

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

Trần Thị Mỹ Liên

**LỰA CHỌN CHÍNH SÁCH CỐ TỨC
PHÙ HỢP VỚI CHIẾN LƯỢC KINH DOANH
Ở CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành Tài chính

Mã số: 60.31.12

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC

Tiến Sĩ Võ Khắc Thường

TP. HỒ CHÍ MINH Năm 2006

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
MỤC LỤC	i
DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU CHỮ VIẾT TẮT	iv
DANH MỤC CÁC BẢNG	iv
DANH MỤC HÌNH VẼ, ĐỒ THỊ, SƠ ĐỒ	iv
LỜI MỞ ĐẦU	v
PHẦN 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CỔ TỨC VÀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC.....	1
1.1. TỔNG QUAN VỀ CỔ TỨC	1
1.1.1. Lợi nhuận và cổ tức của doanh nghiệp cổ phần	1
1.1.2. Các phương thức trả cổ tức	1
1.1.2.1. Cổ tức trả bằng tiền mặt	2
1.1.2.2. Cổ tức trả bằng cổ phiếu.....	2
1.1.2.3. Cổ tức và cổ phiếu quỹ:	3
1.1.2.4. Cổ tức và cổ phiếu thưởng	3
1.1.2.5. Cổ tức trả bằng tài sản.....	4
1.1.2.6. Mua lại cổ phần.....	5
1.1.2.7. Chia nhỏ cổ phiếu và trả cổ tức bằng cổ phiếu.	6
1.1.3. Các lý thuyết về cổ tức.....	7
1.1.3.1. Lý thuyết của Miller và Modigliani (M&M): Chính sách cổ tức không tác động đến giá trị doanh nghiệp trong thị trường hoàn hảo	8
1.1.3.2. Lý thuyết của Brennan và Litzenberger và Ramaswamy:.....	8
1.1.3.3. Nghiên cứu của Black Scholes	9
1.1.3.4. Lý thuyết của Elton và Gruber	9
1.2. CHÍNH SÁCH CỔ TỨC	10
1.2.1. Khái niệm và tầm quan trọng của chính sách cổ tức	10
1.2.2. Các chính sách cổ tức:	10
1.2.2.1. Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động:	10
1.2.2.2. Chính sách cổ tức tiền mặt ổn định:	11
1.2.2.3. Các chính sách khác.....	11
1.2.3. Tác động của chính sách cổ tức đối với doanh nghiệp	12
1.2.3.1. Tác động của chính sách cổ tức đối với tài sản của các cổ đông. 12	
1.2.3.2. Quan hệ giữa chính sách cổ tức và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp	12
1.2.3.3. Chính sách cổ tức và cơ cấu vốn của doanh nghiệp.....	12
1.3. CÁC YẾU TỐ QUYẾT ĐỊNH CHÍNH SÁCH CỔ TỨC	13

1.3.1. Đặc điểm của ngành và doanh nghiệp	13
1.3.2. Các hạn chế về pháp lý:	13
1.3.3. Các ảnh hưởng của thuế:.....	14
1.3.4. Các ảnh hưởng của khả năng thanh khoản của doanh nghiệp	15
1.3.5. Khả năng vay nợ và tiếp cận các thị trường vốn	15
1.3.6. Ổn định thu nhập.....	15
1.3.7. Triển vọng tăng trưởng	15
1.3.8. Lạm phát	15
1.3.9. Các ưu tiên của cổ đông.....	16
1.3.10. Bảo vệ chống lại loãng giá.....	16
1.3.11 Giá cổ phiếu trong những ngày đặc biệt.....	16
1.4. TÓM TẮT PHẦN 1	18
PHẦN 2: THỰC TIỄN VIỆC CHI TRẢ CỔ TỨC CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM TRONG THỜI GIAN QUA- CÁC HÌNH THỨC CỔ TỨC HIỆN CÓ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM.....	19
2.1. KHÁI QUÁT VIỆC CHI TRẢ CỔ TỨC CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM TRONG THỜI GIAN QUA	20
2.2. CÁC HÌNH THỨC CHI TRẢ CỔ TỨC MÀ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM ĐÃ ÁP DỤNG	28
2.2.1 Trả cổ tức bằng tiền mặt	28
2.2.2 Trả cổ tức bằng cổ phần.....	29
<i>Những công ty đã chi trả cổ tức bằng cổ phiếu trong thời gian qua.....</i>	<i>31</i>
2.2.3. Cổ phiếu thưởng.....	32
<i>Các công ty đã thực hiện cổ phiếu thưởng cho nhân viên.....</i>	<i>35</i>
2.2.4. Mua bán cổ phiếu quỹ.....	38
2.3. TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH CỔ TỨC ĐỐI VỚI GIÁ GIAO DỊCH	38
TÓM TẮT PHẦN 2	39
PHẦN 3: XÂY DỰNG CHÍNH SÁCH CỔ TỨC TỐI ƯU CHO CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM	40
3.1. ĐỐI VỚI CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT	40
3.1.1. Căn cứ lựa chọn chính sách cổ tức cho các công ty niêm yết Việt Nam	40
3.1.1.1. <i>Chu kỳ tăng trưởng và các cơ hội đầu tư:</i>	<i>40</i>
3.1.1.2. <i>Khả năng tiếp cận các nguồn vốn.....</i>	<i>40</i>
3.1.1.3. <i>Sự ổn định về lợi nhuận của công ty.....</i>	<i>41</i>
3.1.1.4. <i>Mức độ quan tâm mà các cổ đông dành cho thu nhập từ cổ tức..</i>	<i>41</i>
3.1.1.5. <i>Nội dung thông tin của các thông báo về cổ tức.....</i>	<i>41</i>

