

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH



VŨ VĂN NINH

**HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH TRẢ CỔ TỨC
TRONG CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM
YẾT CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Kinh tế tài chính- Ngân hàng

Mã số: 62.31.12.01

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

HÀ NỘI - 2008

**CÔNG TRÌNH ĐƯỢC HOÀN THÀNH
TẠI HỌC VIỆN TÀI CHÍNH**

Người hướng dẫn khoa học:

- 1. TS. Vũ Bằng**
- 2. TS. Dương Thị Tuệ**

Phản biện 1: GS.,TS. Vũ Văn Hóa
Trường Đại học Kinh doanh và Công nghệ Hà Nội

Phản biện 2: PGS.,TS. Lưu Thị Hương
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Phản biện 3: TS. Đào Lê Minh
Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Luận án sẽ được bảo vệ tại Hội đồng chấm luận án cấp Nhà nước
họp tại: Học viện Tài chính

Vào hồi 15h00 ngày 28 tháng 07 năm 2008

Có thể tìm hiểu luận án tại:

- Thư viện Quốc gia
- Thư viện Học viện Tài chính

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu

Kể từ khi Luật doanh nghiệp ra đời, đã tạo hành lang pháp lý thông thoáng cho các doanh nghiệp được thành lập và thực hiện các hoạt động kinh doanh trong nền kinh tế thị trường. Mặt khác, theo chủ trương sắp xếp, đổi mới nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của các DNNN đã làm xuất hiện ngày càng nhiều công ty cổ phần. Những ưu việt và vai trò của loại hình công ty này đối với nền kinh tế quốc dân là không thể phủ nhận.

Chính sách trả cổ tức là một nội dung quan trọng trong công tác quản trị tài chính công ty. Việc trả cổ tức như thế nào sẽ có ảnh hưởng trực tiếp đến lợi ích của cổ đông và sự phát triển trong tương lai của công ty cổ phần, bởi lẽ về cơ bản lợi nhuận sau thuế của công ty cổ phần được chia là 2 phần: Phần lợi nhuận dành trả cho cổ đông gọi là cổ tức và phần lợi nhuận lưu giữ tái đầu tư.

Đối với các công ty cổ phần ở Việt Nam, đặc biệt là các công ty niêm yết chứng khoán, do còn thiếu hiểu biết hoặc do chưa có một hệ thống lý luận hoàn chỉnh về chính sách trả cổ tức phù hợp với điều kiện Việt Nam để vận dụng, cho nên việc thực hiện trả cổ tức còn mang tính tự phát, chưa có chính sách trả cổ tức hợp lý trong từng giai đoạn.

Trên phương diện khoa học nghiên cứu và khoa học thực nghiệm, trên thế giới đã có rất nhiều công trình nghiên cứu về các khía cạnh khác nhau của chính sách cổ tức trong công ty cổ phần, như các công trình nghiên cứu về dấu hiệu của chính sách cổ tức của các tác giả Bhattacharya (1979), Jonh và Williams (1985), John và Lang (1991)... [II, 2, Tr116]; công trình nghiên cứu ảnh hưởng của chính sách thuế của các tác giả Brennan (1970), Black và Scholes (1974), Rosenber và Marathe (1979), Ang&Peterson (1985)..., công trình nghiên cứu chính sách cổ tức tạo ra xung đột lợi ích của các tác giả Brickley (1983), Lang và Litzenberger (1989), Smith và Watts (1992). Trong số đó, nổi bật nhất là

công trình nghiên cứu chính sách cổ tức trong điều kiện thị trường tài chính hoàn hảo của Merton Miller và Franco Modigliani vào năm 1961.

Ở Việt Nam, do Thị trường chứng khoán mới hình thành được hơn 8 năm cộng với vai trò quản trị tài chính trong các doanh nghiệp còn rất mờ nhạt, nên vẫn chưa có nhiều công trình nghiên cứu về vấn đề chính sách cổ tức của công ty cổ phần. Tính đến nay, mới chỉ có một công trình nghiên cứu khoa học cấp Bộ, một luận án Thạc sỹ và một số công trình nghiên cứu về chính sách cổ tức dưới dạng các bài báo đăng trên các tạp chí chuyên ngành.

Trong bối cảnh đó, với ý nghĩa là muốn thể hiện chính kiến của mình, mang tính chất như một quan điểm tư tưởng rõ ràng về vấn đề này, tác giả đã lựa chọn đề tài: ***‘Hoàn thiện chính sách trả cổ tức trong các công ty cổ phần niêm yết chứng khoán ở Việt Nam’*** làm luận án tiến sỹ kinh tế của mình.

2. Mục đích của đề tài nghiên cứu

Đề tài sẽ nhằm vào 3 mục tiêu cơ bản :

- *Thứ nhất:* Hoàn thiện cơ sở lý luận và hệ thống hoá các chính sách trả cổ tức chủ yếu trong công ty cổ phần.

- *Thứ hai:* Đánh giá thực trạng trả cổ tức và chính sách trả cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết chứng khoán ở Việt Nam trong những năm qua.

- *Thứ ba:* Hoàn thiện chính sách trả cổ tức và điều kiện áp dụng thích hợp cho các công ty cổ phần niêm yết chứng khoán trong điều kiện hiện nay ở Việt Nam.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu của đề tài

Về đối tượng nghiên cứu: Đề tài sẽ nghiên cứu cơ sở lý luận của các chính sách trả cổ tức trong công ty cổ phần, kinh nghiệm áp dụng của các công ty cổ phần ở các nước có nền kinh tế thị trường phát triển; nghiên cứu thực trạng trả cổ tức và chính sách trả cổ tức trong các công ty cổ phần có niêm yết chứng khoán ở Việt Nam. Từ đó, đề xuất giải pháp nhằm hoàn thiện chính sách trả cổ tức trong các công ty cổ phần niêm yết chứng khoán trong điều kiện hiện nay của Việt Nam.

Phạm vi nghiên cứu của đề tài: Đề tài sẽ tập trung khảo sát, nghiên cứu các công ty cổ phần niêm yết chứng khoán ở Việt Nam. Vì đối với công ty cổ phần niêm yết, do giao dịch chứng khoán liên tục và tập trung, phạm vi ảnh hưởng rộng, sự công khai và tính minh bạch thông tin tốt hơn, nên mọi quyết định của công ty cổ phần niêm yết đều có tác động nhất định đến giá cổ phần trên thị trường. Chính vì vậy, sẽ là phù hợp hơn nếu đi nghiên cứu chính sách trả cổ tức đối với công ty cổ phần niêm yết để có những định hướng và biện pháp hữu hiệu cho việc hoạch định chính sách trả cổ tức tối ưu.

4. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài nghiên cứu

Đề tài nghiên cứu sẽ góp phần vào việc hoàn chỉnh hệ thống lý luận tài chính vì mô nói riêng, lý luận về tài chính trong quá trình chuyển đổi sang cơ chế thị trường hiện nay ở nước ta nói chung.

Về mặt thực tiễn, đề tài nghiên cứu là một sự mở đường để vận dụng thành công và đúng đắn lý luận về chính sách trả cổ tức, giúp cho các công ty cổ phần có những hiểu biết căn bản về những chính sách trả cổ tức và điều kiện áp dụng thích hợp để đảm bảo hài hoà lợi ích của cổ đông và lợi ích phát triển của công ty trong tương lai.

5. Kết cấu luận án

Luận án ngoài phần mở đầu và kết luận được chia thành 3 chương:

Chương 1

Cơ tợc vụ chÝnh s, ch tr¶ c¶ tợc cũa c«ng ty c¶ phÇn

1.1. LỢI NHUẬN VÀ CỔ TỨC CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN

1.1.1. Lợi nhuận và ý nghĩa của lợi nhuận

Lợi nhuận là khoản tiền chênh lệch giữa doanh thu và chi phí mà công ty đã bỏ ra để đạt được doanh thu đó trong một thời kỳ nhất định.

