng có vẻ mang tính trực giác. Nhưng điều này được thể hiện qua việc xem xét mối quan hệ giữa tỷ lệ trả cổ tức và tỷ lệ tăng trưởng dự kiến của các công ty. Ví dụ, ta chia các công ty trên thị trường chứng khoán

New York trong tháng 1/2004 ra làm 6 loại, dựa trên các đánh giá của các chuyên gia về tỷ lệ tăng trưởng EPS dự kiến trong 5 năm tới và tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức dự kiến cho mỗi loại.

Hình 1-7. Cổ tức của các công ty Mỹ phân loại theo tăng trưởng EPS.



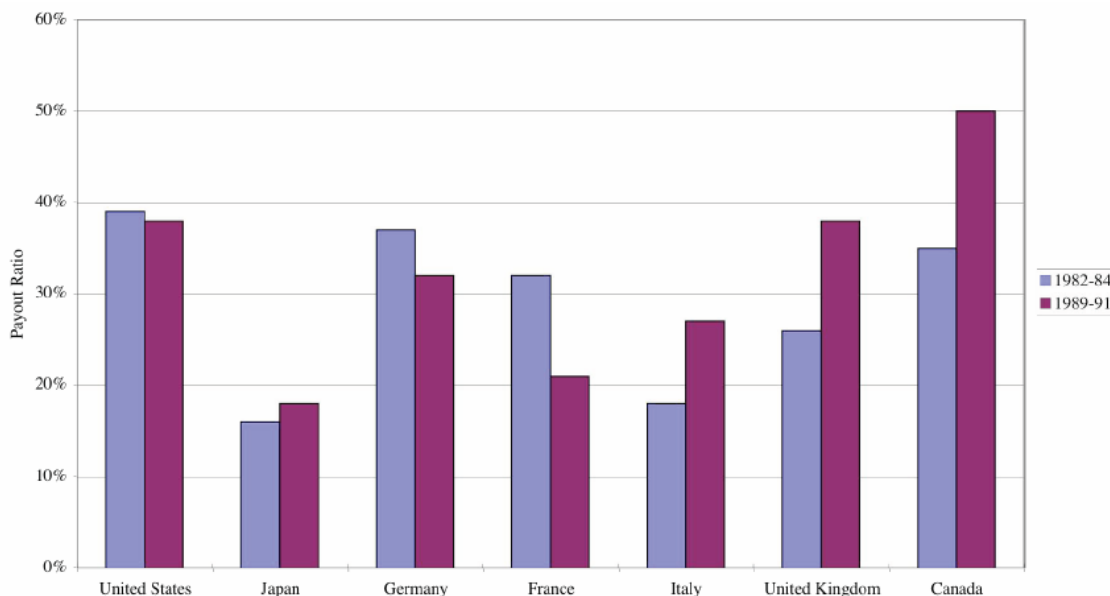
(Nguồn: Chương 10-Damodaran)

Qua hình trên ta thấy, các công ty với tỷ lệ tăng trưởng dự kiến cao nhất thì trả cổ tức thấp nhất, xét cả về tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức lẫn tỷ suất trả cổ tức

1.8.1.5. Chính sách cổ tức khác nhau giữa các quốc gia

So sánh những điểm chung của những công ty ở những quốc gia khác nhau, ta thấy có sự khác biệt. Giống như ở Mỹ, cổ tức ở các quốc gia khác cũng ổn định và tùy thuộc vào lợi nhuận. Tuy nhiên, có sự khác nhau trong độ lớn của tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức giữa các nước Hình sau mô tả tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức ở các nước G-7 trong năm 1982-1984 và trong năm 1989-1991.

Hình 3-8. Cổ tức ở các nước G7 tại thời điểm 1982-84 và 1989-91



(Nguồn: Chương 10-Damodaran)

Những khác biệt này là do:

- **Khác nhau trong giai đoạn tăng trưởng:** đúng là các công ty tăng trưởng cao hơn có xu hướng trả cổ tức ít hơn từ lợi nhuận, các nước tăng trưởng cao hơn thì trả cổ tức ít hơn. Ví dụ, Nhật dự kiến tăng trưởng nhiều hơn so với các nước G-7 khác trong năm 1982-84 và có tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức nhỏ hơn.
- **Khác nhau trong chính sách thuế:** không giống Mỹ đánh thuế cổ tức gấp đôi, một vài nước có ít sự chênh lệch này hơn. Ví dụ, Đức đánh thuế lên lợi nhuận giữ lại cao hơn cổ tức.
- **Khác nhau trong kiểm soát doanh nghiệp:** khi có sự tách biệt giữa sở hữu công ty và quản lý công ty, thì khi đó các cổ đông có ít ảnh hưởng, kiểm soát lên những người quản lý, nên cổ tức sẽ thấp hơn. Các nhà quản lý có nhiều động hơn để tích lũy tiền mặt hơn cổ đông do mục tiêu của họ.

Không có gì ngạc nhiên khi tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức của các công ty ở các thị trường mới nổi thường thấp hơn của các nước G-7. Sự tăng trưởng cao hơn và quyền lực

tương đối của các nhà quản lý hiện tại ở những nước này đã làm cho tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức thấp.

1.8.2. Tham khảo vài số liệu cổ tức trên giới:

Bảng 1-1. Số liệu tỷ suất cổ tức ở một số thị trường mới nổi, 1998-2001 (%)

Thị trường cổ phiếu	1998	1999	2000	2001	Độ lệch chuẩn
Argentina	4,0	3,2	3,5	7,8	2,14
Bahrain	N,A,	N,A,	7,0	7,2	0,14
Brazil	7,8	3,2	3,7	6,6	2,23
Croatia	2,8	2,0	1,8	6,7	2,29
Czech Republic	3,2	1,7	1,7	10,5	4,21
Egypt	7,4	3,7	5,3	7,7	1,88
Ghana	9,6	6,2	2,7	8,3	3,01
India	1,9	1,2	1,5	2,4	0,52
Jordan	1,8	2,7	3,4	2,8	0,66
Kenya	6,0	7,2	9,6	26,3	9,47
Korea	0,9	0,6	2,1	1,8	0,71
Morocco	1,8	2,2	3,2	4,5	1,20
Oman	N,A,	N,A,	7,5	9,2	1,20
Pakistan	13,0	5,7	6,2	12,5	3,94
Saudi Arabia	8,6	3,5	3,2	3,9	2,55
Tunisia	4,7	3,2	2,8	5,2	1,16

(Source: Standard & Poor's, 2002)

Qua bảng số liệu trên ta thấy, tỷ suất cổ tức của Bahrain, Ấn độ và Korea là ít biến động nhất. Hơn nữa, Ấn độ và Korea là 2 quốc gia có tỷ suất cổ tức được duy trì thấp nhất qua các năm, chỉ khoảng 2%. Tuy Việt Nam không được đánh giá trong bảng số liệu này nhưng Việt Nam vốn được xem là một quốc gia đang phát triển và nằm ở khu vực thị trường mới nổi (emerging markets); do đó, việc các công ty niêm yết Việt Nam tham khảo chính sách cổ tức ở một số quốc gia ở thị trường mới nổi sẽ giúp ích rất nhiều trong việc lựa chọn phù hợp.

Bảng 1-2. Thống kê tỷ suất cổ tức phân theo ngành

Industry Groups	Market Cap USD (mn)	Dividend Yield		
		2005	2006	2007
Automobiles & Components	73,251	3.6	3.6	1.0
Banks	960,705	3.2	3.5	3.9
Capital Goods	1,052,703	1.9	2.1	1.8
Commercial Services & Supplies	84,123	1.5	1.7	1.7
Consumer Durables & Apparel	152,639	1.1	1.2	1.5
Consumer Services	604,782	4.6	4.7	4.8
Diversified Financials	923,902	2.1	2.3	2.7
Energy	1,211,550	1.6	1.7	1.9
Food & Staples Retailing	291,915	1.0	1.2	1.4
Food Beverage & Tobacco	673,744	2.8	3.0	3.4
Health Care Equipment & Services	661,280	0.3	0.4	0.4
Household & Personal Products	273,732	2.0	2.1	2.9
Insurance	578,348	1.2	1.4	1.5
Materials	314,727	2.0	2.0	2.1
Media	544,320	0.7	0.8	0.9
Pharmaceuticals & Biotechnology	1,125,766	1.7	1.7	1.8
Real Estate	269,872	4.2	4.2	4.3
Retailing	494,249	0.7	0.8	0.8
Semiconductors & Semiconductor Equipment	426,311	0.7	0.9	1.0
Software & Services	1,702,242	1.2	0.3	0.4
Technology Hardware & Equipment	866,246	0.5	0.5	0.5
Telecommunication Services	420,955	3.4	3.3	3.5
Transportation	260,781	1.0	1.2	1.3
Utilities	362,488	3.5	3.8	3.9
Total	14,330,631	1.8	1.8	2.0

(Nguồn: Merrill Lynch Global Research iQdatabase)

Số liệu thống kê của Merrill Lynch ở trên được tổng hợp từ 2.500 mẫu của các chuyên gia khắp toàn cầu. Theo số liệu thống kê của Merrill Lynch ở thì tỷ suất cổ tức của các công ty có xu hướng tăng qua các năm (1,8% năm 2005 và 2% năm 2007).

Qua bảng số liệu, ta cũng thấy được ngành có tỷ suất cổ tức cao nhất qua các năm là ngành dịch vụ khách hàng (trung bình 4,7%/năm trong 3 năm gần nhất). Đây là ngành mới và có nhiều tiềm năng phát triển. Thời gian vừa qua, do đặc điểm phát triển của nền kinh tế Việt Nam nên các công ty trong ngành tài chính, viễn thông, ngân hàng là

những công ty có tốc độ tăng trưởng đều và mạnh nhất nên tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty này luôn ở tỷ lệ rất cao. Nhưng ngành nào phát triển cũng có lúc bão hòa; vì vậy, các công ty cần phải xác định được những định hướng phát triển dài hạn về ngành, những xu hướng phát triển trên thế giới để có những bước đi hợp lý trong đó có cả việc lựa chọn chính sách cổ tức.

Bảng 1-3. Thống kê những công ty tại Châu Á có tỷ suất cổ tức cao

Code	Name	DY (%) FY1	Payout ratio FY1	EPS growth FY1
010950 KS Equity	S-OIL CORP	8.1	65%	-16%
1326 TT Equity	FORMOSA CHEM & F	7.9	77%	40%
1303 TT Equity	NAN YA PLASTICS	7.4	76%	27%
OGDC PA Equity	OIL & GAS DEVELO	7.4	77%	-16%
2382 TT Equity	QUANTA COMPUTER	7.2	60%	29%
2002 TT Equity	CHINA STEEL CORP	6.8	73%	28%
SCC TB Equity	SIAM CEMENT PCL	6.7	68%	5%
1301 TT Equity	FORMOSA PLASTIC	6.5	77%	-16%
6505 TT Equity	FORMOSA PETRO	6.4	79%	53%
2324 TT Equity	COMPAL ELECTRON	6.4	57%	44%
2353 TT Equity	ACER INC	6.3	71%	-16%
004940 KS Equity	KOREA EXCHNG BNK	5.9	48%	-16%
2308 TT Equity	DELTA ELECT INC	5.8	75%	26%
3045 TT Equity	TAIWAN MOBILE CO	5.8	70%	123%
2311 TT Equity	ADVANCED SEMICON	5.6	59%	22%
5052 MK Equity	PLUS EXPRESSWAYS	5.3	71%	-5%
PTTCH TB Equity	PTT CHEMICAL PLC	5.1	46%	-4%
060000 KS Equity	KOOKMIN BANK	5.1	35%	-16%
BPI PM Equity	BANK PHILIPPINE	5.1	73%	16%
54 HK Equity	HOPEWELL HLDGS	5.1	27%	119%
2330 TT Equity	TAIWAN SEMICONDU	5.0	73%	8%
PPL PA Equity	PAKISTAN PETROLE	5.0	47%	-16%

(Nguồn: Báo cáo của HSBC ngày 07/03/2008)

Theo số liệu thống kê của HSBC về cổ tức của các công ty tại thị trường châu Á (tham khảo bảng 3-10) thì đây là 8 công ty (không tính thị trường Nhật), dự báo tỷ suất cổ tức trong năm là khoảng 5%, tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức tối đa là 80%. Ta cũng thấy được tương thích giữa tỷ lệ tăng trưởng EPS và cổ tức. Những công ty có tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức tương đối thấp và được dự báo là có tăng trưởng lợi nhuận tốt thì hành động cắt giảm cổ tức có ít rủi ro hơn.

Hơn nữa, số liệu cổ tức của các công ty lớn trên thế giới trong thời gian vừa qua, ta có thể thấy tỷ suất cổ tức của các công ty phổ biến từ mức 1%-4%⁴. Những số liệu thống kê này sẽ giúp ích cho các công ty niêm yết Việt Nam trong việc lựa chọn tỷ lệ hợp lý, những chính sách cổ tức dài hạn thích hợp.

Hiện nay, chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam còn nhiều bất cập như đã phân tích trong chương 2; do đó, các công ty cần phải khắc phục và cải thiện được chính sách cổ tức của mình cho phù hợp với tình hình mới. Từ việc xem xét các kết luận quan trọng về chính sách cổ tức cùng với các bằng chứng thực nghiệm trên thế giới cho đến việc nhìn qua một vài số liệu ở các nước ở thị trường mới nổi và số liệu cổ tức phân theo ngành ở trên sẽ giúp các công ty niêm yết Việt Nam rất nhiều trong việc định hướng chi trả cổ tức. Các công ty niêm yết Việt Nam sẽ có chi trả cổ tức một cách bài bản, chuyên nghiệp hơn và hợp lý hơn. Cụ thể, các công ty niêm yết cần phải xác định được vị trí địa lý, khu vực của đất nước mình, tình hình phát triển chung của nền kinh tế, tình hình chung của ngành nghề mà mình đang kinh doanh để từ đó có những so sánh, đánh giá và định hướng trong việc lựa chọn hợp lý chính sách cổ tức của mình. Hơn nữa, các công ty cần phải xác định được và tuân theo các nguyên tắc cơ bản và xây dựng một qui trình nhằm giúp các quyết định chính sách cổ tức mang tính khoa học, bài bản và thuyết phục hơn. Những gợi ý ở phần sau cũng sẽ góp phần giúp các công ty niêm yết phần nào giải quyết được những vấn đề đó.

⁴ Xem chi tiết tại Phụ lục 12

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1:

Chương 1 giới thiệu một cách tổng quan về chính sách cổ tức đi từ các khái niệm cơ bản, các chính sách và phương thức chi trả cổ tức thường gặp cho đến các yếu tố tác động trong việc lựa chọn chính sách cổ tức và cuối cùng ta xem xét mối quan hệ của chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp thông qua lý thuyết đoạt giải Nobel Kinh tế của M&M. Và cuối cùng là việc xem xét một số kinh nghiệm chi trả cổ tức từ một số nước phát nhằm góp phần phục vụ cho những gợi ý trong chương 3.

Nhưng trong thực tế thị trường chứng khoán Việt Nam với các bất hoàn hảo thì liệu có tồn tại mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp? Và nếu có thì các yếu tố nào tác động đến sự lựa chọn việc chi trả cổ tức của một doanh nghiệp? Thực tế thì các công ty niêm yết ở Việt Nam chi trả cổ tức như thế nào? Và liệu những sự lựa chọn đó có gì bất cập? Chương 2, phần về thực trạng và phân tích chi trả cổ tức của các công ty niêm yết ở Việt Nam, sẽ cố gắng trả lời những câu hỏi này.

CHƯƠNG 2: CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM HIỆN NAY



2.1. ĐÔI NÉT VỀ QUÁ TRÌNH PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM THỜI GIAN QUA

Thị trường chứng khoán Việt Nam (TTCK VN) chính thức đi vào hoạt động vào **tháng 7/2000**. Sau 7 năm hoạt động và phát triển, TTCK VN đã đạt được sự phát triển nhanh về quy mô, mở ra kênh huy động và đầu tư dài hạn cho nền kinh tế; từng bước đạt được những mục tiêu kinh tế, tài chính vĩ mô mà Nhà nước VN kỳ vọng và đóng góp vai trò hết sức quan trọng trong nền kinh tế VN trong thời kỳ hội nhập kinh tế WTO. Tính đến năm 2007, TTCK VN đã đạt được những bước phát triển khá toàn diện trên các phương diện quy mô thị trường, các tổ chức kinh doanh và dịch vụ chứng khoán, thể chế thị trường, khung luật pháp, chính sách và sức thu hút với công chúng VN.

2.1.1. Về khung pháp lý và chính sách

Khung pháp lý và chính sách cho hoạt động và phát triển TTCK VN được Nhà nước và Chính phủ VN hết sức quan tâm. Luật chứng khoán được Quốc hội VN thông qua tháng 6/2006 và có hiệu lực từ 1/1/2007 cùng với các văn bản dưới luật nhằm hướng dẫn chi tiết Luật chứng khoán như: Nghị định 109, Nghị định 14, Thông tư 17, Thông tư 18,... đã tạo những bước hoàn thiện cơ bản khung pháp lý, tạo tin tưởng cho giới đầu tư, kinh doanh chứng khoán trong và ngoài nước, thúc đẩy sự phát triển của TTCK VN, đặc biệt trong bối cảnh VN gia nhập WTO. Ngoài ra, các chính sách khuyến khích phát triển thị trường như: chính sách ưu đãi thuế, phí cho đầu tư và kinh doanh chứng khoán trong 07 năm qua thực sự có tác dụng tích cực trong phát triển nguồn hàng hoá, các tổ chức kinh doanh dịch vụ chứng khoán và tham gia của nhà đầu tư vào TTCK VN.

2.1.2. Về thể chế

TTCK VN đã từng bước hoàn thiện và nâng cao năng lực tổ chức hoạt động của các Trung tâm Giao dịch Chứng khoán (TTGDCK) và Trung tâm Lưu ký Chứng khoán

(TTLKCK). Hoạt động giao dịch chứng khoán được vận hành theo quy luật cung cầu thông qua hệ thống giao dịch tập trung do **TTGDCK TP.HCM quản lý (hoạt động từ tháng 7/2000)** và theo cơ chế thỏa thuận do **TTGDCK Hà nội quản lý (hoạt động từ tháng 3/2005)**. Thị trường tại các TTGDCK được vận hành an toàn, suôn sẻ và bước đầu giám sát được hoạt động giao dịch trên thị trường. Bên cạnh đó, **TTLKCK bắt đầu hoạt động từ tháng 5/2006** trên cơ sở tiếp nhận nhiệm vụ đăng ký, lưu ký và bù trừ thanh toán chứng khoán từ các TTGDCK. Hoạt động của TTLKCK sớm được ổn định, đảm bảo khả năng thanh toán kịp thời, chính xác các giao dịch chứng khoán.

Năm 2007, Chính phủ VN quyết định chuyển đổi mô hình TTGDCK TP.HCM thành Sở giao dịch chứng khoán (SGDCK). Việc chuyển đổi TTGDCK sang mô hình SGDCK là một bước phát triển tất yếu để tiếp tục đáp ứng nhu cầu đầu tư và huy động vốn cho nền kinh tế. Việc chuyển mình cũng đồng nghĩa với việc các thành phần tham gia TTCK, bao gồm nhà đầu tư trong và ngoài nước, các công ty niêm yết, các công ty chứng khoán... và các thành phần tham gia thị trường sẽ có nhiều kỳ vọng hơn đối với các nhà quản lý thị trường. Nó cho thấy quyết tâm của nhà nước trong việc đưa ra một mô hình quản lý hiện đại mới cùng với cơ chế giao dịch thuận tiện, linh hoạt nhằm tạo điều kiện thuận lợi hơn cho nhà đầu tư.

2.1.3. Về quy mô thị trường

- ☞ **Cổ phiếu** niêm yết có sự tăng trưởng vượt bậc. Năm 2000, chỉ có 02 cổ phiếu thì đến năm 2007 đã có 250 cổ phiếu (138 cổ phiếu niêm yết ở sàn TP. Hồ Chí Minh và 112 cổ phiếu niêm yết ở sàn Hà Nội). Vốn hóa thị trường cổ phiếu tăng vọt từ 1% GDP (vào cuối năm 2005) lên mức 22,6% GDP tương đương 14 tỷ USD cuối năm 2006. Và đến năm 2007, số liệu này là trên 22,5 tỷ USD (khoảng 40% GDP). Nguồn cung chứng khoán không chỉ tăng về số lượng và chất lượng mà còn mang tính đa dạng, hội tụ các thành phần kinh tế với sự góp mặt của các ngân hàng thương mại lớn, các tập đoàn kinh tế chủ lực, các công ty chứng khoán, quỹ đầu tư, công ty có vốn nước ngoài... Hiện nay các công ty phát hành cổ phiếu nhận thức và đánh giá rất cao khả năng huy động vốn hiệu quả tại TTCK VN.
- ☞ Về thị trường **trái phiếu**, đến 31/12/2006 có gần 400 loại trái phiếu Chính phủ, trái phiếu đô thị và trái phiếu ngân hàng niêm yết với tổng giá trị trên 70.000 tỷ đồng, bằng 7,7% GDP của năm 2006. Trong đó có 3.550 tỷ đồng trái phiếu tăng

vốn của Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) và Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV).

- ☞ Về **chứng chỉ quỹ đầu tư**, hiện nay đã có 3 chứng chỉ quỹ đầu tư niêm yết trên thị trường chứng khoán: chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán VF1 (1.000 tỷ đồng), quỹ đầu tư Prudential (500 tỷ đồng), Quỹ đầu tư tăng trưởng Manulife (khoảng 214 tỷ đồng).
- ☞ **Số lượng tài khoản giao dịch** chứng khoán tăng từ 30.000 (cuối năm 2005) lên hơn 100.000 tài khoản trong năm 2006, trong đó nhà đầu tư nước ngoài chiếm gần 2% và đang nắm giữ khoảng 25%-30% cổ phiếu niêm yết. Doanh thu giao dịch tăng mạnh đã kéo theo mảng dịch vụ phát triển theo. Tuy nhiên, số lượng nhà đầu tư hiện tập trung ở các đô thị lớn, ở các khu vực nông thôn còn nhiều tiềm năng phát triển nhưng chưa được khai thác do hạn chế về mạng lưới hoạt động của các tổ chức trung gian. Tính đến cuối năm 2007, có tổng cộng 349.400 tài khoản giao dịch chứng khoán của các cá nhân và tổ chức được mở, trong đó có 9.133 tài khoản giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài.

TTCK VN phát triển mạnh mẽ và sôi động nhất là 2 năm gần đây. Nếu như thị trường tài chính VN cách đây 7 năm chỉ đơn điệu là hoạt động của thị trường tiền tệ thì nay thị trường vốn và thị trường tiền tệ phát triển song hành hỗ trợ tích cực cho sự phát triển của nền kinh tế VN. Tính chuyên nghiệp của thị trường cũng được nâng lên rõ nét, mở rộng được nhiều đối tượng tham gia trên TTCK. Đến nay, TTCK đã tạo được kênh huy động vốn hiệu quả cho các doanh nghiệp, giúp các doanh nghiệp tiếp cận được nguồn vốn một cách thuận lợi. Kinh nghiệm của các thành viên cũng như các nhà đầu tư trên thị trường ngày càng được nâng cao, lòng tin của nhà đầu tư đối với TTCK ngày càng cải thiện. TTCK VN hiện nay có sức thu hút lớn với các thành phần kinh tế trong nước và các tầng lớp dân chúng VN.

2.1.4. Về hệ thống trung gian thị trường

- ☞ **Số lượng các công ty chứng khoán** không ngừng gia tăng. Tính đến tháng 06/2007, chỉ có 55 công ty chứng khoán được cấp phép hoạt động. Nhưng đến thời điểm hiện tại thì UBCKNN đã cấp phép thành lập cho 98 công ty chứng khoán (chỉ mới khoảng 80 công ty đã đi vào hoạt động). **Quy mô vốn và năng lực hoạt động** của các công ty chứng khoán VN được tăng trưởng mạnh mẽ và

cung cấp các dịch vụ môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, lưu ký chứng khoán và tư vấn đầu tư. Tuy nhiên, **mạng lưới** công ty chứng khoán mới tập trung ở các thành phố lớn nên còn hạn chế cung cấp dịch vụ cho các nhà đầu tư trên toàn quốc. **Hệ thống công nghệ thông tin** chưa được phát triển và **đội ngũ nhân viên** hành nghề còn thiếu cũng là những thách thức đối với các Công ty Chứng khoán VN hiện nay. Nhiều Công ty Chứng khoán nước ngoài đang thực hiện thủ tục xin thành lập văn phòng đại diện tại VN để chuẩn bị tham gia TTCK VN.

- ☞ Hiện nay, có **08 ngân hàng lưu ký** (02 ngân hàng trong nước và 6 ngân hàng nước ngoài), **01 Ngân hàng chỉ định thanh toán** duy nhất là Ngân hàng Đầu tư & Phát triển VN (BIDV) hoạt động, và **30 công ty quản lý quỹ**.
- ☞ Trong sự phát triển của thị trường, một trong những dấu ấn sâu sắc là TTCK VN đã có ngày càng **nhều các tổ chức tài chính, các định chế tài chính nước ngoài nổi tiếng và uy tín** trên thế giới tham gia đầu tư và triển khai các hoạt động, như JP Morgan, Merryll Lynch, Golmans Sachs, HSBC, Nomura, Citygroup... và các nhà đầu tư chứng khoán cá nhân nước ngoài. Đến tháng 06/2007, số lượng tài khoản nhà đầu tư nước ngoài đạt khoảng **5.000 tài khoản** (chiếm 2.5%/tổng số tài khoản) và nắm giữ **25-30% số lượng cổ phiếu niêm yết**. Có **206 tổ chức đầu tư nước ngoài** đăng ký tham gia thị trường và lượng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài ước đạt khoảng **5 tỷ USD**. Theo thống kê, hiện có khoảng 74 quỹ đầu tư nước ngoài đang đầu tư vào Việt Nam; bao gồm 22 quỹ thành lập trong 09 tháng năm 2007, với các tên tuổi như Sumitomo Mitsui Việt Nam, Fulleton Việt Nam Fund, Tong Yang VGN, Credit Agricole Fund,... Giá trị danh mục đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường niêm yết năm 2007 đạt 7,6 tỷ USD. Nếu tính chung cả thị trường không chính thức, con số này đạt gần 20 tỷ USD, tăng gấp 3 lần so với năm 2006. Có thể nói, các tổ chức đầu tư nước ngoài đã nhìn nhận xu hướng phát triển đối với TTCK VN dựa trên nền tảng của sự tăng trưởng nền kinh tế vĩ mô; do đó, làn sóng nhà đầu tư nước ngoài đổ vốn vào TTCK VN thời gian qua được xem là động lực chính thúc đẩy sự tăng trưởng của thị trường. Số lượng các quỹ đầu tư nước ngoài hoạt động trong lĩnh vực đầu tư chứng khoán là **27 quỹ** với tổng quy mô đạt **2,4 tỷ USD** và có trên **50 tổ chức đầu tư nước ngoài đầu tư theo hình thức ủy thác** (sub-account) với quy mô vốn chưa xác định. Hiện nay, các quỹ đầu tư nước ngoài đang tăng tốc thâm nhập hàng loạt doanh

ng nghiệp trong nước thuộc nhiều lĩnh vực, ngành nghề khác nhau thông qua hình thức mua lại cổ phần. Dòng vốn đầu tư nước ngoài gián tiếp nước ngoài vào VN có xu hướng ngày càng tăng và đã có nhiều đóng góp vào sự phát triển TTCK VN.

Bảng 2-4. Một số số liệu về thị trường chứng khoán Việt Nam thời gian qua

	Năm 2000	Năm 2001	Năm 2002	Năm 2003	Năm 2004	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
Số lượng công ty niêm yết	5	10	20	22	26	38	189	250
Số lượng tài khoản giao dịch		6.147	12.356	16.502	21.616	36.500	106.393	349.400
Vốn hóa thị trường so với GDP					0,1%	22,7%	39%	43,5%

(Nguồn: HOSE, HASTC, BSC)

Nhìn chung, TTCK VN vẫn đang ở giai đoạn đầu, rất non trẻ, quy mô còn nhỏ so với các nước trong khu vực và đứng trước nhiều khó khăn và bất cập, cần thời gian để hoàn thiện, tiếp tục xây dựng hành lang pháp lý, chỉnh sửa các quy định phù hợp hơn và hạn chế các gian lận, tiêu cực. Ngoài ra, vấn đề nhân sự làm việc trong ngành chứng khoán còn hạn chế cả về số lượng lẫn chất lượng; hệ thống công nghệ thông tin, giao dịch của thị trường còn lạc hậu và chưa đáp ứng tốt nhất các yêu cầu của thị trường. Tâm lý nhà đầu tư và vấn đề giáo dục, phổ biến kiến thức về chứng khoán cũng như thị trường chứng khoán cần được quan tâm nhằm tạo một thị trường phát triển vững chắc. Hơn nữa, 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 hơn 700 tỷ USD, Thái Lan hơn 100 tỷ USD); và ước tính hiện nay cũng mới chỉ có khoảng 0,1%-0,3% dân số Việt Nam tham gia đầu tư chứng khoán, trong khi tỷ lệ này ở các nước trong khu vực là khoảng 3 - 5%. Do đó, có thể thấy tiềm năng phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn nhiều.

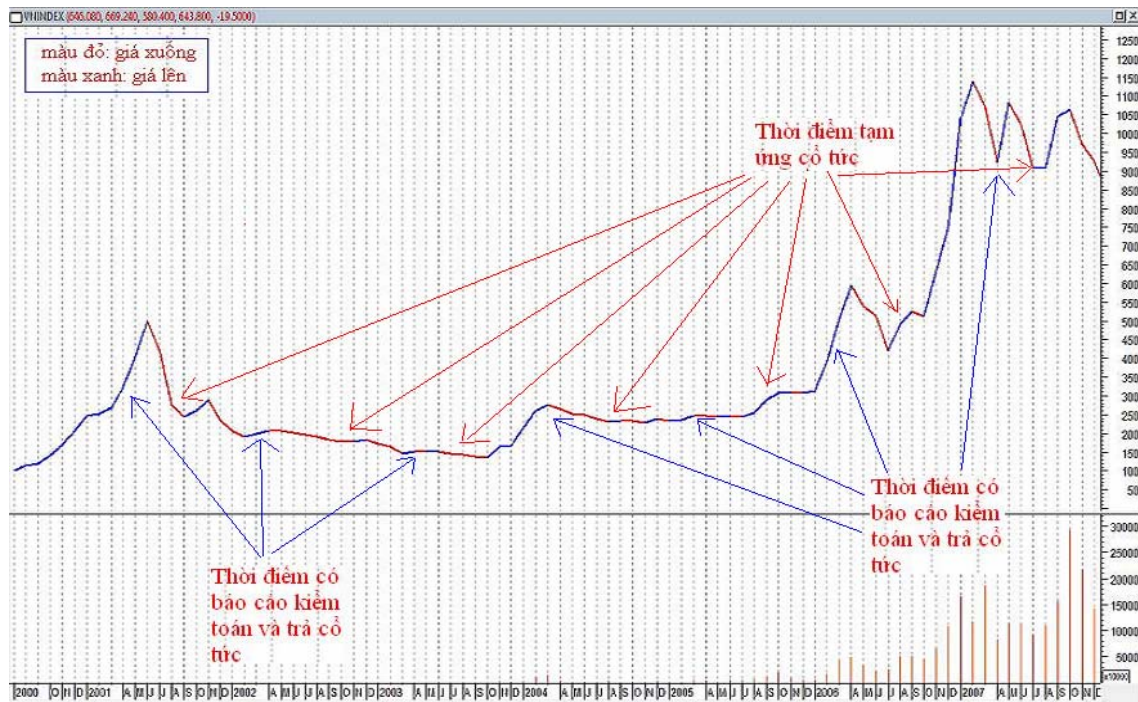
Tóm lại, tuy còn khá mới mẻ và còn nhiều khó khăn nhưng TTCK VN ngày càng thể hiện vai trò của mình trong sự phát triển chung của nền kinh tế.

2.2. CHÍNH SÁCH CỔ TỨC VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP TRONG THỰC TẾ VIỆT NAM

Lý thuyết M&M cho rằng chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Và điều này được gắn liền với các giả định của thị trường hiệu quả và hoàn hảo. Nhưng trong thực tế Việt Nam với các bất hoàn hảo thì chính sách cổ tức lại có tác động khá rõ nét đến giá trị của doanh nghiệp.

Ta hãy xem biểu đồ giá của cả 2 sàn HOSE và HASTC trong những năm vừa qua (sàn HOSE từ tháng 7/2000 đến tháng 31/12/2007, và sàn HASTC từ tháng 2/2005 đến 31/12/2007).

Đồ thị 2-1. Biểu đồ VN-INDEX từ năm 2000-2007



(Nguồn: Dữ liệu Metastock)

Đồ thị 2-2. Biểu đồ HASTC từ năm 2005-2007



(Nguồn: Dữ liệu Metastock)

Ở Việt Nam, các công ty niêm yết thường chia cổ tức làm thành 2 đợt:

- Đợt 1 (thường là vào tháng 3,4): đây là thời điểm sau khi kết thúc năm tài chính, các công ty có kết quả của kiểm toán và công bố kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của cả năm vừa rồi và thông báo phân chia lợi nhuận, cổ tức (sau khi đã được Đại hội đồng cổ đông thông qua).
- Đợt 2 (thường là vào tháng 7,8): các công ty sau khi có kết quả nửa năm (2 quý đầu năm) thường tạm ứng cổ tức cho các cổ đông dựa vào chỉ tiêu kế hoạch và kết quả thực tế đạt được trong nửa năm.

Quan sát biểu đồ giá chung tại 2 thị trường TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội tại các thời điểm các công ty thường công bố trả cổ tức, ta thấy giá cổ phiếu có nhiều xu hướng tăng tại những thời điểm này.

Nguyên nhân cụ thể của việc tăng giá cổ phiếu tại những thời điểm này có lẽ do nhiều yếu tố khác nhau như: các tin tốt về tình hình kinh tế vĩ mô của Việt Nam, tâm lý “bầy đàn” của nhà đầu tư, các tin đồn về việc đạt siêu lợi nhuận trong việc mua bán cổ phiếu, các thông tin về việc mua bán của các nhà đầu tư nước ngoài,...

Nhưng ta có thể thấy mối quan hệ giữa cổ tức và giá cổ phiếu trong thời gian vừa qua. Phải thừa nhận rằng, các công ty niêm yết trong thời gian vừa qua có tỷ lệ chi trả cổ tức khá hấp dẫn (thường cao hơn lãi suất tiền gửi ngân hàng). Chính điều này làm tăng nhu cầu của nhà đầu tư, dẫn đến làm tăng giá cổ phiếu.

Hơn nữa, tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của hầu hết các công ty niêm yết qua các năm vừa qua luôn khả quan và luôn có nhiều số liệu lợi nhuận tốt được công bố. Thêm vào đó, các công ty niêm yết thời gian qua rất chú trọng việc sử dụng công bố chi trả cổ tức như một việc phát tín hiệu về tình hình phát triển cũng như triển vọng của bản thân công ty. Thậm chí, chính sách cổ tức đã được xem như một công cụ đánh bóng hình ảnh một cách khá hiệu quả của nhiều công ty trong tình trạng bất cân xứng thông tin như thị trường Việt Nam hiện nay. Cổ tức đã làm tăng lòng tin của nhà đầu tư vào công ty, vào ban quản lý của công ty.

Qua đó, ta có thể đưa ra nhận xét là chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp trong thực tế Việt Nam. Nguyên nhân nhân là do tỉ lệ cổ tức của các công ty niêm yết đưa ra là khá hấp dẫn và các nhà đầu tư cũng xem thời điểm chi trả cổ tức là một thời cơ tuyệt vời để thu gom cổ phiếu. Điều này xuất phát từ 2 lý do: thứ nhất là việc kỳ vọng sinh lợi từ việc đầu cơ trước khi thông tin được công bố và thứ hai là sau khi thông tin được công bố thì các nhà đầu tư lại sử dụng các số liệu cổ tức cùng với các số liệu về lợi nhuận được công bố nhằm đánh giá, nhận xét, phân tích và định giá lại giá trị của công ty; từ đó, họ sẽ đưa ra những quyết định đầu tư và do đó, làm tăng nhu cầu, làm tăng giá cổ phiếu.

Tóm lại, chính sách cổ tức vẫn là một yếu tố rất lớn tác động đến giá cổ phiếu trong thực tế thị trường Việt Nam, mặc dù mức độ tác động và cách thức tác động là khác nhau đối với từng cổ phiếu riêng biệt, từng thị trường khác nhau.