3.1.1.6. Một số yếu tố khác:	41
3.1.2. Tác động của các quyết định về chính sách cổ tức	42
3.1.2.1. Quy định về pháp lý.....	42
3.1.2.2. Thuế thu nhập.....	43
3.1.2.3. Nội bộ công ty	43
3.1.2.4. Các đối tượng liên quan khác	43
3.1.3. Các gợi ý cho việc xây dựng và hoàn thiện chính sách cổ tức cho các công ty niêm yết.....	44
3.2. ĐỐI VỚI CÁC NHÀ QUẢN LÝ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....	47
3.3. ĐỐI VỚI CÁC NHÀ ĐẦU TƯ TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....	47
3.4. TÓM TẮT PHẦN 3	48
KẾT LUẬN.....	i
TÀI LIỆU THAM KHẢO	ii
PHỤ LỤC.....	iii

DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU CHỮ VIẾT TẮT

DN:	Doanh nghiệp
UBCKNN:	Ủy ban chứng khoán Nhà nước
TTGDCK:	Trung tâm Giao dịch chứng khoán
TP.HCM:	Thành phố Hồ Chí Minh
EPS:	Earning per share- Thu nhập của một cổ phần
ESOP:	Employee Stock Ownership Plan-Chương trình sở hữu cổ phần của nhân viên
CAPM:	Mô hình định giá tài sản- vốn
M&M:	Miller và Modigliani

DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 1: Số lượng các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam phân theo ngành nghề kinh doanh tính đến cuối năm 2005.

Bảng 2: Mức độ chi trả cổ tức của một số công ty niêm yết qua bốn năm 2002, 2003, 2004, 2005.

Bảng 3: Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt và mức cổ tức trên giá trung bình của các công ty niêm yết qua bốn năm 2002, 2003, 2004 và 2005.

Bảng 4: Tỷ lệ cổ tức tiền mặt chi trả trên lợi nhuận giữ lại của một số công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam qua các năm 2002, 2003, 2004 và 2005.

Bảng 5: Các công ty niêm yết đã thực hiện trả cổ tức bằng cổ phiếu hay nâng vốn điều lệ bằng phát hành cổ phiếu thưởng.

DANH MỤC HÌNH VẼ, ĐỒ THỊ, SƠ ĐỒ

Sơ đồ 1: Quá trình thực hiện quyết định chi trả cổ tức.

LỜI MỞ ĐẦU

1. Sự cần thiết của đề tài

Trong sự nghiệp công nghiệp hóa, hiện đại hóa, vấn đề lớn nhất được đặt lên hàng đầu là vấn đề vốn cho nền kinh tế.

Thị trường chứng khoán là một kênh quan trọng thu hút vốn dài hạn cho các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp có tiềm năng phát triển ở các khu vực kinh tế quan trọng. Mục tiêu của thị trường chứng khoán là tạo ra một thị trường vốn phục vụ cho các doanh nghiệp đổi mới công nghệ, mở rộng sản xuất, nâng cao sức cạnh tranh trong một nền kinh tế hàng hóa đang phát triển nhanh như ở nước ta.

Khi thực hiện niêm yết trên thị trường chứng khoán, ngoài tình hình hoạt động của doanh nghiệp, tỷ lệ chi trả cổ tức, hình thức chi trả cổ tức luôn là vấn đề nhà đầu tư quan tâm đến để lựa chọn, đánh giá và quyết định đầu tư. Vì thế công ty niêm yết cần xây dựng chính sách chi trả cổ tức hợp lý, thu hút sự quan tâm chú ý của nhà đầu tư.