Lợi nhuận của công ty bao gồm lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh, lợi nhuận từ hoạt động tài chính và lợi nhuận khác.

Trong nền kinh tế thị trường, lợi nhuận có ý nghĩa quan trọng thể hiện: (1) Lợi nhuận phản ánh kết quả kinh doanh của công ty trong một thời kỳ nhất định, nó tác động mạnh mẽ đến mọi mặt hoạt động. (2) Lợi nhuận là nguồn tài chính quan trọng để bù đắp các thiệt hại rủi ro trong kinh doanh. (3) Lợi nhuận là nguồn tích lũy để thực hiện tái sản xuất mở rộng trong công ty cũng như trong phạm vi nền kinh tế quốc dân.

Mục tiêu trong hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty là tối đa hoá lợi nhuận. Tuy nhiên, nhiệm vụ đặt ra cho nhà quản trị tài chính là phải tiến hành phân phối lợi nhuận và đó là một chính sách có tầm chiến lược của công ty.

1.1.2. Cổ tức và nguồn gốc của cổ tức

Đối với công ty cổ phần, số lợi nhuận đạt được sau khi nộp thuế thu nhập, về cơ bản sẽ được chia thành hai phần: Một phần lợi nhuận dành để phân chia cho các cổ đông hiện hành gọi là cổ tức. Phần lợi nhuận còn lại gọi là lợi nhuận giữ lại, bộ phận này nhằm đáp ứng nhu cầu vốn đầu tư vào các cơ hội kinh doanh của công ty trong tương lai. Vậy: *Cổ tức là khoản lợi nhuận sau thuế của công ty dành trả cho các cổ đông hiện hành.*

Như vậy, nguồn gốc của cổ tức là lợi nhuận sau thuế của công ty cổ phần, bao gồm cả lợi nhuận năm nay và lợi nhuận của các năm trước.

Đối với công ty cổ phần, Hội đồng quản trị và Ban giám đốc công ty có trách nhiệm hoạch định và tư vấn định hướng trả cổ tức cho công ty sao cho có lợi nhất cho cổ đông của công ty.

Để đánh giá một chính sách trả cổ tức của công ty cổ phần, người ta chủ yếu sử dụng các chỉ tiêu sau:

$$\begin{aligned} \text{Cổ tức một cổ phần thường} &= \frac{\text{Lợi nhuận dành trả cổ tức cho cổ đông thường}}{\text{Số lượng cổ phần thường đang lưu hành}} \\ \text{Tỷ suất cổ tức} &= \frac{\text{Cổ tức một cổ phần thường hàng năm}}{\text{Giá thị trường một cổ phần thường}} \\ \text{Tỷ lệ chi trả cổ tức} &= \frac{\text{Cổ tức một cổ phần thường}}{\text{Thu nhập một cổ phần thường}} \end{aligned}$$

1.1.3. Mối quan hệ giữa cổ tức, lợi nhuận giữ lại và giá cổ phiếu

Giá trị ước tính của một cổ phần thường là tổng giá trị hiện tại của các khoản thu nhập mà cổ đông có thể nhận được trong tương lai. Như vậy, nếu mức cổ tức mà cổ đông nhận được lớn thì giá cổ phiếu sẽ cao và ngược lại. Tuy nhiên, việc giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư lại tạo cơ sở để tăng trưởng thu nhập và tăng trưởng cổ tức cho cổ đông trong tương lai. Vì tỷ lệ tăng trưởng thu nhập được xác định bằng cách: $g = ROE_0(1 - \text{tỷ lệ chi trả cổ tức})$

Như vậy có thể rút ra nhận xét như sau: (1) *Trả cổ tức cao trong những năm đầu, sẽ làm giảm cơ hội tăng trưởng thu nhập trong những năm về sau nhưng rủi ro đối với nhà đầu tư thấp hơn.* (2) *Trả cổ tức thấp trong những năm đầu, sẽ có cơ hội để tăng trưởng thu nhập trong tương lai nhưng rủi ro đối với nhà đầu tư cao hơn.*

Từ nhận định trên, có thể khẳng định rằng giá cổ phiếu cũng sẽ có những thay đổi tùy thuộc vào mối quan hệ giữa cổ tức và lợi nhuận giữ lại.

1.1.4. Quy trình trả cổ tức của công ty cổ phần

Hầu hết các công ty cổ phần trả cổ tức theo từng quý. Sau khi Hội đồng quản trị họp để quyết định về việc trả cổ tức, họ sẽ công khai thông tin về mức trả cổ tức vào ngày công bố, ngày khoá sổ và ngày thanh toán cổ tức. Tùy thuộc vào hệ thống thanh toán bù trừ cổ phần của từng quốc gia mà cần thiết phải có một khoảng thời gian thanh toán bù trừ nhất định và làm xuất hiện *ngày giao dịch không có cổ tức*. Sau đó khoảng hai tuần kể từ ngày khoá sổ, sẽ có *ngày thanh toán cổ tức* cho cổ đông.

1.2. CHÍNH SÁCH TRẢ CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN

1.2.1. Khái niệm và ý nghĩa và mục tiêu của chính sách trả cổ tức

Chính sách trả cổ tức thể hiện quyết định của công ty giữa việc trả lợi nhuận cho cổ đông so với việc tái đầu tư lợi nhuận vào chính công ty đó. Chính sách cổ tức có ý nghĩa quan trọng thể hiện: (1) Chính sách trả cổ tức có tác động

trực tiếp đến giá trị tài sản của cổ đông. (2) Chính sách trả cổ tức có ảnh hưởng quan trọng đến sự phát triển của công ty cổ phần trong tương lai.

Mục tiêu mà chính sách trả cổ tức hướng tới là tối đa hoá lợi ích của cổ đông hiện hành. Chính sách trả cổ tức tối ưu là quyết định tạo ra sự cân đối giữa cổ tức hiện tại và sự tăng trưởng trong tương lai sao cho tối đa hoá giá trị cổ phần của công ty.

1.2.2. Các trường phái tranh luận về chính sách trả cổ tức

Trên thế giới, xuất hiện ba trường phái đưa ra quan điểm khác nhau về chính sách trả cổ tức. Trường phái cánh hữu là trường phái theo quan điểm ưa thích cổ tức, trường phái này cho rằng nhận cổ tức hôm nay thì ít rủi ro hơn, chính vì thế trường phái này tin rằng một sự gia tăng về tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp. Trường phái cánh tả là trường phái theo quan điểm không ưa thích cổ tức, vì trường phái này cho rằng nếu thuế suất cổ tức cao hơn thuế suất lãi vốn thì một sự gia tăng về tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp. Còn trường phái trung dung cho rằng chính sách trả cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp trong điều kiện thị trường tài chính hoàn hảo.

Qua nghiên cứu các trường phái, chúng ta có thể rút ra nhận xét rằng: *Với những điều kiện của thế giới thực thì chính sách trả cổ tức sẽ có tác động nhất định tới lợi ích của cổ đông.*

1.2.3. Nội dung chính sách trả cổ tức của công ty cổ phần

Như đã đề cập ở trên, công ty sẽ phải cân nhắc lựa chọn giữa việc phân phối lợi nhuận cho cổ đông bằng tiền mặt hay lưu giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư. Vì vậy, nội dung chủ yếu của chính sách trả cổ tức được thể hiện thông qua mức trả cổ tức và hình thức trả cổ tức.

Về xác định mức trả cổ tức được thể hiện qua 4 mô hình, đó là: Mô hình ổn định cổ tức- ưu tiên trả cổ tức trước còn tái đầu tư sau. Mô hình cổ tức thặng dư- ưu tiên tái đầu tư trước còn trả cổ tức sau. Mô hình cổ tức theo tỷ lệ ổn định- xác

định một tỷ lệ nhất định so với thu nhập cổ phần. Mô hình trả cổ tức cố định ở mức thấp và chia thêm cổ tức vào cuối năm.