2.3. THỰC TRẠNG CHI TRẢ CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM THỜI GIAN QUA

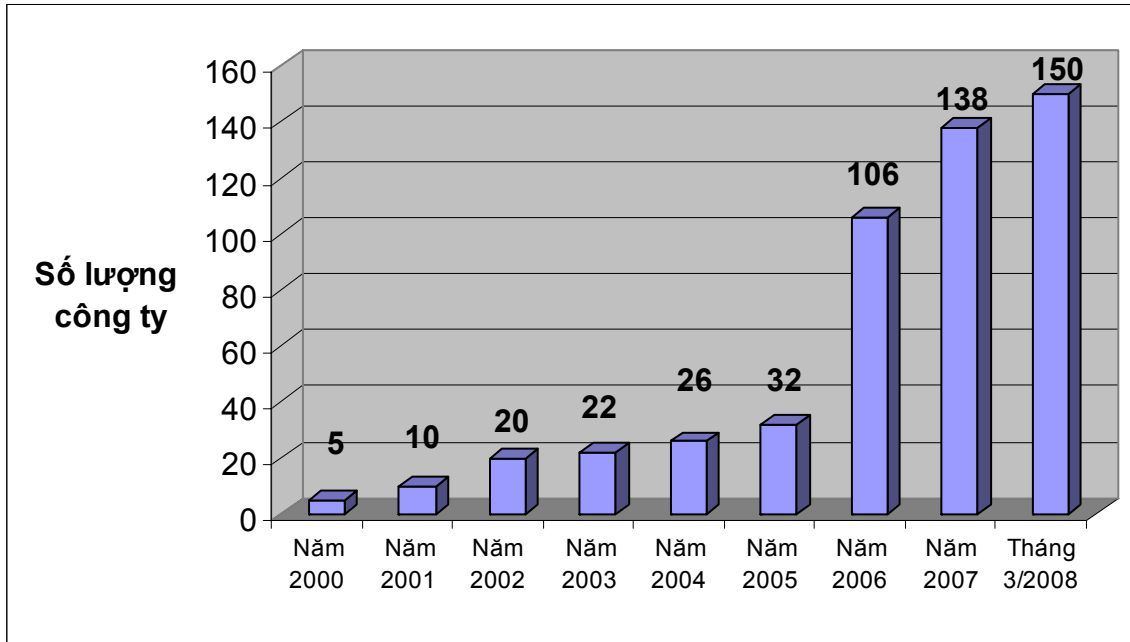
2.3.1.. *Tại sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE):*

2.3.1.1. Số liệu cổ phiếu niêm yết tại HOSE qua các năm:

Nếu như cuối năm 2005 HOSE chỉ có 32 cổ phiếu niêm yết thì trong năm 2006 số lượng các loại cổ phiếu niêm yết tăng mạnh đến 106 cổ phiếu, đặc biệt là vào những

ngày cuối năm do các công ty cổ phần phải chạy đua niêm yết với mốc thời gian 1/1/2007 - mốc chính thức bãi bỏ ưu đãi thuế ở mức giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp trong 2 năm kể từ thời điểm lên sàn.

Đồ thị 2-3. Số lượng các công ty niêm yết tại HOSE qua các năm



(Nguồn: HOSE)

2.3.1.2. Số liệu chi trả cổ tức tại HOSE qua các năm:

Số liệu cổ tức được tổng hợp từ Bản cáo bạch của 150 công ty (tính đến thời điểm cuối tháng 3/2008) và các Bản tin thị trường chứng khoán của HOSE qua các năm.

Bảng 2-5. Số lượng cổ tức thống kê được trên sàn HOSE qua các năm

	Năm 2002	Năm 2003	Năm 2004	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
Tổng hợp được	59	62	63	127	132	112
Không tổng hợp được	91	88	87	23	18	38
Tổng cộng	150	150	150	150	150	150

(Xem chi tiết tại Phụ lục 1).

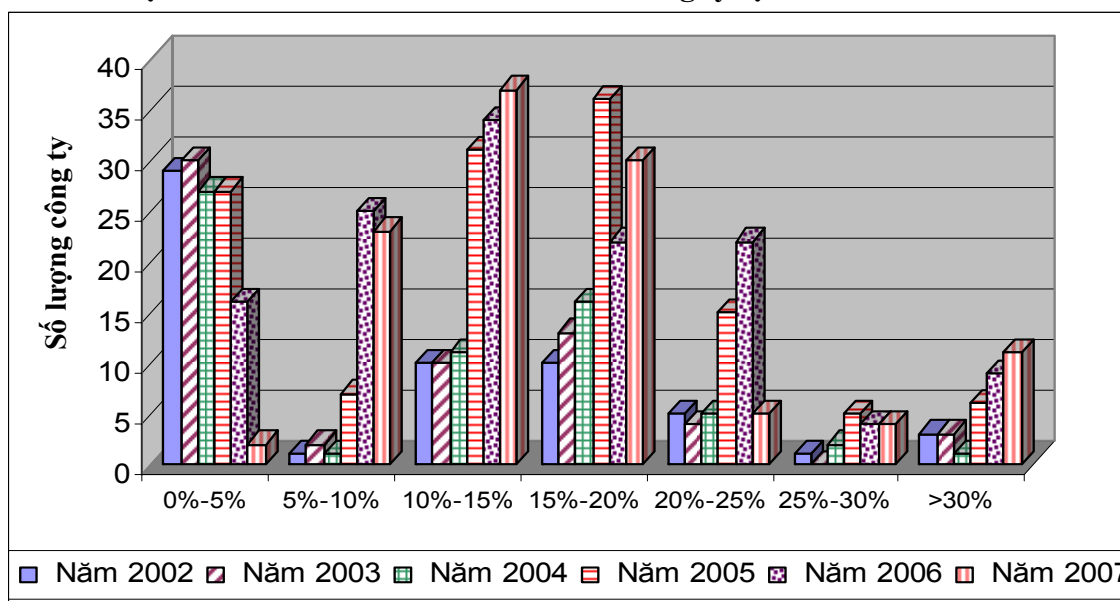
Tuy nhiên, việc tổng hợp số liệu phát sinh các vấn đề là không thể tập hợp đầy đủ 100% số liệu cổ tức của 150 công ty niêm yết từ năm 2002 đến 2007. Thời điểm càng xa thời điểm mốc tháng 3/2008 thì càng ít số liệu cổ tức tổng hợp được.

Nguyên nhân của việc thu thập số liệu không đầy đủ là do:

- Số liệu cổ tức công bố trong Bản cáo bạch của tất cả các công ty không phải là đầy đủ. Hơn nữa, ta thấy số lượng của các công ty niêm yết tăng đột biến qua các năm như: đến cuối năm 2005, chỉ có 32 công ty, đến cuối năm 2007 đã là 138 công ty và đến cuối tháng 3/2008 thì con số này là 150 công ty. Mà trong Bản cáo bạch của các công ty khi lên niêm yết thì chỉ yêu cầu cung cấp số liệu của 2 năm gần nhất trước đó. Vì vậy, việc tập hợp đầy đủ của các công ty trước thời điểm niêm yết là rất khó khăn.
- Số liệu cổ tức công bố trong các Bản tin chứng khoán của HOSE cũng không thống kê đầy đủ tất cả các công ty qua các năm.
- Một số công ty chuyển từ doanh nghiệp nhà nước nên những năm trước đó không có số liệu cổ tức.
- Có nhiều công ty chưa trả hết cổ tức năm 2007.

Tuy nhiên, thông qua số liệu cổ tức thu thập được qua các năm ta có thấy được rất rõ xu hướng lựa chọn chính sách cổ tức của các công ty qua các năm.

Đồ thị 2-4. Tình hình trả cổ tức của các công ty tại HOSE từ 2002-2007

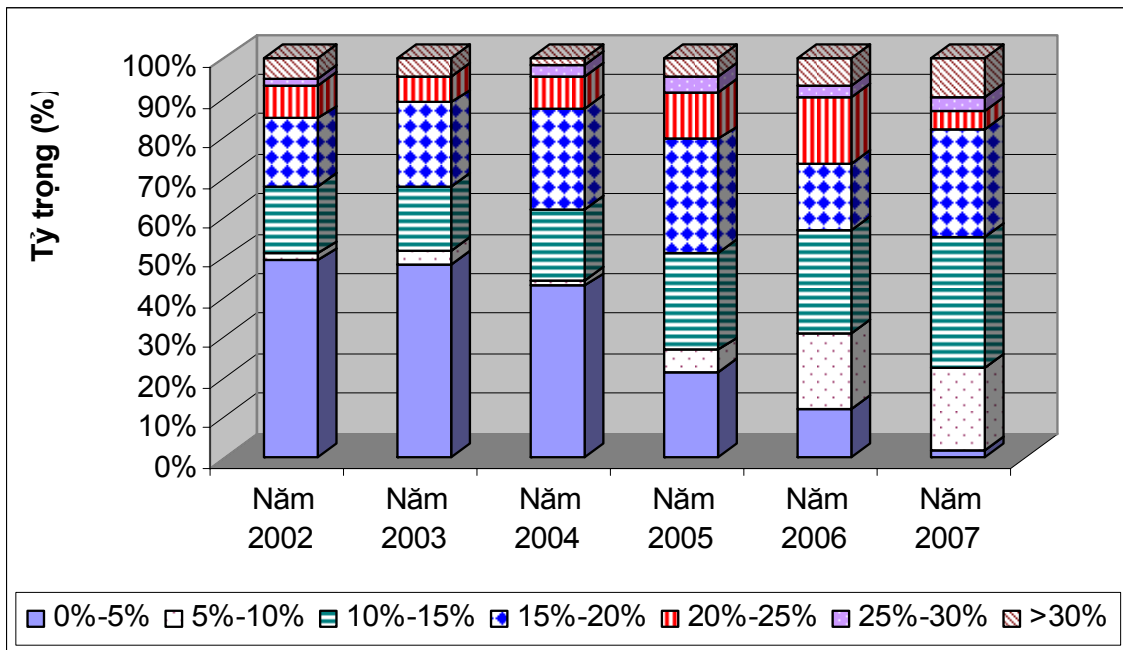


(Số liệu chi tiết xem tại Phụ lục 3).

Nhìn vào số lượng các công ty tại các mức trả cổ tức ở đồ thị 2-4, ta thấy số lượng các công ty có các mức trả cổ tức từ 0%-20% chiếm đa số qua các năm. Ta cũng có thể thấy biến động của từng nhóm qua các năm. Cụ thể, xu hướng trả cổ tức ở mức 0%-

5% giảm đáng kể qua các năm. Còn các mức cổ tức từ 10%-20% có xu hướng tăng rõ rệt qua các năm.

Đồ thị 2-5. Cơ cấu trả cổ tức của các công ty tại HOSE từ 2002-2007



(Số liệu chi tiết xem tại Phụ lục 3).

Thông qua cơ cấu % của các nhóm trong từng năm ở đồ thị 2-5, ta thấy rất rõ các công ty niêm yết lựa chọn trả cổ tức ở tỷ lệ nào. Trước hết, tỷ trọng các công ty niêm yết trả cổ tức ở mức <5% có xu hướng giảm rõ rệt qua các năm. Đặc biệt, cổ tức năm 2007 thì có 1 công ty chỉ trả cổ tức dưới 5% (đó là Công ty CP Du lịch và Thương mại Vinpearl không chi trả cổ tức năm 2006 và 2007 và dự kiến mức 15% cho những năm kế tiếp). Trong khi đó, mức cổ tức 10%-20% có tỷ trọng ổn định qua các năm. Hơn nữa, các mức cổ tức >25% không phải xuất hiện như những hiện tượng cá biệt mà hình thành một xu hướng khá rõ rệt.

Xét về giá trị trung bình thì ta thấy các công ty niêm yết trong 6 năm qua chi trả cổ tức trung bình khoảng 10,67%/năm, đặc biệt 4 năm gần đây trung bình các công ty trả từ 12%-14%⁵. Và tỷ lệ trung bình này có xu hướng ổn định trong 2 năm gần đây.

Trong năm 2007, có rất nhiều công ty trả cổ tức quanh mức 15% (những năm trước do rất nhiều công ty chưa cổ phần hóa nên không có cổ tức, nghĩa là cổ tức là 0%)

⁵ Xem chi tiết số liệu tại Phụ lục 6

Đặc biệt, có những công ty có tỷ lệ trả cổ tức rất cao. Ví dụ như: Công ty chứng khoán Sài Gòn (SSI) năm 2004 trả cổ tức 55% bằng tiền mặt, năm 2005 trả cổ tức 20% bằng tiền mặt và 25% bằng cổ phiếu, năm 2006 trả cổ tức 25% bằng tiền mặt và 20% bằng cổ phiếu và tỷ lệ trả cổ tức trong năm 2007 cũng đạt 30%.

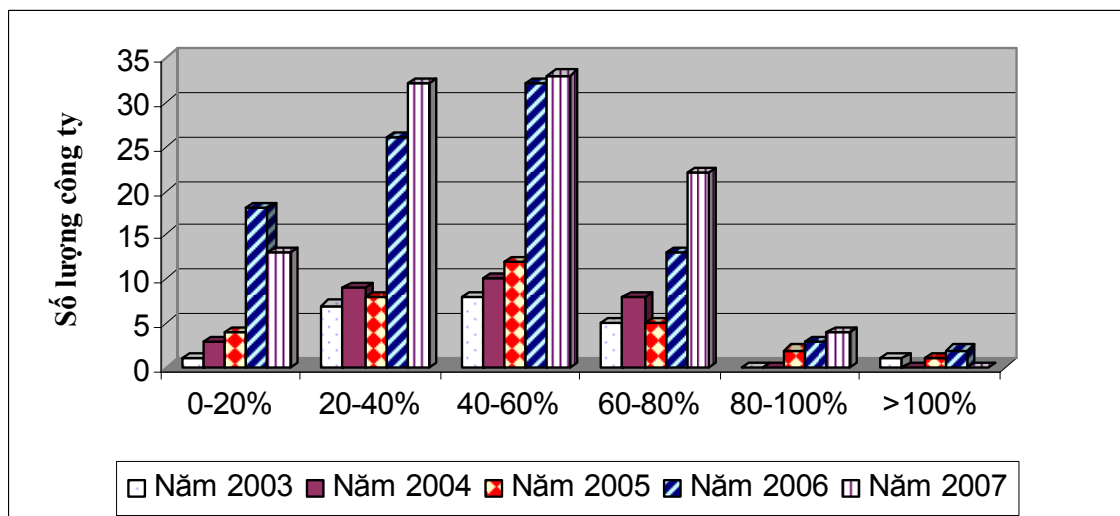
Hay như công ty cổ phần bóng đèn điện quang (DQC): chỉ mới hoạt động dưới hình thức cổ phần 11 tháng năm 2005 nhưng đã chi trả cổ tức 9.200 đồng/cổ phần. Sang năm 2006, công ty không chi trả cổ tức bằng tiền mặt mà chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 120%. Sang năm 2007, công ty cũng đã tạm ứng cổ tức 6 tháng năm 2007 với tỷ lệ 100% bằng cổ phiếu.

Nhìn chung, tỷ lệ cổ tức của các công ty niêm yết thời gian vừa qua nằm ở khoảng hợp lý, vừa có thể đảm bảo sự phát triển ổn định của công ty, vừa thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư thông qua cổ tức. Những năm đầu, các công ty chủ yếu chỉ lựa chọn hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ ổn định khoảng 10-20%, một tỷ lệ hợp lý so với lãi suất ngân hàng và mức lạm phát của Việt Nam. Nhưng những năm gần đây, việc các công ty chú ý hơn phương thức trả cổ tức bằng cổ phiếu, thông qua đó vừa tăng tỷ lệ cổ tức vừa đảm bảo có đủ nguồn vốn cho tái đầu tư, và điều này đã hấp dẫn phần lớn nhà đầu tư. Tuy nhiên, khối lượng cổ phiếu tăng thêm (do trả cổ tức bằng cổ phiếu, cổ phiếu thưởng và phát hành thêm) đã tạo một áp lực không nhỏ lên Ban quản lý của công ty.

2.3.1.3. Thống kê tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức tại HOSE qua các năm:

Bằng cách thu thập EPS công bố của các công ty niêm yết qua các năm hoạt động trên thị trường chứng khoán, ta tính được tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức bằng cổ tức trên mỗi cổ phần chia cho lợi nhuận trên mỗi cổ phần (DPS / EPS). (Chỉ tính EPS của các công ty đã lên niêm yết vì số liệu đã được kiểm toán, đáng tin cậy).

Đồ thị 2-6. Thống kê tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức tại HOSE qua các năm



(Số liệu chi tiết xem tại Phụ lục 5).

Nhìn vào đồ thị 2-6, ta thấy đa số các công ty trả cổ tức từ mức 20% đến 80%. Trong đó, mức trả cổ tức 40%-60% là phổ biến nhất qua các năm. Đặc biệt, trong năm 2006 và 2007 có rất nhiều công ty chọn các mức trả cổ tức từ 20%-60%.

Trung bình các công ty niêm yết có tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức qua các năm ở mức 40%-50%⁶.

Trong những năm trước, số lượng công ty niêm yết quá ít. Đến cuối năm 2005 cũng chỉ có 32 công ty. Nhưng các công ty niêm yết khi công bố trả cổ tức thì ta thấy tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức của các công ty niêm yết trung bình trên 40% lợi nhuận và có xu hướng tăng lên của tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức qua các năm.

Đặc biệt, một số công ty duy trì tỷ lệ khá cao trong lợi nhuận để trả cổ tức cho cổ đông. Ví dụ, Công ty cổ phần cơ khí xăng dầu (PMS) cố gắng duy trì tỷ lệ cổ tức 12%/cổ phần/năm qua các năm. Vì thế, dù hoạt động kinh doanh của công ty có nhiều biến động qua các năm nhưng tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức vẫn được duy trì ở tỷ lệ cao qua các năm: 75%, 63,59%, 63,56%, 84,85%, 71,01% tương ứng với các năm 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

Hay như công ty cổ phần nước giải khát Sài Gòn (TRI) cũng cố gắng duy trì một chính sách cổ tức ổn định từ 15-18%/cổ phần/năm. Ta thấy tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức của

⁶ Xem số liệu chi tiết tại Phụ lục 6

công ty được duy trì khá cao qua các năm: 75,91% (năm 2004), 119,52% (năm 2005), 78,53% (năm 2006) và 63,29% (năm 2007).

Nhìn chung, tỷ lệ chi trả cổ tức của hầu hết các công ty trên sàn HOSE hiện nay vẫn nằm ở tỷ lệ hợp lý, đảm bảo một tỷ lệ lợi nhuận giữ lại hợp lý cho sự phát triển ổn định của doanh nghiệp. Tuy nhiên, có một số công ty đã lựa chọn chính sách cổ tức ổn định qua các năm nhưng lại phát hành cổ phiếu với khối lượng lớn nên làm cho áp lực trả cổ tức ngày càng cao, thể hiện qua tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức ngày càng cao (do EPS giảm).

2.3.1.4. Thống kê tỷ suất cổ tức (Dividend Yield) tại HOSE qua các năm:

Tập hợp giá cổ phiếu của các công ty tại thời điểm cuối năm. Sau đó, ta lấy cổ tức chia cho giá cổ phiếu để ta tính tỷ suất cổ tức nhằm phản ánh mức độ thu hồi vốn tương đối từ cổ tức của các cổ phiếu qua các năm.

Ta thấy trung bình tỷ suất cổ tức của các công ty niêm yết qua các năm có xu hướng giảm đáng kể. Trong 4 năm từ 2002-2005 thì tỷ suất cổ tức ở mức từ 5%-8%, nhưng trong 2 năm gần đây 2006 và 2007 thì tỷ lệ này chỉ còn khoảng 2%-2,5%⁷. Điều này là do giá cổ phiếu của tất cả các công ty trên thị trường có nhiều đợt phá mạnh mẽ so với những năm đầu (nhất là sau đợt xuống dốc của thị trường năm 2003). Khoảng thời gian từ đầu năm 2006 đến đầu năm 2007 là thời gian thị trường chứng khoán bùng nổ, chỉ số VN-INDEX tăng từ khoảng 300 điểm lên đến hơn 1.000 điểm. Rõ ràng hiệu suất thu hồi vốn tương đối của nhà đầu tư đã có sự sụt giảm đáng kể. Nói cách khác, về so sánh mặt tương đối thì các nhà đầu tư mới có phần thiệt hơn các cổ đông cũ vì mức giá mà họ phải bỏ ra là cao hơn để thu được một đồng cổ tức; dẫn đến tỷ suất sinh lợi từ cổ tức giảm. Nguyên nhân là do các công ty luôn cố gắng duy trì chính sách cổ tức ổn định, mặc dù hoạt động sản xuất kinh doanh luôn đạt được những kết quả rất tốt trong khi giá cổ phiếu tăng gấp đôi, gấp ba. Hơn nữa, các nhà đầu tư trong giai đoạn này thường bỏ qua phần lợi nhuận từ cổ tức đem lại mà chỉ toàn chú trọng đến phần lãi vốn do chênh lệch giá với kỳ vọng thu được lợi nhuận khổng lồ, siêu lợi nhuận.

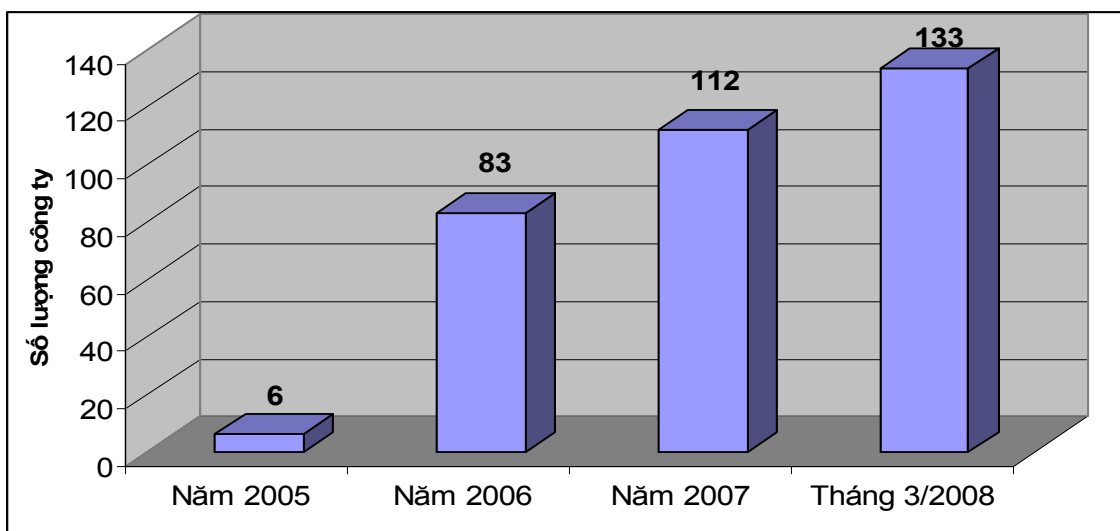
⁷ Xem chi tiết số liệu tại Phụ lục 6

2.3.2. Tại sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HASTC):

2.3.2.1. Số liệu cổ phiếu niêm yết tại HASTC qua các năm:

Sàn HASTC bắt đầu đi vào hoạt động vào tháng 3/2005 nên đến cuối năm 2005 chỉ mới có 6 công ty niêm yết tại sàn này. Nhưng sang năm 2006 thì xu hướng các công ty muốn lên sàn niêm yết do nhận thức được những lợi của nó mang lại, cộng thêm việc bãi bỏ chính sách ưu đãi thuế đã khiến các công ty lên sàn niêm yết tăng đột biến, trong đó có nhiều công ty muốn lên niêm yết để hưởng ưu đãi thuế nhưng không đủ tiêu chuẩn để niêm yết ở sàn HOSE. Chính những điều này đã làm số lượng công ty niêm yết tăng lên đến 83 công ty vào cuối năm 2006.

Đồ thị 2-7. Số lượng công ty niêm yết tại sàn HASTC qua các năm



(Nguồn: HASTC)

2.3.2.2. Số liệu chi trả cổ tức tại HASTC qua các năm:

Số liệu cổ tức được thu thập từ Bản cáo bạch của 133 công ty (số lượng công ty chốt tại thời điểm cuối tháng 3/2008) và Bản tin thị trường chứng khoán của HASTC qua các năm.

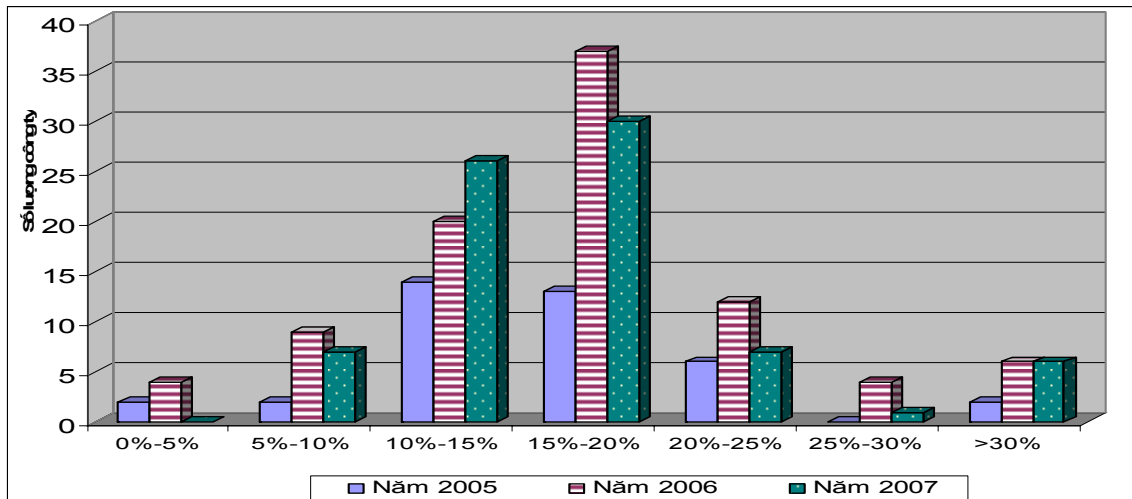
Bảng 2-6. Số lượng cổ tức thu thập được trên sàn HASTC qua các năm

	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
Tổng hợp được	39	92	77
Không tổng hợp được	94	41	56
Tổng cộng	133	133	133

(Xem chi tiết tại Phụ lục 2)

Cũng giống như trên sàn HOSE, việc thu thập số liệu cổ tức của các công ty niêm yết trên sàn HASTC cũng gặp nhiều khó khăn do số lượng công ty tăng đột biến, việc công bố số liệu cổ tức quá khứ của các công ty lên sàn trong Bản cáo bạch hay số liệu công bố của HASTC là không đầy đủ. Tuy nhiên, ta vẫn có thể thấy xu hướng lựa chọn chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên sàn HASTC khá rõ.

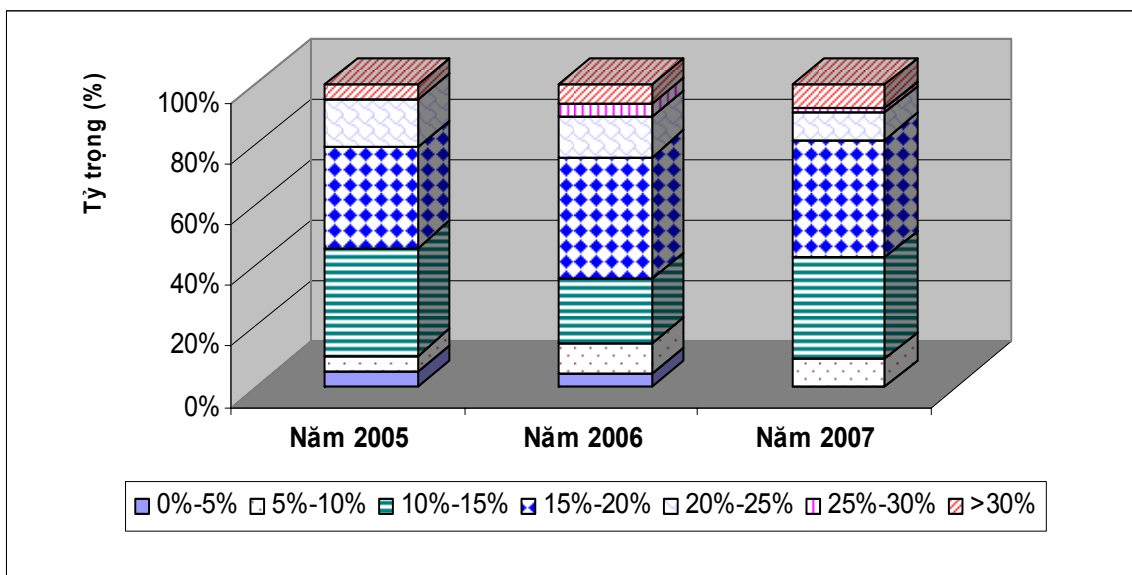
Đồ thị 2-8. Tình hình trả cổ của các công ty trên sàn HASTC từ năm 2005-2007



(Xem chi tiết tại Phụ lục 4)

Nhìn vào đồ thị trên, ta thấy phần lớn các công ty chi trả cổ tức nằm trong mức 10%-20%. Các công ty niêm yết trên sàn HASTC dường như trả cổ tức khá đều.

Đồ thị 2-9. Cơ cấu trả cổ tức của các công ty trên HASTC từ 2005-2007



(Xem chi tiết tại Phụ lục 4)

Chương 2: Chính sách cổ tức của các công ty niêm yết tại Việt Nam hiện nay

Xem cơ cấu trả cổ tức ở đồ thị trên ta thấy, mức cổ tức từ 10%-20% chiếm phần lớn qua 3 năm (tổng 2 mức cổ tức từ 10%-15% và mức 15%-20% chiếm hơn 60% trong từng năm⁸). Hơn nữa, các công ty chi trả cổ tức >30% ngày càng chiếm tỷ trọng cao và trở thành một xu hướng rõ ràng chứ không phải xuất hiện như một hiện tượng cá biệt.

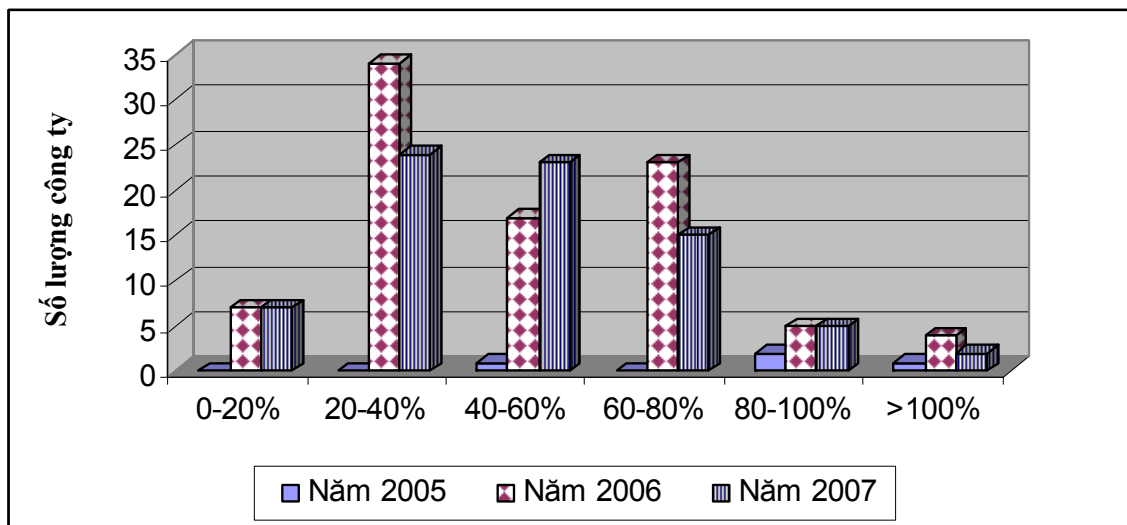
Xét về tính trung bình, các công ty niêm yết trên sàn HASTC trả cổ tức ở mức 15%/năm⁹. Đây cũng là mức chi trả cổ tức phổ biến, được nhiều công ty lựa chọn.

Nổi bật nhất là Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB) có mức cổ tức khá ấn tượng qua 3 năm vừa qua (38%, 38%, 55% tương ứng với năm 2005, 2006, 2007).

Trên sàn HASTC, có một tỷ lệ lớn các công ty có quy mô nhỏ và không phải thuộc hàng tiêu biểu hàng đầu về hoạt động hiệu quả, lợi nhuận vượt trội (do điều kiện niêm yết không quá khắt khe như sàn HOSE như chỉ yêu cầu 1 năm có lãi trước thời điểm nộp hồ sơ, vốn điều lệ tối thiểu 10 tỷ đồng). Chính vì thế, tỷ lệ cổ tức của các công ty này thường ở mức trung bình và có thể chấp nhận được nếu so sánh với lãi suất ngân hàng, lạm phát và mặt bằng chung của thị trường.

2.3.2.3. Thống kê tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (Payout ratio) tại HASTC qua các năm:

Đồ thị 2-10. Thống kê tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức trên sàn HASTC từ 2005-2007



(Xem chi tiết tại Phụ lục 5)

⁸ Xem chi tiết số liệu tại Phụ lục 4

⁹ Xem chi tiết số liệu tại Phụ lục 7

Nhìn vào đồ thị trên, ta thấy các công ty niêm yết trên sàn HASTC trong 3 năm vừa qua tập trung chi trả cổ tức ở mức từ 20%-80% trên lợi nhuận. Đặc biệt, số lượng các công ty có tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức ở mức 40%-60% tăng đều qua các năm.

Về mặt trung bình, trong năm 2005 các công ty có tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức tới gần 85%, trong khi 2 năm gần đây chỉ khoảng 45%¹⁰. Nguyên nhân là số lượng công ty lên sàn năm 2005 (năm đầu tiên đi vào hoạt động của sàn HASTC) là quá ít, chỉ vỏn vẹn 6 công ty. Hơn nữa, các công ty này có chỉ số EPS khá thấp (chỉ khoảng 1.000 – 3.000 đồng/cổ phần). Những năm sau thì số lượng các công ty lên niêm yết cũng tăng nhiều và chất lượng của các công ty này cũng được cải thiện nhiều (nhiều các công ty mới thuộc hàng làm ăn hiệu quả). Các công ty trên sàn HASTC thường có quy mô nhỏ nên việc đảm bảo một nguồn vốn lợi nhuận giữ lại là rất cần thiết.

2.3.2.4. Thống kê tỷ suất cổ tức (Dividend Yield) tại HASTC qua các năm:

Ta thấy trung bình tỷ suất cổ tức của các công ty trên sàn HASTC qua 3 năm ở mức 5,39%/năm. Và tỷ lệ trung bình này giảm mạnh qua các năm (khoảng hơn 9% năm 2005, 4% năm 2006 và chỉ còn khoảng 2% năm 2007)¹¹.

Nguyên nhân cũng do sự bùng nổ của thị trường chứng khoán với số lượng công ty lên niêm yết và giá cổ phiếu của các công ty niêm yết đều tăng mạnh.

Cũng khá giống với sàn HOSE, các nhà đầu tư trên sàn HASTC cũng thường bỏ qua tỷ suất lợi nhuận từ cổ tức khá thấp để nhắm vào tỷ suất lãi vốn lớn hơn nhiều. Điều này phản ánh khá rõ tâm lý đầu tư “bầy đàn” của các nhà đầu tư Việt Nam hiện nay.

NHÂN XÉT VỀ THỰC TRẠNG CHI TRẢ CỔ TỨC THỜI GIAN QUA CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT

Qua nghiên cứu số liệu chi trả cổ tức đã công bố của các công ty niêm yết trên cả 2 sàn Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh trong khoảng thời gian 2002-2007 ở trên, ta thấy các công ty niêm yết thường cố gắng duy trì mức cổ tức từ 10-20%. Đây là một tỷ lệ hợp lý đối với nhà đầu tư vì nó cao hơn mức lãi suất ngân hàng (hiện nay khoảng 11-12%/năm). Với tỷ lệ này thì các công ty vẫn duy trì khoảng 40-50% lợi nhuận để chi trả cổ tức; do đó, vẫn duy trì được một tỷ lệ lợi nhuận giữ lại hợp lý nhằm đảm bảo cho sự phát triển ổn định của công ty. Mặt khác, hệ số Yield cho thấy về mặt tương đối nhà đầu tư có

¹⁰ Xem chi tiết số liệu tại Phụ lục 7

¹¹ Xem chi tiết số liệu tại Phụ lục 7

hiệu suất lợi nhuận từ cổ tức giảm mạnh nhưng vẫn ở mức hợp lý so với các nước trên thế giới (khoảng 2%).

Ta cũng có thể nhìn số liệu ở Bảng 2-4 được JP Morgan tổng hợp số liệu tăng trưởng EPS và tỷ suất cổ tức của các công ty niêm yết ở sàn HOSE trong 2 năm gần đây và được phân chia theo ngành.

Bảng 2-7. Số liệu thống kê tỷ suất cổ tức theo ngành của sàn HOSE

	EPS growth (%)			Dividend yield (%)	
	2006	2007E	2008E	2006	2007E
Consumer staples	20.5	31.3	22.8	1.2	3.8
Consumer discretionary	32.7	11.3	11.6	2.1	3.6
Energy	972.6	34.4	17.4	1.2	3.3
Financials	12.7	-11.2	49.9	1.8	1.8
Health care	44.5	9.2	17.8	0.6	1.7
Information technology	114.0	56.3	18.4	2.6	8.9
Industrials	42.3	-2.9	28.9	1.3	2.2
Materials	15.6	9.0	20.0	1.9	5.0
Utilities	49.4	-15.7	10.0	2.4	5.5
VN Index	55.1	13.6	23.9	1.5	3.6

(Nguồn: Báo cáo về TTCKVN của JP Morgan ngày 06/12/2007)

Bảng số liệu trên cho thấy, 2 ngành có tốc độ tăng trưởng lớn nhất trong 2 năm gần đây là ngành năng lượng và ngành công nghệ thông tin. Đặc biệt, ngành năng lượng với tốc độ tăng đột biến hơn 9 lần trong năm 2006 và vẫn duy trì hơn 30% trong năm 2007. Trong khi ngành công nghệ thông tin có tốc độ tăng hơn 100% trong năm 2006 và duy trì hơn 50% trong năm 2007. Điều này cũng dễ hiểu vì đây là 2 ngành mũi nhọn, nằm trong chiến lược phát triển quốc gia nên có nhiều ưu đãi trong các chính sách thu hút đầu tư.

Tóm lại, trong điều kiện thị trường chứng khoán chưa phát triển một cách thật sự ổn định lâu dài (chỉ mới 7 năm) thì mức cổ tức nói trên đã làm cho các cổ đông tăng lòng tin và sự phấn khởi vào Ban Quản lý, cổ phiếu có tính thanh khoản cao và đi kèm với việc gia tăng giá trị cổ phiếu. Qua đó, tôi xin đưa ra một số nhận xét tóm lược về thực trạng chi trả cổ tức của các công ty Việt Nam trong thời gian vừa qua như sau:

☞ **Nhiều công ty cố gắng duy trì tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt cố định:**

Việc cắt giảm cổ tức là điều mà các công ty không muốn. Vì vậy, ngay cả khi có lợi nhuận tăng nhưng khi quyết định tăng mức cổ tức lên thì các công ty cũng rất là do dự;

vì nếu tăng như thế sẽ tạo áp lực lên Ban quản lý duy trì mức cổ tức đó để tránh việc cắt giảm đột ngột trong những năm tới. Hơn nữa, các công ty có mức cổ tức ổn định qua các năm thường được các nhà đầu tư đánh giá cao hơn. Vì vậy, trong thời gian qua, rất nhiều công ty cố gắng duy trì mức cổ tức cố định từ 10%-20%¹².