Về hình thức cổ tức được thể hiện qua 3 hình thức: Cổ tức tiền mặt- dành một lượng tiền mặt nhất định để trả cổ tức cho cổ đông. Cổ tức tiền mặt tạo ra thu nhập thực tế cho cổ đông, tránh rủi ro cho cổ đông, nhưng không thể đưa lại sự tăng trưởng thu nhập trong tương lai cho cổ đông nếu công ty hoạt động ổn định. Cổ tức cổ phiếu nghĩa là thay vì trả tiền cho cổ đông thì công ty phát hành thêm một lượng cổ phiếu mới để chia thêm cho cổ đông mà không thu tiền. Hình thức này thực chất là giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, tạo tiền đề để gia tăng thu nhập cho cổ đông trong tương lai và cổ đông tránh chia sẻ quyền kiểm soát do công ty có vốn nội sinh để tái đầu tư. Cổ tức tài sản khác là hình thức mà công ty có thể trả cho cổ đông bằng sản phẩm mà công ty đang sản xuất, hoặc bằng những tài sản tài chính mà công ty đang nắm giữ của các CTCP khác.

1.2.4. Những nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định chính sách trả cổ tức

Nhóm nhân tố khách quan bao gồm: Những quy định về pháp lý, thuế thu nhập cá nhân, tâm lý của nhà đầu tư, chi phí giao dịch và chi phí phát hành cổ phần mới, lãi suất vay vốn, giá thị trường của cổ phiếu.

Nhóm nhân tố chủ quan bao gồm: Cơ hội đầu tư và nhu cầu vốn đầu tư, nhu cầu hoàn trả nợ vay, vòng đời của công ty, quyền kiểm soát, diễn biến của lợi nhuận trong tương lai, khả năng thâm nhập thị trường vốn, tình hình dòng tiền của công ty.

Các nhân tố kể trên có ảnh hưởng đến việc xác định mức cổ tức cao hay thấp hay sử dụng hình thức cổ tức nào cho thích hợp nhất để tối đa hoá giá trị cổ phần trên thị trường.

1.3. ẢNH HƯỞNG CỦA CHÍNH SÁCH TRẢ CỔ TỨC TỚI CÔNG TY CỔ PHẦN

1.3.1. Ảnh hưởng của chính sách trả cổ tức tới tài sản của cổ đông

Trong thế giới thực tế, mọi chuyện nảy sinh từ các yếu tố như: *thuế, rủi ro, chi phí giao dịch, quyền kiểm soát...* cho nên có thể nhận định ngay rằng một bộ phận lớn các nhà đầu tư rất ưa thích một sự ổn định cổ tức và mức cổ tức càng cao càng tốt. Vì chính các yếu tố này sẽ ảnh hưởng đến tài sản thực tế của cổ đông dẫn đến công ty được đánh giá cao hay thấp và kéo theo giá thị trường công ty sẽ tăng lên hay giảm xuống. Chẳng hạn có sự khác biệt về thuế suất cổ tức và thuế suất lãi vốn, hoặc cổ đông phải chi phí giao dịch khi bán cổ phần, trong khi nhận cổ tức thì không tốn chi phí... Vì vậy, khi chính sách trả cổ tức thay đổi thì có nhiều yếu tố có thể làm tăng hoặc làm giảm thu nhập thực tế của cổ đông.

1.3.2. Ảnh hưởng của chính sách trả cổ tức tới quyết định đầu tư

Chính sách trả cổ tức có mối quan hệ chặt chẽ với chính sách đầu tư của công ty. Do chính sách trả cổ tức sẽ ảnh hưởng tới lợi nhuận lưu giữ tái đầu tư của công ty cổ phần, nên nếu công ty trả cổ tức cao thì tỷ lệ lợi nhuận lưu giữ từ lợi nhuận ròng thấp và ngược lại. Do đó, nó sẽ ảnh hưởng tới quyết định đầu tư bởi hai lý do: (1) Chính sách trả cổ tức sẽ ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn cho dự án. (2) Chính sách trả cổ tức ảnh hưởng tới quá trình huy động vốn của công ty.

1.3.3. Ảnh hưởng của chính sách trả cổ tức tới mối quan hệ nội tại công ty

Chính sách cổ tức có ảnh hưởng tới mối quan hệ giữa cổ đông và chủ nợ theo hướng làm cho chủ nợ gánh chịu rủi ro hơn khi công ty trả cổ tức cho cổ đông. Khi đó tạo ra xung đột về lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ. Ngoài ra, chính sách trả cổ tức còn có ảnh hưởng tới mối quan hệ giữa cổ đông và nhà quản trị công ty, giữa cổ đông và người lao động, giữa cổ đông lớn và cổ đông nhỏ, giữa cổ đông nhà nước với cổ đông bên ngoài...

1.3.4. Những ảnh hưởng của việc trả cổ tức bằng cổ phiếu tới công ty

Khi công ty quyết định trả cổ tức cổ phiếu, sẽ có thêm một lượng cổ phiếu mới phát hành được đưa vào lưu thông, nhưng thực tế lại không có một sự chuyển dịch giá trị nào từ công ty về tay cổ đông. Do vậy, giá trị sổ sách của

một cổ phần sẽ giảm xuống so với trước khi trả cổ tức cổ phiếu. Tuy nhiên, xét về bản chất thì trả cổ tức cổ phiếu là tái đầu tư lợi nhuận vào chính công ty nên đây là cơ sở để gia tăng thu nhập cho cổ đông trong tương lai.

1.4. MUA LẠI CỔ PHẦN THƯỜNG

1.4.1. Các phương thức mua lại cổ phần thường

Ngoài việc trả cổ tức tiền mặt, có một cách mà công ty cổ phần có thể thực hiện phân phối tiền mặt cho cổ đông đó là mua lại cổ phần thường. Để thực hiện việc mua lại cổ phiếu, công ty có thể thực hiện theo các cách sau: Đặt mua với giá cố định, mua lại cổ phiếu trên thị trường mở, mua lại theo kiểu đấu giá, phân phối quyền bán có thể chuyển nhượng, mua lại cổ phần mục tiêu. Việc mua lại cổ phần thường nhằm các mục đích như bình ổn giá cổ phiếu trên thị trường, tái cơ cấu nguồn vốn, phân phối tiền cho cổ đông thay vì phải trả cổ tức.

1.4.2. Ảnh hưởng từ việc mua lại cổ phần tới giá trị công ty

Việc mua lại cổ phần sẽ có tác động đến cả giá trị sổ sách và giá trị thị trường của cổ phiếu công ty. Đối với giá trị sổ sách, nó sẽ thay đổi nếu như mua lại với giá khác giá trị sổ sách trước đó. Còn đối với giá trị thị trường, thì thường làm tăng giá cổ phiếu của công ty.

1.4.3. Phân biệt giữa trả cổ tức tiền mặt và mua lại cổ phần

Khi thực hiện trả cổ tức tiền mặt hoặc mua lại cổ phần đã phát hành đều có sự dịch chuyển một lượng tài sản của công ty về tay cổ đông. Nếu xét trên khía cạnh phân phối nguồn tiền cho các cổ đông thì trả cổ tức tiền mặt cũng giống như mua lại cổ phần. Nhưng chúng cũng có sự khác biệt cơ bản được thể hiện thông qua giá trị sổ sách, giá thị trường, thu nhập cổ phần và hệ số giá trên thu nhập, về đối xử thuế ...

Tóm lại: Trong chương 1, luận án đã tập trung phân tích và làm rõ mục tiêu, nội dung và tác động của chính sách trả cổ tức. Đặc biệt luận giải chi tiết các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách trả cổ tức để làm cơ sở cho việc đánh giá thực trạng chính sách trả cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết ở Việt Nam.