☞ **Tỷ lệ chi trả cổ tức của phần lớn các công ty vẫn ở tỷ lệ hợp lý:**

Như ta thấy trong phần thống kê ở trên, nếu so sánh mức phổ biến chi trả cổ tức của các công ty từ 10%-20% với mức lãi suất của ngân hàng và mức lạm phát thì đây là một tỷ lệ chấp nhận được đối với nhà đầu tư. Còn đối với doanh nghiệp thì do kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty niêm yết đều khả quan trong những năm qua nên mức cổ tức trên là hợp lý, vẫn duy trì nguồn vốn tích lũy đảm bảo sự phát triển bền vững, ổn định của công ty.

Hơn nữa, khi các công ty phát hành cổ phiếu với giá phát hành 2-3 lần mệnh giá thì một phép tính đơn giản cho ta thấy tỷ lệ cổ tức thực chỉ khoảng 3%-10%.

Qua đó, các công ty vẫn duy trì một lượng giữ lại từ 40%-60% là vẫn ở mức hợp lý, vẫn đảm bảo sự hấp dẫn đối với nhà đầu tư và vẫn đảm bảo sự phát triển, tăng trưởng của công ty.

☞ **Nhiều công ty bắt đầu chú ý việc sử dụng kết hợp các phương thức chi trả cổ tức:**

Trong những năm đầu của thị trường chứng khoán thì các công ty niêm yết chỉ chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Nhưng kể từ năm 2004 trở đi, các công ty đã chú trọng hơn việc kết hợp chi trả cổ tức bằng tiền mặt với việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu. Việc kết hợp này được nhà đầu tư đánh giá cao.

Ví dụ như Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB) trong những năm qua tỷ lệ trả cổ tức rất cao, trong đó kết hợp cả 2 phương thức trả cổ tức: bằng tiền mặt và bằng cổ phiếu. Cụ thể:

	Năm 2004	Năm 2005	Năm 2006
Cổ tức bằng tiền mặt	12%	12%	8%

¹² Tham khảo Phụ lục

Cổ tức bằng cổ phiếu	24,7%	16%	30%
----------------------	-------	-----	-----

Hơn nữa, ACB dự kiến tỷ lệ trả cổ tức trong các năm ở mức cao và đều: 40,9% (năm 2007), 38% (năm 2008), 29,9% (năm 2009), 30,8% (năm 2010) và 31,9% (năm 2011).

Có thể khẳng định thị trường chứng khoán Việt Nam đã thực sự là 1 thị trường chứng khoán theo thông lệ quốc tế, khi xu hướng đầu tư chứng khoán đa phần là theo tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp chứ không theo mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Tốc độ tăng trưởng càng nhanh và càng bền vững thì thị giá cổ phiếu càng cao. Để đạt được mục đích này đòi hỏi doanh nghiệp phải có nhiều dự án đầu tư mở rộng sản xuất, như vậy cần phải huy động mọi nguồn vốn có thể, trong đó có việc giảm tỷ lệ thanh toán cổ tức bằng tiền.

Nhìn chung, chính sách cổ tức ngày càng được các công ty niêm yết quan tâm nhiều hơn cùng với sự phát triển của thị trường nói chung và của cả công ty nói riêng. Các công ty niêm yết luôn cố gắng đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư, các cổ đông, xu hướng chung của thị trường và vẫn đảm bảo sự phát triển bền vững của bản thân công ty. Và ngày càng quyết định chi trả cổ tức càng khẳng định được tầm quan trọng của mình trong việc gìn giữ vị thế của công ty trên thị trường. Các công ty đã có nhận thức về ưu và nhược điểm của từng phương thức chi trả cổ tức (bằng tiền mặt hay bằng cổ phiếu) và đã có sự kết hợp linh hoạt sao cho phù hợp với xu hướng thị trường.

2.4. PHÂN TÍCH CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG LÊN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT VIỆT NAM THỜI GIAN QUA:

2.4.1. Các yếu tố ngoại vi:

2.4.1.1. Các hạn chế pháp lý:

Tại Điều 93 Luật doanh nghiệp 2005 cũng đã có các quy định về việc chi trả cổ tức của tất cả các công ty cổ phần:

“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 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”.

Trên thực tế tại Việt Nam thì các công ty niêm yết thường chia cổ tức ra làm 2 đợt chi trả: 1 lần tạm ứng vào giữa năm, và 1 lần khi kết thúc năm tài chính, họp Đại hội cổ đông thông qua. Chính điều này có thể làm phát sinh trường hợp 1 công ty tạm ứng cổ tức giữa năm do dự báo cuối năm lời, nhưng đến cuối năm lại lỗ. Như vậy, nhìn chung lại cho 1 năm thì công ty bị lỗ mà vẫn chia cổ tức. Điều này vi phạm nguyên tắc không được làm suy yếu vốn và cả quy định của Luật Doanh nghiệp hiện hành.

Ta có thể xem trường hợp sau của Bibica. Theo kế hoạch chia cổ tức, năm 2003 Bibica dự kiến mức cổ tức 12-13% cho cổ đông và Công ty đã tạm ứng trước cho cổ đông 5%. Việc tạm ứng cổ tức đã dựa trên mục tiêu "khả quan" và được chứng minh bởi có số lãi 4,1 tỷ đồng trong 3 quý đầu năm 2002. Sau một thời gian khất lần báo cáo tài chính cả năm 2002, cuối cùng Công ty này đã "bất ngờ" công bố lỗ 5,4 tỷ đồng. Khoản tạm ứng cổ tức 5% trở thành lỗi vi phạm của Bibica.

Không chỉ mình Bibica, trong số các công ty niêm yết, việc trả cổ tức của Công ty cổ phần Cơ khí và Xây dựng Bình Triệu (BTC) cũng đã vi phạm Luật Doanh nghiệp. Năm 2002, BTC chỉ lãi 388,8 triệu đồng trong khi chia cổ tức lên đến 1,62 tỷ (bằng khoảng 12% vốn điều lệ). Trong khi đó lợi nhuận giữ lại qua các năm của BTC âm hơn 133 triệu đồng. Có lẽ các Doanh nghiệp đều biết việc chia cổ tức là không đúng nhưng "cố tình" vi phạm? Điều đáng nói là thực tế hiện nay vẫn còn "lỗ hổng" của luật, chưa xác định ai sẽ xử lý các vi phạm này, xử lý như thế nào.

Ngoài Luật doanh nghiệp ra thì một văn bản dưới luật là Thông tư số 19/2003/TT-BTC ngày 20/03/2003 và Thông tư 18/2007/TT-BTC ngày 13/03/2007 cũng có những qui định trong 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.

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

tổ Hội đồng quản lý 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 pháp lý hiện hành.

2.4.1.2. Các khoản giới hạn trong hợp đồng trái phiếu công ty và các thỏa thuận tài trợ khác:

Ở Việt Nam hiện nay, nói chung, trong các hợp đồng giữa công ty và bên cho vay, chẳng hạn như là các trái chủ trong trường hợp công ty huy động vốn vay trên thị trường thông qua phát hành trái phiếu, chưa có những điều khoản mang tính chất bảo vệ bên cho vay. Nói cách khác, công ty không phải chịu những ràng buộc từ phía chủ nợ trong vấn đề trả cổ tức cho cổ đông.

2.4.1.3. Các ảnh hưởng của thuế:

Hiện nay, trong bối cảnh thị trường chứng khoán mới đi vào hoạt động chưa lâu, các chính sách thuế áp dụng trên thị trường được xây dựng và thực hiện theo hướng khuyến khích sự tham gia của các đối tượng khác nhau vào thị trường, trong đó có cả đối tượng là các nhà đầu tư.

Theo *Thông tư 100/2004/TT-BTC* ngày 20/10/2004 hướng dẫn về thuế Giá trị gia tăng (GTGT) và thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) đối với lĩnh vực chứng khoán và *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 đều quy định không đánh thuế đối với thu nhập từ chứng khoán.

Vì thế, cho đến nay tại Việt Nam vẫn chưa có đánh thuế lên thu nhập từ cổ tức và thu nhập từ chuyển nhượng cổ phiếu (lãi vốn), tức là nhà đầu tư được nhận toàn bộ số thu nhập là cổ tức được chia hoặc lời vốn.

Tuy nhiên, Dự thảo Luật thuế thu nhập cá nhân (đang được xây dựng và dự kiến sẽ có hiệu lực vào năm 2009) có quy định như sau:

- **Đối với thu nhập từ kinh doanh chứng khoán** thì nhà đầu tư có thể chọn lựa và đăng ký một trong 2 cách trả thuế sau: trả thuế cho mỗi giao dịch hoặc trả thuế tại thời điểm cuối năm. Thuế suất là 0,1%/mỗi lần giao dịch (mua hoặc bán) hoặc là 20%/năm, sau khi trừ các chi phí có liên quan.

- **Đối với thu nhập từ việc đầu tư vốn** (bao gồm lãi suất cho vay, cổ tức và các thu nhập đầu tư khác, ngoại trừ lãi suất trái phiếu chính phủ) sẽ chịu mức thuế là 5%. Nếu nhà đầu tư nhận cổ tức bằng cổ phiếu thì thu nhập chịu thuế sẽ căn cứ theo giá thị trường tại thời điểm nhận cổ tức.

Nhìn qua, có thể thấy sự chênh lệch khá lớn giữa 2 mức thuế suất (20% cho lãi vốn và 5% cho cổ tức). Điều này sẽ ảnh hưởng rất lớn trong việc lựa chọn chính sách cổ tức của mỗi công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán trong thời gian sắp tới.¹³

Hơn nữa, tác động của các quy định ưu đãi thuế là không nhỏ. Ví dụ như: quy định các Doanh nghiệp nhà nước khi chuyển sang hình thức công ty cổ phần thì được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 2 năm đầu và giảm 50% trong 2 năm tiếp theo, hoặc quy định các công ty niêm yết được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp 50% trong 2 năm đầu. (Cần lưu ý là các quy định này đã bị bãi bỏ trong năm 2007). Ta có thể thấy các quy định ưu đãi thuế này góp phần không nhỏ đến việc gia tăng lợi nhuận của doanh nghiệp và do đó làm gia tăng khả năng chi trả cổ tức của các doanh nghiệp này rất nhiều.

2.4.1.4. Các chi phí giao dịch:

Trên lý thuyết, các quyết định về chính sách cổ tức bị tác động bởi một bộ phận không nhỏ thông qua xem xét về phí môi giới. Khi nhận được các khoản thanh toán cổ tức bằng tiền mặt, ngoài việc thỏa mãn các nhu cầu chi tiêu hiện tại, các cổ đông thường nghĩ đến việc tái đầu tư khoản cổ tức này. Nếu thực hiện đầu tư vào các công cụ nợ hay công cụ nợ thì điều đầu tiên họ sẽ nghĩ tới là những khoản thu nhập sẽ có trong tương lai và chi phí hiện tại để thực hiện việc đầu tư đó. Chi phí hiện tại chính là chi phí giao dịch.

Trên thực tế thì chi phí môi giới và các chênh lệch lô lẻ làm cho việc bán cổ phần tốn kém và không thể thay thế hoàn hảo cho các chi trả cổ tức thường xuyên. Điều này sẽ làm các nhà đầu tư phải bận tâm họ được nhận cổ tức tiền mặt hay nhận lãi vốn. Và như thế, chính sách cổ tức sẽ ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.

Việc nhận tiền cổ tức sẽ không chịu khoản phí nào. Nhưng đối với các cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay thì các nhà đầu

¹³ Xem thêm Phụ lục 8

tư thường phải chịu một khoản phí từ 0,3%-0,5%¹⁴ cho mỗi lần giao dịch mua hoặc bán. Hơn nữa, cổ tức bằng tiền có thể xem là nhận được ngay, còn cổ phiếu mới phải chờ một thời gian nộp hồ sơ để niêm yết bổ sung thì mới đưa vào giao dịch được. Chính điều này đã tạo sự khác biệt trong việc ưa thích nhận cổ tức tiền mặt hay nhận lãi vốn; và do đó, tác động đến giá trị của doanh nghiệp.

2.4.1.5. Các chi phí phát hành:

Ta phải thấy rằng, việc nhận tiền cổ tức hiện nay không phải tốn bất kì khoản chi phí hay khoản thuế nào cả. Điều này không chỉ đối với nhà đầu tư mà còn đối với doanh nghiệp. Hiện nay, nếu công ty có nhu cầu chi trả cổ tức thì công ty chỉ việc gửi công văn và chuyển tiền cổ tức qua Sở giao dịch chứng khoán hoặc Trung tâm Giao dịch chứng khoán. Lúc đó, toàn bộ việc thông báo, chốt danh sách cổ đông, chi trả cổ tức cho từng cổ đông sẽ do Sở (Trung tâm) thực hiện thay công ty hết. Còn việc phát hành cổ phần thì phải tốn những khoản phí nhất định. Về phía công ty, ví dụ các khoản chi phí phát sinh như là chi phí kiểm toán, chi phí thuê đơn vị tư vấn, chi phí phát sinh khi nộp hồ sơ, chi phí in ấn, vận chuyển, chi phí đăng báo, chi phí phát hành khác,... Các chi phí này sẽ làm đội lên rất nhiều cho chi phí sử dụng vốn.

Có nghĩa là sự tồn tại của chi phí phát hành trong thực tế sẽ làm cho việc sử dụng vốn cổ phần từ bên ngoài sẽ trở nên tốn kém hơn, do đó làm tăng chi phí sử dụng vốn và làm giảm giá trị doanh nghiệp.

Nếu một công ty thiếu vốn nhưng 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.

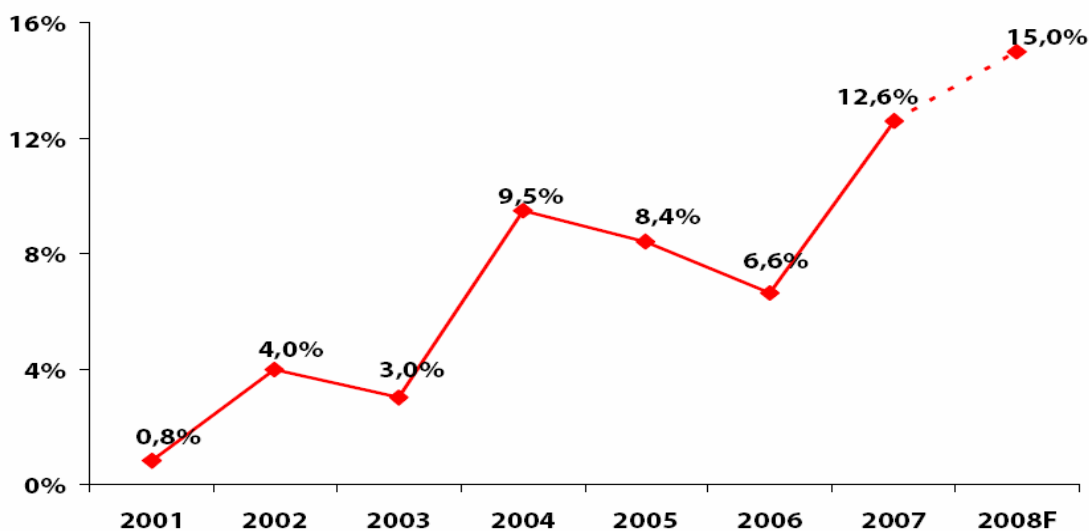
Thông thường, chiếm khoảng 5 - 10% tổng giá trị một lần phát hành. Các chi phí này sẽ làm tăng chi phí sử dụng vốn và do đó làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Vì vậy, các doanh nghiệp khi có những cơ hội đầu tư thường thích giữ lại lợi nhuận để có thể sử dụng vốn của mình một cách có lợi hơn. Nhưng chính 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 mối quan tâm hàng đầu của họ là được hưởng cổ tức cao, ổn định.

¹⁴ Theo UBCKNN (www.ssc.gov.vn)

2.4.1.6. **Lạm phát:**

Vài năm gần đây, Việt Nam là nước có tỷ lệ lạm phát có thể xem là cao mặc dù Nhà nước nói là vẫn nằm trong tầm kiểm soát.

Đồ thị 2-11. Chỉ số CPI qua các năm



(Nguồn: Tổng cục thống kê)

Theo lý thuyết thì trong môi trường lạm phát, nhu cầu vốn và số dư tiền mặt của doanh nghiệp cũng tăng lên. Do đó, doanh nghiệp cần phải giữ lại lợi nhuận nhiều hơn.

Nhưng thực tế trong những năm qua cho thấy các công ty niêm yết Việt Nam vẫn chuộng việc sử dụng chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao.

Nguyên nhân có lẽ xuất phát từ tâm lý của các nhà đầu tư (các cổ đông) là thích tiền cổ tức cao vì e ngại lạm phát cao.

Lạm phát cao đồng nghĩa với việc tăng trưởng không bền vững và có nhiều rủi ro. Khi đó, rủi ro sẽ làm các nhà đầu tư cân nhắc kỹ hơn việc bỏ tiền vào kinh doanh chứng khoán, bên cạnh các nguồn đầu tư khác như bất động sản và vàng. Lạm phát tăng còn dẫn đến nhiều biến động vĩ mô khác như lãi suất ngân hàng sẽ tăng, luồng vốn đầu tư nước ngoài giảm,.... Đây chính là những thời điểm khó khăn của các công ty khi huy động vốn bên ngoài. Chính vì vậy, một mức chi trả cổ tức thấp hợp lý sẽ là lựa chọn khôn ngoan.

Mặt khác, một mức chi trả cổ tức ổn định ở mức cao đi đôi với tăng trưởng lợi nhuận đều trong thời điểm khó khăn này sẽ rất có ý nghĩa trong mắt nhà đầu tư. Điều này

không những giúp công ty giữ gìn và mở rộng vị thế của mình trên thị trường mà còn làm tăng mức độ sẵn lòng bỏ tiền đầu tư vào công ty của các nhà đầu tư; do đó, tạo điều kiện thuận lợi cho việc huy động vốn mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh. Dưới góc độ này, yếu tố lạm phát dường như cổ vũ cho một chính sách cổ tức cao.

Tuy nhiên, việc duy trì mức cổ tức cao là điều khó khăn đối với hầu hết các công ty, đặc biệt là trong những thời điểm khó khăn, bất ổn về kinh tế như lạm phát cao. Vì thế, hầu như yếu tố lạm phát vẫn hướng các công ty thiên về một chính sách cổ tức thấp nhằm đảm bảo sự phát triển bền vững, ổn định, lâu dài của mỗi công ty.

2.4.1.7. Lãi suất ngân hàng:

Trên thực tế, một số công ty thường cũng tham khảo thêm một số yếu tố khác. Ví dụ như lãi suất ngân hàng. Các công ty niêm yết hiện nay thường trả cổ tức cao hơn lãi suất ngân hàng (thông thường là 12%/năm). Và có thể xem đây như là một trong những dấu hiệu hấp dẫn để thu hút nhà đầu tư.

Bảng 2-8. Thống kê lãi suất cơ bản qua các năm

	<i>Đơn vị tính: %</i>						
	Năm 2001	Năm 2002	Năm 2003	Năm 2004	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
Lãi suất	7,2	7,44	7,5	7,5	7,8	8,4	8,25

(Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam)

Đầu năm 2008, các ngân hàng đều chạy đua tăng lãi suất lên, như Techcombank có lúc lãi suất huy động lên trên 14,7%/năm. Nhưng sau đó, để điều tiết nền kinh tế vĩ mô nên Nhà nước đã đưa ra mức lãi suất huy động trần cho các ngân hàng là 12%/năm, và tiếp tục hạ xuống mức 11%/năm.

Nước ta là nước đang phát triển nên nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển là rất lớn; vì vậy, việc các ngân hàng cạnh tranh về lãi suất nhằm huy động được vốn là không thể tránh khỏi. Hơn nữa, ở phần trên ta có thể thấy tỷ lệ lạm phát qua các năm đều có xu hướng tăng. Chính điều này làm cho lãi suất danh nghĩa cũng tăng theo nhằm đáp ứng được mức lãi suất thực hợp lý cho nhà đầu tư. Các công ty khi đưa ra một mức chi trả cổ tức phải thỏa mãn được mong muốn của nhà đầu tư thông qua việc so sánh cổ tức với mức lãi suất ngân hàng.

Ta có thể thấy khi các ngân hàng tăng lãi suất huy động như thời gian vừa qua thì nhiều nhà đầu tư (thậm chí có thể có cả các công ty có lượng tiền mặt lớn tạm thời chưa sử dụng) sẽ lựa chọn việc gửi tiền tiết kiệm vào ngân hàng nhằm đạt được mức lợi tức cao này, đặc biệt khi rủi ro kinh doanh cổ phiếu, kinh doanh bất động sản và kinh doanh vàng ngày càng có nhiều biến động rủi ro như hiện nay. Lúc này lượng tiền trong kênh đầu tư vào cổ phiếu của các nhà đầu tư sẽ không còn nhiều như trước nữa. Và chính sự giảm sút về nguồn đầu tư này nên các công ty rất khó huy động vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu. Khó khăn có thể là việc công ty không thể huy động đủ lượng vốn cần thiết vì có ít người sẵn sàng bỏ tiền mua cổ phiếu của công ty hoặc nhà đầu tư sẵn sàng mua cổ phiếu của công ty ở mức giá quá thấp làm ảnh hưởng tới các chỉ số tài chính,... Lúc đó, công ty phải có một tỷ lệ chi trả cổ tức hợp lý ở mức thấp để tận dụng nguồn lợi nhuận giữ lại dùng để tái đầu tư cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình.

Mặt khác, khi lãi suất huy động tăng thì lãi suất cho vay không thể tránh khỏi việc tăng theo. Như thời gian vừa qua lãi suất huy động tăng lên mức khoảng 11%-12%, cộng thêm chi phí cho việc huy động như chi phí hợp đồng, chi phí đếm tiền,... làm cho tổng chi phí cho việc huy động vốn ở khoảng 13%-14%. Lúc này, các ngân hàng không thể duy trì lãi suất cho vay ở khoảng 15%-16% như trước đây được nữa mà để duy trì hoạt động của mình bắt buộc các ngân hàng phải nâng lãi suất cho vay lên mức khoảng 17%-18%, thậm chí còn cao hơn. Rõ ràng với mức lãi suất này việc công ty tiếp cận nguồn vốn tín dụng là vượt khả năng bởi vì các dự án đầu tư của công ty với mức sinh lợi 10% được xem là khả thi lắm rồi. Không những thế, nguồn vốn tín dụng mà các nhà đầu tư tiếp cận để đầu tư vào chứng khoán cũng bị hạn chế và dẫn đến việc huy động vốn của các công ty thông qua phát hành cổ phiếu thêm gặp nhiều khó khăn như đã nói ở trên. Trong điều kiện lãi suất ngân hàng tăng như thế thì các công ty nên ưu tiên việc giữ lại càng nhiều lợi nhuận càng tốt để dùng cho việc tái đầu tư vào các dự án mới nhằm tránh việc phải sử dụng nguồn vốn bên ngoài với điều kiện khó khăn hơn.

Thời gian qua, mặc dù lãi suất ngân hàng tăng nhưng do kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty niêm yết luôn khả quan nên các công ty niêm yết thường có tỷ lệ chi trả cổ tức cao hơn mức lãi suất ngân hàng hiện hành nhằm thu hút nhà đầu tư, đặc biệt khi thị trường chứng khoán còn khá mới mẻ với người dân. Ta thấy khi

doanh nghiệp cân nhắc yếu tố lãi suất như một cột mốc và có xu hướng trả cổ tức bằng tiền mặt nhằm thỏa mãn sở thích của nhà đầu tư thì chuyển tỷ lệ trả cổ tức sẽ tiếp tục tăng lên là điều dễ hiểu.

2.4.1.8. Yếu tố thị trường:

Trong thực tế, yếu tố thị trường là một yếu tố không thể bỏ qua. Ứng với mỗi thời điểm thị trường lên hay xuống thì từng doanh nghiệp sẽ lựa chọn chính sách cổ tức khác nhau.

Ví dụ khi thị trường lên thì đây là thời điểm phát hành cổ phiếu rất tốt hay nói cách khác là khả năng tiếp cận thị trường vốn của doanh nghiệp được nâng lên. Lúc này, doanh nghiệp phát hành một đồng cổ phiếu nhưng có thể thu được 2 hay 3 đồng vốn do nhà đầu tư có tâm lý lạc quan vào thị trường, sẵn sàng trả giá cao hơn để mua được cổ phiếu nhằm thu lợi trong tương lai khi thị trường đang lên. Điều này làm cho chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp giảm đáng kể mà doanh nghiệp vẫn đáp ứng được nhu cầu về vốn của mình. Một phép tính đơn giản sau: giả sử doanh nghiệp trả cổ tức 20%/cổ phiếu/năm (mức trả cổ tức cao hợp lý và phổ biến hiện nay). Nếu doanh nghiệp đó phát hành với giá 20.000 đồng/cổ phiếu thì xét đơn giản về mặt toán học thì chi phí cho việc sử dụng vốn này của doanh nghiệp chỉ là 10%/năm, thấp hơn mức lãi suất cho vay của ngân hàng. Dĩ nhiên trong thực tế còn nhiều yếu tố khác khi tính đến chi phí sử dụng vốn thực tế của doanh nghiệp cũng như trong việc lựa chọn cơ cấu vốn, quyết định tài trợ của doanh nghiệp. Nhưng ta có thể thấy rằng trong xu hướng thị trường lên thì việc phát hành cổ phiếu của doanh nghiệp đạt hiệu quả và thuận lợi hơn so với việc đi vay vốn tín dụng. Chính vì thế, có lẽ nhiều doanh nghiệp không nghiêng về sự lựa chọn chính sách cổ tức thấp mà có lẽ sẽ nghiêng về sự lựa chọn một tỷ lệ bằng tiền mặt cao nhằm thỏa mãn nhà đầu tư cũng như thỏa mãn các yếu tố phát tín hiệu khác.

Ngược lại, khi thị trường xuống thì việc phát hành cổ phiếu của doanh nghiệp không còn thuận lợi và hiệu quả lắm. Lúc này doanh nghiệp có xu thế giữ lại lợi nhuận của mình để sử dụng thì tốt hơn. Nhưng nếu xét về phía nhà đầu tư thì lúc này nếu cắt giảm đột ngột một tỷ lệ cổ tức thì có thể ảnh hưởng đến nhu cầu của họ; do đó, làm ảnh hưởng đến giá của cổ phiếu. Về nguyên tắc thì việc lựa chọn một chính sách ổn định và lâu dài là cần thiết và được nhà đầu tư đánh giá cao.

Mặt khác, việc hầu hết các công ty niêm yết đều lựa chọn mức cổ tức 10%-20% bắt buộc mỗi công ty phải có sự cân nhắc, so sánh để làm sao vẫn có được cái nhìn tốt đẹp của nhà đầu tư. Vì vậy, khi quyết định lựa chọn cổ tức, các công ty không thể không quan sát, xem xét các công ty cùng ngành, các công ty niêm yết trên toàn thị trường chi trả cổ tức như thế nào.

2.4.1.9. Việc sử dụng các phương pháp định giá cổ phiếu:

Hiện nay, tại Việt Nam sử dụng 2 phương pháp định giá cổ phiếu cơ bản là: phương pháp so sánh P/E và phương pháp chiết khấu dòng cổ tức.

Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức dựa vào số liệu cổ tức trong quá khứ và các dự báo về dòng cổ tức trong tương lai để xác định giá trị doanh nghiệp. Nguyên nhân là do đặc điểm của thị trường Việt Nam rất khó thống kê các chỉ số của thị trường và ngay cả số liệu của các công ty trong quá khứ và các số liệu dự báo đều thiếu tính tin cậy, chắc chắn. Hơn nữa, một phần thiếu hiểu biết của nhà đầu tư, tính đơn giản trong việc sử dụng phương pháp định giá này, sự thiếu tính chuyên nghiệp của các tổ chức trung gian trong việc định giá một cổ phiếu cũng góp phần phương pháp đơn giản này trở thành kim chỉ nam đầu tư của rất nhiều nhà đầu tư..

Vì vậy, việc đưa ra một tỷ lệ chi trả cổ tức trong quá khứ, hiện tại và tương lai cao và ổn định sẽ góp phần giữ vững và cải thiện cái nhìn của nhà đầu tư về giá trị của doanh nghiệp.

2.4.1.10. Vấn đề chi phí đại diện:

Thực tế, việc kiểm tra, giám sát các hoạt động như việc chi trả cổ tức, việc thực hiện các dự án,... tại các công ty tại Việt Nam, kể cả các công ty niêm yết cũng gặp rất nhiều khó khăn. Ở nhiều công ty, chính sách cổ tức thường bị chi phối bởi quyền lợi cục bộ của một nhóm cổ đông và không gắn liền với mục đích phát triển bền vững của công ty. Hơn nữa, việc các cơ quan chức năng và các cổ đông giám sát việc thực hiện cũng như khả năng thực hiện các dự án của Ban điều hành công ty gặp nhiều hạn chế. Ta có thể thấy tại các Đại hội cổ đông thì các cổ đông sẽ thông qua một phương án, dự án đầu tư nào đó và ủy quyền cho Hội đồng quản trị, Ban giám đốc thực hiện hết. Việc báo cáo cũng chỉ được thực hiện khi dự án đó hoàn thành và báo cáo cũng rất sơ xài và chỉ có lệ. Còn trong quá trình thực hiện thì chẳng có ai giám sát gì nhiều; vì thế, không ai hỏi thúc tiến độ, không ai kiểm tra cách thu, cách chi, không ai kiểm tra được chất

lượng thực hiện ra sao,... Quả thật, các cổ đông của các công ty niêm yết hiện nay chủ yếu là các nhà đầu tư nhỏ lẻ, với sự quan tâm sự chênh lệch giá để đầu cơ, thiếu và khó khăn trong việc cố gắng am hiểu cũng như theo sát các hoạt động của công ty. Và hầu như quyền lợi của cổ đông nhỏ lẻ chưa được bảo vệ đúng mức.

Mặt khác, điều này rõ ràng làm giảm lượng vốn dành cho tái đầu tư. Đến khi công ty cần vốn thì công ty lại phát hành cổ phần thêm để huy động vốn. Đến lúc này, khi các công ty niêm yết phát hành cổ phần ra bên ngoài thì họ phải công khai minh bạch thông tin của mình hơn cho công chúng. Đặc biệt, công ty phải chuẩn bị một bộ hồ sơ gồm đầy đủ các thông tin về công ty như tình hình sản xuất kinh doanh trong quá khứ, hiện tại, và tương lai ra sao, các dự án đầu tư, đất đai, lợi thế, các khách hàng lớn,... Đồng thời, công ty cũng phải đính kèm các báo cáo tài chính có kiểm toán và các tài liệu liên quan đến việc thực hiện dự án,... Sau khi được UBCKNN xem xét hồ sơ và cho phép thì lúc đó công ty mới được phép phát hành. Công ty còn phải đăng báo, và chịu sự giám sát thực hiện việc phát hành của SGDCK hoặc TTGDCK. Đến khi phát hành xong, công ty cũng phải báo cáo kết quả cho các cơ quan chức năng này. Hơn nữa, thông qua việc phát hành này thì công ty cũng sẽ có một số cổ đông mới, đặc biệt là các tổ chức tài chính lớn trong và ngoài nước. Tất cả những điều này sẽ làm việc công ty công khai thông tin hơn, việc giám sát cũng tốt hơn.

Rủi ro khi Ban điều hành không thực hiện đúng và đầy đủ những cam kết. Hoặc các cổ đông không tin tưởng vào khả năng quản lý thực hiện hoặc tính khả thi của dự án. Chính những điều này cổ vũ chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt cao.

Một lý do nữa cho việc các cổ đông muốn công ty trả cổ tức là khi đó, lượng tiền dư thừa, loại tài sản dễ bị lạm dụng nhất, nằm trong tay các nhà quản lý sẽ giảm đi và họ sẽ không thể sử dụng nó cho những mục đích không phục vụ lợi ích cao nhất của các cổ đông.

2.4.1.11. Ưu tiên của cổ đông (hiệu ứng khách hàng):

Ta phải thấy rằng, đặc điểm của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay chiếm phần lớn là các doanh nghiệp Nhà nước chuyển đổi sang và vẫn nắm quyền chi phối. Thêm vào đó, nhân lúc thời kỳ ban đầu hình thành của thị trường chứng khoán thì một số người, một số nhóm người gần như chiếm cổ phần chi phối của hầu hết ở các công ty do họ có tiềm lực tài chính, có kiến thức. Vì

vậy, tất cả các quyết định (dù vẫn phải thông qua Đại hội đồng cổ đông) vẫn chịu sự chi phối của 1 nhóm người đó, trong đó có cả chính sách cổ tức.

Hơn nữa, tâm lý của nhà đầu tư Việt Nam hiện nay vẫn ưu tiên lựa chọn các công ty có tỷ lệ trả cổ tức cao. Và dĩ nhiên, các cổ đông sẽ bỏ phiếu biểu quyết thông qua tỷ lệ trả cổ tức cao.

Theo kết quả cuộc điều tra “Đánh giá điều kiện tổ chức và vận hành thị trường chứng khoán Việt Nam” do Ủy ban chứng khoán Nhà nước thực hiện năm 2001, có 54,11% số người được hỏi trả lời họ đầu tư vào cổ phiếu với mục tiêu là được hưởng thu nhập từ nguồn cổ tức. Cũng có khoảng 76,3% số người được hỏi mong muốn nhận được thu nhập kết hợp giữa cổ tức và lời vốn.¹⁵

Các cổ đông không thích rủi ro, hoặc những lo ngại về lạm phát 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. Vì vậy, cổ tức làm giảm 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 doanh nghiệp.

Điều này có lẽ đúng với thị trường còn mới mẻ như Việt Nam, nơi mà người dân còn xa lạ với những kiến thức về tài chính doanh nghiệp cũng như chứng khoán. Họ đánh giá một doanh nghiệp qua tỷ lệ chi trả cổ tức của doanh nghiệp đó. Ta thấy, tỷ lệ trả cổ tức cao không chỉ phản ánh triển vọng tốt về doanh nghiệp mà còn đáp ứng được tâm lý không thích rủi ro của nhà đầu tư, đặc biệt các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay chủ yếu là nhỏ lẻ, thường quan tâm đến sự chênh lệch giá để đầu cơ là chính. Họ thích tiền vào tay họ một cách chắc chắn hơn là việc công ty dành lợi nhuận cho việc tái đầu tư và có thể bị sử dụng sai mục đích, không hiệu quả. Họ không thích đánh cược vào khả năng sử dụng tiền của Ban điều hành công ty. Họ không thích mạo hiểm. Đó chính là tâm lý chung của nhiều nhà đầu tư hiện nay.

Nếu một doanh nghiệp nào công bố một chính sách chi trả cổ tức cao trong năm thì lập tức giá của cổ phiếu đó sẽ tăng lên nhanh chóng. Đặc biệt là các ngân hàng ở Việt Nam có tỷ lệ chi trả cổ tức rất cao. Điều này đã hấp dẫn nhà đầu tư và giá cổ phiếu của các ngân hàng cao như thời gian vừa qua như là một minh chứng.

¹⁵ Xem thêm Phụ lục 9

2.4.1.12. Bảo vệ chống loãng giá:

Việc quyết định giữ lại lợi nhuận, chi trả cổ tức có thể còn phụ thuộc vào các quyết định tài trợ, cấu trúc vốn tối ưu của doanh nghiệp. Theo lý thuyết thì việc sử dụng vốn của doanh nghiệp được ưu tiên nhất là nguồn vốn giữ lại từ lợi nhuận, kế đó là đến nguồn vốn vay, và sau cùng mới là phát hành cổ phiếu mới. Điều này thể hiện rõ tầm quan trọng của nguồn vốn nội tại của doanh nghiệp và miễn cưỡng trong việc huy động các nguồn vốn bên ngoài nhằm bảo vệ quyền lợi của các cổ đông, đặc biệt là việc phát hành cổ phiếu thêm, được xem như là sự lựa chọn cuối cùng.

Thị trường chứng khoán Việt Nam là một thị trường còn khá mới mẻ và có nhiều biến động. Việc các cổ đông không thực hiện quyền mua cổ phần phát hành thêm do nhiều lý do khác nhau, trong đó có cả yếu tố thị trường, là không phải là hiếm. Ta thấy không phải lúc nào khi công ty phát hành quyền mua cổ phiếu mới cho cổ đông đều được mọi cổ đông hiện hữu, xuất phát từ khả năng thanh toán tiền mặt của cổ đông, mục tiêu, chiến lược của cổ đông trong hiện tại và tương lai, sự thay đổi trong cách nhìn của cổ đông về tình hình, triển vọng và Ban quản lý của công ty hay cách nhìn nhận đối với rủi ro từ thị trường... Chính điều này, làm cho cổ đông miễn cưỡng, lưỡng lự hoặc không có khả năng trong việc thực hiện quyền mua cổ phiếu mới. Điều đó dẫn tới rủi ro loãng giá, tức quyền lợi của chủ sở hữu theo phần trăm bị loãng.

Hơn nữa, thời gian qua các công ty niêm yết khi phát hành cổ phiếu thêm thì ngoài phần phát hành cho cổ đông hiện hữu thì các công ty còn dành một phần không nhỏ để phát hành cho các đối tượng khác như: phần bán cho các đối tác chiến lược nhằm tạo mối hợp tác lâu dài với các đối tác lớn, các tổ chức tài chính trong và ngoài nước; phần đấu giá ra công chúng nhằm tận dụng xu thế lên của thị trường để đạt được thặng dư lớn; phần thưởng hoặc bán cho cán bộ công nhân viên trong công ty hoặc các cán bộ chủ chốt, công đoàn,... Chính những phần bán cho các đối tượng này đã làm cho tỷ lệ sở hữu của cổ đông cũ không còn được bảo toàn như cũ mà thậm chí còn giảm đi đáng kể. Sở dĩ việc phát hành cổ phiếu làm ảnh hưởng tới quyền lợi của cổ đông này vẫn được ĐHDCĐ thông qua và diễn ra phổ biến là vì nhiều nguyên nhân khác nhau:

- Các nhà đầu tư không nhận thức được đúng mức về những ảnh hưởng này. Họ chỉ quan tâm đến số lượng cổ phiếu mà họ nắm giữ chứ họ không quan tâm nhiều đến tỷ lệ sở hữu. Có lẽ do tỷ lệ sở hữu của họ quá nhỏ nên họ không quan tâm

đến việc kiểm soát công ty. Nói một cách khác thì họ là nhà đầu cơ hơn là đầu tư vì họ không tham gia trực tiếp vào điều hành, quản lý công ty.

- Các nhà đầu tư cũng đồng ý với việc mục đích của công ty khi phát hành cho các đối tượng khác. Những lợi ích mà khi họ các đối tác làm ăn lớn tạo nên một nguồn thu nhập ổn định trong tương lai hoặc được sự hỗ trợ về vốn, nhân lực, kỹ thuật,... từ các tổ chức tài chính, tín dụng chuyên nghiệp trong và ngoài nước hoặc như nguồn vốn thặng dư rất lớn từ việc bán đấu giá cổ phần ra bên ngoài. Và những lợi ích này sẽ làm công ty phát triển mạnh mẽ, bền vững trong tương lai. Lúc đó, giá cổ phiếu sẽ tăng, nhà đầu tư sẽ được lợi.
- Hơn nữa, lợi ích từ phần phát hành cho cổ đông trước mắt là khá hấp dẫn. Các quyền mua cổ phần với tỷ lệ 2:1 hay 1:1 với mệnh giá hoặc giá chiết khấu đáng kể so với giá thị trường cũng đã là quá hấp dẫn đối với nhà đầu tư. Quyền lợi ngay trước mắt nên nhà đầu tư không còn quan tâm nhiều lắm đến phần phát hành cho các đối tượng khác hay những ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của chính mình.

Tóm lại, tích cực sử dụng nguồn vốn giữ lại, tránh việc lạm dụng các nguồn vốn bên ngoài là một cách để bảo vệ cổ đông khỏi rủi ro loãng giá. Điều này hàm ý rằng, công ty trả cổ tức thấp để đảm bảo nguồn vốn giữ lại tái đầu tư được tăng cường.

Nhìn chung, trong thời gian qua các công ty và ngay cả các cổ đông đều chưa chú ý đến tầm ảnh hưởng của yếu tố này trong việc lựa chọn chính sách cổ tức. Nguyên nhân là do thị trường chứng khoán còn mới, số lượng cổ phiếu, số lượng công ty còn ít mà lượng tiền nhàn rỗi của người dân rất nhiều, kể cả các nguồn vốn từ bất động sản, hay thị trường vàng, tiền tiết kiệm chuyển sang. Cộng thêm sở thích của nhà đầu tư thích các công ty phát hành quyền mua cổ phiếu mới cho cổ đông, xuất phát từ kỳ vọng vào việc thu được lãi vốn cao của nhà đầu tư do những nguyên nhân phân tích ở trên đây.

Nhưng trong tương lai, khi thị trường được bổ sung với hàng trăm, hàng ngàn loại cổ phiếu với giá trị lớn thì liệu lúc đó các nhà đầu tư còn có đủ tiền để thực hiện quyền mua cổ phiếu mới khi công ty công bố phát hành. Hay tình hình thị trường quá xấu để huy động vốn từ phát hành cổ phiếu hoặc nhà đầu tư chuyển hướng mục tiêu vào các cổ phiếu khác, các kênh đầu tư khác... Liệu lúc đó khi công ty cần vốn, hệ quả từ việc trả cổ tức cao một cách tùy tiện, thì công ty sẽ làm gì? Hay là lại bỏ lỡ các cơ hội, dự

án đầu tư? Với tư cách là những ông chủ thật sự của công ty, các cổ đông nên cân nhắc yếu tố này khi quyết định chính sách cổ tức để tự bảo vệ mình và cũng như bảo vệ lợi ích chung của cả công ty.

2.4.2.. Các yếu tố nội vi:

2.4.2.1. Đặc điểm giai đoạn phát triển của doanh nghiệp:

Nhìn chung, các công ty niêm yết Việt Nam đang trong giai đoạn phát triển. Việc các công ty lên sàn niêm yết đã thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư trong và ngoài nước, trong đó có cả các tổ chức tài chính trong và ngoài nước cùng với các đối tác làm ăn thân thuộc lẫn tiềm năng. Vì vậy, công ty đã tạo được hình ảnh tốt trên thị trường. Qua đó, công ty có rất cơ hội đầu tư phát triển như mở rộng sản xuất, hợp tác kinh doanh, mở rộng ngành nghề kinh doanh sang các lĩnh vực mới như bất động sản, đầu tư tài chính,...

Chính vì thế, nhu cầu vốn của các công ty niêm yết là vô cùng to lớn. Và các công ty phải cắt giảm cổ tức để giữ lại lợi nhuận cho tái đầu tư.

Nhưng việc các công ty mới lên niêm yết không lâu; do đó, để tạo lòng tin trong mắt nhà đầu tư về tình hình, triển vọng của công ty, niềm tin vào Ban quản lý thì công ty vẫn phải một mức cổ tức trung bình của thị trường (khoảng từ 10%-15% là chấp nhận được đối với các nhà đầu tư). Vì thế, trong những năm vừa qua, rất nhiều công ty tăng vốn điều lệ lên một cách đáng kể bằng cách phát hành cổ phiếu mới. Trong đó, có nhiều công ty tăng vốn liên tục và tăng vốn gấp đôi, gấp ba lần chỉ trong khoảng 2 năm.

2.4.2.2. Khả năng tạo ra lợi nhuận, tính ổn định của lợi nhuận:

Hiện nay, hầu hết các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán có tiền thân từ doanh nghiệp nhà nước. Cụ thể, ở sàn HOSE đến thời điểm cuối tháng 3/2008 thì chỉ có 45 công ty không có tỷ lệ sở hữu Nhà nước trong số 150 công ty niêm yết (tương đương 30%). Mà đặc biệt, sau khi cổ phần hóa thì các công ty này hoạt động rất có hiệu quả. Nguyên nhân là do việc thay đổi mô hình hoạt động của doanh nghiệp sau cổ phần hóa, theo đánh giá của các chuyên gia, có tác động tích cực đến hoạt động sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp. Số liệu của Ban đổi mới doanh nghiệp nhà nước cho thấy, khoảng 96% doanh nghiệp khẳng định, cán bộ quản lý đã quan tâm nhiều

hơn đến kết quả sản xuất và hiệu quả kinh doanh; 88% doanh nghiệp cho biết, kết quả sản xuất của người lao động đã tăng lên khi tiền lương được tính toán trên cơ sở hiệu quả sản xuất. Sau cổ phần hóa, sự can thiệp trực tiếp của các tổ chức, cá nhân ngoài bộ máy quản lý điều hành doanh nghiệp như chính quyền, cơ quan chủ quản, các tổ chức khác đã giảm rõ rệt. Chuyển biến này giúp cho doanh nghiệp chủ động trong các quyết định điều hành và tập trung vào mục tiêu cơ bản là sản xuất, kinh doanh.

Hơn nữa, các công ty niêm yết là các công ty tiêu biểu cho việc hoạt động hiệu quả với quá trình lợi nhuận ổn định. Vì vậy, các công ty niêm yết thường sẵn lòng chi trả cổ tức, thậm chí tỷ lệ chi trả cổ tức rất cao bằng cả tiền mặt và bằng cổ phiếu. Đặc biệt là các ngân hàng và các công ty tài chính trong những năm qua có tỉ lệ chi trả cổ tức rất cao xuất phát từ việc tăng trưởng lợi nhuận cao và đều qua các năm.

2.4.2.3. Các dự án đầu tư, cơ hội tăng trưởng vốn:

Thông thường, các công ty niêm yết không những là những doanh nghiệp hoạt động hiệu quả bởi công tác quản trị điều hành tốt, công bố thông tin công khai, minh bạch mà còn được sự thu hút, quan tâm của công chúng qua các phương tiện thông tin đại chúng. Hơn nữa, đa số các công ty niêm yết này có tiền thân là doanh nghiệp nhà nước và vẫn có cổ phần nhà nước chi phối. Vì vậy, các công ty niêm yết thường có các cơ hội đầu tư từ những lợi thế, ưu đãi trên.

Theo lý thuyết thì các công ty này phải giữ lại phần lớn lợi nhuận để tái đầu tư vào các cơ hội đầu tư mới và tránh bán cổ phần mới ra công chúng vừa tốn kém vừa bất tiện.

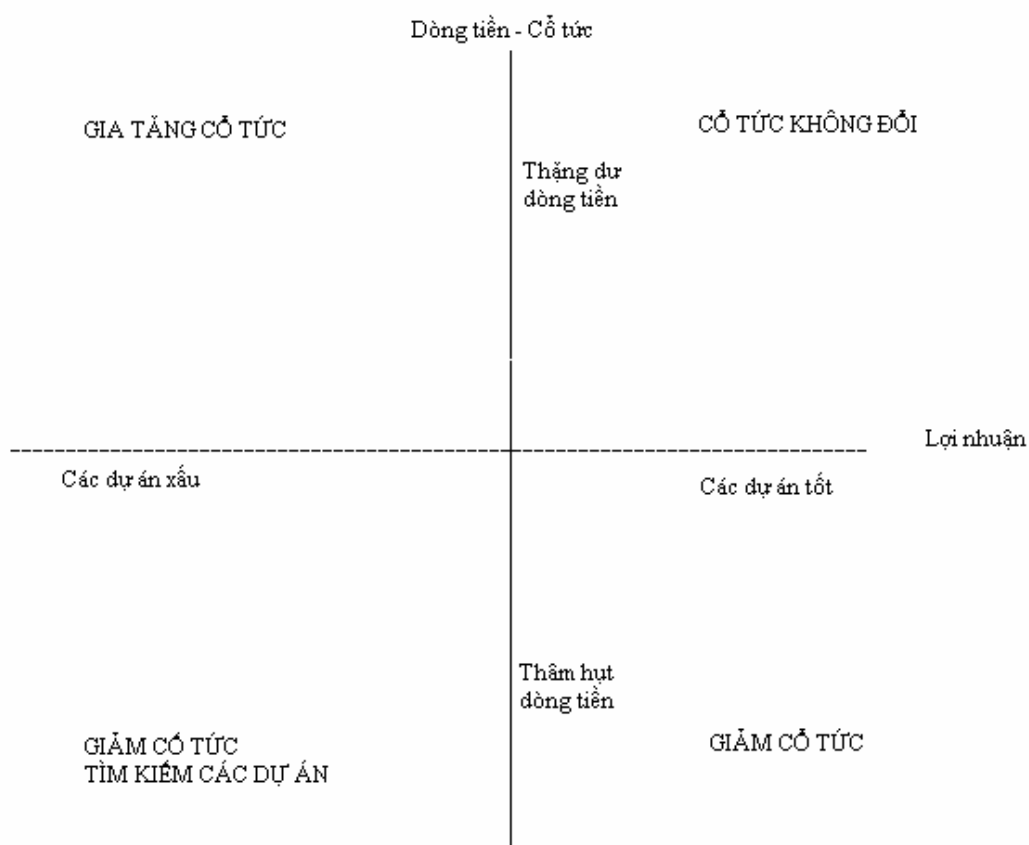
Nhưng thực tế Việt Nam, các công ty niêm yết rất chuộng việc chi trả cổ tức cao bằng tiền mặt. Còn tiền đầu tư cho các dự án sẽ được huy động thêm qua phát hành cổ phần mới.

Điều này có lẽ xuất phát từ đặc điểm của các doanh nghiệp Việt Nam nói chung hiện nay là do quy mô quá nhỏ. Vì vậy, lợi nhuận kiếm được so với nhu cầu đầu tư cho dự án là quá nhỏ. Còn lợi nhuận giữ lại chủ yếu dùng cho việc đổi mới máy móc, trang thiết bị, công nghệ hiện đại. Mà các doanh nghiệp Việt Nam vẫn chưa mấy chú trọng vấn đề này lắm.

Hơn nữa, do khả năng tiếp cận thị trường của các công ty niêm yết trong thời gian đầu của thị trường chứng khoán là rất cao, rất dễ dàng và có nhiều thuận lợi. Cộng thêm sự

quan tâm đặc biệt của các nhà đầu tư trong và ngoài nước bao gồm cả dân chúng ở mọi thành phần kinh tế, mọi lứa tuổi, giới tính, dân tộc đã tạo nên một sự phát triển vượt bậc của thị trường chứng khoán thể hiện rất rõ qua giá cổ phiếu của các công ty niêm yết đều tăng mạnh. Vì vậy, để tài trợ cho các cơ hội, dự án đầu tư mới của mình thì các công ty luôn biết tận dụng lợi thế và khả năng tiếp cận thị trường vốn. Do đó, lợi nhuận giữ lại của các công ty dường như làm công tác hướng ngoại với nhiệm vụ thu hút nhà đầu tư và công tác duy trì hoạt động sản xuất của công ty là chính hơn là nhiệm vụ tài trợ cho các dự án mới nhằm mở rộng sản xuất.

Hình 2-9. Ma trận cổ tức / các cơ hội đầu tư



Việc các công ty niêm yết luôn cố gắng tận dụng lợi thế của thị trường vốn để tài trợ cho các dự án của mình hơn là việc sử dụng nguồn lực nội tại diễn ra khá phổ biến trong thời gian qua và điều này được gắn với tình hình thị trường chứng khoán phát triển mạnh, đang đà đi lên, số lượng công ty cũng chưa phải nhiều, quy mô của nhiều công ty còn nhỏ, nguồn lực tài chính của các nhà đầu tư còn đáp ứng được, kiến thức

của nhà đầu tư còn hạn hẹp. Nhưng khi thị trường với quá nhiều công ty, quy mô được gia tăng đáng kể, nguồn lực tài chính của các nhà đầu tư có hạn, tình hình thị trường không còn khả quan nữa thì khi đó thị trường sẽ có sự chọn lọc khắt khe hơn. Lúc đó, các công ty nên chú tâm cho việc tích lũy nguồn vốn nội tại của mình bằng cách lựa chọn chính sách cổ tức ở mức hợp lý hơn. Công ty càng có nhiều dự án tốt thì càng phải tích lũy nhiều hơn, trả cổ tức thấp hơn. Nhưng bên cạnh việc đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận thông qua việc đầu tư các dự án mới thì việc duy trì một mức cổ tức ổn định là vô cùng quan trọng.

2.4.2.4. Nhu cầu thanh khoản:

Tại Việt Nam, các công ty niêm yết là những công ty có tiềm lực, uy tín và lợi nhuận hoạt động rất tốt. Vì vậy, khả năng chi trả cổ tức của hầu hết các công ty là cao.

Yếu tố thanh khoản là một yếu tố quan trọng trong công tác chi trả cổ tức của tất cả các công ty không riêng chỉ đối với các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán của Việt Nam. Nó liên quan trực tiếp đến sự thanh toán hoàn trả vốn đầu tư cho các cổ đông hay nó liên quan đến các nghĩa vụ đối với các chủ nợ, trái chủ và sự hoạt động của toàn bộ bộ máy sản xuất kinh doanh của công ty. Đặc biệt là đối với các công ty có mùa vụ sản xuất kinh doanh, cần một lượng tiền mặt rất lớn, trùng với thời gian công ty phải chi trả cổ tức. Tại Việt Nam, các công ty niêm yết thường chia việc chi trả cổ tức làm 2 đợt cũng nhằm việc làm giảm áp lực đến khả năng thanh khoản (thậm chí ở Mỹ, các công ty chi trả cổ tức theo quý, tức là 4 lần/năm). Điều này cho thấy các công ty niêm yết Việt Nam cũng đã chú trọng đến yếu tố thanh khoản trong chi trả cổ tức. Vấn đề là mỗi công ty sẽ có những tính toán khác nhau về việc phân bổ tỷ lệ tại mỗi đợt chi trả cổ tức nhằm đáp ứng các yêu cầu về khả năng thanh khoản của công ty.

2.4.2.5. Khả năng vay và tiếp cận các thị trường vốn:

Thông thường, các công ty ở Việt Nam hầu hết có quy mô vừa và nhỏ thường gặp khó khăn hơn khi muốn tiếp cận nguồn vốn tín dụng của các tổ chức tài chính vì họ khó có thể thu hút được sự quan tâm chú ý của các nhà đầu tư từ việc thông tin bất cân xứng. Có rất nhiều công ty cũng gặp khó khăn trong quá trình vay vốn ngân hàng, trong đó những trở ngại chính thường được nói đến là vấn đề điều kiện vay vốn, định giá tài sản thế chấp cầm cố, quy trình, thủ tục xin vay rườm rà phức tạp, xếp hạng tín nhiệm, tính minh bạch trong các báo cáo tài chính, hạn mức tín dụng, lãi suất, thời gian giải ngân,

thời gian trả nợ,... Trong trường hợp đó, việc giữ lại một phần lợi nhuận để chuẩn bị đầu tư cho sự phát triển trong tương lai là phương án không ít công ty đã lựa chọn.

Tuy nhiên, các công ty niêm yết lại là các doanh nghiệp có uy tín, tiêu biểu và được chọn lựa để lên sàn, dễ dàng tiếp cận với thị trường tín dụng và các nguồn vốn bên ngoài vì đã đáp ứng được một số tiêu chuẩn niêm yết cũng như các yêu cầu về công bố thông tin công khai, minh bạch; vì vậy, các công ty niêm yết có nhiều khả năng chi trả cổ tức nhất bởi khả năng thanh khoản linh hoạt và tận dụng các cơ hội đầu tư. Thật vậy, thực tế mấy năm qua hầu như tất cả các công ty niêm yết đều chi trả cổ tức vì hoạt động sản xuất kinh doanh luôn đạt hiệu quả tăng trưởng cao. Còn khi thiếu vốn tài trợ cho một vài dự án nào đó thì các công ty niêm yết cũng dễ dàng huy động vốn thông qua việc phát hành cổ phần hoặc dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn tín dụng.

Trong thời điểm cuối năm 2007 và đầu năm 2008 thì việc tiếp cận các nguồn vốn của các công ty niêm yết nói riêng và các công ty ở Việt Nam nói chung gặp nhiều khó khăn.

Đầu tiên là thị trường tín dụng, các ngân hàng thiếu vốn đều đua nhau nâng lãi suất huy động đến mức ngân hàng nhà nước phải đưa ra mức trần lãi suất là 12% (trước đó đã bỏ việc áp dụng trần lãi suất). Điều này làm cho lãi suất cho vay cũng tăng theo, gây nên một sự căng thẳng lãi suất trên thị trường tín dụng. Đến đầu tháng 6/2008 thì mức trần lãi suất huy động bị bãi bỏ và thay vào là trần lãi suất cho vay 18%. Cộng thêm việc nâng lãi suất cơ bản từ 12% lên 14%. Tại thời điểm này, các công ty có vay nợ ngân hàng thì cố gắng trả nợ chứ không dám vay do chi phí sử dụng vốn quá đắt đỏ.

Còn trên **thị trường vốn**, sau một loạt động thái quản lý của Nhà nước đối với thị trường chứng khoán vào cuối năm 2007 như việc siết nguồn vốn vay cho chứng khoán cộng thêm tình hình lạm phát cao, tỷ giá có nhiều biến động, dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài bị quản lý chặt chẽ hơn, thì tình hình giá cổ phiếu của cả 2 sàn đều rớt giá thê thảm. VN-index và HASTC-index giảm khoảng phân nửa số điểm, phản ánh tình trạng rớt giá của tất cả các cổ phiếu trên sàn. Theo như thông tin chính thức thì còn khoảng 20.000 ngàn tỷ đồng cổ phiếu chưa giải chấp tại các ngân hàng làm cho tâm lý của các nhà đầu tư còn nhiều e ngại khi quyết định đổ tiếp tiền vào cổ phiếu, mặc dù đây là khoảng thời gian các công ty công bố các kết quả lợi nhuận ấn tượng và mức

chi trả cổ tức cao. Tại thời điểm này, các cổ đông thậm chí không còn mặn mà cho lắm đến việc nhận cổ tức bằng cổ phiếu nữa mà vẫn ưa thích cổ tức bằng tiền mặt hơn. Vì vậy, việc phát hành cổ phiếu hiện nay của các công ty gặp rất nhiều khó khăn. Thậm chí, các đợt IPO của các tổng công ty, tập đoàn lớn theo cam kết lịch trình cổ phần hóa của chính phủ cũng phải hoãn lại. Chính phủ đã có ý kiến siết chặt lại việc các công ty lên niêm yết, phát hành cổ phiếu, trả cổ tức bằng cổ phiếu nhằm hạn chế tăng cung hàng hóa cho thị trường tại thời điểm này.

Quả thật, khả năng tiếp cận nguồn vốn vay và thị trường vốn của các công ty niêm yết nói riêng và tất cả các doanh nghiệp Việt Nam trong giai đoạn hiện nay gặp nhiều khó khăn. Chính trong những giai đoạn này, công ty mới thấy được tầm quan trọng việc chi trả cổ tức sao cho đảm bảo việc tích lũy vốn dùng cho tái đầu tư. Chính sách cổ tức phải hướng về thích ứng hoàn cảnh mới và theo đuổi một mục tiêu, chiến lược dài hạn thì công ty mới có thể đứng vững được trên thị trường.

2.4.2.6. Quy mô doanh nghiệp:

Ở Việt Nam, điều kiện vốn điều lệ tối thiểu để niêm yết của sàn HOSE là 80 tỷ (cũng mới được nâng lên từ mức 10 tỷ từ đầu năm 2007) và sàn HASTC là 10 tỷ (mới nâng từ mức 5 tỷ từ đầu năm 2007). Vì vậy, ta thấy hầu hết quy mô các công ty niêm yết Việt Nam chỉ thuộc loại vừa và nhỏ.

Nhưng các công ty niêm yết Việt Nam hầu hết đều có kết quả hoạt động kinh doanh khá tốt và đều thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư (có lẽ do thời gian đầu, số lượng công ty niêm yết còn ít nên nhà đầu tư chưa có nhiều sự lựa chọn lắm); vì thế, khả năng tiếp cận thị trường vốn khi công ty có nhu cầu về vốn không phải là quá khó khăn.

Hơn nữa, một cách nhìn khác, quy mô của các công ty thường là vẫn còn khá nhỏ bé nên lượng tiền kiếm được cũng không nhiều (về tương đối thì công ty quy mô khoảng 10 tỷ thì lợi nhuận sau thuế khoảng 2 tỷ là đã rất tốt rồi (tỷ suất lợi nhuận 20%), nhưng việc đầu tư một dây chuyền hiện đại, việc mở rộng ngành nghề sang bất động sản, đầu tư tài chính thì liệu số tiền tích lũy đó có đủ). Vì vậy, lợi nhuận giữ lại thường được sử dụng cho các việc đổi mới trang thiết bị, máy móc, công nghệ hiện đại.

Còn các dự án đầu tư, đặc biệt là các dự án đầu tư bất động sản, lại cần một lượng vốn khổng lồ, vượt xa số lợi nhuận mà công ty có được. Vì vậy, các công ty niêm yết

thường chuộng việc phát hành cổ phần mới nhằm huy động tiền cho dự án. Qua đó, quy mô công ty được cải thiện dần, trong khi hình ảnh công ty vẫn được duy trì do lợi nhuận và trả cổ tức đều đặn, ổn định.

Ngoài phần đông là các công ty có quy mô vừa và nhỏ thì trên thị trường Việt Nam, cũng có một vài công ty có quy mô cũng thuộc loại lớn (do phát hành cổ phiếu, tăng vốn điều lệ liên tục). Tính đến ngày 31/12/2007, thông qua thị trường chứng khoán đã xuất hiện một loạt các công ty có giá trị vốn hóa thị trường trên một tỷ USD như: ACB, DPM, STB, SSI, FPT, PVD, PPC và VNM.

Vì vậy, các công ty niêm yết ở Việt có lẽ do quy mô còn nhỏ cộng thêm việc tham gia thị trường chứng khoán còn khá mới mẻ nên các công ty thường lựa chọn việc trả cổ tức ở mức phổ biến của thị trường nhằm đạt được sự quan tâm của nhà đầu tư và nâng cao khả năng tiếp cận thị trường vốn của mình. Đây được xem như chiến lược đang được áp dụng phổ biến của các công ty như một chiến lược xâm nhập thị trường trong marketing.

2.4.2.7. Hình thức sở hữu, cấu trúc cổ đông, quyền kiểm soát công ty:

Là công ty cổ phần nên các quyết định sẽ được thông qua dựa trên kết quả bỏ phiếu của các cổ đông. Vì vậy, sở thích, mục tiêu của các cổ đông lớn hoặc các nhóm cổ đông lớn là rất quan trọng và rất có trọng lượng, nó ảnh hưởng đến sự thực thi một chính sách của công ty hay không và thực thi như thế nào, trong đó có cả chính sách cổ tức.

Tại Việt Nam, ta có thể thấy một số nhóm cổ đông cơ bản có thể ảnh hưởng đến việc quyết định lựa chọn chính sách cổ tức:

Cổ đông Nhà nước:

Tính đến nay, Việt Nam đã cổ phần hóa (CPH) hơn 4.000 DNNN. Theo kế hoạch sắp xếp đổi mới DNNN đã được Thủ tướng Chính phủ thông qua, từ năm 2007 đến hết năm 2010 sẽ CPH khoảng 1.500 DN (riêng các DN thành viên của tổng công ty nhà nước phải hoàn thành trong năm 2008), trong đó năm 2007 phải CPH 550 DN (khoảng 20 tổng công ty), số còn lại sẽ thực hiện trong giai đoạn 2008 - 2009, một số công ty và số ít DN chưa CPH được sẽ thực hiện trong năm 2010. Đến cuối năm 2010, cả nước chỉ còn 554 DN 100% vốn nhà nước, trong đó có 26 tập đoàn, tổng công ty quy mô

lớn; 178 DN hoạt động trong lĩnh vực an ninh, quốc phòng, sản xuất, cung ứng sản phẩm, dịch vụ thiết yếu; 200 nông, lâm trường; 150 DN thành viên các tập đoàn, tổng công ty nhà nước.

Đến cuối tháng 3/3008, trong tổng số 150 công ty niêm yết trên sàn HOSE thì:

- Có khoảng 37 công ty (chiếm khoảng 24,7%) có tỷ lệ sở hữu Nhà nước nắm giữ từ 50% trở lên. Ví dụ: BMC(51%), BPC (50%), 51% (CLC), DPM (60,05%), DPR (60%), DQC (51%), DRC (50,5%), DXP (51%), DXV (65,81%), HMC (68,52%),...
- Có 34 công ty (chiếm khoảng 22,7%) có Nhà nước nắm giữ tỷ lệ từ 20%-50%.
- Chỉ có 45 công ty (chiếm khoảng 30%) không có tỷ lệ Nhà nước nắm giữ.
- Còn lại là 37 công ty có tỷ lệ Nhà nước nắm giữ <20% (và >0%).

Thông thường, các công ty có tỷ lệ kiểm soát bởi Nhà nước thì có mức cổ tức cao. Nguyên nhân là do trong quá trình cổ phần hóa của Nhà nước thì các công ty Nhà nước được Chính phủ chọn lựa để cổ phần hóa và lên niêm yết trên thị trường chứng khoán trong giai đoạn đầu nhằm thúc đẩy thị trường phát triển là những công ty đầu đàn, tiêu biểu trên các tiêu chí: quy mô lớn, hoạt động hiệu quả, lợi nhuận cao, tăng trưởng đều và tiềm năng. Chính vì hoạt động hiệu quả, lợi nhuận ổn định nên các công ty này thường có tỷ lệ trả cổ tức ổn định ở mức cao.

Ở một cách nhìn khác thì thông qua việc duy trì tỷ lệ cổ tức ở mức ổn định và mức tương đối cao thì các công ty này cũng muốn truyền đạt về hiệu quả hoạt động của công ty, hiệu quả và năng lực của Ban quản lý; qua đó, mọi người sẽ có đánh giá tốt về quá trình CPH, một hình ảnh tốt đối với các DNNN và như thế sẽ tạo thuận lợi cho việc CPH của các DNNN sau này.

☞ **Cổ đông là các nhà đầu tư nước ngoài:**

Dahlquist and Robertson (2001) chỉ ra rằng các nhà đầu tư nước ngoài dường như thích các công ty với nhiều tăng trưởng tiềm năng hơn mà những công ty này lại có tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức hiện tại là thấp. Mối quan hệ có vẻ trái chiều này giữa sự tăng trưởng và các cơ hội đầu tư của công ty và tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức này được nghiên cứu và chứng minh của nhiều tác giả nổi tiếng như: Higgins (1972), Rozeff (1982), Jensen et al. (1992), Alli et al. (1993), và Fama and French (2001). Hơn nữa, Glen et

al. (1995) chỉ ra rằng ở các nước công nghiệp thì các nhà đầu tư thường đầu tư vào các cổ phiếu của các nước đang phát triển nhằm vào các tiềm năng tăng trưởng dài hạn và không quan tâm nhiều tới dòng tiền ngắn hạn từ cổ tức. Thêm vào đó, các công ty có tỷ lệ kiểm soát bởi các ngân hàng hoặc nước ngoài thì chú trọng đến việc trả cổ tức đều đặn và tránh việc cắt giảm đột ngột.

Thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian đã thu hút được sự quan tâm của nhiều tổ chức tài chính, các định chế tài chính nước ngoài nổi tiếng và uy tín trên thế giới tham gia đầu tư và triển khai các hoạt động, như JP Morgan, Merryll Lynch, Golmans Sachs, HSBC, Nomura, Citygroup... và cả các nhà đầu tư chứng khoán cá nhân nước ngoài. Tính đến cuối tháng 2/2008 thì đã có 600 tổ chức và 9.220 cá nhân nước ngoài đã được cấp mã giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam¹⁶.

Tuy nhiên, tại Việt Nam do đặc thù thị trường chứng khoán còn mới mẻ nên tỷ lệ nước ngoài nắm giữ tại các công ty cổ phần bị giới hạn ở mức tối đa là 30% đối với các công ty chưa niêm yết và 49% đối với các công ty niêm yết. Còn đối với các ngân hàng thương mại cổ phần thì tỷ lệ này vẫn ở mức 30%.¹⁷

Cụ thể, tính đến cuối tháng 3/2008 trên sàn HOSE thì tổng khối lượng khối lượng cổ phiếu nhà đầu tư nước ngoài sở hữu là 985.223.351 cổ phiếu (khoảng 22,93% tổng khối lượng cổ phiếu niêm yết của 150 công ty).

Còn ở sàn Hà Nội, tổng khối lượng cổ phiếu nhà đầu tư sở hữu là 506.660.643 cổ phiếu (khoảng 15,55% tổng khối lượng niêm yết của 133 công ty).

Bảng 2-9. Thống kê sở hữu nước ngoài theo ngành

Ngành	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	Sở hữu nước ngoài (%)
VN INDEX	14.946	22
HASTC INDEX	5.112	14
Nông nghiệp	84	16
Vật liệu cơ bản	1.062	17
Hàng tiêu dùng	3.312	24
Dịch vụ tiêu dùng	947	28
Tài chính	5.759	28

¹⁶ Theo Trung tâm Lưu ký Chứng khoán (VSD)

¹⁷ Theo Luật Chứng khoán (2007) và Luật đối với các tổ chức tín dụng

Chương 2: Chính sách cổ tức của các công ty niêm yết tại Việt Nam hiện nay

Y tế	2.111	36
Công nghiệp	2.111	15
Dầu khí	1.259	14
Công nghệ viễn thông	873	24
Năng lượng	1.411	17

Nguồn: trang 21, Báo Nhịp cầu đầu tư số 77 (21-27/04/2008)

Qua bảng trên ta thấy nhà đầu tư nước ngoài đầu tư nhiều vào các công ty thuộc lĩnh vực như y tế, tài chính, dịch vụ tiêu dùng, hàng tiêu dùng và công nghệ viễn thông. Điều đó cho thấy luôn nhắm đến những ngành nghề phát triển ổn định và có tiềm năng.

☞ **Nhóm cổ đông lớn có quan hệ với nhau (quan hệ trong gia đình, quan hệ ban bè, quan hệ đồng nghiệp)**

Thông thường, các công ty kiểm soát bởi các quan hệ gia đình thì thường trả cổ tức thấp. Bởi lẽ các công ty có những cổ đông lớn, đặc biệt là khi những cổ đông này tham gia vào việc quản lý công ty và công ty sẽ ít có nhu cầu phải thuê các chuyên gia bên ngoài kiểm soát hoạt động quản lý của mình; các cổ đông lớn này có động cơ mạnh mẽ để kiểm soát các nhà quản lý. Vì vậy, những công ty do số ít cổ đông lớn nắm giữ có thể áp dụng chính sách cổ tức trả thấp hơn so với những công ty do nhiều cổ đông nắm giữ và có những xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và các cổ đông..

Ta phải thấy rằng, đặc điểm của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay chiếm phần lớn là các doanh nghiệp Nhà nước chuyển đổi sang và vẫn nắm quyền chi phối. Thêm vào đó, nhân lúc thời kỳ ban đầu hình thành của thị trường chứng khoán một số người, một số nhóm người gần như chiếm cổ phần chi phối của hầu hết ở các công ty. Thậm chí, hiện tượng thâm gom cổ phiếu của cán bộ công nhân viên được mua ưu đãi khi cổ phần cũng không phải là hiếm; bởi lẽ, người lao động thường thấy cái lợi trước mắt do giá mua ưu đãi cộng thêm kiến thức hạn hẹp về cổ phiếu, chứng khoán nên không ít người lao động quyết định bán cổ phiếu ngay để thu được lợi nhuận ngay lập tức. Thậm chí, các thành viên trong Ban quản lý nắm giữ khá nhiều cổ phiếu ở tỷ lệ chi phối, kiểm soát ở rất nhiều công ty.

Vì vậy, tất cả các quyết định (dù vẫn phải thông qua Đại hội đồng cổ đông) vẫn chịu sự chi phối của 1 nhóm người đó, trong đó có cả chính sách cổ tức

2.4.2.8. Vấn đề phát tín hiệu:

Thực tế tại Việt Nam thời gian qua cho thấy đây là yếu tố quan trọng và được các công ty niêm yết ưu tiên hàng đầu. Các công ty niêm yết thường chi trả cổ tức dựa trên mức chi trả cổ tức phổ biến của các công ty niêm yết khác trên thị trường, đặc biệt là các công ty cùng ngành, các công ty có cùng quy mô. Trong tình trạng bất cân xứng thông tin của thị trường Việt Nam thì chính sách cổ tức được sử dụng như một công cụ phát tín hiệu vô cùng hiệu quả. Chính sách cổ tức dường như được các công ty niêm yết xem xét như là một công cụ phục vụ cho công tác hướng ngoại nhằm quảng bá hình ảnh của công ty, thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư hơn là việc tích lũy nguồn vốn nội tại để tài trợ cho các dự án mới. Đây là giai đoạn đầu hình thành thị trường nên công tác quảng bá, phát tín hiệu là cần thiết; vì vậy, chi phí chi trả cổ tức có thể được xem như một loại chi phí dành cho quảng cáo. Và đó là những chi phí hợp lý vì những kết quả mà nó mang lại là rất lớn: giá cổ phiếu tăng tạo thuận lợi cho việc phát hành cổ phiếu với lượng thặng dư vốn lớn, ngày càng nhiều đối tác làm ăn hợp tác kinh doanh, nhiều khách hàng hơn,... Đó chính là cách mà hầu hết các công ty niêm yết lựa chọn trong thời gian qua. Tuy nhiên, sau một thời gian cố gắng phát tín hiệu thông qua cổ tức cao cùng với tình hình thị trường có nhiều biến động thì liệu cách thức phát tín hiệu qua cổ tức vẫn được duy trì hay các công ty sẽ cố gắng siết chặt chi tiêu, ngay cả đối với dòng chi cổ tức, nhằm hướng tới sự tăng trưởng bền vững, ổn định trong dài hạn? Không có câu trả lời chung cho tất cả các công ty mà nó còn tùy thuộc đặc điểm, vị thế, mục tiêu của từng công ty. Nhưng có thể khẳng định được rằng dù là nhà đầu tư với mục tiêu là cổ tức hay lãi vốn thì họ luôn đánh giá cao các công ty có mức chi trả cổ tức ổn định đi kèm với mức tăng trưởng lợi nhuận ổn định. Vì vậy, yếu tố phát tín hiệu luôn là một yếu tố quan trọng trong quyết định chi trả cổ tức của mỗi công ty.

NHẬN XÉT TÁC ĐỘNG CỦA CÁC YẾU TỐ:

Trong các yếu tố trên thì có 3 yếu tố: các khoản giới hạn trong hợp đồng vay nợ, yếu tố thuế và yếu tố bảo vệ chống loãng giá là dường như vẫn chưa có ảnh hưởng và chưa được xem xét trong các quyết định chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trong thời gian qua.