Chương 2

Thực trạng chính sách trợ cấp thuế trong các công ty cổ phần

niêm yết chứng khoán ở Việt Nam

Qua nghiên cứu và khảo sát cho thấy, chỉ những công ty cổ phần có chứng khoán giao dịch khớp lệnh tập trung, công bố thông tin công khai và công bằng ở phạm vi rộng thì chính sách trả cổ tức mới tác động một cách rõ nét tới giá cổ phần trên thị trường. Chính vì vậy, phạm vi nghiên cứu của đề tài tập trung chủ yếu vào công ty cổ phần niêm yết tại Sở GDCK TPHCM. Tất nhiên, kết quả của việc nghiên cứu này cũng có thể được vận dụng cho công ty không niêm yết.

2.1. NHỮNG ĐẶC ĐIỂM CƠ BẢN ĐỐI VỚI CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM

2.1.1. Thị trường chứng khoán tập trung và CTCP niêm yết ở Việt Nam

Theo Luật chứng khoán, thị trường chứng khoán là địa điểm hoặc hình thức trao đổi thông tin để tập hợp lệnh mua, bán và giao dịch chứng khoán. Ở Việt Nam có 2 hình thức: Sở GDCK – nơi giao dịch các chứng khoán có đủ điều kiện niêm yết. Còn Trung tâm GDCK- nơi giao dịch chứng khoán không đủ điều kiện niêm yết tại sở GDCK. Vậy thị trường chứng khoán tập trung được hiểu là địa điểm giao dịch chứng khoán có đủ điều kiện niêm yết.

Thị trường chứng khoán tập trung của Việt Nam có đặc điểm sau: Là TTCK còn rất non trẻ vì mới được thành lập, hệ thống luật pháp về TTCK còn chưa đồng bộ. Hàng hoá trên thị trường chứng khoán còn chưa nhiều, thiếu đa dạng. Quy mô thị trường và khối lượng giao dịch còn chưa tương xứng với tiềm năng. Trình độ dân trí về lĩnh vực chứng khoán còn chưa cao.

Công ty cổ phần niêm yết chứng khoán (CTCP): là công ty cổ phần có chứng khoán đạt các tiêu chuẩn theo quy định của pháp luật đang được niêm yết giao dịch tại Sở GDCK thành phố Hồ Chí Minh. Ngoài những đặc điểm như: Là loại hình sở hữu hỗn hợp, có khả năng huy động vốn lớn, có khả năng giám sát cao thì các công ty cổ phần niêm yết ở VN có những đặc điểm riêng như: Chủ

yếu được hình thành từ cổ phần hoá DNNN, chính sách trả cổ tức còn chưa được định hình rõ nét, gần đây mới được niêm yết chứng khoán, một bộ phận cổ đông là người lao động hoặc cổ đông nhà nước và tính minh bạch công khai thông tin còn hạn chế.

2.1.2. Tình hình kết quả kinh doanh của các CTCP niêm yết trong thời gian qua

Để có đủ thông tin phù hợp cho việc đánh giá chính sách trả cổ tức của các công ty cổ phần, luận án đã đi nghiên cứu và khảo sát đối với 20 công ty có thời gian niêm yết sớm nhất để có thể đánh giá sát thực về chính sách trả cổ tức mà các công ty niêm yết đang áp dụng. Qua xem xét tình hình hoạt động kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trong những năm gần đây cho thấy, các công ty cổ phần niêm yết trong 5 năm trở lại đây (2001 – 2006) hầu hết các công ty niêm yết đều thu được kết quả kinh doanh tương đối tốt và đạt được hiệu quả kinh doanh và hiệu quả sử dụng vốn cao, tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu của nhiều công ty đều đạt ở mức từ 12% đến 18%. Đây là cơ sở hết sức quan trọng giúp cho nhiều công ty cổ phần niêm yết thực hiện việc trả cổ tức cao trong nhiều năm qua

2.2. THỰC TRẠNG CHÍNH SÁCH TRẢ CỔ TỨC TRONG CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM

2.2.1. Hành lang pháp lý cho việc hoạch định chính sách trả cổ tức

Luật Công ty năm 1990 là bộ luật đầu tiên có đề cập đến loại hình công ty cổ phần. Tuy nhiên, quy định về phân phối lợi nhuận còn rất đơn giản, chưa có quy định cụ thể nào. Luật doanh nghiệp năm 1999 ra đời thay thế Luật công ty đã đề cập cụ thể hơn về việc trả cổ tức. Đến năm 2005, Luật doanh nghiệp được sửa đổi. Lần này, luật có quy định cụ thể hơn về việc trả cổ tức như: cổ tức là từ lợi nhuận sau thuế của năm nay và lợi nhuận tích lũy từ các năm trước, công nhận có các hình thức trả cổ tức khác nhau. Ngoài ra, trong Luật chứng khoán và các văn bản liên quan có đề cập đến việc trả cổ tức. Tuy nhiên, vẫn còn chưa đầy đủ và chi tiết.

2.2.2. Thực trạng chính sách trả cổ tức của các CTCP niêm yết ở VN

Qua bảng số liệu tổng hợp các năm, có thể thấy nhìn chung các công ty cổ phần niêm yết đều chi trả cổ tức ở mức cao, tỷ lệ cổ tức so với mệnh giá thường ở mức từ 12% đến 16% và được duy trì tương đối ổn định qua các năm. Mặt khác, các công ty cổ phần niêm yết đều có nhiều cơ hội đầu tư tốt, có tiềm năng tăng trưởng cao trong tương lai, điều đó đã tạo ra sự hấp dẫn và thu hút các nhà đầu tư mua cổ phiếu của các công ty này. Chính vì vậy giá cổ phiếu của các công ty này đều tăng lên cao hơn so với mệnh giá của chúng.

2.2.3. Đánh giá chính sách trả cổ tức của các CTCP niêm yết

Về quy trình trả cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết: Còn rất đơn giản, cơ sở để các công ty xác định mức cổ tức là dựa vào kết quả kinh doanh trong năm chứ chưa xuất phát từ một chính sách trả cổ tức có tầm chiến lược nhất định. Về số lần trả cổ tức trong năm thường là một năm trả 2 lần.

Về mức trả cổ tức của các công ty cổ phần: Về cơ bản các công ty cổ phần đều trả cổ tức dựa trên cơ sở mức lợi nhuận mà công ty đạt được trong năm và trong những năm đầu thường chiếm phần lớn thu nhập cổ phần sau đó giảm dần. Lý do là những năm đầu khi mới niêm yết, trả cổ tức cao nhằm hấp dẫn các nhà đầu tư. Gần đây, các công ty cổ phần đang có xu hướng giảm bớt tỷ lệ trả cổ tức để tái đầu tư nhiều hơn vì thị trường đã dần ổn định và nhu cầu vốn đầu tư lớn.

Về mô hình cổ tức mà các công ty cổ phần niêm yết thực hiện: Mới chỉ có một số ít công ty đã định hình rõ nét mô hình cổ tức, đó là theo đuổi mô hình cổ tức ổn định. Còn lại phụ thuộc vào kết quả kinh doanh hàng năm chi phối.

Về hình thức cổ tức: Trong giai đoạn từ 2000 đến 2004, chủ yếu trả cổ tức bằng tiền mặt, luận án đã chỉ ra 5 lý do để thực hiện trả cổ tức tiền mặt. Từ năm 2004 đến nay, bắt đầu trả cổ tức bằng cổ phiếu và kết hợp cả 2 hình thức này, luận án đã chỉ ra 3 lý do cơ bản.

Qua nghiên cứu thực trạng chính sách trả cổ tức, có thể rút ra nhận xét chung như sau: (1) Chính sách trả cổ tức còn bị ảnh hưởng nặng nề bởi cơ chế phân phối lợi nhuận của loại hình công ty nhà nước. (2) Chính sách trả cổ tức

còn chịu nhiều ảnh hưởng của chính sách ưu đãi thuế của Nhà nước.(3) Chính sách trả cổ tức còn chịu nhiều áp lực của cổ đông là người lao động trong công ty và còn hướng tới lợi ích của Hội đồng quản trị. (4) Chính sách trả cổ tức còn hướng tới lợi ích ngắn hạn hơn lợi ích dài hạn.