Còn các yếu tố khác có tác động lên chính sách cổ tức là khác nhau tùy theo thứ tự ưu tiên, mục tiêu, tầm nhận thức của mỗi công ty. Thậm chí, với mỗi yếu tố thì cách nhìn nhận khác nhau của mỗi công ty cũng sẽ tạo nên một chính sách cổ tức khác nhau. Ví dụ như với yếu tố lạm phát hay yếu tố lãi suất ngân hàng thì đứng trên lập trường vì lợi ích của công ty thì công ty nên hạn chế việc chi trả cổ tức nhằm đảm bảo nguồn lực nội tại, tránh việc sử dụng các nguồn vốn bên ngoài với giá đắt đỏ, trong khi bản thân các nhà đầu tư sẽ thích một mức cổ tức cao vì hành vi tránh rủi ro hay những e ngại về rủi ro hay chi đơn thuần là do sở thích thích nhận tiền mặt. Do đó, công ty chi trả cổ tức như thế nào thì phụ thuộc vào tầm nhận thức về chính sách cổ tức và các yếu tố tác động.

2.5. PHÂN TÍCH NHỮNG BẤT CẬP TRONG VIỆC LỰA CHỌN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT VIỆT NAM HIỆN NAY:

Qua quan sát tình hình trả cổ tức của các công ty niêm yết trong thời gian vừa qua ta thấy các công ty chưa quan tâm chính sách cổ tức một cách đúng đắn và đầy đủ. Thực tế, có 3 vấn đề nổi bật phát sinh như sau :

- Chính sách cổ tức chạy theo thỏa mãn nhu cầu, sở thích của nhà đầu tư ngắn hạn hơn là việc phát triển bền vững của công ty.
- Sử dụng chính sách cổ tức như một công cụ đánh bóng hình ảnh (yếu tố phát tín hiệu được quan tâm quá mức).
- Dựa quá nhiều vào yếu tố thị trường
- Các vấn đề phát sinh khác như :
 - Cách nhìn còn lệch lạc của nhà đầu tư và cả bản thân công ty về chính sách cổ tức.
 - Thiếu các quy định xử lý rõ ràng.
 - Bị chi phối bởi một số nhóm cổ đông, thành viên ban quản lý. Tiếng nói của các cổ đông nhỏ chưa được bảo vệ. Các hiệp hội chưa bảo vệ được quyền lợi của nhà đầu tư nhỏ lẻ.

2.5.1. *Chạy theo việc thỏa mãn nhu cầu của các nhà đầu tư ngắn hạn hơn là việc phát triển bền vững của công ty*

Ở Việt Nam, nhà đầu tư thích cổ tức hiện tại cao xuất phát từ tâm lý “ăn chắc mặc bền” cộng thêm các e ngại về rủi ro, lạm phát, lãi suất,... Và các công ty cũng cố gắng đáp ứng nhu cầu đó nhằm giữ được sự thu hút đối với các nhà đầu tư; qua đó, giữ giá cổ phiếu. Ta có thể thấy được hiệu ứng khách hàng qua cách chi trả cổ tức của ác công ty niêm yết ở Việt Nam thời gian vừa qua. Việc chi trả cổ tức này như nhằm thu hút số lượng lớn nhà đầu tư này hơn là việc xem xét các nhu cầu về phát triển của công ty.

Việc trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức cao sẽ tạo sức ép cho doanh nghiệp phải hoạt động năng động, sáng tạo hơn, hiệu quả hơn; đồng thời, có điều kiện đào thải những nhà quản lý kém. Tuy nhiên, điều này cũng đồng nghĩa với việc 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.

Tỷ lệ lợi nhuận dành cho việc chi trả cổ tức của một số công ty niêm yết quá cao làm hạn chế đến việc tích lũy vốn từ nguồn lợi nhuận giữ lại:

Việc phân chia cổ tức là vấn đề hết sức quan trọng đối với sự phát triển của công ty cổ phần. Về cơ bản, lợi nhuận sau thuế của công ty được chia thành hai bộ phận: lợi nhuận để lại để tái đầu tư và phần cổ tức trả cho cổ đông. Do vậy, việc phân chia lợi tức cổ phần ảnh hưởng trực tiếp đến lợi ích trước mắt của cổ đông và đến sự phát triển của công ty, từ đó tác động đến giá trị của công ty.

Đối với một số nước có tốc độ phát triển bình thường như Anh, Mỹ, Nhật, Đức..., mức lợi nhuận mà công ty niêm yết giữ lại không chia cổ tức chiếm khoảng 60-80%.

Các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay chia cổ tức cao hơn nhiều so với công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán các nước khác.

Các doanh nghiệp của Việt Nam chỉ giữ lại mức lợi nhuận để tích lũy và mở rộng sản xuất vào khoảng từ 40-50%. Nhiều doanh nghiệp thu được bao nhiêu lợi nhuận mang chia hết cho cổ đông trong khi lại phải vay vốn ngân hàng với lãi suất cao.

Theo như số liệu thống kê thu thập được thì các công ty có tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức >60% trên sàn là HOSE chiếm khoảng 20% số lượng các công ty:

Chương 2: Chính sách cổ tức của các công ty niêm yết tại Việt Nam hiện nay

Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003
20,25%	19,15%	25,00%	26,67%	27,27%

(Xem chi tiết số liệu tại Phụ lục 5)

Thậm chí, có một số công ty chi trả cổ tức vượt cả lợi nhuận của năm đó kiếm được nên phải dùng lợi nhuận lũy kế từ các năm trước để thưởng cho các cổ đông. Ví dụ như: trên sàn HOSE có công ty CP Bao bì PP Bình Dương (HBD) có tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức năm 2006 và 2007 là 105% và 93,17%. Hay như công ty CP Dệt lưới Sài Gòn (SFN) trong năm 2006 chi trả cổ tức tới 25% trong khi EPS chỉ là 2.300 đ/cp nên tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức tới 108,7%. Ngoài ra, ở sàn HASTC trong năm 2006 có một số công ty có tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức vượt quá 100% như là: công ty CP In sách giáo khoa Hòa Phát (HTP): 131,58%, Công ty CP SX TMDV Phú Phong (PPG): 123,92%, Công ty CP Công nghiệp Tuang (TKU): 138,25%, Công ty CP Điện tử Bình Hòa (BTH): 100%.

Mặt khác, có một số công ty cố gắng duy trì một mức chi trả cổ tức cố định đã đặt ra theo mức trung bình của thị trường làm cho tỷ lệ lợi nhuận để chi trả cổ tức luôn ở mức cao. Ví dụ như công ty CP cơ khí xăng dầu (PMS) đặt mục tiêu cổ tức 12%/mệnh giá qua các năm làm cho tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức luôn ở mức cao: 75%, 63,59%, 63,56%, 84,85%, 71,01% tương ứng với các năm từ 2003 đến năm 2007. Hay công ty CP nước giải khát Sài Gòn (TRI) đặt mục tiêu trả cổ tức 15%/năm nên làm cho tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức tới 119,52% (năm 2005).

Ta có thể thấy, việc đặt ra một mức cổ tức mục tiêu là tốt vì nó sẽ tạo áp lực lên ban quản lý công ty cố gắng thực hiện. Nhưng không phải lúc nào tình hình thị trường cũng suôn sẻ như những dự báo. Vào những thời điểm khó khăn thì việc cắt giảm cổ tức tuy có thể giúp công ty trụ vững nhờ nguồn nội lực nhưng lại mang hình ảnh không tốt đối với các nhà đầu tư. Tuy nhiên, việc xác định một mức tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức thích hợp làm mục tiêu qua nhiều năm sẽ tốt hơn nhiều. Nó tránh việc thâm hụt vốn tích lũy, làm ảnh hưởng đến hoạt động của công ty.

☞ **Chính sách cổ tức chưa hướng tới một cơ cấu vốn tối ưu:**

Lựa chọn chính sách cổ tức phải hướng tới một cơ cấu vốn tối ưu. Việc này đòi hỏi các công ty phải giải được bài toán vốn nhằm cân đối được nguồn lợi nhuận giữ lại và phần vốn dành cho tái đầu tư vào các dự án mới.

Một nghịch lý đối với các công ty cổ phần ở Việt Nam là phải thỏa mãn nhu cầu cổ tức cao trong khi lại thiếu vốn đầu tư phát triển. Nguồn vốn của một doanh nghiệp bao gồm vốn chủ sở hữu và vốn vay. Hầu hết các doanh nghiệp hiện nâng vốn thông qua việc nâng vốn vay, thường bằng cách vay ngân hàng (việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp rất hiếm). Đây là một cách thức không an toàn, thậm chí có thể biến doanh nghiệp thành “con nợ”. Doanh nghiệp sẽ phải chịu áp lực lãi suất rất lớn.

Không chỉ doanh nghiệp niêm yết mà phần lớn các doanh nghiệp cổ phần ở Việt Nam đều có “xuất xứ” từ doanh nghiệp nhà nước. Việc cổ phần hóa cũng thường tiến hành với các doanh nghiệp yếu kém hoặc có nguy cơ phá sản với ý nghĩa cải cách điều hành, vực dậy doanh nghiệp. Chính trong hoàn cảnh đó, đáng lẽ doanh nghiệp phải đẩy mạnh quá trình tích lũy vốn để tăng giá trị doanh nghiệp và thực hiện tái đầu tư mở rộng thì hầu hết doanh nghiệp lại đem lợi nhuận thu được chia cho cổ đông.

Đối với các doanh nghiệp cổ phần đã niêm yết, việc nâng vốn chủ sở hữu có thể được tiến hành dễ dàng bằng nhiều cách, trong đó có cách phát hành cổ phiếu mới. Tuy nhiên, cách này sẽ phát sinh chi phí, thông thường từ 5-10% tổng giá trị đợt phát hành¹⁸. Trong khi đó, việc tăng vốn chủ sở hữu bằng cách giữ lại một phần hay toàn bộ lợi nhuận hầu như không tốn chi phí. Vương mặc duy nhất có lẽ là làm sao đạt được sự đồng thuận của cổ đông.

Một điều đáng lưu ý là lâu nay việc chia cổ tức thường được quan niệm là chia bằng tiền mặt. Điều này cũng dễ hiểu vì cổ đông luôn ưa thích “tiền tươi thóc thật”. Thực tế có nhiều cách trả cổ tức khác như trả bằng cổ phiếu hoặc trả bằng tài sản khác. Trả cổ tức bằng tiền làm hao hụt nguồn tiền mặt của doanh nghiệp trong khi trả cổ tức bằng cổ phiếu chỉ là phân chia cổ phần bổ sung cho các cổ đông theo tỷ lệ nào đó. Doanh nghiệp không nhận được tiền thanh toán từ cổ đông nhưng cũng không mất tiền chi trả cổ tức. Việc trả cổ tức bằng tiền mặt phổ biến còn do thu nhập từ cổ tức chưa bị đánh thuế.

Cổ đông của một doanh nghiệp thường bao gồm nhà đầu tư ngắn hạn và nhà đầu tư chiến lược. Nhà đầu tư chiến lược luôn có xu hướng nắm giữ lâu dài cổ phiếu và sẵn sàng 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. Trong khi đó, nhà đầu tư ngắn hạn

¹⁸ Theo như tác giả Gia Dũng-Thời báo Kinh tế Việt Nam

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.

Không thể đánh giá thấp nhà đầu tư nào, dù là ngắn hạn hay dài hạn vì chính nhà đầu tư ngắn hạn tạo ra tính thanh khoản cho cổ phiếu và làm cho thị trường chứng khoán sôi động. Tuy nhiên, xét từ góc độ doanh nghiệp, nhà đầu tư dài hạn đóng vai trò quan trọng trong chính sách cổ tức. Việc phân chia lợi nhuận như thế nào được quyết định tại Đại hội cổ đông, nơi nhà đầu tư chiến lược có tiếng nói quan trọng.

Bản thân việc chia cổ tức cũng có nghĩa là cổ đông ngồi lại bàn bạc và xác định lợi nhuận sẽ được phân chia như thế nào. Vấn đề quan trọng là phân chia lợi nhuận phải phù hợp với tình hình kinh doanh và phát triển. Nếu doanh nghiệp cần vốn đầu tư, đặc biệt trong trường hợp các doanh nghiệp mới, đang phát triển, thì tăng phần lợi nhuận giữ lại, chia cổ tức ít. Khi doanh nghiệp đã phát triển ổn định thì nâng mức cổ tức lên cao, thậm chí rất cao.

Một trong những “niềm hi vọng” lớn nhất của cổ đông là nhận được mức cổ tức cao. Tuy nhiên, mức cổ tức cao chưa hẳn đã là dấu hiệu của một doanh nghiệp ăn nên làm ra. Một chính sách cổ tức cao không hợp lý sẽ không khác gì một cái “máy vắt sữa” vắt kiệt nguồn vốn mà doanh nghiệp cần để tái đầu tư.

2.5.2. Sử dụng chính sách cổ tức như một công cụ đánh bóng hình ảnh công ty (yếu tố phát tín hiệu được quan tâm quá mức)

Hầu hết các nhà đầu tư khi rót vốn vào một công ty cổ phần thông qua mua cổ phần hoặc mua cổ phiếu trên thị trường chứng khoán đều nhìn vào mức cổ tức mà công ty đó trả. Đó là tâm lý dễ hiểu của những cổ đông đầu tư ngắn hạn, coi việc mua cổ phần tương tự như gửi tiền tiết kiệm. Do vậy, mức cổ tức thường được so sánh với mức lãi tiết kiệm hay lãi suất trái phiếu. Một mức cổ tức cao dễ tạo tâm lý “đầu tư có lợi”.

Đối với các doanh nghiệp niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán, mức cổ tức cũng là một “quả cân có sức nặng” trong quyết định mua bán của nhà đầu tư mới, đặc biệt là các nhà đầu tư ngắn hạn, ngoài các đánh giá về tiềm năng tăng, giảm giá cổ phiếu. Đối với những nhà đầu tư này, nắm giữ cổ phiếu trong khi chưa có cơ hội bán ra để hưởng chênh lệch giá thì việc hưởng cổ tức hoàn toàn giống gửi tiền tiết kiệm. Mức cổ tức càng cao thì nhà đầu tư càng có lợi. Một cổ phiếu có mức cổ tức không cao thường bị thị trường đánh giá thấp và tính thanh khoản kém.

Chính sách đánh giá “dắt dây” này đã biến chính sách cổ tức ở không ít doanh nghiệp trở thành công cụ để đánh bóng hình ảnh. Trường hợp này thậm chí còn khá phổ biến ở các doanh nghiệp mới cổ phần hóa. Hội đồng quản lý ở các doanh nghiệp này mong muốn trả một mức cổ tức cao để tạo cảm giác “hoạt động hiệu quả”, tạo tâm lý an toàn trong người lao động và cổ đông.

Để có mức cổ tức cao, thậm chí doanh nghiệp phải chia hết cả lợi nhuận thu được, “quên” cả việc dự phòng tài chính cho các khoản nợ ngắn hạn.

Mức cổ tức cao đương nhiên cổ đông được hưởng lợi, nhưng còn tiềm năng phát triển dài hạn của doanh nghiệp? Đối với một doanh nghiệp “rỗng túi” thì cơ hội tăng trưởng là rất thấp, thậm chí bị gánh nặng nợ nần. Hiện nay cũng chưa có tiền lệ hay quy định nào “xử lý” các hội đồng quản lý sử dụng cổ tức như một cách thức để xoa dịu cổ đông trong khi công ty kinh doanh kém hiệu quả.

Theo lý thuyết MM thì chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp trong điều kiện thị trường hoàn hảo và hiệu quả. Và nguyên tắc điều chỉnh giá niêm yết của ngày chốt danh sách được hưởng cổ tức cũng nhằm đảm bảo điều này. Thực tế tại Việt Nam thì giá tham chiếu của ngày giao dịch không hưởng quyền sẽ được điều chỉnh giảm đi tương ứng với số cổ tức trên mỗi cổ phần để nhằm đảm bảo rằng cổ đông mới không có cổ tức nhưng có lợi thế giá tương ứng bằng số cổ tức so với cổ đông cũ được trả cổ tức.

Nhưng trên thực tế Việt Nam thời gian qua, thì khi doanh nghiệp công bố chính sách trả cổ tức thì có xu hướng giá cổ phiếu tăng lên. Phải chăng đây là do sự thiếu kiến thức, thiếu tầm nhìn, thiếu hoạch định nguồn vốn trong dài hạn của ban điều hành của các doanh nghiệp lẫn các nhà đầu tư. Hay chẳng các công ty chỉ chạy theo xu hướng đầu tư ngắn hạn của các nhà đầu tư. Hay các doanh nghiệp cũng tận dụng điều này như một sự phát tín hiệu đến các nhà đầu tư về tình hình, triển vọng phát triển của doanh nghiệp. Sau đó, khi đã có cái nhìn đầy thiện cảm của nhà đầu tư thì họ lại tung chiêu bài phát hành cổ phần mới với mức sẵn lòng trả giá cao hơn của các nhà đầu tư.

Có lẽ đây là cách ứng xử thích hợp đối với tình trạng bất cân xứng của thị trường Việt Nam cộng thêm việc thị trường chứng khoán còn quá mới mẻ, non nớt. Chính vì vậy, các công ty luôn dùng mọi cách để có thể truyền đạt thông tin đến các nhà đầu tư. Và việc dùng chính sách cổ tức như một công cụ phát tín hiệu hay hơn nữa là công cụ

đánh bóng hình ảnh là hợp lý. Ta có thể xem chi phí cho việc chi trả cổ tức như một chi phí quảng cáo, marketing hay chi phí PR hợp lệ. Bởi vì những lợi ích mà nó mang lại là vô cùng to lớn. Ta có thể liệt kê một số lợi ích như: công ty sẽ có nhiều khách hàng tiềm năng hơn, nhiều đối tác làm ăn lớn, nhiều tổ chức tín dụng trong và ngoài nước hợp tác làm ăn, nhiều cổ đông lớn, chuyên nghiệp sẽ đóng góp, thúc đẩy vào việc quản lý hiệu quả hoạt động của công ty,... Đó là chưa kể việc thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư sẽ làm tăng giá cổ phiếu lên; qua đó, tạo thuận lợi cho việc phát hành cổ phần mới nhằm tận dụng nguồn vốn với giá rẻ nhằm hạ chi phí sử dụng vốn, nâng cao lợi nhuận.

2.5.3. Dựa quá nhiều vào yếu tố thị trường

Như đã nêu trên thị trường chứng khoán Việt Nam chỉ mới giai đoạn ban đầu hình thành, vì thế các công ty không ngừng phát tín hiệu đến các nhà đầu tư, đặc biệt trong tình trạng thông tin bất cân xứng như Việt Nam hiện nay. Và chính sách cổ tức được sử dụng như một công cụ hiệu quả nhằm phát tín hiệu đến công chúng, một công cụ quảng bá hình ảnh của công ty nhằm thu hút càng nhiều sự quan tâm của công chúng càng tốt. Và có vẻ nó đạt được những hiệu quả nhất định.

Hơn nữa, sau khi có được một vị thế trên thị trường cộng với việc tận dụng xu hướng lên của thị trường, công ty lại vô tư phát hành cổ phiếu ra công chúng nhằm thu được thặng dư vốn rất lớn; từ đó, không những công ty có một lượng vốn khổng lồ nhằm tài trợ cho các dự án mới với lợi nhuận tốt mà công ty còn làm giảm được chi phí sử dụng vốn; qua đó, vừa làm tăng đáng kể lợi nhuận của công ty vừa nâng cao quy mô, hình ảnh của công ty trên thị trường, tạo một sự phát triển mạnh mẽ, bền vững cho công ty.

Nhưng ta có thể thấy xu hướng thị trường lên liên tục như các năm vừa qua là không thể duy trì được lâu dài trong tương lai. Trước tiên phải kể đến là Nhà nước sẽ không để thị trường phát triển quá nóng mà nhắm đến sự phát triển ổn định và bền vững của thị trường.

Những động thái can thiệp của Nhà nước đã làm cho thị trường chứng khoán có sự sụt giảm rõ rệt. Nhà đầu bắt đầu lo sợ và bán ào ạt cổ phiếu làm cho giá của tất cả các cổ phiếu đều giảm. Thể hiện rõ nhất là VN-index và HASTC-index đều giảm khoảng phân nửa số điểm. Vì vậy, trong thời gian đầu năm 2008 Chính phủ đã có ý kiến chỉ đạo các cơ quan chức năng như UBCKNN, SGDCK và TTLKCK hạn chế, siết chặt lại

số lượng các công ty lên niêm yết, các công ty muốn phát hành thêm cổ phiếu, trả cổ tức bằng cổ phiếu, thậm chí là trì hoãn tiến độ cổ phần hóa của các tập đoàn, tổng công ty Nhà nước lớn mà thời gian trước Chính phủ đã có những cam kết về việc thực hiện đúng tiến trình cổ phần của những tổng công ty lớn này. Cung hàng hóa cho thị trường chứng khoán đã gia tăng một cách đáng kể qua số lượng các công ty niêm yết ngày càng nhiều, các đợt IPO của các tập đoàn, tổng công ty lớn như: Đạm Phú Mỹ, Bảo Việt, PVFC, Vietcombank, Sabeco, Habeco,... đã gây tâm lý e ngại, dè chừng của các nhà đầu tư trong tình huống có quá nhiều sự lựa chọn mà nguồn lực của nhà đầu tư là có giới hạn. Do đó, nếu công ty phát hành trong thời điểm này thì khó đạt được kết quả như mong muốn. Thực tế là thời điểm vừa qua, khi thị trường có sự giảm sút đáng kể, các nhà đầu tư chỉ mong bán cổ phiếu hiện có của mình để chờ thị trường phục hồi còn các đợt phát hành, IPO thì trong tình trạng ế ẩm. Đây có lẽ là thời điểm khó khăn khi các công ty muốn phát hành cổ phiếu thêm. Vì vậy, chính sách cổ tức không thể dựa dẫm vào yếu tố thị trường để làm hậu thuẫn như trước đây được nữa. Với hoàn cảnh mới, các công ty cần phải tận dụng nội lực của mình chứ không trông chờ, ỷ lại vào nguồn lực từ thị trường để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như các dự án của mình.

2.5.4. Các vấn đề phát sinh khác :

☞ Cách nhìn còn lệch lạc của nhà đầu tư về cổ tức:

Trên thị trường chứng khoán, nhà đầu tư nào cũng mong tìm những chứng khoán có cổ tức cao, ngoài sự phát triển của công ty hay chênh lệch giá. Cổ tức dễ dàng nhận thấy nhất sẽ quyết định lợi nhuận của họ trong quá trình đầu tư.

Ở Việt Nam, mức cổ tức trả bằng tiền mặt trên mệnh giá thông thường là khoảng 15%/năm. Nếu so sánh với mức trần lãi suất gửi tiết kiệm trong 12 tháng hiện nay là khoảng 11%-12%/năm, thì mức trả cổ tức này cao hơn. Tuy nhiên, nhiều nhà đầu tư đã nhầm lẫn khi có nhận định như thế mà quên rằng họ phải trả một số tiền cao hơn mệnh giá để có được mức cổ tức 1200 đồng/ năm như thế. Vì vậy, ngoài việc so sánh giữa các mức cổ tức của các công ty niêm yết, các công ty hoạt động trong cùng ngành nghề, nhà đầu tư cần chú ý đến chỉ tiêu cổ tức trên giá đến biết được mức cổ tức thực tế của mình.

Đối với các doanh nghiệp niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán, mức cổ tức cũng là một yếu tố tương đối quan trọng, ngoài các đánh giá về tiềm năng tăng, giảm giá cổ phiếu trong quyết định mua bán của nhà đầu tư mới, đặc biệt là các nhà đầu tư ngắn hạn. Đối với những nhà đầu tư này, nắm giữ cổ phiếu trong khi chưa có cơ hội bán ra để hưởng chênh lệch giá thì việc hưởng cổ tức hoàn toàn giống gửi tiền tiết kiệm. Mức cổ tức càng cao thì nhà đầu tư càng có lợi. Một cổ phiếu có mức cổ tức không cao thường bị thị trường đánh giá thấp và tính thanh khoản kém.

Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt của các công ty niêm yết trong những năm đầu tiên trên thị trường chứng khoán thường cao hơn tỷ lệ gửi tiết kiệm ngân hàng. Trong thời gian đó, giá cổ phiếu các công ty niêm yết thấp trong giai đoạn khởi đầu và sau đó chịu đợt giảm giá mạnh trong năm 2001, 2002 nên phần cổ tức các cổ đông nhận được cao hơn tỷ lệ tiết kiệm của ngân hàng. Từ năm 2003 các công ty bắt đầu nhận thức được về chính sách cổ tức cao của mình và đã hạn chế lại lượng cổ tức trả bằng tiền mặt.

Cách đánh giá về công ty dựa trên tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt đã biến chính sách cổ tức thành công cụ để đánh bóng hình ảnh. Hội đồng quản lý ở các doanh nghiệp mong muốn trả một mức cổ tức cao để tạo cảm giác hoạt động hiệu quả, tạo tâm lý an toàn cho người lao động và cổ đông.

Một chính sách cổ tức cao không hợp lý sẽ làm cạn kiệt nguồn vốn mà doanh nghiệp cần để tái đầu tư. Để có mức cổ tức cao, có doanh nghiệp phải chia hết cả lợi nhuận thu được.

Thiếu các quy định xử lý rõ ràng

Cổ đông trong ngắn hạn đương nhiên hưởng lợi từ mức cổ tức cao nhưng còn tiềm năng phát triển dài hạn của doanh nghiệp. Đối với một doanh nghiệp có nguồn vốn dùng để tái đầu tư thấp thì cơ hội tăng trưởng là rất thấp, thậm chí bị gánh nặng nợ nần. Hiện nay cũng chưa có tiền lệ hay quy định nào xử lý các hội đồng quản lý sử dụng cổ tức như một cách thức để xoa dịu cổ đông trong khi công ty kinh doanh kém hiệu quả.

Trong thực tế, các công ty cổ phần ở Việt Nam phải thỏa mãn nhu cầu cổ tức cao trong khi lại thiếu vốn đầu tư phát triển. Cổ tức chi trả bằng tiền mặt của các công ty niêm yết thường chiếm từ 40%-50% lợi nhuận giữ lại trong năm của công ty. Thậm chí có công ty đã sử dụng hết lợi nhuận trong năm để chi trả cổ tức hay sử dụng lợi nhuận giữ

lại của các năm trước. Công ty đã không bảo đảm được việc thanh toán đủ các nghĩa vụ thuế, khoản nợ.

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. Việc chia cổ tức như trên thực chất là lấy vốn điều lệ chia cho cổ đông, trái với Luật doanh nghiệp nhưng lại không bị xử lý. Việc này sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp, giảm khả năng huy động vốn từ các cổ đông hiện hữu, giảm tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp.

☞ Chính sách cổ tức bị chi phối bởi lợi ích của một nhóm cổ đông

Các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam phần lớn là các doanh nghiệp Nhà nước chuyển đổi sang cổ phần hóa. Khi chuyển đổi doanh nghiệp, người lao động trong doanh nghiệp được hưởng các ưu đãi trong việc mua cổ phần của công ty và họ trở thành những người sở hữu công ty. Một số người lao động chuyển nhượng không chính thức cổ phần này cho người khác để thu hồi vốn. Một số khác giữ lại với mong muốn có thu nhập cao để thu hồi lại vốn của mình. Chính vì vậy, doanh nghiệp chịu sức ép từ phía cổ đông về tỷ lệ cổ tức và công ty đã thực hiện chính sách cổ tức tiền mặt với tỷ lệ khá cao.

Thời kỳ đầu, thị trường chứng khoán còn quá mới mẻ với người dân. Tại các doanh nghiệp nhà nước chuyển đổi sang công ty cổ phần, những người lao động được mua cổ phiếu theo thâm niên với giá ưu đãi (40% giá đấu bình quân thành công). Nhưng đối với họ thì cổ phiếu đối với họ quá xa lạ. Xuất phát từ những e ngại về việc thiếu kiến thức nên họ bán ngay và xem đó như là số tiền thưởng. Lúc này, đối tượng mua lại cổ phiếu lại là một số thành viên trong ban lãnh đạo cũ nhằm cố gắng nắm giữ một tỷ lệ sở hữu nhất định để có thể giữ vững vị trí hiện tại. Và cuối cùng là qua đợt cổ phần hóa thì công ty cổ phần lại được sở hữu bởi một số người, tổ chức có tiềm lực tài chính, có kiến thức, còn những người lao động trong công ty lại từ bỏ quyền làm chủ của mình để tiếp tục với công việc làm thuê để hưởng lương. Vì thế, các công ty hiện nay lựa chọn chính sách cổ tức như thế nào là phụ thuộc khá nhiều vào quyết định của nhóm người này. Hiện tượng, hiện tượng “vừa đánh trống, vừa thổi còi”, tức là vừa là người đề xuất ý kiến về chính sách cổ tức vừa là người bỏ phiếu quyết định thông qua chính sách cổ tức đó, diễn ra khá phổ biến trong thời gian qua.

Hơn nữa, Nhà nước hiện nay vẫn còn nắm giữ tỷ lệ sở hữu chi phối (>50%) tại nhiều công ty cổ phần. Vì vậy, các quyết định của công ty dường như bị chi phối bởi các mục tiêu, chiến lược của Nhà nước với tư cách là một cổ đông lớn. Mà ta cũng có thể thấy hiệu quả của các công ty sau cổ phần hóa, có thể được phản ánh thông qua mức cổ tức cao., có thể tạo nên một hình ảnh đẹp về tính hiệu quả của công cuộc cổ phần hóa, góp phần thúc đẩy tiến trình cổ phần chung của đất nước.

Dường như tiếng nói của các cổ đông nhỏ lẻ vẫn chưa được bảo vệ thích đáng trong khi các hiệp hội bảo vệ nhà đầu tư vẫn chưa phát huy được vai trò của mình.

Tóm lại, trên đây chỉ là một vài vấn đề phát sinh nổi bật trong việc chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trong thời gian vừa qua. Việc khắc phục những vấn đề này đòi hỏi sự nhận thức tích cực của nhiều thành phần khác nhau như: các nhà đầu tư, các doanh nghiệp, các cơ quan chức năng. Về phía nhà đầu tư, đòi hỏi một sự nhận thức đúng đắn về cổ tức trong việc đánh giá doanh nghiệp. Về phía doanh nghiệp, đòi hỏi một cơ chế chi trả cổ tức chuyên nghiệp, mang mục tiêu dài hạn. Về phía nhà nước, đòi hỏi một sự kết khéo léo để vừa giám sát chặt chẽ vừa không can thiệp quá sâu vào tình hình chi trả cổ tức của từng doanh nghiệp. Và điều này đòi hỏi một quá trình lâu dài để chính sách cổ tức có một chỗ đứng xứng đáng, góp phần tạo sự phát triển bền vững của từng doanh nghiệp nói riêng, tạo sự phát triển lành mạnh cho thị trường nói chung.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2:

Chương 2 bắt đầu bằng việc tóm lược qua tình hình phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam trong 7 năm qua. Tuy còn khá mới mẻ và còn nhiều khó khăn, bất cập nhưng thị trường chứng khoán Việt Nam ngày càng thu hút sự quan tâm của các cấp chính quyền, các nhà đầu tư trong và ngoài nước và ngày càng đóng vai trò to lớn trong nền kinh tế.

Kế đến, ta nhìn qua các số liệu thống kê về thực trạng chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên cả 2 sàn HOSE và HASTC trong những năm vừa qua. Qua đó, ta thấy phần lớn các công ty lựa chọn tỷ lệ chia cổ tức khá ổn định từ 10%-20%; do đó, vẫn đảm bảo một tỷ lệ lợi nhuận giữ lại khoảng từ 40%-60%. Đó là những tỷ lệ hợp lý trong đặc điểm của nền kinh tế vĩ mô và tình hình vĩ mô của doanh nghiệp, vừa thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư lẫn ngắn hạn và dài hạn, vừa đảm bảo được sự phát triển bền vững, ổn định của công ty.

Sau đó, đề tài đi sâu vào việc phân tích, đánh giá các yếu tố tác động lên việc lựa chọn chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trong thời gian qua. Điều này sẽ giúp ích cho các công ty niêm yết nói riêng, các công ty cổ phần nhìn nhận, đánh giá các kết quả trong quá khứ và cả những định hướng lựa chọn chính sách cổ tức trong thời gian tới.

Cuối cùng, đề tài đi vào phân tích những bất cập nổi bật trong việc lựa chọn chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trong thời gian qua. Từ đó, các công ty sẽ có những đánh giá rõ ràng hơn về chính sách cổ tức hiện tại của công ty mình và có những định hướng cho tương lai. Và những gợi ý trong chương 3 sẽ giúp các công ty niêm yết có những bước đi bài bản, chuyên nghiệp và phù hợp trong việc đưa ra những quyết định chính sách cổ tức của mình trong tương lai.

CHƯƠNG 3: LỰA CHỌN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC THÍCH HỢP CHO CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM



Nhằm khắc phục những bất cập trong việc chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trong thời gian vừa qua như đã nêu trong phần 2.5 của chương 2 và góp phần giúp các công ty niêm yết nói riêng và các công ty cổ phần nói chung có những định hướng cho sự lựa chọn chính sách cổ tức phù hợp trong tương lai, tôi xin đưa ra một số những gợi ý sau:

Trước hết, các công ty phải tuân theo một số nguyên tắc cơ bản trong việc lựa chọn chính sách cổ tức.

Một gợi ý nữa đó là việc nâng cao tầm nhận thức của Ban quản lý. Ta cần phải thừa nhận vai trò quyết định của Ban quản lý trong việc đề ra chính sách cổ tức để ĐHĐCĐ thông qua. Hơn nữa, ta phải xem xét xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông, giữa lợi ích cá nhân và lợi ích công ty.

Đặc biệt, các công ty cần phải xây dựng được một qui trình ra quyết định một cách khoa học dựa trên việc phân tích ưu, nhược điểm của từng loại chính sách cổ tức, từng phương thức chi trả và từng mức tỉ lệ thích hợp.

Hơn nữa, các công ty khi tạo ra lợi nhuận thì ngoài việc chi trả cổ tức cũng có thể mua lại cổ phần và sau đó thưởng bằng cổ phiếu quỹ hoặc có thể dùng lợi nhuận để phát hành cổ phiếu thưởng...

Ngoài ra, tôi cũng xin đưa ra một số gợi ý khác. Trong đó, đặc biệt là vấn đề công bố thông tin.

3.1. CÁC NGUYÊN TẮC CƠ BẢN:

Có một số nguyên tắc cơ bản mà các nhà quản lý nên biết khi lựa chọn chính sách cổ tức của mình:

- Mặc dù được xếp ưu tiên thấp hơn so với chính sách tài trợ và chính sách đầu tư, nhưng các nhà quản lý phải thấy rõ tầm quan trọng của chính sách cổ tức và cực kỳ thận trọng và có những xem xét đặc biệt khi lựa chọn chính sách cổ tức vì:

- Chính sách cổ tức phân chia cổ tức ảnh hưởng trực tiếp đến lợi ích của các cổ đông. Vì vậy, việc tăng giảm hoặc cắt cổ tức sẽ làm ảnh hưởng trực tiếp đến giá cổ phiếu.
 - Chính sách phân chia cổ tức ảnh hưởng quan trọng đến sự phát triển của công ty. Kinh nghiệm của công ty cổ phần ở nhiều nước cho thấy lợi nhuận giữ lại chiếm một tỷ lệ đáng kể nguồn vốn bên trong của công ty (gồm khấu hao và lợi nhuận giữ lại) dành cho sự đầu tư tăng trưởng. Trong khi đó, định hướng phân chia cổ tức ở mức nào sẽ quyết định số phận lợi nhuận giữ lại.
- Theo lý thuyết phân phối lợi nhuận thì lợi nhuận giữ lại được ưu tiên nhất. Kế đó, là ưu tiên cho phát hành cổ phiếu mới và cuối cùng là vốn vay. Vì vậy, việc chi trả cổ tức cũng phải đảm bảo nguyên tắc ưu tiên này. Nguồn vốn chính cho sự phát triển của công ty vẫn là nguồn lợi nhuận giữ lại. Vì vậy, công ty phải có tỷ lệ hợp lý để nguồn lợi nhuận giữ lại đảm bảo sự đầu tư, phát triển của công ty chứ không dựa vào các nguồn vốn từ phát hành cổ phiếu mới và vốn tín dụng.
- Chính sách cổ tức công ty phải ***gắn liền với những chiến lược đầu tư cụ thể*** của công ty trong tương lai. Việc giữ lại lợi nhuận là rất cần thiết nhưng cần thiết hơn là việc sử dụng nguồn vốn tái đầu tư đó như thế nào. Cần phải tránh việc giữ lại lợi nhuận quá nhiều để rồi dư thừa tiền mặt nhằm hạn chế việc sử dụng phung phí, không hiệu quả hoặc bị lạm dụng, sử dụng sai mục đích.
- Mỗi công ty khác nhau sẽ có những đặc điểm riêng, hoạt động trong những lĩnh vực kinh doanh tại những vùng miền riêng biệt và chịu tác động bởi những nhân tố khác nhau. Trong từng hoàn cảnh, điều kiện kinh doanh cụ thể, các công ty có chiến lược và quan điểm kinh doanh riêng. Vì vậy, ***không thể xây dựng chính sách cổ tức chuẩn mực chung*** cho tất cả các công ty trong mọi thời điểm.
- Công ty nên theo đuổi một chính sách cổ tức ***ổn định, dài hạn ,tránh gây ra những thay đổi đột ngột*** trong chính sách cổ tức nếu chưa cân nhắc một cách kỹ lưỡng tác hại của sự thay đổi này trong dài hạn đối với giá trị của công ty. Chính sách cổ tức không nên thay đổi thường xuyên, cần tập trung vào những vấn đề mà những cổ đông lớn hiện tại quan tâm và hướng tới các nhóm nhà đầu tư tiềm năng luôn sẵn sàng đầu tư vào công ty. Đó là một kết luận quan trọng và đã được chứng minh thực nghiệm trên thế giới như đã nêu ở phần 3.1.1 ở trên.
-

- Công ty nên theo đuổi một chính sách cổ tức ***an toàn, nhất quán*** của chính sách cổ tức nhằm đảm bảo sự ổn định ngay cả trong trường hợp lợi nhuận hoạt động giảm. Một chính sách cổ tức an toàn không đồng nghĩa với một chính sách cổ tức thấp. Chính sách cổ tức thấp đồng nghĩa với việc tăng tỷ lệ lợi nhuận giữ lại. Nếu tiền mặt tích lũy từ lợi nhuận giữ lại quá lớn thì khiến cho nhà đầu tư suy diễn là công ty bé tắc trong sự tăng trưởng và công ty lãng phí do giữ tiền mặt quá nhiều ảnh hưởng không tốt lên giá trị cổ phiếu của công ty.