2.2.4. Tác động của chính sách trả cổ tức tới giá cổ phần trên TTCK

Qua nghiên cứu, có thể rút ra nhận định một cách tổng quát về mối quan hệ giữa thu nhập, cổ tức tới giá cổ phiếu trên thị trường của Việt Nam đó là những công ty cổ phần nào có kết quả kinh doanh khả quan, trả cổ tức ổn định, công ty có triển vọng kinh doanh tốt thì giá cổ phiếu của các công ty này đều tăng cao như các mã chứng khoán REE, SAM, FPT, GMD, HAP... Ngược lại, những công ty có hiệu quả kinh doanh thấp, trả cổ tức không ổn định thì giá cổ phiếu ở mức thấp so với thị trường, như các mã chứng khoán BBT, BTC... Tuy nhiên, năm 2006 và đầu năm 2007, có rất nhiều công ty đã lạm dụng hình thức cổ tức cổ phiếu nên sang đầu năm 2008, giá cổ phiếu của nhiều công ty bị sụt giảm mạnh.

2.2.5. Tác động của chính sách trả cổ tức tới vốn đầu tư của các CTCP niêm yết ở Việt Nam

Nhìn chung các công ty cổ phần đều dành phần lớn lợi nhuận để trả cổ tức, theo thống kê của chúng tôi, tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình chiếm trên 50%. Trong khi đó, công ty còn trích lập rất nhiều quỹ khen thưởng, phúc lợi. Vì vậy, tỷ lệ lợi nhuận dành tái đầu tư thấp, trong khi nhu cầu vốn đầu tư cho việc thực hiện dự án đầu tư mới và tái cơ cấu nguồn vốn của các công ty niêm yết là rất lớn. Chính vì vậy, để thực hiện các cơ hội đầu tư, nhiều công ty cổ phần phải huy động vốn từ các nguồn khác như vay vốn hoặc thực hiện phát hành cổ phiếu thường mới. Chỉ có một số ít các công ty đã thực hiện việc trả cổ tức bằng cổ phiếu nên đã dành được số lợi nhuận để tái đầu tư.

2.2.6. Những thành công và hạn chế trong chính sách trả cổ tức

Thành công (1) Chính sách trả cổ tức bước đầu được các CTCP niêm yết trú trọng quan tâm và đang dần được hoàn thiện hơn. (2) Nhìn chung chính sách cổ

tức đã có tác động nhất định tới giá cổ phần trên thị trường trong thời gian qua.(3).Các công ty cổ phần niêm yết đã biết cách khai thác những lợi ích đưa lại từ việc lựa chọn hình thức cổ tức.(4) Chính sách trả cổ tức đã phần nào đáp ứng được nhu cầu vốn đầu tư rất lớn của các công ty cổ phần niêm yết.

Hạn chế còn tồn tại:(1)Phần lớn các CTCP niêm yết chưa thực sự có một chiến lược dài hạn về việc trả cổ tức. (2)Chính sách trả cổ tức của các công ty thường thiếu tính chủ động, bị phụ thuộc kết quả và hiệu quả kinh doanh của từng thời kỳ. (3)Chính sách trả cổ tức mang màu sắc rõ nét của cơ chế phân phối lợi nhuận của DNNN. (4)Chính sách trả cổ tức bị chi phối bởi người lao động hoặc cổ đông chiến lược là Nhà nước. (5)Chính sách trả cổ tức của công ty bị chi phối rất lớn bởi quy định của Nhà nước. (6)Chính sách trả cổ tức chưa dựa vào đặc điểm ngành kinh doanh và dòng tiền thực tế. (7)Chính sách trả cổ tức trong điều kiện bất cân xứng về thông tin, sự minh bạch hoá và công khai thông tin đối với công ty niêm yết còn chậm.

2.3. KINH NGHIỆM CỦA THẾ GIỚI VỀ CHÍNH SÁCH TRẢ CỔ TỨC

Qua nghiên cứu kinh nghiệm của các nước phát triển và các công ty lớn trên thế giới, luận án đã tổng kết và rút ra các bài học kinh nghiệm đó là:

Một là: Các công ty cổ phần nên xem xét nhu cầu đầu tư để hoạch định chính sách cổ tức phù hợp, thông thường dành phần lớn hơn để tái đầu tư nếu dự án đầu tư có hiệu quả.

*Hai là:*Các công ty nên trả cổ tức theo quý vì như vậy sẽ tạo ra thu nhập thường xuyên hơn cho các cổ đông.

Ba là: Nên có thiên hướng duy trì ổn định mức trả cổ tức.

*Bốn là:*Chính sách trả cổ tức có mối liên hệ chặt chẽ với ngành nghề kinh doanh của công ty.

Năm là: Không nên cắt giảm cổ tức bất thường nếu như sự sụt giảm lợi nhuận không liên tục.

*Sáu là:*Chính sách cổ tức phải gắn bó mật thiết với dòng tiền thực tế.

Chương 3

GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH TRẢ CỔ TỨC TRONG CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM

3.1. NHỮNG QUAN ĐIỂM, NGUYÊN TẮC VÀ ĐỊNH HƯỚNG CƠ BẢN TRONG HOẠCH ĐỊNH CHÍNH SÁCH TRẢ CỔ TỨC CỦA CÁC CTCP NIÊM YẾT

3.1.1 Những quan điểm cơ bản khi hoạch định chính sách trả cổ tức

Luận án đã phân tích và luận giải 3 quan điểm cần quán triệt để hoạch định chính sách cổ tức, đó là:

Thứ nhất: Chính sách trả cổ tức là chính sách có tác động tới lợi ích của cổ đông trong công ty.

Thứ hai: Không có chính sách trả cổ tức nào là tối ưu cho tất cả các công ty ở mọi thời điểm

Thứ ba: Trong điều kiện Việt Nam hiện nay, chính sách trả cổ tức cần được xem xét trong điều kiện thị trường vốn không hoàn hảo

3.1.2. Những nguyên tắc cơ bản khi hoạch định chính sách trả cổ tức ở Việt Nam

Để lựa chọn chính sách cổ tức hợp lý, cần quán triệt 5 nguyên tắc sau:

* Hoạch định chính sách trả cổ tức phải dựa trên cơ sở những quy định pháp lý của Nhà nước.

*Hoạch định chính sách trả cổ tức phải hướng tới lợi ích của cổ đông hiện hành.

* Hoạch định chính sách trả cổ tức phải xem xét trên cơ sở hài hoà lợi ích trước mắt với lợi ích lâu dài

* Hoạch định chính sách trả cổ tức phải được xem xét trên cơ sở lợi nhuận và dòng tiền thực tế của công ty

* Hoạch định chính sách trả cổ tức phải cân nhắc với chính sách thuế thu nhập cá nhân trong thời gian tới.

3.1.3. Những định hướng cơ bản khi hoạch định chính sách trả cổ tức trong các CTCP niêm yết ở Việt Nam

Hoạch định chính sách trả cổ tức là một vấn đề phức tạp và nhạy cảm, sai lầm về chính sách trả cổ tức sẽ ảnh hưởng đến lợi ích của cổ đông. Đối với các công ty cổ phần niêm yết ở Việt Nam, để xây dựng chính sách trả cổ tức có tầm chiến lược, phát huy ảnh hưởng lâu dài đến lợi ích của cổ đông, thì cần tuân theo những định hướng sau:

** Không nên từ bỏ những dự án có giá trị hiện tại thuần dương để trả cổ tức.* Vì khi dự án của công ty đưa lại NPV dương thì đồng nghĩa với việc tái đầu tư lợi nhuận tốt hơn là chia lợi nhuận dưới dạng cổ tức để đem đi đầu tư nơi khác.