Một chính sách cổ tức an toàn là một chính sách cổ tức có tỷ lệ chia cổ tức hợp lý sao cho vừa thoả mãn được nhu cầu có một nguồn thu nhập ổn định, nhất quán của cổ đông vừa đảm bảo một tỷ lệ lợi nhuận giữ lại đủ để tài trợ cho những nhu cầu đầu tư bình thường nhằm duy trì sự tăng trưởng bền vững của công ty.

Đối với tổ chức phát hành có độ biến động lớn, có thể áp dụng phương thức duy trì mức cổ tức thấp, đồng thời chi trả những khoản cổ tức phụ trội vào các thời điểm hợp lý và khi thu nhập cho phép nhằm bảo đảm việc chi trả cổ tức luôn thực hiện đối với nhà đầu tư.

Công ty nên tránh việc cắt giảm cổ tức đột ngột mà phải tiến hành từng bước. Những cổ đông quan tâm đến dòng thu nhập tương lai ổn định và đáng tin cậy từ cổ tức sẽ rất quan tâm đến sự thay đổi chính sách cổ tức đột ngột của công ty, đặc biệt là khi cổ tức bị cắt giảm với lý do là dùng lợi nhuận giữ lại để đầu tư vào một dự án mới tạo giá trị gia tăng cho công ty trong tương lai. Nếu công ty không thể huy động đủ vốn từ nguồn tài trợ bên ngoài mà buộc phải cắt giảm cổ tức, thì công ty cần phải cung cấp thông tin đầy đủ và giải thích một cách rõ ràng cho các nhà đầu tư biết về chương trình đầu tư sắp tới cũng như nhu cầu tài chính cần thiết để tài trợ cho dự án đó, để tối thiểu hoá những hậu quả gây ra từ một sự cắt giảm cổ tức đột ngột như thế.

- Công ty nên ***đa dạng hóa các phương thức chi trả cổ tức***. Phương thức trả cổ tức bằng cổ phiếu chỉ được thực hiện khi giá cổ phiếu của công ty không có xu hướng giảm, công ty có tình hình hoạt động kinh doanh tốt. Bổ sung hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu tạm thời. Điều này tạo điều kiện cho những công ty thiếu tiền mặt tạm thời mà lợi nhuận thừa. Người nhận cổ tức bằng chứng khoán tạm thời có thể nắm giữ cho đến ngày đáo hạn hay có thể bán để lấy tiền ngay lập tức.

Bên cạnh đó các nhà quản lý cần có chính sách để hỗ trợ hình thức này như quy định thời hạn hoàn tất việc chi trả, lãi suất công ty phải chịu khi trả chậm cổ tức; không cho phép công ty trả cổ tức toàn bộ bằng cổ phiếu tạm thời và buộc trả bằng tiền mặt hay bằng cổ phiếu của công ty khác.

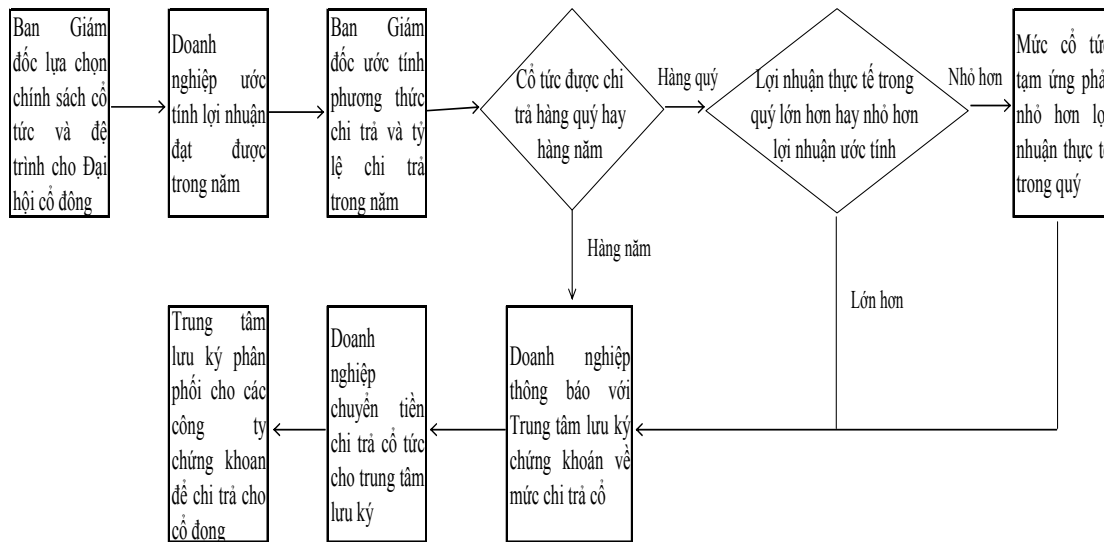
Trường hợp công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu ngân quỹ cần quy định cổ phiếu quỹ phải được mua lại từ nguồn lãi chưa phân phối hay lợi nhuận tích lũy để trả cổ tức cho cổ đông.

Trường hợp công ty trả cổ tức bằng cách phát hành cổ phiếu mới thì giá trị cổ phiếu mới có trị giá tương ứng với lợi nhuận chưa phân phối.

- Có thể 1 chính sách cổ tức **khó có thể làm hài lòng được tất cả các cổ đông**. Nhưng công ty phải cân nhắc được lợi ích của toàn công ty với lợi ích của từng nhóm cổ đông. Ngoài ra, công ty cũng phải dung hòa được lợi ích giữa cổ đông và ban quản lý, lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ.

3.2. NHẬN THỨC CỦA BAN QUẢN LÝ

Sơ đồ 3-2. Quá trình thực hiện quyết định chi trả cổ tức



Đầu tiên, ta phải thấy rằng mặc dù chính sách cổ tức phải được Đại hội đồng cổ đông thông qua nhưng Ban quản lý công ty vẫn đóng vai trò chính trong việc lựa chọn chính sách cổ tức ở hầu hết các công ty. Chính Ban quản lý sẽ cân nhắc tất cả các yếu tố từ các yếu tố vĩ mô, vi mô cho đến lợi ích của cổ đông,... để đi đến việc đề xuất và cả những giải thích thuyết phục Đại hội đồng cổ đông thông qua những đề xuất về cổ tức.

Chương 3: Lựa chọn chính sách cổ tức thích hợp

Vì vậy, để lựa chọn một chính sách cổ tức thích hợp và khả thi thì Ban quản lý công ty phải có một nhận thức nhất định, một kiến thức nhất định về chính sách cổ tức cũng như tầm quan trọng của quyết định cổ tức.

Tuy nhiên, một vấn đề đặt ra là có thể phát sinh mâu thuẫn về lợi ích giữa cổ đông-những người chủ của công ty và những nhà quản lý của công ty. Cổ đông có thể bắt buộc các quản lý cam kết một mức cổ tức nào đó để các nhà quản lý có trách nhiệm hơn trong việc lựa chọn các dự án đầu tư và tránh tình trạng dư thừa tiền mặt để sử dụng một cách tùy tiện.

Vì vậy, câu hỏi đặt ra là Ban quản lý nhìn nhận như thế nào về chính sách cổ tức? Dù là phía ủng hộ hay phản đối việc chi trả cổ tức và thiếu sự thống nhất về ảnh hưởng của cổ tức lên giá trị, nhưng thật là đáng để xem xét các nhà quản lý cân nhắc gì khi họ quyết định các chính sách cổ tức. Baker, Farrelly and Edelman (1985) khảo sát các quan điểm về chính sách cổ tức của các nhà quản lý và tổng hợp được các mức độ đồng ý với các quan điểm như sau:

Bảng 3-10. Quan điểm của Ban quản lý về chính sách cổ tức

Các quan điểm quản lý	Đồng ý	Không có ý kiến	Không đồng ý
1. Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức của một doanh nghiệp ảnh hưởng đến giá cổ phiếu	61%	33%	6%
2. Thanh toán cổ tức cung cấp một sự phát tín hiệu về triển vọng tương lai	52%	41%	7%
3. Thị trường sử dụng các công bố cổ tức như một thông tin để đánh giá giá trị công ty	43%	51%	6%
4. Các nhà đầu tư có những cảm nhận khác nhau về những rủi ro tương đối của cổ tức và lợi nhuận giữ lại	56%	42%	2%
5. Về cơ bản, các nhà đầu tư không thiên vị lợi nhuận từ cổ tức và từ lãi vốn	6%	30%	64%

6. Cổ đông bị hấp dẫn bởi những công ty có chính sách cổ tức phù hợp với môi trường thuế của cổ đông	44%	49%	7%
--	-----	-----	----

7. Ban quản lý nên đáp ứng sở thích của các cổ đông về cổ tức	41%	49%	10%
---	-----	-----	-----

(Nguồn: Chương 10, Damodaran)

Dù cuộc khảo sát này đúng hay sai, nhưng rõ ràng rằng các nhà quản lý tin rằng tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức có ảnh hưởng đến giá trị công ty và hoạt động như những tín hiệu về triển vọng tương lai.

Họ cũng thừa nhận rằng các nhà đầu tư lựa chọn các công ty có chính sách cổ tức phù hợp với sở thích của họ và ban quản lý của các công ty đó cũng nên đáp ứng nhu cầu đó.

Trong một cuộc khảo sát toàn diện gần đây về chính sách cổ tức được công bố năm 2004¹⁹ thì Brav, Graham, Harvey và Michaely kết luận rằng mối quan tâm của ban quản lý không phải về mức độ của cổ tức mà là những thay đổi trong những cổ tức này. Chỉ ra một sự thay đổi trong quan điểm của những nghiên cứu trước đó, nhiều nhà quản lý trong cuộc khảo sát này cho thấy việc tăng cổ tức, thậm chí là do lợi nhuận cao hơn thì mang lại ít lợi ích và họ thích sử dụng việc mua lại hơn để thay thế. Thật vậy, nhiều nhà quản lý trong nhiều công ty đã trả cổ tức bày tỏ sự hối tiếc về mức trả cổ tức mà công ty đã trả. Điều này chỉ ra rằng họ sẽ áp đặt một mức cổ tức thấp hơn nếu họ có sự chọn lựa. Ngược hẳn với cuộc khảo sát được trích dẫn ở trên, nhiều nhà quản lý cũng phản đối ý kiến cho rằng cổ tức hoạt động như những tín hiệu về tài chính có ích. Từ cuộc khảo sát này, các tác giả kết luận rằng quy luật của cuộc chơi cho cổ tức là những điều sau đây: không cắt giảm cổ tức, có chính sách cổ tức tương tự như với các chính sách cổ tức của các công ty trong ngành, duy trì xếp hạng tín dụng tốt, duy trì sự linh hoạt và không có bất cứ hành động nào nhằm giảm thu nhập trên mỗi cổ phần.

¹⁹ Brav, A., J.R. Graham, C.R. Harvey and R. Michaely, *Payout Policy in the 21st Century*, 2004., Working Paper, Duke University

Quả thật, vai trò của Ban quản lý mang tính quyết định trọng việc lựa chọn chính sách cổ tức. Vì thế, nhận thức của Ban quản lý về chính sách cổ tức, xung đột giữa lợi ích cá nhân của nhà quản lý và lợi ích công ty, xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và các cổ đông,.... là những vấn đề cần được xem xét trước tiên. Trong thực tế Việt Nam, chính sách cổ tức được sử dụng theo ý đồ của nhà quản lý mà chưa bao giờ có hiện tượng chính sách cổ tức do nhà quản lý đề xuất bị các cổ đông bác bỏ. Nguyên nhân phần nào là do thời gian qua các cổ đông vẫn chưa nhận thức được tầm quan trọng và vai trò của chính sách cổ tức một cách đúng đắn và đầy đủ. Và kết quả là xung đột lợi ích giữa các cổ đông với tư cách là chủ doanh nghiệp thực sự và lợi ích của nhà quản lý với tư cách là người điều hành doanh nghiệp vẫn chưa được nhận thức một cách đầy đủ.

3.3. QUI TRÌNH RA QUYẾT ĐỊNH CHI TRẢ CỔ TỨC

Ta thấy, đầu tiên chính sách cổ tức được xuất phát từ đề xuất của Ban quản lý. Và những đề xuất này sẽ thành hiện thực nếu Ban quản lý có những căn cứ mang tính thuyết phục đối với các cổ đông. Vì thế, khi Ban quản lý công ty xem xét, cân nhắc để lựa chọn chính sách cổ tức cho công ty mình thì có thể chia làm 3 bước sau:

☞ Bước 1: Cân nhắc trong việc lựa chọn loại chính sách cổ tức:

Khi lựa chọn loại chính sách nào, Ban quản lý nên có những phân tích ưu và nhược điểm của từng loại chính sách cổ tức và xem xét loại nào sẽ thích hợp với đặc điểm cụ thể của công ty mình nhất. Và cần thiết nhất là Ban quản lý phải có sự lựa chọn rõ ràng và theo đuổi sự lựa chọn đó. Bởi lẽ, để có thể duy trì được việc chi trả cổ tức, buộc Ban quản lý công ty, các nhà quản trị phải có chiến lược tài chính, đầu tư trong dài hạn, có trách nhiệm hơn trong việc nâng cao hiệu suất sử dụng vốn, góp phần làm tăng giá trị doanh nghiệp trong dài hạn.

Chính sách cổ tức ổn định là nhằm duy trì cổ tức ở một mức độ nhất định và chỉ tăng cổ tức lên mức cao hơn khi công ty có thể đạt được sự gia tăng lợi nhuận một cách vững chắc, đủ khả năng cho phép tăng cổ tức và một khi đã tăng cổ tức thì công ty cố gắng duy trì cổ tức ở mức đã định cho đến khi công ty thấy rõ không thể hy vọng ngăn chặn được sự giảm sút lợi nhuận kéo dài trong tương lai.

Như vậy, sự ổn định cổ tức ở đây không có nghĩa là cố định. Điều trước tiên cần phải thấy là cổ tức được trả không bị gián đoạn; tiếp đó, mức độ tăng (hoặc bất đắc dĩ giảm) của cổ tức thường không có sự đột biến như sự tăng giảm lợi nhuận.

▪ **Ưu điểm:**

- Có thể làm tăng giá cổ phiếu của công ty trên thị trường, bởi vì các nhà đầu tư có khuynh hướng đánh giá cao hơn số cổ tức mà họ chắc chắn sẽ nhận được. Nếu cổ tức tăng giảm thất thường, các nhà đầu tư xem như sẽ có nhiều rủi ro hơn. Điều đó có nghĩa là cùng một mức cổ tức như nhau nhưng các nhà đầu tư sẽ trả giá cao hơn cho phiếu của công ty nào có mức trả cổ tức ổn định hơn.
- Sẽ ổn định thành phần cổ đông của công ty, tạo điều kiện thuận lợi cho việc quản lý cổ đông. Ở nhiều nước, một phần lớn cổ đông sống bằng thu nhập nhận được dưới hình thức cổ tức; do vậy, nếu cổ tức của một công ty bị dao động thất thường thì nhiều cổ đông sẽ dễ chuyển sang mua loại chứng khoán có thu nhập cổ tức ổn định hơn.
- Với mức cổ tức ổn định hằng năm sẽ giúp công ty thực hiện được những chiến lược dài hạn về phân phối lợi nhuận, đầu tư, sản xuất kinh doanh,... góp phần tạo sự phát triển bền vững của công ty.

▪ **Nhược điểm:**

- Tạo áp lực rất lớn cho Ban quản lý và có thể dẫn đến khó khăn của họ trong việc điều hành doanh nghiệp. Một số lãnh đạo sẽ phải ra đi nếu không đảm đương được áp lực đó.
- Đòi hỏi một sự cố gắng duy trì lớn và lâu dài từ tất cả mọi người trong công ty, kể cả các cổ đông nhỏ lẻ. Đặc biệt trong những thời điểm khó khăn, có thể do khủng hoảng kinh tế hoặc xu hướng chung của thị trường hoặc công ty bước sang giai đoạn suy thoái đòi hỏi công ty cần phải tiết kiệm lượng vốn đi ra. Lúc đó, bắt buộc công ty phải cắt giảm cổ tức nhưng không phải tất cả cổ đông đều hiểu, thông cảm và chấp nhận.

☞ **Bước 2: Căn nhắc trong việc lựa chọn phương thức trả cổ tức:**

Để có thể lựa chọn phương thức chi trả cổ tức nào, Ban quản lý cũng phải phân tích ưu, nhược điểm của từng phương thức và cân nhắc cả đặc điểm của công ty cũng như đặc điểm của thị trường hiện tại.

Phương thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt:

Đây là phương thức được nhiều công ty sử dụng và có thể được xem là phương thức chi trả cổ tức cơ bản (hầu như 100% công ty trên thị trường đều lựa chọn hình thức này). Bởi vì xét về mặt bản chất, khi nhà đầu tư bỏ tiền ra để mua cổ phiếu với kỳ vọng thu được số tiền lớn hơn trong tương lai, mà cổ tức là một nguồn tiền được trả từ công ty khi công ty có lợi nhuận, và được xem như một phần thưởng cho sự tin tưởng của nhà đầu tư khi nhà đầu tư vào công ty. Chính vì vậy, phương thức trả cổ tức bằng tiền mặt có lẽ được xem xét đầu tiên:

▪ **Ưu điểm:**

- Đáp ứng được đại bộ phận cổ đông, đặc biệt là nhà đầu tư cá nhân (do hành vi sợ rủi ro: rủi ro lạm phát, lãi suất, rủi ro không kiểm soát được,... nên các nhà đầu tư thường có sở thích nhận ngay một lượng cổ tức bằng tiền mặt hiện tại hơn là kỳ vọng vào một lượng thu nhập trong tương lai không chắc chắn). Do đó, cổ phiếu công ty sẽ thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư, đặc biệt là với các công ty chi trả một lượng cổ tức bằng tiền mặt ổn định qua các năm.
- Phát tín hiệu tốt đến thị trường. Ta thấy các công ty muốn duy trì được một lượng trả cổ tức bằng tiền mặt thì phải duy trì được một mức khả năng thanh toán nhất định và phải đảm bảo một mức lợi nhuận nhất định nhằm cân bằng giữa việc chi trả cổ tức và giữ lại lợi nhuận tái đầu tư. Do đó, thông qua việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn thì các công ty còn cho các nhà đầu tư thấy rằng tình hình hoạt động của công ty vẫn thuận lợi.
- 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.

▪ **Nhược điểm:**

- Vốn tích lũy bị giảm và về mặt tương đối do dùng lượng tiền mặt để phân phối cho các cổ đông.
- Ảnh hưởng tới khả năng thanh toán của công ty. Về bản chất thì chi trả cổ tức là dòng tiền đi ra; do đó, sẽ làm ảnh hưởng tới lượng tiền mặt của công ty.
- Tốc độ đầu tư các dự án mới sẽ bị ảnh hưởng (về số lượng dự án cần triển khai ngay). Ta thấy việc giải ngân các dự án đầu tư theo từng giai đoạn, có những lúc không cần tiền nhưng có những lúc lại rất cấp bách. Còn việc chi trả cổ tức lại dựa vào bản báo cáo tài chính mang tính thời điểm. Vì vậy, nhiều lúc việc chi trả cổ tức không lường trước được những nhu cầu vốn của các dự án đầu tư; làm ảnh hưởng đến tốc độ giải ngân, tiến độ chung của các dự án.
- Có thể tăng các khoản vay ngân hàng. Bởi lẽ, khi chi các dòng tiền đi ra để chi trả cổ tức, nhưng nếu có một dự án mới phát sinh hoặc các khoản thanh toán bất thường trong khi thị trường lại không tốt cho việc phát hành cổ phiếu mới thì việc tiếp cận nguồn vốn tín dụng là một lựa chọn của các công ty. Và như vậy tổng số tiền lãi vay phải trả tăng lên, làm giảm lợi nhuận sau thuế.
- Có thể làm tăng chi phí kiệt quệ tài chính và rủi ro trong các dự án đầu tư khi tỷ trọng tiền vay ở mức lớn.
- Làm hạn chế việc tích lũy nguồn vốn lưu động nhằm đáp ứng cho các nhu cầu thanh toán trong hoạt động sản xuất kinh doanh thường xuyên. Doanh nghiệp càng lớn thì tổng số tiền thanh toán cổ tức càng lớn, hiện số doanh nghiệp hàng năm thanh toán cổ tức trên 50 tỷ đồng/năm ngày càng tăng lên, đây là số tiền không nhỏ nếu như có biện pháp thích hợp để chuyển lượng vốn này tái đầu tư thì sẽ có ý nghĩa hơn nhiều.
- Thậm chí, do sức ép về thanh toán cổ tức bằng tiền mặt cho các cổ đông, một số doanh nghiệp cố 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.

Trả cổ tức bằng cổ phiếu

Đây là hình thức kết hợp của việc phân chia lợi nhuận với việc huy động vốn của công ty. Tuy công ty không nhận được cổ tức bằng tiền mặt nhưng lại nhận được cổ phiếu; do đó, nhà đầu tư sẽ thu được lãi vốn trong tương lai.

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.

Tuy nhiên, thời gian gần đây đã có rất nhiều công ty lựa chọn phương thức này. 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%), Gemadep – GMD (66%), REE (50%), ...

▪ **Ưu điểm:**

- Hạn chế lượng tiền mặt đi ra khỏi doanh nghiệp; đồng thời, các nhà đầu tư cũng nhận được cổ tức bằng cách chuyển hóa phần lợi nhuận giữ lại sang vốn góp cổ phần. Qua đó, gia tăng việc tái đầu tư, khả năng đầu tư, mở rộng sản xuất đem lại lợi tức thu nhập cao hơn trước.
- Trả cổ tức bằng cổ phiếu thay cho cổ tức bằng tiền mặt trong trường hợp công ty có nhiều cơ hội thì sẽ làm tăng tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận của công ty; từ đó làm tăng tỷ lệ tăng trưởng cổ tức và làm giá cổ phiếu tăng lên.
- Khắc phục giới hạn của công cụ vay nợ nhằm mở rộng sản xuất kinh doanh. Khi công ty tăng trưởng thì công ty có thể phải đi vay để mở rộng sản xuất, đầu tư mới do thâm hụt tiền mặt. Nhưng số nợ vay sẽ bị giới hạn vì chủ nợ sẽ thấy rủi ro ngày càng lớn. Lúc đó, công ty chi trả cổ tức bằng cổ phiếu để vừa tăng cường giữ lại lợi nhuận, giữ hình ảnh tốt đẹp về sự tăng trưởng bền vững vừa không làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu do phải cắt giảm cổ phiếu bằng tiền mặt.
- Giảm bớt chi phí so với việc phát hành cổ phiếu. Trả cổ tức bằng cổ phiếu để tài trợ tiền mặt sẽ có lợi hơn nhiều so với hình thức phát hành cổ phiếu mới vì không phải mất chi phí phát hành.

▪ **Nhược điểm:**

- Làm số lượng cổ phiếu đang lưu hành của công ty tăng lên; do đó, có thể làm giá cổ phiếu bị giảm do các chỉ số tài chính như EPS sẽ giảm trong ngắn hạn.
- Tạo áp lực cho việc chi trả cổ tức trong tương lai. Bởi vì, khi số lượng cổ phiếu tăng lên thì để đảm bảo một tỷ lệ cổ tức và tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức ổn định qua các năm thì công ty cần phải có một mức lợi nhuận cao hơn.
- Khó duy trì thường xuyên vì sẽ làm loãng giá cổ phiếu. Hiện tại, việc trả cổ tức bằng cổ phiếu chưa diễn ra thường xuyên và liên tục trong nhiều năm, mà thường diễn ra lẻ tẻ và đi thường đi kèm với việc trả cổ tức bằng tiền mặt vẫn ở mức cao.
- Việc trả cổ phiếu thường thường ở tỷ lệ rất cao, phổ biến ở mức từ 30%/- 100% /vốn điều lệ và sau đó tiếp tục chính sách trả bằng tiền mặt ở mức cao. Nếu làm như vậy thì sẽ khó áp dụng phương thức trả cổ tức bằng cổ phiếu một cách liên tục.
- 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.

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.

Trả cổ tức bằng cổ phiếu nên áp dụng như thế nào?

- Doanh nghiệp cần huy động nhiều vốn để thực hiện các dự án đầu tư thì nên vận dụng cách thức trả cổ tức bằng cổ phiếu diễn ra liên tục hoặc vài năm, có thể định kỳ 1 năm 2 lần hoặc 1 năm 1 lần, trong trường hợp này không nên trả cổ tức bằng tiền mặt nữa.
- Mức chi trả cổ tức bằng cổ phiếu hàng năm nên dao động trong khoảng từ 10%-15%/năm (mức cổ tức tiền mặt phổ biến hiện nay), 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.

- Doanh nghiệp có nguồn lợi nhuận sau thuế và thặng dư vốn nhiều, đồng thời lại cần thêm vốn để tiếp tục mở rộng sản xuất thì không nên dùng hình thức tách cổ phiếu (cổ phiếu thưởng) mà áp dụng trả cổ tức bằng cổ phiếu ở tỷ lệ cao trong vài năm, nếu làm như vậy sẽ đạt được mục đích vừa huy động vốn lại vừa làm cho cổ phiếu thanh khoản.

☞ **Bước 3: Cân nhắc trong việc lựa chọn tỷ lệ thích hợp**

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.

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.

Vì vậy để trả lời cho các câu hỏi như: tỷ lệ cao hay thấp? Bao nhiêu là phù hợp? và xác định tỷ lệ giữ lại hợp lý là rất khó và tùy vào quyết định của mỗi doanh nghiệp.

Ví dụ: Công ty có thể phân chia các mức cổ tức phù hợp như mức 1: 10%-15%, mức 2: 15%-20%, mức 3: từ 20%-30%, mức 4: >30%. Sau đó, công ty có thể dự báo hoặc thăm dò ý kiến về các mức trả cổ tức và cũng dựa trên các tính toán nhằm cân đối các

dòng tiền quá khứ, hiện và tương lai cùng với các xác suất của các dự báo để lựa chọn tỷ lệ thích hợp.

Các công ty có thể cho điểm cho từng yếu tố tương ứng với mức độ quan trọng mà nó ảnh hưởng đến việc lựa chọn từng loại chính sách cổ tức, phương thức chi trả cổ tức và các mức tỷ lệ cao, thấp. Từ đó, tính toán và quyết định một tỷ lệ hợp lý đối với đặc điểm, mục tiêu của công ty.

Bảng 3-11. Mẫu xem xét các yếu tố trong quyết định chi trả cổ tức

Yếu tố	Mức độ quan trọng (%)	Phương thức		Chính sách		Tỷ lệ	
		Tiền mặt	Cổ phiếu	Cố định	Thụ động	Cao	Thấp
Liệt kê các yếu tố cần xem xét (đã liệt kê trong chương 2)	Tùy theo mức độ quan trọng, có thể cho các thang điểm về trọng số từ 0-1 tương ứng với từng yếu tố	Có thể cho điểm từ 1-100 cho từng loại tương ứng với từng yếu tố	.....	.....	.....	.....	.....
Tổng cộng	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....

(Bảng mẫu chỉ mang tính gợi ý)

3.4. XEM XÉT MỘT SỐ PHƯƠNG THỨC PHÂN CHIA LỢI NHUẬN KHÁC

Có thể hiểu, bất cứ sự thanh toán trực tiếp nào của doanh nghiệp cho các cổ đông đều được coi là tương đương chính sách cổ tức.

Thông thường, trả cổ tức được hiểu là sự chi trả, phân phối từ phần vốn lợi nhuận của doanh nghiệp cổ phần cho các cổ đông của doanh nghiệp. Cổ tức là phần lợi tức mà cổ đông nhận được từ phần lợi nhuận có được từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp do cổ đông góp vốn. Những sự chi trả từ nguồn khác không phải từ vốn lợi nhuận thì không phải là trả cổ tức. Chỉ những sự chi trả từ vốn lợi nhuận làm thay đổi vốn lợi nhuận mà không làm thay đổi vốn góp cổ phần mới được gọi là trả cổ tức.

Khi nói đến phương thức chi trả cổ tức, người ta thường nghĩ ngay đến 3 phương thức: cổ tức tiền mặt, cổ tức bằng cổ phiếu và cổ tức bằng tài sản. Trong đó, 2 phương thức đầu là phổ biến nhất. Ngoài ra, một số phương thức như: cổ phiếu thưởng, mua lại cổ phần,... cũng có tính chất như một việc chi trả cổ tức.

3.4.1. Mua lại cổ phần

Thay vì dùng lợi nhuận để chia cổ tức, doanh nghiệp có thể tiến hành mua lại toàn bộ hoặc một phần số cổ phiếu do chính doanh nghiệp phát hành hiện đang thuộc sở hữu cá nhân của cổ đông. Khi bán lại cổ phiếu cho chính doanh nghiệp, các cổ đông sẽ nhận được một khoản tiền từ phía doanh nghiệp và họ không còn nắm giữ quyền sở hữu số cổ phiếu đó nữa.

Sau khi quá trình mua lại kết thúc, vốn cổ phần đang lưu hành của doanh nghiệp bị giảm xuống. Hệ số lợi nhuận trên vốn cổ phần (ROE), hệ số thu nhập trên cổ phần (EPS) sẽ tăng lên.

Cũng giống như khi trả cổ tức, khi doanh nghiệp mua lại cổ phiếu đã phát hành thì các cổ đông cũng được nhận một khoản tiền do chính doanh nghiệp trả. Vì vậy, về bản chất khi xét trên khía cạnh phân phối nguồn tiền cho cổ đông, việc mua lại cổ phiếu cũng tương tự như trả cổ tức bằng tiền và hành động này được xem như một cơ chế phân phối tiền cho cổ đông mà một doanh nghiệp có thể lựa chọn thay thế cho việc trả cổ tức bằng tiền.

Công ty có thể mua lại cổ phiếu của chính mình hay của các công ty có khả năng phát triển khác. Điều này giúp công ty giảm sự phân tán cổ phiếu lưu hành, mang lại lợi nhuận từ thặng dư vốn cho cổ đông, tăng thu nhập trên mỗi cổ phiếu và tăng giá cổ phiếu. Hình thành suy nghĩ chia cổ tức không phải là trả cổ tức bằng tiền mặt để có được sự đầu tư lâu dài và gắn bó với doanh nghiệp từ các cổ đông.

Tuy nhiên, việc mua lại cổ phiếu không phân chia lợi nhuận đều cho toàn bộ các cổ đông như việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt mà chỉ có những cổ đông bán lại toàn bộ hoặc một phần số cổ phiếu đang nắm giữ mới nhận được số tiền phân phối. Vì vậy, việc mua lại cổ phần phải được chào mua công khai, minh bạch.

3.4.2. *Thưởng bằng cổ phiếu quỹ*

Sau khi doanh nghiệp mua lại cổ phần như phần trên thì doanh nghiệp sẽ có được một lượng cổ phiếu quỹ. Cổ phiếu quỹ không còn sở hữu các quyền của cổ phiếu lưu hành, trong đó có quyền nhận cổ tức, quyền mua cổ phiếu mới.

Khi doanh nghiệp dùng cổ phiếu quỹ để thưởng hoặc bán với giá ưu đãi thì thực chất không phải là phát hành thêm, không phải là chuyển từ vốn lợi nhuận thành vốn cổ phần mà chỉ là bán hay thưởng cổ phiếu quỹ cho cổ đông cũ thay cho trả cổ tức bằng tiền mặt.

Hoạt động mua bán cổ phiếu quỹ là một trong những công cụ hiệu quả và nhanh chóng giúp các công ty niêm yết điều hòa vốn cổ phần, tạo khoản thu nhập chênh lệch giá (thặng dư vốn) là nguồn để công ty có thể linh hoạt thay đổi tỷ lệ chi trả cổ tức mà không tác động lớn đến các nhà đầu tư.

3.4.3. *Dùng lợi nhuận để phát hành cổ phiếu thưởng*

Cổ phiếu thưởng là hình thức doanh nghiệp phát hành thêm cổ phiếu cho người được hưởng tương tự như việc chia phần lợi nhuận.

Về nguyên tắc, có nhiều nguồn vốn được sử dụng cho cổ phiếu thưởng như thặng dư vốn, lợi nhuận tích lũy, quỹ đầu tư phát triển, các quỹ khác²⁰. Nhưng trong phần này ta chỉ xem xét việc dùng lợi nhuận sau thuế để phát hành cổ phiếu thưởng như một phương thức phân chia lợi nhuận thay thế việc chi trả cổ tức.

Thông thường, công ty phát hành thêm một lượng cổ phiếu mới và phân chia cho cổ đông theo tỷ lệ cổ phiếu hiện họ đang nắm giữ. Như vậy, thay vì nhận cổ tức bằng tiền, cổ đông nhận được thêm một số cổ phiếu mới không phải trả tiền. Đây chính là quá trình vốn cổ đông hóa một phần lợi nhuận giữ lại của công ty.

Thời gian qua, có một số công ty sử dụng hình thức cổ phiếu thưởng cho các cổ đông hiện hữu, như: FPT (30 triệu cổ phiếu), VNM (hơn 8 triệu), STB (gần 19 triệu), REE

²⁰ Theo Thông tư 18/2007/TT-BTC

(gần 5 triệu), DHI, Mặc dù, cổ phiếu thường 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 này cũng 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 đã tạo tính hấp dẫn trong việc áp dụng hình thức này đối với cả nhà đầu tư lẫn nhà quản lý của công ty.

Ngoài ra, cổ phiếu thưởng còn có thể áp dụng cho người làm việc trong doanh nghiệp như là phần thưởng cho nhân viên khi đạt kết quả tốt (đây thường gọi là chương trình ESOP) nhằm gắn kết người lao động với công ty, khuyến khích họ cống hiến cho công ty, thu hút lao động trình độ cao. Cổ phiếu ESOP có 2 dạng cơ bản: thưởng liền cổ phiếu cho nhân viên (các công ty Việt Nam thời gian qua sử dụng) hoặc cho quyền mua với giá thị trường ở thời điểm tương lai (cách truyền thống được sử dụng phổ biến tại các nước phát triển). Vừa qua, có một số công ty áp dụng phương thức này 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 nên có sự chọn lọc kỹ, không áp dụng đại trà hay áp dụng cho có phong trào để thu hút nhà đầu tư. Cần phải cân nhắc cẩn thận 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.

Khi triển khai các chương trình ưu đãi cổ phần cho nhân viên, công ty nên chú trọng đến các yếu tố như: Xác định mục tiêu trong từng giai đoạn của mình để trên cơ sở đó xây dựng một chương trình cổ phần ưu đãi thích hợp. Do người lao động chưa hiểu nhiều về ích lợi của các chương trình này, doanh nghiệp cần phải tuyên truyền để mọi người có được sự nhận thức đúng đắn. Nếu không, chương trình sẽ không được hưởng ứng mạnh mẽ. Công ty không nên chỉ áp dụng chương trình này cho một nhóm ít người, như vậy sẽ không công bằng và tác dụng không cao. Khi thực hiện các chương trình cổ phần ưu đãi công ty nên chú ý đến khía cạnh chi phí-hiệu quả. Ban đầu có thể

nâng cao tiêu chuẩn để giới hạn số người tham gia nhưng dần dần nên mở rộng cho mọi nhân viên.

3.4.4. Chia nhỏ cổ phiếu và trả cổ tức bằng cổ phiếu

Việc chia nhỏ cổ phiếu (hay tách cổ phiếu) và việc trả cổ tức bằng cổ phiếu là hai hình thức phát hành cổ phiếu mới mà không thu tiền nên tương tự giống nhau:

- Không làm thay đổi giá trị tài sản và vốn chủ sở hữu của công ty.
- Không ảnh hưởng gì đến tỷ lệ quyền sở hữu công ty của từng cổ đông hiện hành.
- Nó chỉ làm tăng thêm số lượng cổ phiếu đang lưu hành và vì thế, giá trị sổ sách của một cổ phiếu cũng giảm xuống.

Những điều này xảy ra tương tự như khi công ty thực hiện trả cổ tức bằng cổ phiếu, cũng giống như chia chiếc bánh hiện có thành nhiều phần nhỏ hơn.

Thông thường, công ty thực hiện việc chia nhỏ cổ phiếu khi cổ phiếu của công ty được bán ở mức cao. Công ty có thể thực hiện thu về số cổ phiếu cũ và phát hành, phân phối cho cổ đông số cổ phiếu mới với tỷ lệ 1 thành 2 hay nhiều hơn. Đây được xem như việc chia nhỏ hay thay thế số cổ phiếu cũ bằng cổ phiếu mới với số lượng nhiều hơn.

Mục đích chủ yếu của việc chia nhỏ cổ phiếu là làm giảm giá thị trường của cổ phiếu nhằm làm cho việc mua bán cổ phiếu của công ty trên thị trường được thực hiện dễ dàng, thuận lợi hơn.

Tuy nhiên, việc trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia nhỏ cổ phiếu cũng có những điểm khác nhau:

- Khi thực hiện trả cổ tức bằng cổ phiếu sẽ làm tăng thêm một lượng cổ phiếu mới, nhưng số cổ phiếu tăng thêm này thường nhỏ hơn rất nhiều so với số cổ phiếu đang lưu hành trước đó. Còn việc chia nhỏ cổ phiếu sẽ làm tăng rất lớn số lượng cổ phiếu đang lưu hành trước đó. Điều này sẽ làm giá cổ phiếu giảm mạnh hơn rất nhiều so với trường hợp chia cổ tức bằng cổ phiếu.
- Công ty thực hiện chia nhỏ cổ phiếu nhưng không kèm theo sự chuyển dịch một bộ phận giá trị nào từ phần lợi nhuận giữ lại vào phần vốn góp của công ty.