** Công ty nên đặt ra mục tiêu trong thời gian dài về tỷ lệ thanh toán cổ tức trên thu nhập.* Vì một chiến lược rõ ràng và dài hạn về chính sách trả cổ tức sẽ tạo tính chủ động cho hoạt động tài chính của công ty.

** Công ty cổ phần niêm yết nên tránh cắt giảm cổ tức.* Vì việc cắt giảm cổ tức như là dấu hiệu về sự giảm sút về hiệu quả hoạt động của công ty và có thể làm cho giá cổ phiếu có xu hướng bị sụt giảm.

** Nên duy trì hệ số nợ tối ưu.* Vì hệ số nợ tối ưu sẽ đem lại lợi ích tối đa cho cổ đông từ việc tổ chức nguồn vốn. Do đó, chính sách cổ tức không nên phá vỡ hệ số nợ tối ưu.

3.2. CÁC GIẢI PHÁP NHẪM HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH TRẢ CỔ TỨC TRONG CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM

3.2.1. Giải pháp trước mắt để hoàn thiện chính sách trả cổ tức

** Giảm dần tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền mặt để duy trì ổn định việc trả cổ tức trong tương lai.* Việc trả cổ tức cao trong thời gian qua nếu cứ tiếp tục sẽ tạo ra tiền lệ không tốt trong tâm lý nhà đầu tư, dẫn đến công ty có thể gặp khó khăn về vốn trong thời gian tới. Theo kinh nghiệm các nước phát triển, khi nền kinh tế đang tăng trưởng cao, nhu cầu vốn đầu tư lớn thì nên trả cổ

tức tiền mặt ở mức thấp để có thể vừa duy trì được ổn định cổ tức nhưng mặt khác có vốn để đầu tư tăng trưởng.

* *Đẩy mạnh việc sử dụng kết hợp giữa trả cổ tức bằng tiền mặt và trả cổ tức bằng cổ phiếu.* Giai đoạn này, sẽ là hợp lý hơn nếu tiếp tục kết hợp giữa hai hình thức trả cổ tức. Vì nó khắc phục những hạn chế của nhau, đặc biệt thị trường đang tăng trưởng ở mức cao so với các năm trước. Vừa đáp ứng được nhu cầu vốn, vừa duy trì mức thu nhập thực tế nhất định cho các nhà đầu tư.

* *Thực hiện ngay việc đánh giá chu kỳ sống và cơ hội đầu tư của công ty.* Đối với các công ty cổ phần niêm yết hiện nay, theo chúng tôi cần thiết phải đánh giá ngay chu kỳ sống của sản phẩm, chu kỳ sống của công ty và các cơ hội đầu tư để lựa chọn chính sách trả cổ tức hợp lý.

3.2.2. Giải pháp chiến lược để hoàn thiện chính sách trả cổ tức trong các CTCP niêm yết ở Việt Nam

Giải pháp 1: Hoàn thiện khung đánh giá, lựa chọn chính sách trả cổ tức

Để xây dựng khung đánh giá lựa chọn chính sách trả cổ tức cần thiết phải cân nhắc thận trọng các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách trả cổ tức. Tuy nhiên, với điều kiện của Việt Nam trong thời gian tới, theo chúng tôi các công ty cổ phần niêm yết nên tập trung vào 6 nhân tố chủ yếu sau: *Những quy định của pháp luật Việt Nam, cơ hội đầu tư của công ty, thay đổi trong chính sách thuế, truyền tín hiệu thông tin, dòng tiền thực tế để trả cổ tức và tâm lý nhà đầu tư.*

Trên cơ sở đó, quy trình đánh giá và lựa chọn chính sách trả cổ tức như sau:

Bước 1: Công ty hoạch định chiến lược đầu tư, chiến lược tài trợ vốn và xác định các dự án đầu tư có hiệu quả. Một dự án đầu tư có hiệu quả phải thoả mãn điều kiện là tỷ suất sinh lời trên vốn lớn hơn chi phí sử dụng vốn bình quân của dự án.

Bước 2: Trên cơ sở kế hoạch đầu tư, công ty lập kế hoạch dự báo số tiền nhàn rỗi của công ty trong tương lai. Cách xác định như sau:

Dòng tiền nhàn rỗi cho cổ đông = Lợi nhuận ròng - (Vốn đầu tư TSCĐ - Khấu hao TSCĐ) - Thay đổi vốn lưu động thuần + (Nợ vay mới - Các khoản nợ hoàn trả)

Bước 3: Trên cơ sở chính sách đầu tư, chính sách tài trợ, kế hoạch dòng tiền và điều kiện thực tế, công ty có thể lựa chọn chính sách trả cổ tức phù hợp cho công ty (*trả cổ tức cao hay thấp, ưu tiên trả cổ tức hay tái đầu tư, cổ tức tiền mặt hay cổ tức cổ phiếu*).

Bước 4. Xác định mức cổ tức trả cho cổ đông. Căn cứ vào chính sách trả cổ tức công ty đã lựa chọn, công ty xác định mức cổ tức cho từng năm.

Giải pháp 2 : Lựa chọn mô hình trả cổ tức phù hợp với điều kiện thực tế của công ty.

Có rất nhiều chính sách trả cổ tức khác nhau mà công ty có thể lựa chọn phù hợp với những điều kiện nhất định của công ty.

**Chính sách trả cổ tức cao và ổn định:* Thích hợp trong điều kiện sau:

- Công ty có ít cơ hội đầu tư có thể đưa lại tỷ suất sinh lời cao hơn chi phí sử dụng vốn bình quân.

- Thuế suất cổ tức thấp hơn nhiều thuế suất lãi vốn(theo Luật thuế thu nhập cá nhân, thuế suất cổ tức là 5%, thuế suất lãi vốn là 20%)

- Công ty có dòng tiền nhàn rỗi lớn, có thể dành để trả cổ tức cao.

- Công ty đang có hệ số nợ thấp và có thể huy động từ nguồn vốn vay nếu cần thiết.

**Chính sách trả cổ tức thấp, ưu tiên lợi nhuận để tái đầu tư :* Điều kiện áp dụng :

- Công ty có nhiều cơ hội đầu tư đem lại hiệu quả cao, tức là tỷ suất doanh lợi nội bộ của dự án phải cao hơn chi phí sử dụng vốn bình quân.

- Công ty khan hiếm dòng tiền nhàn rỗi để có thể trả cổ tức

- Sự khác biệt về thuế suất giữa cổ tức và lãi vốn không lớn.

** Chính sách trả cổ tức thấp và trả cổ tức cổ phiếu.* Điều kiện áp dụng:

- Khi công ty có nhiều cơ hội đầu tư có hiệu quả cao trong tương lai.

- Sự khác biệt về thuế suất giữa cổ tức và lãi vốn không lớn.

- Công ty khan hiếm dòng tiền nhàn rỗi dành để trả cổ tức.

- Giá cổ phiếu trên thị trường đang ở mức rất cao

Giải pháp 3: Chính sách trả cổ tức cần được đặt trong mối quan hệ với chu kỳ sống của công ty

Chu kỳ sống của công ty có chi phối rất lớn đến chính sách trả cổ tức trong từng giai đoạn, do nhu cầu vốn đầu tư, lợi nhuận và dòng tiền khác nhau trong mỗi giai đoạn phát triển. Có thể chia thành bốn giai đoạn: *Hình thành, tăng trưởng, hoàn thiện và suy thoái*. Theo chúng tôi, nhà quản trị công ty nên dựa vào các giai đoạn để lựa chọn mô hình cổ tức hợp lý.