Tóm lại, việc sử dụng đa dạng hóa các phương thức chi trả cổ tức vừa giúp các nhà quản lý linh hoạt trong việc lựa chọn chính sách cổ tức vừa giúp nhà đầu tư dễ dàng

lựa chọn danh mục cổ phiếu của mình sao cho phù hợp với dòng tiền cũng như chiến lược đầu tư ngắn 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.

3.5. NHỮNG GỢI Ý KHÁC:

Công ty niêm yết cần phối hợp với cơ quan quản lý ***tuyên truyền phổ biến*** kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán cũng như những lợi ích thiết thực mà công ty sẽ mang lại cho cổ đông khi công ty đưa ra chính sách cổ tức tăng cường nguồn vốn tích lũy, đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh, tạo sự phát triển trong tương lai. Khi doanh nghiệp ***manh dạn thay đổi chính sách cổ tức***, để tạo sự đồng thuận đối với các cổ đông của mình thì Ban Quản lý cũng cần lập ***phương án chi trả cổ tức chi tiết***, trong đó nêu rõ mục tiêu vì sao lại giảm mức cổ tức, lượng tiền được giảm sẽ sử dụng ra sao, đồng thời đánh giá hiệu quả của việc thay đổi chính sách cổ tức. Khi phương án được rõ ràng dễ hiểu thì sẽ được đông đảo các cổ đông hết lòng ủng hộ.

Thêm vào đó, các công ty niêm yết cần phối hợp với các cơ quan chức năng nhằm thay đổi cách thức ***vấn đề công bố thông tin về cổ tức***. Hiện nay, hầu như tất cả các công ty niêm yết đều công bố thông tin chi trả cổ tức bằng cách công bố tỷ lệ cổ tức/mệnh giá. Về bản chất, con số này chỉ phản ánh tỷ lệ hoàn vốn của cổ tức dựa trên mệnh giá 10.000 đ/cp. Nhưng thực tế thì số tiền mà nhà đầu tư phải bỏ ra để có được cổ phiếu (hay nói cách khác chính là để có số cổ tức đó) là số tiền gấp mấy lần mệnh giá. Con số này chỉ đáp ứng được nhu cầu so sánh của nhà đầu tư với lãi suất ngân hàng hay tỷ lệ lạm phát, chứ nó không cho biết được mức độ hiệu quả hoạt động, lợi nhuận của công ty và hiệu quả của việc trích lợi nhuận tạo ra đó dùng để trả cổ tức hay tái đầu tư. Quả thật, chỉ mỗi con số tỷ lệ cổ tức như hiện nay thì việc công bố không mang nhiều ý nghĩa cho lắm. Vì vậy, nên chăng các công ty niêm yết cần phải công bố cả tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức (% DIV / EPS). Nó sẽ giúp cho các nhà đầu tư có sự đánh giá chính xác và rõ ràng hơn về hoạt động chi trả cổ tức của công ty cũng như đánh giá tiềm năng của công ty.

Khi xem xét chính sách cổ tức thì công ty và các cổ đông, các nhà đầu tư mới không nên đặt chính sách cổ tức trong một trạng thái cô lập mà phải ***xem xét cả những yếu tố tác động lẫn sự tương tác giữa các quyết định khác*** như quyết định tài trợ và quyết định đầu tư.

Nên chăng công ty cần có một bộ phận làm báo cáo ngắn hạn, trung và dài hạn tình hình lợi nhuận, các dự án, kế hoạch đầu tư, dự báo các dòng tiền một cách chính xác để nhà quản lý hoạch định được một chiến lược chi trả cổ tức hợp lý. Thậm chí, công ty cũng phải có **một bộ phận xem xét, nghiên cứu chính sách cổ tức** của các công ty trong và ngoài nước, đặc biệt là các công ty trong cùng ngành hay cùng đặc điểm hay cả đối thủ cạnh tranh trực tiếp.

Có **một vài tiêu thức mà công ty có thể cân nhắc** khi quyết định cổ tức như: Tránh cắt giảm nguồn lợi nhuận giữ lại để đầu tư vào các dự án có lãi để tiến hành trả cổ tức; Tránh việc không trả cổ tức; Tránh việc phát hành cổ phiếu mới; Duy trì một tỷ lệ nợ / vốn cổ phần mục tiêu; Duy trì tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức mục tiêu... Các mục tiêu này được sắp xếp theo thứ tự như thế nào phụ thuộc vào mức độ quan trọng của nó đối với từng công ty.

Các công ty **cần khôn khéo** trong chính sách cổ tức. Chính sách cổ tức được xem là một trong những quyết định “đau đầu” nhất trong quản lý tài chính của công ty cổ phần. Chính sách cổ tức có tác động đến giá cổ phiếu của công ty, nguồn tiền công ty có thể sử dụng để tái đầu tư và có ảnh hưởng đến nguồn thu nhập của các cổ đông hiện hành. Hiện tại, **hai mô hình trả lợi tức cổ phần phổ biến** là mô hình lợi tức cổ phần **ổn định** và mô hình lợi tức cổ phần **thặng dư**. Với mô hình lợi tức cổ phần ổn định, chính sách cổ tức ổn định đưa ra tín hiệu về sự ổn định trong kinh doanh của công ty. Với mô hình lợi tức cổ phần thặng dư, lợi nhuận dành trả lợi tức chỉ là phần còn lại sau khi dành đủ lợi nhuận cho nhu cầu tái đầu tư hoặc trả nợ. Các doanh nghiệp nên sử dụng mô hình này trong trường hợp công ty đang có nhiều cơ hội đầu tư, tăng trưởng tốt hơn đầu tư ra ngoài doanh nghiệp. Chính sách lợi tức cổ phần có thể có những thay đổi trong từng giai đoạn phát triển của công ty. Ví dụ như công ty có thể lựa chọn một chính sách phân chia cổ tức ổn định hoặc có thể lựa chọn chính sách cổ tức thặng dư, tức là ưu tiên phân đầu tư hơn là phân chia lợi tức trước mắt, điều đó tùy thuộc vào sự lựa chọn, sự khôn ngoan của các nhà quản lý công ty. Mọi mô hình ưu tiên trả lợi tức cổ phần trước hay giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư đều có ưu điểm và nhược điểm của nó, tất nhiên, nếu để đạt được mục đích trước mắt thì phải hy sinh một số lợi ích dài hạn và ngược lại. Tùy thuộc vào từng doanh nghiệp để thực hiện chính sách lợi tức phù hợp.

Trong điều kiện hiện nay, các công ty **không nên sử dụng quá nhiều lợi nhuận cho việc chi trả cổ tức để “đánh bóng” hình ảnh của công ty** mà nên hài hòa lợi ích trước mắt và lợi ích lâu dài, đặc biệt là **không chạy theo thỏa mãn nhu cầu của nhà đầu tư ngắn hạn**. Các công ty nên theo đuổi một chính sách cổ tức ổn định, nhất quán; nên theo đuổi một chính sách cổ tức an toàn: có tỷ lệ chia cổ tức hợp lý cho cổ đông, đồng thời **đảm bảo một tỷ lệ lợi nhuận tái đầu tư để duy trì sự tăng trưởng bền vững** của công ty. Công ty nên đặt ra **mục tiêu trong dài hạn** về tỷ lệ thanh toán cổ tức trên thu nhập, tránh tối đa việc cắt giảm cổ tức ngay cả khi công ty có cơ hội đầu tư tốt và nên duy trì hệ số nợ tối ưu của công ty theo cơ cấu vốn mục tiêu.

Việc lựa chọn chính sách bằng tiền mặt hay bằng cổ phiếu, tỷ lệ cao hay thấp còn tùy thuộc vào thị trường đang lên hay đang xuống. Trong bối cảnh thị trường đang xuống như hiện nay và đặc biệt là khi các nhà đầu tư đã không còn thích thú với việc nhận thêm cổ phiếu bằng cổ tức hay phát hành cổ phiếu do những e ngại về loãng giá thì việc trả cổ tức bằng tiền mặt sẽ đáp ứng được mong muốn của nhà đầu tư hơn. Tuy nhiên, công ty cần phải xác định rõ rằng vấn đề phát triển ổn định, bền vững của công ty trong dài hạn mới là ưu tiên hàng đầu chứ không nên dựa quá nhiều **yếu tố thị trường** như thời gian vừa qua.

Cuối cùng, các cơ quan chức năng, các công ty niêm yết và các hiệp hội phải có những nghiên cứu về các quy định pháp lý nhằm có thể **bảo vệ tích cực hơn nữa lợi ích của các nhà đầu tư nhỏ** nhằm tạo ra một sân chơi công bằng và hướng tới sự phát triển lành mạnh.

Tóm lại, trên đây chỉ là một vài gợi ý nhằm tạo cho các công ty niêm yết, đặc biệt là các nhà quản lý và các cổ đông, một định hướng trong việc quyết định một chính sách cổ tức. Nó sẽ một phần nào đó góp phần vào sự nghiệp phát triển bền vững, lành mạnh của các công ty niêm yết nói riêng và sự phát triển của cả thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3:

Chương 3 là chương đưa ra những gợi ý về việc lựa chọn chính sách cổ tức cho các công ty niêm yết. Việc xem xét các bằng chứng thực nghiệm và những kết luận quan trọng ở cuối chương 1 cũng góp phần hỗ trợ cho những gợi ý trong chương 3 này. Qua đó, sẽ giúp các công ty rút ra được các nguyên tắc quan trọng trong việc xây dựng, lựa chọn các chính sách cổ tức. Hơn nữa, các số liệu thống kê về cổ tức của một vài quốc gia trên thế giới sẽ giúp các công ty có những định hướng phù hợp trong việc chi trả cổ tức.

Trong chương này, ta đã xem xét quá trình ra quyết định một chính sách cổ tức, trong đó gồm các vấn đề cần được cân nhắc cụ thể: loại chính sách ổn định tiền mặt hay thụ động, phương thức chi trả bằng tiền mặt hay bằng cổ phiếu, và tỷ lệ là bao nhiêu là phù hợp. Ta cần phải thấy rằng, không có chính sách cổ tức được áp dụng cho mọi công ty. Mà mỗi công ty sẽ phải quyết định chính sách cổ tức phù hợp với đặc điểm vùng, đặc điểm ngành, đặc điểm riêng của công ty mình dựa trên việc xây dựng nhận thức của Ban quản lý về chính sách cổ tức, xây dựng quy trình rõ ràng trong việc quyết định lựa chọn chính sách cổ tức.

Ngoài ra, ta cũng có thể xem xét một số cách thức mang tính chất phân chia lợi nhuận thay vì phải chi trả cổ tức. Đặc biệt, phương thức mua lại cổ phần đang được các công ty trên thế giới sử dụng phổ biến trong thời gian gần đây. Và sau cùng là những gợi ý khác như vấn đề tuyên truyền, phổ biến, vấn đề công bố thông tin về cổ tức,...

KẾT LUẬN:

Như vậy, ta có thể thấy được việc lựa chọn chính sách cổ tức có tầm quan trọng thế nào đối với doanh nghiệp. Sự sẵn sàng và khả năng trả cổ tức ổn định và khả năng làm gia tăng cổ tức của công ty cung cấp những thông tin về triển vọng tốt đẹp của công ty. Cổ tức có thể cho các nhà đầu tư những cảm giác về giá trị thực của một công ty. Việc lựa chọn một chính sách cổ tức cho một doanh nghiệp riêng biệt phải dựa trên sự cân nhắc các yếu tố ảnh hưởng và phải nhằm mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Đối với các công ty niêm yết ở Việt Nam hiện nay có lẽ tỷ lệ cổ tức là khá cao so với thông lệ quốc tế. Điều này gây nhiều hạn chế và khó khăn đối với doanh nghiệp (cho dù doanh nghiệp đó đã, đang và sẽ tăng trưởng rất tốt). Nhưng một phần có lẽ các doanh nghiệp lựa chọn một chính sách cổ tức cao như thế chắc hẳn là muốn truyền đạt một thông tin tốt đẹp về tăng trưởng, triển vọng của công ty nhằm thu hút các nhà đầu tư tại một thị trường còn khá mới mẻ và các nhà đầu tư cũng dường như chưa mặn mà gì lắm.

Trong tương lai, khi thị trường Việt Nam đã phát triển hơn, mọi người đều đánh giá và nhận thức rõ ràng hơn tầm quan trọng của chính sách cổ tức đối với sự phát triển của doanh nghiệp, hệ thống luật thuế mới có hiệu lực (trong đó có luật thuế đánh trên cổ tức và lãi vốn) thì các doanh nghiệp sẽ phải lựa chọn chính sách cổ tức một cách hợp lý hơn.

Các hướng nghiên cứu mới:

Ta có thể lập bảng câu hỏi khảo sát nhằm lượng hóa các tác động của từng yếu tố tác động lên quyết định lựa chọn trên thực tế các công ty niêm yết. Hoặc ta có thể tập hợp số liệu và chạy hồi quy tương quan giữa các yếu tố và chính sách cổ tức.

Ta cũng có thể lựa chọn 1 yếu tố nào đó để tập hợp số liệu và chạy hồi quy tương quan. Ví dụ như, ta chọn yếu tố cấu trúc sở hữu nhằm đánh giá tác động của yếu tố này lên chính sách cổ tức như thế nào như: công ty có tỷ lệ kiểm soát bởi Nhà nước, công ty có tỷ lệ kiểm soát bởi nước ngoài, công ty được kiểm soát bởi các quan hệ thân thuộc gia đình thì chi trả cổ tức có khác nhau không và khác nhau như thế nào?

TÀI LIỆU THAM KHẢO

2. PGS.TS Trần Ngọc Thơ, *Tài chính Doanh nghiệp hiện đại*, NXB Thống kê (2005).
 3. TS. Đào Lê Minh, *Chính sách cổ tức và tác động của nó tới công ty - Những gợi ý cho Việt Nam*, NXB Chính trị Quốc gia, 2004.
 4. Ths. 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 Đại học Kinh tế TP.HCM năm 2007.
 5. Ths. Trần Thị Mỹ Liên, *Lựa chọn chính sách cổ tức phù hợp với chiến lược kinh doanh ở các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam*, Luận văn thạc sĩ Đại học Kinh tế TP.HCM năm 2006.
 6. Husam-Aldin Nizar Y. Al-Malkawi, *Dividend Policy of Publicly quoted companies in Emerging Markets – The case of Jordan*, School of Economics and Finance – University of Western Sydney, Tháng 2/2005
 7. Aswath Damodaran, *Returning Cash to the Owners: Dividend Policy*
 8. Các văn bản pháp luật như: Luật Doanh nghiệp 2005, Luật chứng khoán, Thông tư số 19/2003/TT-BTC ngày 20/03/2003, Thông tư 100/2004/TT-BTC, Thông tư số 72/2006/TT-BTC ngày 10/8/2006.
 9. Các báo cáo, phân tích về thị trường chứng khoán Việt Nam của: BSC (2008), JPMorgan (06/12/2007), HSBC (07/03/2008)
 10. Bản tin chứng khoán của HOSE và HASTC.
 11. Các bài báo trong nước:
 - Gia Dũng, Chính sách cổ tức: coi chừng thành “vắt sữa bê”, TBKTVN;
 - Lê Hùng, Cơ cấu vốn và chính sách cổ tức: Bài toán khó, TBKTVN;
-

-
- Huỳnh Thế Du, Thuế lợi vốn cao hơn thuế cổ tức, doanh nghiệp không có nỗ lực gia tăng đầu tư, TBKTVN;
 - Văn Tiến, Có đòi lại được tiền tạm ứng cổ tức khi Bibica thua lỗ?, VietnamNet;
 - Trần Phương Minh, Cổ tức có thật sự hấp dẫn như mong đợi?, Finance Times;
 - Việt Phong (2006), Chia cổ tức dễ mà khó, vnexpress;
 - Cổ tức trả thế nào là hợp lý?, TBKTVN;
 - 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.

12. Các trang web:

- www.ssc.gov.vn (Ủy ban chứng khoán Nhà nước)
 - www.vse.org.vn (Sở Giao dịch chứng khoán TP. HCM)
 - www.hastc.org.vn (Trung tâm Chứng khoán Hà Nội)
 - <http://www.vsd.vn./CDA/default.aspx?ChannelID=1&lang=v> (TTLKCK)
 - www.bsc.com.vn (Công ty Chứng khoán Đầu tư BSC)
 - www.vietstock.com.vn (Cộng đồng chứng khoán Vietstock)
 - www.gso.gov.vn (Tổng cục Thống kê)
 - www.sbv.gov.vn (Ngân hàng Nhà nước Việt Nam)
 - www.dividendinformation.com
 - http://en.wikipedia.org/wiki/Main_Page
 - http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/lectures/dividend.html (Dividend Policy, Prof. Aswath Damodaran)
 - <http://beginnersinvest.about.com/od/dividendsdrips1/a/aa040904.htm>
-

(All About Dividends From Joshua Kennon)

- <http://www.referenceforbusiness.com/encyclopedia/Dev-Eco/Dividend-Policy.html> (Dividend Policy)
 - http://www.eatonvance.com/mutual_funds/dividend_story.php
(The Dividend Story)
 - <http://www.studyfinance.com/lessons/dividends/index.mv>
(Dividend Policy at the University of Arizona)
 - <http://www.duke.edu/~charvey/Classes/ba350/capstruc/capstruc.htm>
(Capital Structure and Payout Policies, Prof. Campbell R. Harvey)
 - <http://www.westga.edu/~bquest/1999/payout.html>
(Determinants of Dividend Payout Policy: Regulated Versus Unregulated Firms by Atul K. Saxena)
 - http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/AppldCF/appldCF.htm
(Applied Corporate Finance: A User's Manual by John Wiley and Sons)
 - www.hss.caltech.edu/courses/2005-06/Spring/bem107/Readings%20for%20Course/Damodaran%20Book/Chap10.pdf (Damodaran, Chương 10-Dividend Policy)
-

PHỤ LỤC

- **PHỤ LỤC 1:** Thống kê cổ tức, EPS, giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tại sàn HOSE từ năm 2002-2007
- **PHỤ LỤC 2:** Thống kê cổ tức, EPS, giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tại sàn HASTC từ năm 2005-2007
- **PHỤ LỤC 3.** Thống kê các công ty phân loại theo tỉ lệ cổ tức qua các năm tại HOSE
- **PHỤ LỤC 4.** Thống kê các công ty phân loại theo tỉ lệ cổ tức qua các năm tại HASTC
- **PHỤ LỤC 5.** Thống kê các công ty phân loại theo tỉ lệ lợi nhuận trả cổ tức (payout ratio) qua các năm tại 2 sàn
- **PHỤ LỤC 6.** Các chỉ số thống kê về cổ tức tại sàn HOSE qua các năm
- **PHỤ LỤC 7.** Các chỉ số thống kê về cổ tức tại sàn HASTC qua các năm
- **PHỤ LỤC 8.** Nghiên cứu tình huống về thuế thu nhập cá nhân
- **PHỤ LỤC 9.** Nghiên cứu một kết quả nghiên cứu khác
- **PHỤ LỤC 10.** Một vài ý kiến về chính sách cổ tức từ một số bài báo lớn trên thế giới
- **PHỤ LỤC 11.** Thống kê chính sách cổ tức của Mỹ từ 1960 đến 2003
- **PHỤ LỤC 12.** Vài số liệu cổ tức của các công ty lớn trên thế giới

**PHU LUC 4. Thống kê các công ty phân loại theo tỉ lệ cổ tức qua các năm
tại HASTC**

Số lượng các công ty theo từng nhóm qua các năm:

	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
0%-5%	2	4	0
5%-10%	2	9	7
10%-15%	14	20	26
15%-20%	13	37	30
20%-25%	6	12	7
25%-30%	0	4	1
>30%	2	6	6
Tổng cộng	39	92	77

Cơ cấu các nhóm:

	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
0%-5%	5%	4%	0%
5%-10%	5%	10%	9%
10%-15%	36%	22%	34%
15%-20%	33%	40%	39%
20%-25%	15%	13%	9%
25%-30%	0%	4%	1%
>30%	5%	7%	8%
Tổng cộng	100%	100%	100%

PHU LUC 5. Thống kê các công ty phân loại theo tỉ lệ lợi nhuận trả cổ tức (Payout ratio) qua các năm tại 2 sàn

Tai sàn HOSE:

	Năm 2007		Năm 2006		Năm 2005		Năm 2004		Năm 2003	
	Số lượng	%	Số lượng	%	Số lượng	%	Số lượng	%	Số lượng	%
0-20%	13	12,50%	18	19,15%	4	12,50%	3	10,00%	1	4,55%
20-40%	32	30,77%	26	27,66%	8	25,00%	9	30,00%	7	31,82%
40-60%	33	31,73%	32	34,04%	12	37,50%	10	33,33%	8	36,36%
60-80%	22	21,15%	13	13,83%	5	15,63%	8	26,67%	5	22,73%
80-100%	4	3,85%	3	3,19%	2	6,25%	-	0,00%	-	0,00%
>100%	0	0,00%	2	2,13%	1	3,13%	-	0,00%	1	4,55%
Tổng cộng	104	100,00%	94	100,00%	32	100,00%	30	100,00%	22	100,00%

Tai sàn HASTC:

	Năm 2005		Năm 2006		Năm 2007	
	Số lượng	%	Số lượng	%	Số lượng	%
0-20%	-	0,00%	7	7,78%	7	9,21%
20-40%	-	0,00%	34	37,78%	24	31,58%
40-60%	1	25,00%	17	18,89%	23	30,26%
60-80%	-	0,00%	23	25,56%	15	19,74%
80-100%	2	50,00%	5	5,56%	5	6,58%
>100%	1	25,00%	4	4,44%	2	2,63%
Tổng cộng	4	100,00%	90	100,00%	76	100,00%

PHU LUC 6. Các chỉ số thống kê về cổ tức tại sàn HOSE qua các năm**Cổ tức:**

	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002
Mean	13,00%	13,00%	14,00%	12,00%	6,00%	6,00%
Min	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Max	100,00%	120,00%	92,00%	55,00%	45,00%	32,00%
Mod	12,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Average	15,10%	14,73%	13,70%	9,87%	8,67%	8,86%

Tỉ lệ lợi nhuận trả cổ tức (Payout Ratio):

	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003
Mean	45,53%	41,70%	43,15%	42,34%	45,93%
min	0,00%	5,77%	0,00%	0,00%	0,00%
max	93,17%	108,70%	119,52%	75,91%	150,00%
mod	72,46%	#N/A	0,00%	#N/A	75,00%
average	45,31%	42,33%	46,46%	45,45%	50,59%

Tỉ suất cổ tức (Dividend Yield):

	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002
Mean	2,19%	2,48%	5,39%	5,56%	7,98%	7,51%
min	0,00%	0,13%	1,73%	3,00%	2,94%	4,26%
max	5,45%	8,02%	9,84%	8,88%	11,24%	9,73%
mod	2,40%	1,85%	#N/A	#N/A	#N/A	6,06%
average	2,26%	2,84%	5,58%	5,75%	7,54%	7,31%

PHỤ LỤC 7. Các chỉ số thống kê về cổ tức tại sàn HASTC qua các năm**Cổ tức:**

	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
Mean	15,00%	15,00%	15,00%
min	0,00%	0,00%	6,29%
max	38,00%	70,00%	55,00%
mod	15,00%	15,00%	15,00%
average	15,20%	16,63%	16,53%

Tỉ lệ lợi nhuận trả cổ tức (Payout Ratio):

	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
Mean	84,35%	46,15%	45,67%
min	44,70%	0,00%	10,55%
max	115,99%	138,25%	131,58%
mod	#N/A	#N/A	#N/A
average	82,35%	50,24%	48,77%

Tỉ suất cổ tức (Dividend Yield):

	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
Mean	9,72%	4,40%	2,06%
min	3,40%	0,00%	0,86%
max	11,67%	15,29%	5,94%
mod	11,11%	5,56%	#N/A
average	8,87%	4,87%	2,44%

PHỤ LỤC 8. NGHIÊN CỨU TÌNH HUỐNG:

Thuế lợi vốn cao hơn thuế cổ tức, doanh nghiệp không có nỗ lực gia tăng đầu tư

Việc quy định thuế suất của cổ tức là 5% trong khi thuế suất của các khoản thu nhập từ chuyển nhượng vốn lên đến 25% là chưa hợp lý và cũng tạo ra sự bóp méo.

Chúng ta biết rằng việc áp dụng một chính sách cổ tức hợp lý sẽ góp phần làm gia tăng giá trị doanh nghiệp, cũng là làm gia tăng giá trị cho nền kinh tế. Khi doanh nghiệp có lợi nhuận, họ sẽ có hai lựa chọn, hoặc là chia cổ tức cho các cổ đông nếu không có nhiều cơ hội kinh doanh, hoặc là giữ lại khoản lợi nhuận để tái đầu tư.

Ở trường hợp thứ nhất, tất cả cổ đông đều nhận được tiền mặt và sẽ phải đóng 5% thuế thu nhập. Sau khi nhận được cổ tức thì về nguyên tắc, giá cổ phiếu sẽ giảm đi một lượng tương ứng.

Trong trường hợp thứ hai, không ai nhận được tiền mặt cả và về nguyên tắc thì giá cổ phiếu sẽ không thay đổi hoặc gia tăng nếu có phương án đầu tư tạo ra suất sinh lợi cao. Lúc này, nếu nhà đầu tư nào có nhu cầu chi tiêu sẽ bán bớt một phần cổ phiếu của mình để lấy tiền mặt và sẽ phải đóng 25% thuế thu nhập.

Lựa chọn của doanh nghiệp là cho dù có những phương án đầu tư tốt vẫn phải chia cổ tức, nếu không nhà đầu tư sẽ bỏ phiếu bằng chân theo cách bán cổ phần đang nắm giữ để tìm những doanh nghiệp thường xuyên chia cổ tức.

Vô hình chung, điều này đã khuyến khích việc chi tiêu hơn là khuyến khích hoạt động tái đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh tạo nhiều giá trị gia tăng cho nền kinh tế. Nước Mỹ đã gặp rất nhiều rắc rối khi quy định hai mức thuế suất khác nhau nên gần đây họ đã phải tích hợp lại để tránh những bóp méo không đáng có xảy ra.

Có thể chú ý cho mức thuế chuyển nhượng vốn cao để tranh tình trạng đầu cơ và mua bán chứng khoán trong ngắn hạn tác động không tốt với thị trường chứng khoán, nhưng khi tính toán kỹ các vấn đề liên quan và phân tích điểm lợi và không lợi của chính sách thì việc đưa ra mức thuế suất khác biệt quá lớn với thuế suất của cổ tức hay những thứ tương tự là không hợp lý.

Từ những phân tích nêu trên cho thấy, việc loại trừ hay áp dụng những thuế suất khác nhau lên những khoản thu nhập có cùng bản chất sẽ tạo ra những bóp méo hành vi không đáng có.

Cách tốt nhất là tích hợp hay có những cách ứng xử như nhau, vì làm như vậy sẽ đơn giản hơn trong khi thực hiện, cũng như tránh được các bóp méo có thể xảy ra.

Đoàn Hạnh (Theo Huỳnh Thế Du - TBKTVN)

PHỤ LỤC 9. NGHIÊN CỨU MỘT KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU KHÁC:

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.

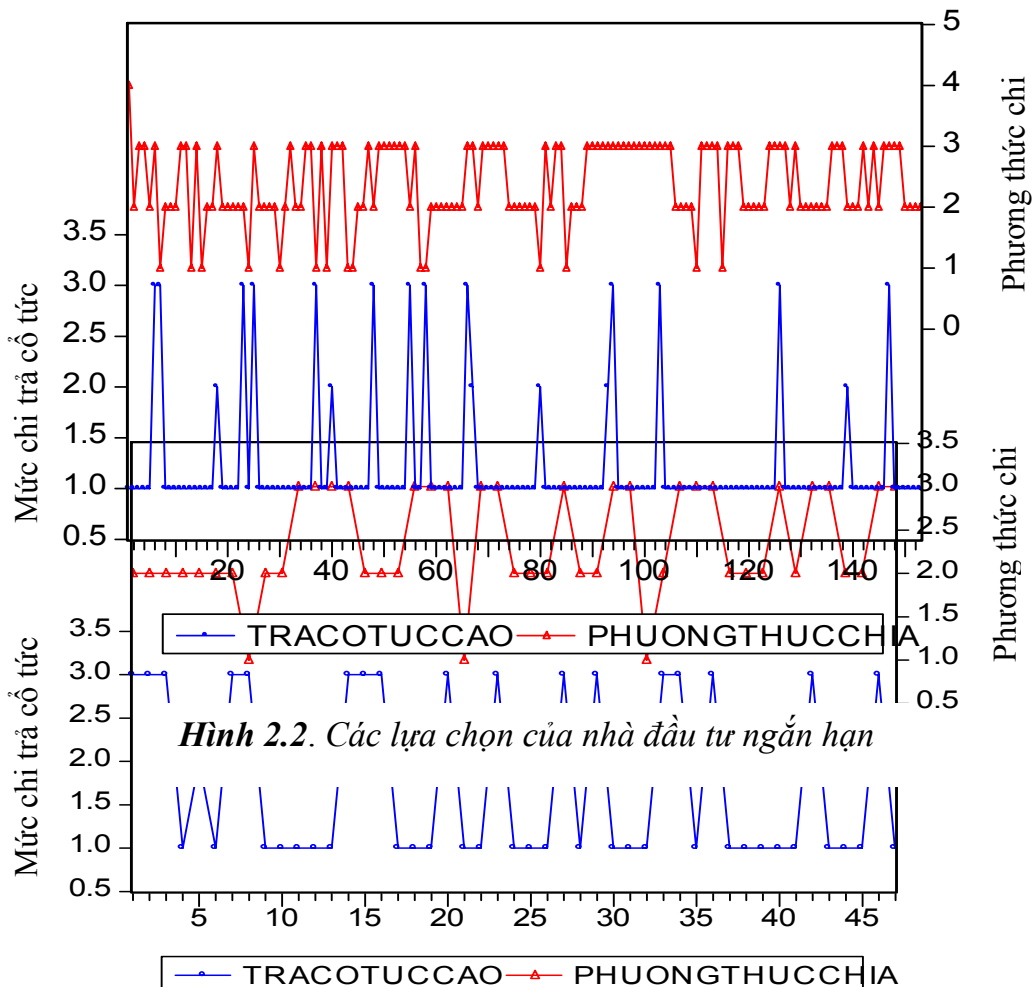
Thứ nhất: về mức chi trả cổ tức, đặt các lựa chọn lần lượt là:

- 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



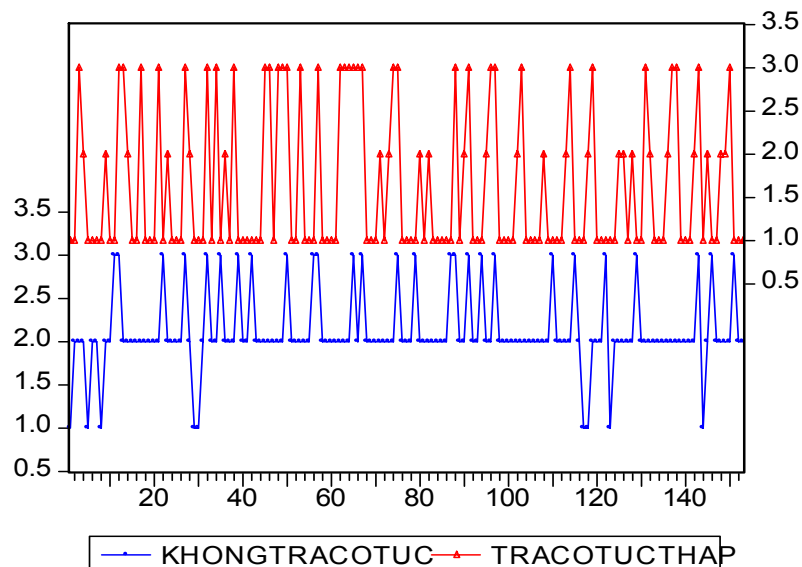
Hình 2.3. Các lựa chọn của nhà đầu tư dài hạn

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.

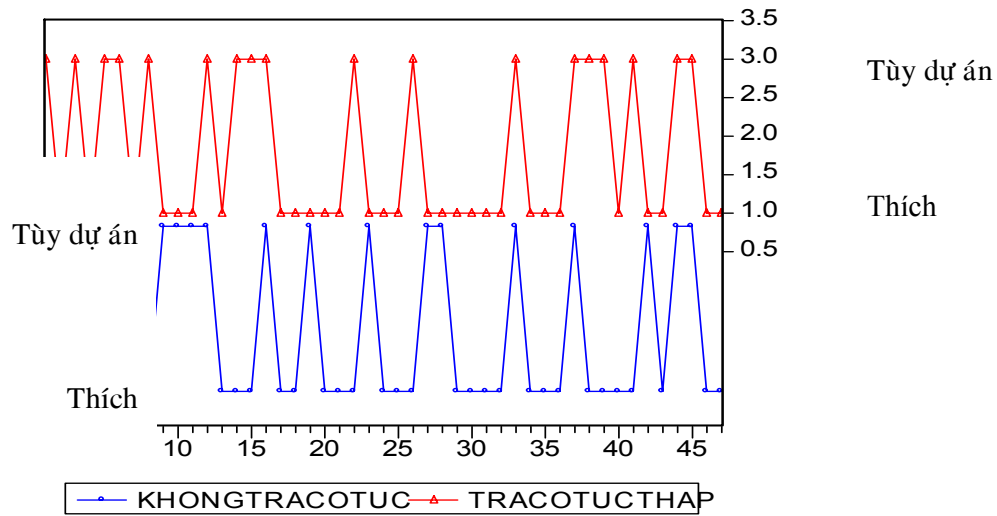
Do thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay đang trên đà tăng trưởng, tình hình kinh tế rất lạc quan, nên các nhà đầu tư ngắn hạn thích nhận cổ tức bằng cổ phiếu để có thể hưởng chênh lệch lãi vốn (thường cao hơn rất nhiều so với cổ tức). Họ sẽ bán ngay các cổ phiếu khi được giá. Còn các nhà đầu tư dài 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 lý 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

(Nguồn: “Chính sách cổ tức: Lý thuyết và thực tiễn tại một số công ty cổ phần khu vực TPHCM” của Phạm Thị Thanh Xuân)

PHU LUC 10. Một vài ý kiến về chính sách cổ tức từ một số bài báo lớn trên thế giới:

Liên quan tới cổ tức và chính sách cổ tức, tôi xin trích một số ý kiến từ một số bài báo danh tiếng sau:

- “Quá khứ đã cho thấy, những thay đổi trong cổ tức thường đi sau đó là những dấu hiệu của khả năng tạo ra lợi nhuận của doanh nghiệp và đồng thời báo hiệu rằng ban điều hành doanh nghiệp tự tin vào tương lai. Bởi vì những sự cắt giảm cổ tức được xem như là một tín hiệu rất xấu, nhiều công ty ghét phải nâng tỉ lệ chi trả cổ tức đến một mức độ không thể chịu được”. (*The New York Times*, January 3, 1997, Section D, p.4)
 - “Các nhà quản lý doanh nghiệp trên thế giới rõ ràng hòa hợp với các hệ quả thuế của việc mua lại khi so sánh với cổ tức. Xét trường hợp của Reuters Holding, một công ty truyền thông lớn có trụ sở ở London, đã thay việc trả cổ tức bằng động tác hiệu quả là mua lại 5% cổ phiếu của nó vào tháng 10 năm 1996, sau khi chính phủ Anh công bố sẽ thắt chặt hơn chính sách thuế trên những hành động như thế... Thay vì sử dụng cấu trúc cổ tức đặc biệt, ...”Reuters có thể cân nhắc việc gia tăng gấp đôi cổ tức thông thường của hãng”. (*The Wall Street Journal*, October 9, 1996, p. A18)
 - “Một bất lợi của việc trả cổ tức nhiều hơn là nó sẽ làm xói mòn đi lượng tiền mặt dùng khi công ty suy thoái. Tất cả 3 hãng xe hơi lớn nhanh chóng tiêu mất lượng tiền mặt dự trữ của họ trong suốt cuộc suy thoái cách đây 5 năm. Chi trả cổ tức nhiều hơn và lượng tiền mặt dự trữ ít hơn cũng có nghĩa là ít sự đảm bảo hơn cho cổ đông ở một mức độ nào đó về khả năng trả nợ khi khó khăn. Kết quả là, các công ty với việc chi trả cổ tức một cách hào phóng có xu hướng hạ thấp xếp hạng tín dụng, mà điều này sẽ làm gia tăng chi phí vay mượn của họ”. (*The New York Times*, May 17, 1996, Section D, p.1)
 - “Các thay đổi trong chính sách cổ tức có xu hướng trung khớp với việc công bố những tin tức quan trọng khác liên quan tới công ty. Một vài công ty, như Microsoft và Intel, không trả cổ tức bởi vì họ có thể tạo ra lợi nhuận cao hơn cho những cổ đông đầu tư lợi nhuận của họ vào lại công ty. Thật thú vị khi có bằng chứng rằng các nhà đầu tư thường đánh giá thấp và không đầy đủ về tầm quan
-

trọng của những cổ tức biến động bất thường. Trong một vài cuộc nghiên cứu gần đây, các nhà kinh tế không ngạc nhiên khi thấy rằng giá cổ phiếu của những công ty cắt giảm cổ tức thường là thấp hơn giá của những công ty gia tăng cổ tức trong thời điểm 12 tháng trước thời điểm công bố cắt giảm”. (*The Detroit News*, August 54, 1996, p. F2)

- “Các lý thuyết tài chính nói rằng việc chia tách cổ phiếu, mua lại và cắt giảm cổ tức không nên ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, nhưng chúng lại có ảnh hưởng bởi vì các nhà đầu tư tin rằng các nhà quản lý đang cố gắng truyền đạt thông tin với những hành động như thế... một sự cắt giảm cổ tức gợi ý rằng những người bên trong doanh nghiệp suy đoán lợi nhuận sẽ suy giảm trong nhiều năm. Những động thái này đã đạt được những kết quả trong việc phát tín hiệu một phần bởi vì các nhà đầu tư không tin vào những nhà quản lý nói với họ sự thật”. (*The Economist*, August 15, 1992, p.14)
-

PHỤ LỤC 11. Thống kê chính sách cổ tức của Mỹ từ 1960 đến 2003.

<i>Năm</i>	<i>Tỉ suất lợi nhuận</i>	<i>Tỉ suất cổ tức</i>	<i>Tỉ lệ lợi nhuận trả cổ tức</i>
1960	5,34%	3,41%	63,86%
1961	4,71%	2,85%	60,51%
1962	5,81%	3,40%	58,52%
1963	5,51%	3,13%	56,81%
1964	5,62%	3,05%	54,27%
1965	5,73%	3,06%	53,40%
1966	6,74%	3,59%	53,26%
1967	5,66%	3,09%	54,59%
1968	5,51%	2,93%	53,18%
1969	6,63%	3,52%	53,09%
1970	5,98%	3,46%	57,86%
1971	5,46%	3,10%	56,78%
1972	5,23%	2,70%	51,63%
1973	8,16%	3,70%	45,34%
1974	13,64%	5,43%	39,81%
1975	8,55%	4,14%	48,42%
1976	9,07%	3,93%	43,33%
1977	11,43%	5,11%	44,71%
1978	12,11%	5,39%	44,51%
1979	13,48%	5,53%	41,02%
1980	11,04%	4,74%	42,93%
1981	12,39%	5,57%	44,96%
1982	9,83%	4,93%	50,15%
1983	8,06%	4,32%	53,60%
1984	10,07%	4,68%	46,47%
1985	7,42%	3,88%	52,29%
1986	5,96%	3,38%	56,71%
1987	6,49%	3,71%	57,16%
1988	8,20%	3,68%	44,88%
1989	6,80%	3,32%	48,82%
1990	6,58%	3,74%	56,84%
1991	4,58%	3,11%	67,90%
1992	4,16%	2,90%	69,71%
1993	4,25%	2,72%	64,00%
1994	5,89%	2,91%	49,41%
1995	5,74%	2,30%	40,07%
1996	4,83%	2,01%	41,61%
1997	4,08%	1,60%	39,24%
1998	3,11%	1,32%	42,37%
1999	3,07%	1,14%	36,99%
2000	3,94%	1,23%	31,28%
2001	3,85%	1,37%	35,59%
2002	5,37%	1,83%	34,04%
2003	4,87%	1,61%	33,06%

PHỤ LỤC 12. Vài số liệu cổ tức của các công ty lớn trên thế giới.

JPMorgan Chase & Co. (JPM)

	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Dividends	\$1.48	\$1.44	\$1.36	\$1.36	\$1.36	\$1
Price	\$43.82	\$43.52	\$48.3	\$39.69	\$39.01	\$36.73
Yield	3.38 %	3.31 %	2.82 %	3.43 %	3.49 %	2.72 %

Citigroup Inc. (C)

	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Dividends	\$1.94	\$2.16	\$1.96	\$1.76	\$1.6	\$1
Price	\$26.03	\$45.48	\$55.7	\$48.53	\$48.18	\$48.54
Yield	7.45 %	4.75 %	3.52 %	3.63 %	3.32 %	2.06 %

Microsoft Corporation (MSFT)

	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Dividends	\$0.41	\$0.41	\$0.37	\$0.32	\$3.16	\$0
Price	\$28.56	\$28.44	\$29.86	\$26.15	\$26.72	\$27.29
Yield	1.44 %	1.44 %	1.24 %	1.22 %	11.83 %	0 %

Intel Corporation (INTC)

	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Dividends	\$0.467	\$0.452	\$0.4	\$0.32	\$0.16	\$0
Price	\$20.27	\$25.07	\$20.25	\$24.96	\$23.39	\$32.05
Yield	2.3 %	1.8 %	1.98 %	1.28 %	0.68 %	0 %

International Business Machines (IBM)

	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Dividends	\$0.8	\$0.8	\$0	\$0	\$0	\$0
Price	\$103.27	\$115.55	\$97.15	\$82.2	\$98.58	\$92.68
Yield	0.77 %	0.69 %	0 %	0 %	0 %	0 %

The Coca-Cola Company (KO)

	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Dividends	\$1.36	\$1.36	\$1.24	\$1.12	\$1	\$0
Price	\$59.25	\$63.81	\$48.25	\$40.31	\$41.64	\$50.75
Yield	2.3 %	2.13 %	2.57 %	2.78 %	2.4 %	0 %

Nike Inc. (NKE)

	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Dividends	\$0.785	\$0.785	\$0.65	\$0.53	\$0.425	\$0.31
Price	\$60.64	\$64.31	\$99.03	\$86.79	\$90.69	\$68.46
Yield	1.29 %	1.22 %	0.66 %	0.61 %	0.47 %	0.45 %

General Motors Corporation (GM)

	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Dividends	\$1	\$1	\$1	\$2	\$2	\$2
Price	\$25.8	\$29.83	\$30.72	\$19.42	\$40.06	\$53.4
Yield	3.88 %	3.35 %	3.26 %	10.3 %	4.99 %	3.75 %

Merrill Lynch & Co., Inc. (MER)

	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Dividends	\$1.4	\$1.4	\$1	\$0.76	\$0.64	\$0.64
Price	\$52.19	\$73.18	\$72.71	\$59.71	\$52.56	\$54.31
Yield	2.68 %	1.91 %	1.38 %	1.27 %	1.22 %	1.18 %

PHỤ LỤC 1. Thống kê cổ tức của các công ty niêm yết tại sàn HOSE từ năm 2002-2007

TT	Mã CK	Cổ tức						EPS						Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm					
		Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002
1	ABT	30%	20%	20%	N/A	N/A	N/A	7.830	7.690					90	108				
2	ACL	33%	0%	0%	0%	0%	0%							84,5					
3	AGF	12%	6%	8%	18%	24%	24%	3.620	7.280	4.585	4.330	5.500		83	112	42	35,5	29,3	28
4	ALP	N/A	30%	0%	N/A	N/A	N/A	3.480						66					
5	ALT	8%	N/A	12%	N/A	N/A	N/A	4.150	3.190					82	58				
6	ANV	18%	0%	0%	N/A	N/A	N/A	6.180						90					
7	ASP	15%	0%	19%	N/A	N/A	N/A	2.350											
8	BBC	8%	5%	12%	12%	12%	12%	2.330	2.990	2.194	1.639	800		100	42	21,9	16,8	11,1	15,7
9	BBT	N/A	N/A	0%	0%	10%	24%		490	186	0			22,3	14	11	10,5		
10	BHS	8%	N/A	20%	N/A	N/A	N/A	3.180	4.140					49,5	48,8				
11	BMC	25%	20%	N/A	N/A	N/A	N/A	7.470	20.180					332	52,5				
12	BMP	10%	29%	18%	N/A	N/A	N/A	6.710	8.070					165	146				
13	BPC	15%	15%	15%	15%	15%	15%	2.900	2.420	2.221	2.046	2.600		37	24,1	16,2	16,9	15,3	19,1
14	BT6	N/A	8%	15%	15%	15%	15%	3.400	4.360	3.463	4.751	2.600		59,5	55	31	31,7	18,8	18,6
15	BTC	N/A	N/A	0%	0%	0%	12%	-100	220	16	0	400		72	12,8	8,1	14,7	16,4	19,6
16	CAN	12%	13%	13%	5%	6%	17%	2.050	2.100	2.099	785	1.600		26,8	25	17,2	15	14	18,1
17	CII	14%	7%	12%	N/A	N/A	N/A	2.800	2.040					64	48				
18	CLC	12%	12%	12%	N/A	N/A	N/A	4.620	3.580					50	47,1				

TT	Mã CK	Cổ tức						EPS						Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm					
		Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002
19	COM	N/A	18%	15%	N/A	N/A	N/A	3.250	4.010					58	42				
20	CYC	N/A	N/A	0%	0%	0%	0%	550	-800					18	15				
21	DCC	5%	12%	15%	N/A	N/A	N/A	2.850						57					
22	DCT	15%	14%	18%	N/A	N/A	N/A	2.480	3.430					27,5	27				
23	DHA	10%	20%	30%	20%	30%	30%	3.970	4.100	9.516	6.462			60	68	43	31,4		
24	DHG	25%	15%	25%	N/A	N/A	N/A	7.000	8.710					234	245				
25	DIC	N/A	18%	18%	0%	0%	0%	4.080	3.740					61,5	39				
26	DMC	18%	21%	22%	22%	0%	0%	5.360	4.830					163	138				
27	DNP	15%	37%	7%	N/A	N/A	N/A	1.870	6.270					47,5	46				
28	DPC	N/A	N/A	12%	0%	3%	10%	1.930	1.740	1.487	192	400		39	31,6	12,2	9	10,2	15
29	DPM	10%	0%	0%	0%	0%	0%							74					
30	DPR	30%	0%	0%	0%	0%	0%							85					
31	DQC	100%	120%	92%	0%	0%	0%	15.860											
32	DRC	30%	11%	0%	0%	0%	0%	5.440	6.710					123	95				
33	DTT	7%	12%	12%	N/A	N/A	N/A	1.410	3.060					33,8	51,5				
34	DXP	15%	5%	14%	N/A	N/A	N/A	2.920	3.280					49	45,5				
35	DXV	N/A	0%	0%	0%	0%	0%												
36	FBT	8%	0%	0%	0%	0%	0%												
37	FMC	18%	25%	25%	28%	N/A	N/A	3.990	5.160					50,5	88,5				
38	FPC	N/A	20%	20%	N/A	N/A	N/A	2.440	2.700					52,5	32				
39	FPT	36%	6%	15%	N/A	N/A	N/A	7.940	8.070					223	460				

TT	Mã CK	Cổ tức						EPS						Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm					
		Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002
40	GIL	16%	8%	16%	16%	24%	25%	3.500	4.750	4.413	8.727	5.100		48,6	51,5	32	32	23,3	43,1
41	GMC	15%	18%	18%	N/A	N/A	N/A	3.920	4.270					56	56,5				
42	GMD	15%	12%	12%	24%	12%	32%	5.020	4.060	6.523	5.675	4.700		133	137	69,5	52,5	37,5	39
43	GTA	13%	13%	N/A	N/A	N/A	N/A	1.650						37,1					
44	HAP	N/A	12%	20%	10%	30%	30%	8.890	3.470	4.486	3.915	4.500		78	34,7	22,8	23,8	26,7	36,2
45	HAS	15%	15%	15%	15%	15%	14%	3.100	8.400	5.254	4.354	4.500		58	54,5	32,8	26,2	21,5	21,2
46	HAX	9%	N/A	12%	N/A	N/A	N/A	3.210	1.140					76	40,2				
47	HBC	N/A	10%	5%	N/A	N/A	N/A	3.140	3.080					118	98				
48	HBD	15%	23%	7%	N/A	N/A	N/A	1.610	2.190					41,5	30				
49	HDC	18%	20%	16%	N/A	N/A	N/A	3.610						107					
50	HMC	12%	10%	N/A	N/A	N/A	N/A	2.110	1.870					43	34				
51	HPG	10%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	4.940						95					
52	HRC	30%	60%	50%	N/A	N/A	N/A	7.770	8.690					168	163				
53	HSI	11%	14%	N/A	N/A	N/A	N/A	4.110						41					
54	HT1	7%	0%	0%	N/A	N/A	N/A	1.150						46,3					
55	HTV	12%	13%	13%	N/A	N/A	N/A	2.070	3.130					41,5	25,6				
56	ICF	N/A	10%	0%	N/A	N/A	N/A	1.660						37,2					
57	IFS	16%	9%	N/A	N/A	N/A	N/A	2.490	3.620					37,5	43				
58	IMP	20%	10%	25%	N/A	N/A	N/A	5.500	4.620					187	100				
59	ITA	N/A	30%	23%	N/A	N/A	N/A	4.470	3.100					126	88,5				
60	KDC	9%	18%	16%	16%	16%	16%	6.690	5.280	3.966	3.292			194	142	54			

TT	Mã CK	Cổ tức						EPS						Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm					
		Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002
61	KHA	10%	12%	18%	19%	15%	16%	1.380	2.210	4.461	3.389	2.500		30,2	24,5	21,3	24,3	16,2	23,3
62	KHP	12%	8%	6%	0%	0%	0%	2.650	1.440					39,9	26,9				
63	L10	7%	0%	0%	0%	0%	0%	1.920						56					
64	LAF	N/A	N/A	11%	18%	16%	18%	3.640	-3.050	3.461	12.103	4.100		53	14,2	20,3	32,4	17,8	24,4
65	LBM	6%	N/A	10%	N/A	N/A	N/A	1.520	2.110					39,5	28,1				
66	LGC	15%	15%	30%	N/A	N/A	N/A	1.950	2.640					69	44,6				
67	LSS	N/A	20%	20%	N/A	N/A	N/A	2.780											
68	MCP	N/A	6%	N/A	N/A	N/A	N/A	2.840	2.770					43,7	38				
69	MCV	12%	6%	0%	0%	0%	0%	1.980	940					31,4	49,9				
70	MHC	12%	N/A	15%	12%	10%	10%	3.120	2.340	2.418	2.390			50	30,4	23,3			
71	MPC	15%	10%	0%	0%	0%	0%	2.150						60					
72	NAV	N/A	6%	12%	12%	N/A	N/A	3.290	8.090					138	112				
73	NHC	19%	21%	17%	21%	19%	0%	4.210	4.750	3.737	2.953			51	37,1	24,5			
74	NKD	9%	18%	18%	18%	16%	14%	7.850	6.820	4.849	4.745			176	130	54	30,9		
75	NSC	19%	11%	17%	N/A	0%	0%	3.380	5.780					51,5	52				
76	NTL	N/A	60%	40%	N/A	0%	0%	15.600						291					
77	PAC	5%	15%	15%	0%	0%	0%	3.470	2.510					68	50				
78	PET	6%	N/A	0%	0%	0%	0%	1.190						55					
79	PGC	12%	6%	12%	12%	0%	0%	1.870	1.890					50	58				
80	PIT	5%	N/A	N/A	N/A	0%	0%	4.250											
81	PJT	14%	14%	12%	N/A	N/A	N/A	1.970	3.240					69,5	47,2				

TT	Mã CK	Cổ tức						EPS						Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm					
		Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002
82	PMS	12%	14%	12%	12%	12%	12%	1.690	1.650	1.888	1.887	1.600		29	27,1	14,4	16,6	14,6	
83	PNC	11%	6%	12%	12%	13%	N/A	1.920	1.670	1.420	1.824			37,2	23,4	16,6			
84	PPC	15%	12%	0%	0%	0%	0%	2.540	4.080					59,5					
85	PVD	19%	13%	0%	N/A	N/A	N/A	5.280	2.170					152	167				
86	PVT	2%	0%	0%	0%	0%	0%							75,5					
87	RAL	9%	16%	16%	N/A	0%	0%	5.800	6.010					98	111				
88	REE	N/A	16%	14%	13%	12%	12%	5.580	5.560	2.408	2.501	1.600		137	133	34,4	23,8	15,9	19,8
89	RHC	N/A	20%	20%	N/A	N/A	N/A	4.320	4.380					45,5	35,5				
90	RIC	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.440						75					
91	SAF	20%	17%	12%	0%	0%	0%	4.010	3.540					55	42				
92	SAM	25%	8%	16%	16%	16%	16%	3.400	5.530	4.410	3.124	3.500		137	148	47	38	21,4	30,7
93	SAV	14%	16%	16%	16%	16%	16%	1.870	3.280	3.722	4.175	3.400		51	47	31	31,5	16,6	16,5
94	SBT	12%	0%	0%	0%	0%	0%												
95	SC5	N/A	20%	20%	N/A	N/A	N/A	9.250						180					
96	SCD	12%	7%	12%	N/A	N/A	N/A	2.590	2.030					40	52				
97	SDN	N/A	9%	12%	N/A	N/A	N/A	3.070	2.150					51	66,5				
98	SFC	15%	20%	17%	15%	15%	13%	2.860	4.640	3.924	3.919			60,5	41	28,5	19,8		
99	SFI	N/A	20%	18%	N/A	N/A	N/A	3.530	12.230					118	110				
100	SFN	6%	25%	23%	N/A	N/A	N/A	1.730	2.300					30,9	101				
101	SGC	12%	30%	18%	N/A	N/A	N/A	4.650	4.400					58	43				
102	SGH	7%	5%	10%	9%	6%	6%	2.440	1.630	1.447	1.391	1.300		126	55,5	18	14,4	14,1	14,1

TT	Mã CK	Cổ tức						EPS						Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm					
		Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002
103	SGT	N/A	0%	0%	N/A	N/A	N/A	4.730						51					
104	SHC	16%	7%	15%	N/A	N/A	N/A	2.520	1.490						29				
105	SJ1	16%	21%	15%	N/A	N/A	N/A	2.550	2.850					39	34				
106	SJD	N/A	14%	17%	N/A	N/A	N/A	2.630	3.480					39	42,2				
107	SJS	N/A	20%	25%	N/A	N/A	N/A	8.880	30.700					250	560				
108	SMC	5%	14%	12%	N/A	N/A	N/A	4.940	4.450					60	37				
109	SSC	12%	20%	20%	20%	20%	20%	2.240	4.010	4.896	4.751			63	72	44			
110	SSI	30%	45%	45%	55%	N/A	N/A	8.240						168					
111	ST8	N/A	43%	23%	N/A	N/A	N/A	6.550						75,5					
112	STB	N/A	14%	14%	14%	14%	N/A	3.070	2.040					65,5	72				
113	TAC	15%	12%	12%	N/A	N/A	N/A	6.620	2.420					123	65				
114	TCM	7%	6%	N/A	N/A	N/A	N/A	4.300						75					
115	TCR	N/A	N/A	0%	0%	N/A	N/A	2.330	2.220					28,6	35				
116	TCT	24%	8%	N/A	N/A	N/A	N/A	9.950	8.210					330	59,5				
117	TDH	10%	5%	N/A	N/A	N/A	N/A	6.200	8.660					138	192				
118	TMC	17%	22%	22%	N/A	N/A	N/A	4.260	4.860					52	52				
119	TMS	15%	15%	15%	15%	22%	22%	2.950	3.900	4.068	4.391	7.100		82	68	43,4	32,5	33	36,3
120	TNA	20%	20%	20%	18%	15%	22%	4.350	3.890	3.270	2.866			53	39,5	31			
121	TNC	10%	10%	N/A	N/A	N/A	N/A	1.760						36,5					
122	TPC	N/A	20%	25%	25%	N/A	N/A	2.940						53					
123	TRC	30%	0%	0%	N/A	N/A	N/A	5.910						122					

TT	Mã CK	Cổ tức						EPS						Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm					
		Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002
124	TRI	15%	15%	15%	15%	18%	18%	2.370	1.910	1.255	1.976	5.000		45,5	38,8	28	20,5	20	23,2
125	TS4	12%	5%	12%	12%	12%	18%	1.460	3.170	2.074	2.831	2.900		42,4	31,5	26	17,5	17	18,5
126	TSC	40%	19%	N/A	N/A	N/A	N/A	9.330						93,5					
127	TTC	13%	12%	10%	N/A	N/A	N/A	1.800	1.900					27	16,5				
128	TTF	N/A	15%	N/A	N/A	N/A	N/A	4.750											
129	TTP	6%	15%	15%	N/A	N/A	N/A	4.070	4.880					106	81				
130	TYA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.070	2.170					33	49,5				
131	UIC	N/A	N/A	13%	0%	0%	0%	2.820						68,5					
132	UNI	5%	15%	N/A	N/A	N/A	N/A	2.450	4.760					58	40				
133	VFC	10%	15%	15%	N/A	N/A	N/A	2.600	2.100					67	29,5				
134	VGP	14%	14%	N/A	N/A	N/A	N/A	3.110	4.090					49	48,5				
135	VHC	15%	0%	0%	0%	0%	0%							63,5					
136	VHG	20%	20%	6%	N/A	N/A	N/A	4.500											
137	VIC	N/A	0%	N/A	N/A	N/A	N/A	2.960						155					
138	VID	N/A	10%	17%	N/A	N/A	N/A	1.370	2.090					33,4	91				
139	VIP	12%	12%	N/A	N/A	N/A	N/A	2.560	1.980					54	57				
140	VIS	10%	10%	11%	N/A	N/A	N/A	1.380	1.750					63	39,8				
141	VNE	15%	28%	0%	0%	0%	0%	2.850						55,5					
142	VNM	29%	19%	17%	N/A	N/A	N/A	5.540	4.400					166	125				
143	VPK	12%	10%	7%	N/A	N/A	N/A	1.340	1.840					24	25				
144	VPL	0%	0%	N/A	N/A	N/A	N/A	1.410											

TT	Mã CK	Cổ tức						EPS						Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm					
		Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002
145	VSC	N/A	22%	18%	15%	45%	N/A	8.290											
146	VSH	14%	8%	N/A	N/A	N/A	N/A	2.010	2.170					46,7	49,6				
147	VTA	12%	5%	7%	N/A	N/A	N/A	1.700	590					24,6	22				
148	VTB	10%	22%	22%	N/A	N/A	N/A	2.790	3.100					41	51,5				
149	VTC	N/A	N/A	14%	14%	14%	14%	1.990	1.270	4.022	4.522	6.000		46	32,5	32,9	32	30,5	
150	VTO	12%	12%	N/A	N/A	N/A	N/A	3.320						59,5					

PHỤ LỤC 2. Thống kê cổ tức của các công ty niêm yết tại sàn HASTC từ năm 2005-2007

TT	Mã CK	Tên công ty	Cổ tức			EPS			Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm		
			Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
1	ACB	Ngân hàng Thương mại CP Á Châu	38%	38%	55%		4.935	8.095		150	164
2	B82	Cty CP 482	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
3	BBS	Cty CP Bao bì xi măng Bút Sơn	14%	11%	N/A	1.207	1.748	1.692	12	13,5	25,3
4	BCC	Cty CP Xi măng Bim Sơn	0%	5%	7%		710	1.494		21	29,5
5	BHV	Cty CP Viglacera Bá Hiến	N/A	12%	15%		1.801	2.227		15,4	27,2
6	BMI	Tổng Cty CP Bảo Minh	11%	12%	N/A		2.321	1.874		103,7	79,4
7	BTH	CTCP Chế tạo biến thế và Vật liệu điện Hà Nội	3%	12%	12%		N/A	1.424			
8	BTS	Cty CP Xi măng Bút Sơn	N/A	7%	N/A		1.214	1.125		22,5	33
9	BVS	Cty CP Chứng khoán Bảo Việt	15%	20%	N/A		5.271	14.388		215	210
10	C92	CTCP Xây dựng Công trình Giao thông 492	N/A	N/A	N/A		N/A	2.672			96

TT	Mã CK	Tên công ty	Cổ tức			EPS			Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm		
			Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
11	CAP	CTCP Lâm Nông sản Thực phẩm Yên Bái	N/A	N/A	N/A		N/A	2.929			
12	CDC	CTCP Đầu tư và Xây lắp Chương Dương	12%	40%	15%		5.512	9.765			144
13	CIC	Cty CP Đầu tư và Xây dựng COTEC	30%	25%	10%		3.655	2.885		45	48,7
14	CID	Cty CP Xây dựng và phát triển cơ sở hạ tầng	12%	15%	10%	1.418	1.872	1.141	10,8	14	58
15	CJC	Cty CP Cơ điện Miền Trung	N/A	15%	20%		3.059	4.235		45,2	45,2
16	CMC	Cty CP Xây dựng và Cơ khí Số 1	N/A	11%	N/A		3.402	10.413		29,2	100
17	CTB	Cty CP Chế tạo Bơm Hải Dương	12%	13%	15%		3.088	3.145		21	42
18	CTN	Cty CP Xây dựng Công trình ngầm	15%	15%	N/A		4.617	3.182		37,2	50
19	DAC	Cty CP Viglacera Đông Anh	N/A	12%	N/A		1.441	1.727		15	33,9
20	DAE	CTCP Sách Giáo dục tại Tp.Đà Nẵng	15%	15%	15%		3.859	5.217		34,5	93
21	DBC	Cty CP Nông sản Bắc Ninh	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
22	DCS	CTCP Đại Châu	N/A	N/A	N/A		N/A	2.938			47
23	DHI	Cty CP In Diên Hồng	14%	15%	11%		4.241	2.362		23,1	56,5

TT	Mã CK	Tên công ty	Cổ tức			EPS			Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm		
			Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
24	DST	Công ty cổ phần Sách và Thiết bị Giáo dục Nam Định	N/A	N/A	7%		N/A	1.447			45,5
25	DTC	Cty CP Đông Triều Viglacera	17%	20%	20%		2.935	4.309		17	40,1
26	EBS	Cty CP Sách Giáo dục tại Tp.Hà Nội	15%	13%	N/A		8.352	6.649		70	94
27	GHA	Cty CP Giấy Hải Âu	15%	15%	N/A	3.356	3.836	5.742	13,5	21	85
28	HAI	Cty CP Nông dược H.A.I	21%	21%	20%		4.178	4.505		63,5	67,9
29	HBE	CTCP Sách - Thiết bị trường học Hà Tĩnh	N/A	N/A	10%		N/A	N/A			
30	HCC	CTCP Bê tông Hoà Cầm	N/A	N/A	N/A		N/A	2.788			53
31	HCT	CTCP Thương mại - Dịch vụ - Vận tải Xi măng Hải	N/A	N/A	12%		N/A	6.022			70
32	HEV	CTCP Sách Đại học - Dạy nghề	N/A	N/A	18%		N/A	3.086			60,5
33	HHC	CTCP Bánh kẹo Hải Hà	12%	15%	N/A		4.117	4.475			56,5
34	HJS	Cty CP Thủy điện Nậm Mu	N/A	9%	N/A		1.460	1.177		28	27,5
35	HLY	Cty CP Viglacera Hạ Long I	17%	18%	19%		2.491	2.616		20,1	50,8
36	HNM	Cty CP Sữa Hà Nội	N/A	10%	13%		1.486	1.656		55	34,3

TT	Mã CK	Tên công ty	Cổ tức			EPS			Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm		
			Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
37	HPC	Cty CP Chứng khoán Hải Phòng	5%	12%	12%		5.681	9.221		74	106,5
38	HPS	CTCP Đá Xây dựng Hoà Phát	12%	8%	7%		852	773		14,6	31
39	HSC	Cty CP Hacinco	20%	24%	24%	2.379	3.105	4.045	58,8	36,9	196
40	HTP	Cty CP In sách giáo khoa Hoà Phát	15%	39%	12%		2.964	1.668		25,5	39,7
41	ILC	Cty CP Hợp tác lao động với nước ngoài	15%	15%	N/A		8.879	14.896	18	32	114
42	KBC	CTCP Phát triển Đô thị Kinh Bắc	N/A	N/A	43%		N/A	4.533			194,9
43	KLS	CTCP Chứng khoán Kim Long	N/A	20%	20%		5.828	5.828			
44	KMF	CTCP Mirae Fiber	N/A	N/A	N/A		N/A	327			32,3
45	LBE	CTCP Sách và Thiết bị Trường học Long An	N/A	N/A	N/A		N/A	N/A			
46	LTC	Cty CP Điện nhẹ Viễn Thông	20%	25%	N/A		3.731	3.875		46	45,7
47	LUT	CTCP Xây dựng Công trình Lương Tài	N/A	N/A	6%		N/A	1.258			
48	MCO	Cty CP MCO Việt Nam	15%	17%	10%		2.062	3.842		27	52
49	MEC	Cty CP Cơ khí lắp máy Sông Đà	N/A	15%	12%		3.166	4.889		32,3	58

TT	Mã CK	Tên công ty	Cổ tức			EPS			Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm		
			Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
50	MIC	CTCP Kỹ nghệ Khoáng sản Quảng Nam	N/A	N/A	N/A		N/A	2.524			240,1
51	NBC	Cty CP Than Núi Béo	N/A	11%	12%		5.590	8.739		36,3	73
52	NGC	Cty CP Chế biến XK Ngô Quyền	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
53	NLC	Cty CP Thủy điện Nà Loi	14%	9%	N/A		1.154	3.856		26,5	24,5
54	NPS	Cty CP May Phú Thịnh, Nhà Bè	N/A	15%	40%		3.753	4.312		18,8	67,3
55	NST	Cty CP Ngân Sơn	N/A	22%	18%		4.156	3.572		32	40
56	NTP	Cty CP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong	24%	70%	N/A		9.417	7.718		147	113,9
57	NVC	CTCP Nam Vang	N/A	N/A	12%		N/A	1.691			
58	PAN	Cty CP Xuyên Thái Bình	24%	15%	40%		6.514	12.382		73	162
59	PGS	CTCP Kinh doanh Khí hoá lỏng miền Nam	N/A	N/A	N/A		N/A	698			54,8
60	PJC	Cty CP Thương mại và Vận tải Petrolimex Hà Nội	N/A	13%	13%		2.506	2.587		35	46
61	PLC	Cty CP Hoá dầu Petrolimex	N/A	12%	N/A		2.407	3.600		71,4	52,6
62	POT	Cty CP Thiết bị Bru điện	N/A	15%	16%		3.962	2.008		53	45,5

TT	Mã CK	Tên công ty	Cổ tức			EPS			Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm		
			Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
63	PPG	Cty CP Sản xuất Thương mại Dịch vụ Phú Phong	10%	10%	N/A		807	1.754		38,1	34,7
64	PSC	Cty CP Vận tải và Dịch vụ Petrolimex Sài Gòn	N/A	18%	18%		3.918	4.749		40	58
65	PTC	CTCP Đầu tư và Xây dựng Bưu điện	N/A	15%	16%		6.304	2.442		49	59
66	PTS	Cty CP Vận tải và Dịch vụ Petrolimex Hải Phòng	13%	14%	17%		2.265	8.244		25	52
67	PVC	CTCP Dung dịch khoan và Hoá phẩm Dầu khí	N/A	16%	N/A		2.574	3.148			131,6
68	PVE	CTCP Tư vấn Đầu tư và Thiết kế Dầu khí	N/A	N/A	N/A		N/A	2.842			
69	PVI	Tổng Cty CP Bảo hiểm Dầu khí Việt Nam	N/A	N/A	15%		N/A	4.055			79,9
70	PVS	Tổng Cty CP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí	N/A	N/A	14%		N/A	3.206			121,3
71	QNC	CTCP Xi măng và Xây dựng Quảng Ninh	N/A	N/A	30%		N/A	4.820			
72	RCL	Cty CP Địa ốc Chợ Lớn	23%	24%	N/A		7.345	6.681			316
73	S12	Công ty cổ phần Sông Đà 12	N/A	N/A	N/A		N/A	3.764			
74	S55	Cty CP Sông Đà 505	N/A	20%	15%		6.511	7.570		26,2	113
75	S64	Cty CP Sông Đà 6.04	N/A	16%	14%		4.950	3.521		23,4	110

TT	Mã CK	Tên công ty	Cổ tức			EPS			Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm		
			Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
76	S91	Cty CP Sông Đà 9.01	N/A	15%	16%		3.236	3.055		20	85
77	S96	CTCP Sông Đà 9.06	N/A	N/A	N/A		N/A	5.592			
78	S99	Cty CP Sông Đà 9.09	N/A	50%	N/A		6.474	21.183		34,1	353
79	SAP	Cty CP In sách giáo khoa tại Tp.Hồ Chí Minh	15%	18%	10%		3.119	2.210		20,5	67,5
80	SCC	Cty CP Xi măng Sông Đà	N/A	19%	16%		2.784	2.361		25	51,5
81	SCJ	Cty CP Xi măng Sài Sơn	11%	24%	N/A		15.987	10.457			204
82	SD2	CTCP Sông Đà 2	N/A	N/A	N/A		N/A	8.464			142
83	SD3	Cty CP Sông Đà 3	N/A	13%	13%		2.007	4.098		23	83
84	SD5	CTCP Sông Đà 5	N/A	15%	N/A		4.984	9.124		33,5	95,4
85	SD6	Cty CP Sông Đà 6	N/A	15%	15%		4.605	7.465		25,2	98,6
86	SD7	Cty CP Sông Đà 7	N/A	16%	12%		7.106	11.372		29,7	139,1
87	SD9	Cty CP Sông Đà 9	N/A	15%	N/A		3.444	7.730		27	87,6
88	SDA	Cty CP SIMCO Sông Đà	N/A	25%	N/A		10.089	3.541		57,5	173

TT	Mã CK	Tên công ty	Cổ tức			EPS			Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm		
			Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
89	SDC	Cty CP Tư vấn Sông Đà	N/A	20%	17%		6.746	7.217		48,1	130
90	SDD	CTCP Đầu tư và Xây lắp Sông Đà	N/A	N/A	14%		N/A	3.970			
91	SDJ	CTCP Sông Đà 25	N/A	N/A	48%		N/A	4.680			104,9
92	SDT	Cty CP Sông Đà 10	N/A	18%	N/A		6.087	7.727		66,6	115
93	SDY	CTCP Xi măng Sông Đà Yaly	N/A	12%	15%		1.616	2.548		30	54
94	SGD	Cty CP Sách Giáo dục tại Tp.HCM	N/A	15%	16%		4.689	3.864		45	78
95	SIC	Cty CP Đầu tư - Phát triển Sông Đà	N/A	0%	N/A		190	7.026		37,6	82,5
96	SJC	Công ty cổ phần Sông Đà 1.01	N/A	N/A	17%		N/A	4.185			78,4
97	SJE	Cty CP Sông Đà 11	N/A	16%	16%		4.336	4.275		32	78,1
98	SJM	Công ty cổ phần Sông Đà 19	N/A	N/A	8%		N/A	1.329			
99	SNG	Cty CP Sông Đà 10.1	N/A	20%	25%		7.652	7.575		45	180
100	SRA	Công ty cổ phần SARA Việt Nam	N/A	N/A	N/A		N/A	2.101			
101	SRB	Cty CP Sara	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

TT	Mã CK	Tên công ty	Cổ tức			EPS			Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm		
			Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
102	SSS	Cty CP Sông Đà 6.06	N/A	20%	20%		6.173	4.585			100
103	STC	Cty CP Sách và Thiết bị trường học Tp. Hồ Chí Minh	N/A	6%	12%		2.021	2.425		80,1	68,3
104	STP	CTCP Công nghiệp Thương mại Sông Đà	N/A	16%	16%		4.920	4.844		25,5	99
105	SVC	Cty CP Dịch vụ tổng hợp Sài Gòn	12%	15%	N/A		3.862	4.797		125	84
106	TBC	Cty CP Thủy điện Thác Bà	N/A	6%	10%		3.962	1.351		28,6	25,4
107	TJC	CTCP Dịch vụ Vận tải và Thương mại	N/A	N/A	N/A		N/A	3.798			44,1
108	TKU	Cty CP Công nghiệp Tung Kuang	N/A	15%	N/A		1.085	1.148		30,8	27,9
109	TLC	Cty CP Viên thông Thăng Long	N/A	16%	N/A		5.815	894		76,5	42
110	TLT	Cty CP Gạch men Viglacera Thăng Long	N/A	25%	N/A		8.488	8.807		28,5	77,6
111	TNG	CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	16%	18%	16%		8.042	3.472			55
112	TPH	Cty CP In Sách giáo khoa tại Tp.Hà Nội	N/A	7%	12%		4.295	2.919		23,5	47
113	TST	CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Viễn thông	N/A	N/A	N/A		N/A	7.124			56
114	TXM	Cty CP Thạch cao Xi Măng	N/A	16%	N/A		3.863	2.320		19,2	39,1

TT	Mã CK	Tên công ty	Cổ tức			EPS			Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm		
			Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
115	VBH	Cty CP Điện tử Bình Hoà	N/A	8%	N/A		825	705		30	30
116	VC2	Cty CP Xây dựng số 2	17%	17%	18%		10.548	13.103		71	130,5
117	VC3	CTCP Xây dựng số 3	N/A	3%	17%		N/A	5.019			86,8
118	VC5	Công ty cổ phần xây dựng số 5	N/A	N/A	13%		N/A	3.501			
119	VC6	CÔNG TY CỔ PHẦN VINACONEX 6	N/A	N/A	15%		N/A	1.140			
120	VC7	CTCP Xây dựng số 7	N/A	N/A	11%		N/A	1.433			55
121	VCS	CTCP Đá ốp lát cao cấp Vinaconex	N/A	N/A	20%		N/A	4.192			78
122	VDL	CTCP Thực phẩm Lâm Đồng	N/A	N/A	18%		N/A	6.723			106,5
123	VE9	CTCP Xây dựng Điện VNECO 9	N/A	N/A	18%		N/A	2.470			
124	VFR	Cty CP Vận tải Thuê tàu	N/A	3%	N/A		458	1.709		36,1	38
125	VMC	Cty CP Cơ giới Lắp máy và Xây dựng	N/A	15%	N/A		2.555	5.235		71	79,3
126	VNC	Cty CP Giám định Vinacontrol	N/A	14%	15%		2.425	4.265		34,5	52,8
127	VNR	Tổng Cty CP Tái bảo hiểm quốc gia Việt Nam	9%	13%	N/A		1.763	1.889		47	60,5

TT	Mã CK	Tên công ty	Cổ tức			EPS			Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm		
			Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
128	VSP	Cty CP Đầu tư và Vận tải Dầu khí VINASHIN	N/A	30%	N/A		4.363	12.844		75	166,5
129	VTL	Cty CP Thăng Long	15%	14%	N/A		2.883	3.489	19,5	21,8	44
130	VTS	Cty CP Viglacera Từ Sơn	N/A	17%	N/A		4.402	2.292		19	44,2
131	VTV	Cty CP Vật tư Vận tải Xi măng	N/A	7%	10%		770	4.985		31	34
132	XMC	CTCP Bê tông và Xây dựng Vinaconex Xuân Mai	N/A	N/A	15%		N/A	2.323			50
133	YSC	Cty CP Hapaco Yên Sơn	N/A	N/A	12%		2.933	3.358		58	69