+ *Trong giai đoạn hình thành*: Đây là giai đoạn mà công ty đang có nhu cầu vốn lớn để đầu tư vào tài sản. Mặt khác, giai đoạn này, công ty bị khan hiếm tiền do dòng tiền vào ít. Vì vậy, nên dành sự lựa chọn *hoặc mô hình thặng dư cổ tức hoặc mô hình trả cổ tức theo tỷ lệ thấp*.

+ *Trong giai đoạn tăng trưởng*: Giai đoạn này nhu cầu vốn lại tăng lên nhiều hơn cho việc tiếp tục đầu tư tăng trưởng, mặt khác công ty bắt đầu có lợi nhuận. Chính vì vậy, mô hình cổ tức hợp lý trong bối cảnh chịu sức ép của cổ đông là thực hiện *mô hình trả cổ tức thấp ổn định sao cho tỷ lệ trả cổ tức so với thu nhập chỉ nên khoảng từ 20% đến 30% lợi nhuận ròng*.

+ *Giai đoạn hoàn thiện*: Trong giai đoạn này, công ty đi vào hoạt động kinh doanh ổn định, luồng tiền sẵn có để thanh toán, khi đó các công ty *nên lựa chọn mô hình ổn định cổ tức ở mức cao*.

+ *Giai đoạn suy thoái*: Các công ty nên lựa chọn mô hình trả cổ tức cao, tức là dành phần lớn lợi nhuận ròng để trả cổ tức cho cổ đông. Công ty cũng có thể lựa chọn *mô hình trả cổ tức theo tỷ lệ cổ tức* với tỷ lệ cổ tức cao so với thu nhập.

Giải pháp 4 : Lựa chọn hình thức trả cổ tức phù hợp

Theo kinh nghiệm của các nước phát triển, nhìn chung các công ty không thực hiện duy nhất một hình thức cổ tức, mà họ thường đa dạng hoá hình thức cổ tức. Việc sử dụng kết hợp các hình thức trả cổ tức cho từng giai đoạn là nhằm khai thác các lợi thế lớn nhất của các hình thức trả cổ tức. Không nên cứng nhắc

cố định một hình thức cổ tức nào. Bởi vì, mỗi hình thức phù hợp trong những điều kiện nhất định.

** Hình thức cổ tức tiền mặt*

Theo chúng tôi, trong những điều kiện chủ yếu sau đây thì công ty cổ phần nên lựa chọn hình thức trả cổ tức bằng tiền mặt:

- Công ty ít có cơ hội đầu tư tăng trưởng tốt trong tương lai, dẫn đến ít có nhu cầu vốn đầu tư. Công ty dư thừa lớn về tiền mặt.

- Công ty chịu nhiều sức ép của cổ đông về việc trả cổ tức để có thu nhập thực tế.

- Lợi ích của cổ đông không bị ảnh hưởng của thuế thu nhập cá nhân.

- Khi giá cổ phiếu đang có xu hướng giảm sút.

** Hình thức cổ tức cổ phiếu.*

Trong những điều kiện chủ yếu sau đây, theo chúng tôi công ty nên lựa chọn hình thức cổ tức bằng cổ phiếu:

- Giá thị trường đang tăng trưởng ở mức cao.

- Công ty đang ở giai đoạn tăng trưởng cao, có nhu cầu vốn đầu tư lớn.

- Cổ đông hiện hành không muốn chia sẻ quyền kiểm soát.

- Chưa có quy định phải vốn hoá lợi nhuận theo giá thị trường nếu trả cổ tức với tỷ lệ thấp.

Giải pháp 5. Hoàn thiện quy trình trả cổ tức phù hợp

Nhìn chung, để lựa chọn quy trình trả cổ tức phù hợp, công ty nên căn cứ vào đặc điểm kinh tế kỹ thuật của ngành để lựa chọn quy trình phù hợp. Tức là xem xét đến tính chất thời vụ, tốc độ chu chuyển vốn ...

Tuy nhiên, nếu như những công ty có tốc độ chu chuyển của vốn lưu động nhanh hơn, thường xuyên có nguồn tiền mặt nhập xuất quỹ, thì theo chúng tôi, công ty cổ phần nên lựa chọn việc trả cổ tức theo từng quý, tức là trả cổ tức bốn lần trong năm để đảm bảo thu nhập thường xuyên cho cổ đông.

Giải pháp 6. Thực hiện việc mua lại cổ phiếu thay cho trả cổ tức bằng tiền mặt

Một trong những nghiệp vụ giống như việc trả cổ tức tiền mặt đó là mua lại cổ phần. Theo chúng tôi, mua lại cổ phần chỉ nên thực hiện khi thoả mãn các điều kiện sau:

+ Khi công ty đang dư thừa tiền mặt tạm thời, hoặc chưa triển khai các dự án đầu tư.

+ Khi giá cổ phiếu trên thị trường giảm nghiêm trọng, gây xáo trộn thành phần cổ đông, ảnh hưởng đến công tác quản trị công ty.

Giải pháp 7: Đánh giá và lựa chọn cơ cấu nguồn tài trợ tối ưu

Để có thể xác lập được chính sách trả cổ tức đòi hỏi công ty cũng phải xác lập được chính sách tài trợ, tức là lựa chọn được cơ cấu tài trợ tối ưu. Để lựa chọn chính sách tài trợ tối ưu, công ty phải dựa trên các căn cứ chủ yếu sau:

Thứ nhất: Dựa vào mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lời trên tài sản (*ROA*) với lãi suất vay vốn (*i*). Nếu như việc sử dụng vốn vay có hiệu quả, tức là $ROA > i$, khi đó công ty có thể nghiêng về vay nợ nhiều hơn và ngược lại.

Thứ hai: Đánh giá mức độ rủi ro tài chính của việc sử dụng vốn vay. Mức độ rủi ro tài chính thể hiện ra là khả năng rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán.

Thứ ba: Xác định khoản lợi thuế do vốn vay mang lại.

Thứ tư: Căn cứ vào khả năng vay nợ của công ty để xác định mức vay nợ, vì tùy theo chủ nợ để công ty có thể vay được vốn nhiều hay ít.

Giải pháp 8: Nâng cao trình độ quản trị công ty và hiệu quả hoạt động kinh doanh

Khi trình độ quản trị công ty được nâng cao, nhà quản trị sẽ có tầm nhìn xa hơn trong việc hoạch định các chính sách cho công ty như chính sách đầu tư, chính sách huy động vốn và chính sách trả cổ tức... Để làm được điều này, các công ty cổ phần niêm yết nên quan tâm đến việc cho các nhà quản trị, nhà quản lý tham gia các khoá đào tạo bồi dưỡng chuyên môn, nghiệp vụ về tài chính, kế toán theo hướng quản trị doanh nghiệp hiện đại theo cơ chế thị trường.

Giải pháp 9: Cần minh bạch hoá và công khai thông tin theo tiêu chuẩn của OECD

Trong thời gian tới, các công ty cổ phần niêm yết cần chú trọng hơn đến việc minh bạch hoá và công khai thông tin, chỉ có như vậy thì các chính sách tài chính nói chung và chính sách trả cổ tức nói riêng mới tạo niềm tin nơi các nhà đầu tư và có tác động đến giá cổ phiếu trên thị trường, khi đó chính sách trả cổ tức mới có giá trị trong việc làm thay đổi giá trị của chủ sở hữu.

3.3. NHỮNG KIẾN NGHỊ ĐỐI VỚI NHÀ NƯỚC

Trên cơ sở nghiên cứu thực tế và điều kiện của Việt Nam, luận án đã đề xuất một số kiến nghị đối với Nhà nước như sau:

Thứ nhất: Hoàn thiện hệ thống văn bản pháp luật đảm bảo đồng bộ, nhất quán. Đặc biệt quy định rõ cách xác định lợi nhuận được vốn hoá khi trả cổ tức bằng cổ phiếu. Theo chúng tôi, nên quy định nếu trả cổ tức với tỷ lệ thấp (dưới 25%) thì công ty phải vốn hoá theo giá thị trường hiện hành. Nếu trả cổ tức với tỷ lệ cao (trên 25%) thì công ty phải vốn hoá theo mệnh giá.

Thứ hai: Quy định cụ thể những nguyên tắc trong việc trả cổ tức

Thứ ba: Yêu cầu thực hiện chế độ công khai, minh bạch và công bằng thông tin cho các nhà đầu tư

Thứ tư: Tuyên truyền rộng rãi và nâng cao trình độ hiểu biết cho nhà đầu tư về chứng khoán và thị trường chứng khoán.

Thứ năm: Chính phủ và Bộ Giáo dục và Đào tạo nên cho các trường Đại học khối kinh tế được mở thêm chuyên ngành kinh doanh chứng khoán.

KẾT LUẬN

Chính sách trả cổ tức trong công ty cổ phần được coi là chính sách có ý nghĩa quan trọng có tác động đến lợi ích của các cổ đông trong công ty cổ phần. Mặc dù chính sách trả cổ tức chỉ đơn thuần là sự lựa chọn quyết định chia lợi nhuận cho cổ đông hay giữ lại tái đầu tư, nhưng nó được xem là vấn đề rất nhạy

cảm và phức tạp, có tác động nhiều chiều đến tâm lý các nhà đầu tư và kéo theo đó có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trên thị trường.

Đối với Việt Nam, cổ tức và chính sách trả cổ tức mới chỉ được biết đến trong một thời gian ngắn và trong thời gian qua nhiều công ty còn quan niệm khá đơn giản về chính sách trả cổ tức. Việc hoạch định chính sách trả cổ tức còn tùy thuộc vào kết quả kinh doanh trong kỳ, chưa thực hiện hoạch định chính sách trả cổ tức có tính chất chiến lược, lâu dài. Tuy nhiên, với sự phát triển nhanh chóng của quá trình cổ phần hoá và thị trường chứng khoán đã đòi hỏi các công ty cổ phần phải nắm vững và vận dụng các chính sách trả cổ tức hợp lý để tối đa hoá lợi ích của cổ đông trong công ty.

Bằng việc nghiên cứu lý luận và thực tiễn Việt Nam, luận án có thể rút ra một số kết luận chủ yếu như sau:

Thứ nhất: Chính sách cổ tức là một trong ba chính sách quan trọng bậc nhất trong chính sách tài chính của công ty cổ phần, góp phần quan trọng trong việc tối đa hoá lợi ích của cổ đông của công ty. Nhận thức được vấn đề đó, luận án đã nghiên cứu một cách toàn diện và có hệ thống các vấn đề lý luận chính sách cổ tức. Các nhân tố ảnh hưởng tới chính sách cổ tức. Đây là cơ sở lý luận quan trọng cho việc xây dựng và hoàn thiện chính sách cổ tức của các công ty cổ phần ở Việt Nam.

Thứ hai: Thông qua khảo sát bức tranh về tình hình trả cổ tức và chính sách trả cổ tức của 30 công ty niêm yết sớm nhất ở TTCK Việt Nam, luận án đã nghiên cứu, xem xét cụ thể và đánh giá chi tiết thực trạng hiệu quả kinh doanh, thực trạng trả cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết trong thời gian qua. Từ đó, đã có những đánh giá quan trọng về các mặt đã đạt được, các mặt còn tồn tại của chính sách trả cổ tức. Đây là cơ sở thực tiễn cho việc hoàn thiện chính sách cổ tức trong thời gian tới phù hợp với điều kiện thực tế Việt Nam.

Thứ ba: Từ việc nhận thức rằng, các nước có nền kinh tế thị trường phát triển thì chính sách cổ tức đã có bề dày lịch sử trong nghiên cứu và ứng dụng, vì vậy luận án đã đi nghiên cứu kinh nghiệm của các nước có TTCK phát triển, các

tập đoàn lớn để rút ra được những bài học kinh nghiệm quan trọng cần tham khảo cho quá trình hoàn thiện chính sách cổ tức cho các CTCP niêm yết chứng khoán ở Việt Nam.

Thứ tư: Trên cơ sở phân tích sâu sắc các quan điểm nhận thức và nguyên tắc hoạch định chính sách trả cổ tức, luận án đã đề xuất các giải pháp cho việc hoàn thiện chính sách cổ tức của các CTCP niêm yết VN, bao gồm cả các giải pháp trước mắt và chiến lược lâu dài như: Hoàn thiện khung đánh giá, lựa chọn chính sách cổ tức, lựa chọn mô hình trả cổ tức phù hợp với điều kiện thực tế của công ty, chính sách cổ tức cần được đặt trong mối quan hệ với chu kỳ sống của công ty, hoàn thiện quy trình trả cổ tức phù hợp, đánh giá và lựa chọn cơ cấu tài trợ tối ưu... Mỗi giải pháp đề xuất đều có cơ sở khoa học và cơ sở thực tiễn.

Thứ năm, Để góp phần cho các công ty có thể hoàn thiện được chính sách trả cổ tức của mình, luận án cũng đã đề xuất nhiều kiến nghị đối với Nhà nước như: Hoàn thiện hệ thống văn bản pháp luật đảm bảo đồng bộ, nhất quán; quy định cụ thể những nguyên tắc trong việc thực hiện trả cổ tức; đơn giản hoá thủ tục trả cổ tức cổ phiếu; yêu cầu thực hiện chế độ công khai, minh bạch và công bằng thông tin cho các nhà đầu tư; tuyên truyền rộng rãi và nâng cao trình độ hiểu biết cho nhà đầu tư...

Với tham vọng làm sáng tỏ tư tưởng của các trường phái, các lý thuyết về chính sách trả cổ tức và đánh giá việc vận dụng lý thuyết chính sách trả cổ tức ở Việt Nam, đề xuất có hiệu quả chính sách trả cổ tức cho các công ty cổ phần niêm yết ở Việt Nam để có thể vận dụng thành công. Tuy nhiên, đề tài “*Hoàn thiện chính sách trả cổ tức trong các công ty cổ phần niêm yết chứng khoán ở Việt Nam*” là một đề tài rất mới đối với Việt Nam cả trên phương diện lý luận và thực tiễn, trong khi kinh nghiệm bản thân còn có những hạn chế nhất định. Vì vậy, mặc dù đã rất cố gắng trong nghiên cứu, học hỏi, tuy nhiên luận án không tránh khỏi những thiếu sót nhất định. Tác giả mong đợi nhận được sự đóng góp chân thành của các nhà khoa học, các Thầy cô và đồng nghiệp để luận án được hoàn thiện hơn./.

DANH MỤC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN

1. Vũ Văn Ninh (2004) *“Thuế và TCDN- những khía cạnh chủ sở hữu cần quan tâm”*
Tạp chí Tài chính, 2004 (3), tr 26-28
2. Vũ Văn Ninh (2005) *“Các trường phái tranh luận về chính sách cổ tức và liên hệ thực tế ở Việt Nam”* Tạp chí Tài chính, 2005 (12), tr 41-44
3. Vũ Văn Ninh (2006) *“ Các mô hình trả cổ tức trên thế giới và định hướng cho các công ty cổ phần Việt Nam ”* Tạp chí Nghiên cứu Tài chính -Kế toán, 2006 (1), tr 31-33
4. Vũ Văn Ninh (2006) *“ Trả cổ tức bằng cổ phiếu- Những vấn đề cần quan tâm ”,*
Tạp chí Tài chính, 2006 (2), tr46-48
5. Vũ Văn Ninh (2006) *“Chính sách cổ tức và sự xung đột lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ”* Tạp chí nghiên cứu Tài chính – kế toán, 2006 (3), tr 17-19
6. Vũ Văn Ninh (2007) *“Thuế thu nhập cá nhân và chính sách cổ tức ở Việt Nam- Đòi điều suy nghĩ”* Tạp chí nghiên cứu Tài chính- Kế toán, 2007, tr 54-56