Trong thời gian qua, thị trường chứng khoán Việt Nam chưa thật sự sôi động, thu hút quần chúng nhân dân tham gia. Cần huy động mọi nỗ lực của các cơ quan quản lý, các công ty cổ phần để đạt được mục tiêu tổng giá trị vốn hóa của thị trường chứng khoán đạt 10%-15% GDP vào năm 2010. Trong đó chính bản thân các công ty cổ phần đã niêm yết là những đơn vị chủ động tiên phong trong việc tạo ảnh hưởng đến các nhà đầu tư.

Ngoài việc quan tâm đến hiệu quả hoạt động đầu tư, khả năng phát triển trong tương lai thì chính sách chi trả cổ tức mà trong đó chính tỷ lệ cổ tức là việc các nhà đầu tư chú ý đến trước khi quyết định có tham gia mua bán cổ phần hay không. Vì vậy xây dựng một chính sách chi trả cổ tức hợp lý là việc các công ty niêm yết không thể bỏ qua khi quyết định niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Mục tiêu của nghiên cứu

Mục tiêu nghiên cứu của luận văn là các lý thuyết về chính sách chi trả cổ tức, tình hình chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua. Từ đó đề xuất những việc cần thực hiện khi xây dựng

chính sách cổ tức phù hợp với tình hình doanh nghiệp đồng thời thu hút được vốn của nhà đầu tư.

3. Đối tượng, phạm vi 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 cuối năm 2005. Luận văn không nghiên cứu khoảng thời gian trước khi các công ty cổ phần này niêm yết.

4. Phương pháp nghiên cứu

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 và những giải pháp khả thi và phù hợp.

Các số liệu trong luận văn được tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các công ty niêm yết.

5. Những điểm mới của đề tài

Điểm mới của đề tài là đã 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 giai đoạn 2000-2005, nhấn mạnh tầm quan trọng trong việc xây dựng chính sách cổ tức của các công ty niêm yết và đưa ra những cơ sở cho việc lựa chọn chính sách cổ tức phù hợp.

6. Kết cấu đề tài

Luận văn được trình bày thành ba phần.

Phần 1: Cơ sở lý luận

Trong phần này nêu ra những chính sách cổ tức mà các nhà kinh tế học đã nghiên cứu cùng với những luận điểm đang được thảo luận về chính sách cổ tức hiện nay.

Phần 2: Thực tiễn việc chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam trong thời gian qua- Các hình thức cổ tức hiện có của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam

Phần này đánh giá mức chi trả cổ tức, hình thức chi trả cổ tức phổ biến của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua.

Phần 3: Xây dựng chính sách cổ tức tối ưu cho các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam

Phần này đề xuất những việc các doanh nghiệp cần thực hiện khi xây dựng chính sách cổ tức và một số việc các nhà quản lý thị trường chứng khoán thực hiện để hỗ trợ doanh nghiệp và các nhà đầu tư nên quan tâm khi đầu tư vào doanh nghiệp niêm yết.

PHẦN 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CỔ TỨC VÀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

1.1. TỔNG QUAN VỀ CỔ TỨC

1.1.1. Lợi nhuận và cổ tức của doanh nghiệp cổ phần

Mục đích cơ bản của bất kỳ công việc kinh doanh nào là tạo ra lợi nhuận cho chủ sở hữu. Lợi nhuận là kết quả tài chính cuối cùng, là chỉ tiêu chất lượng đánh giá hiệu quả kinh tế.

Lợi nhuận là phần chênh lệch giữa doanh thu và chi phí doanh nghiệp bỏ ra để sản xuất kinh doanh, tạo ra doanh thu đó. Khi công việc kinh doanh của công ty tạo ra lợi nhuận, lợi nhuận được phân phối như sau:

- Nộp thuế thu nhập doanh nghiệp theo luật định
- Chia lãi cho các đối tác góp vốn theo hợp đồng hợp tác kinh doanh
- Trích lập các quỹ chuyên dùng cho doanh nghiệp như quỹ dự phòng tài chính, quỹ đầu tư phát triển, quỹ dự phòng trợ cấp mất việc làm, quỹ khen thưởng, quỹ phúc lợi...
- Giữ lại để tái đầu tư vào hoạt động sản xuất kinh doanh.
- Chia cho các cổ đông.

Cổ tức được tính chủ yếu trên cơ sở lợi nhuận chưa sử dụng đến của doanh nghiệp cũng như viễn cảnh kinh doanh của doanh nghiệp trong những năm tiếp theo. Sau khi đã được đề xuất bởi hội đồng quản trị và ban kiểm soát trước đại hội cổ đông hàng năm, cổ tức sẽ được thông báo cho các cổ đông, là lượng tiền mặt họ nhận được tính theo số cổ phiếu sở hữu hay phần trăm trong lợi nhuận của doanh nghiệp.

Mọi cổ phiếu của cùng một loại có cổ tức như nhau như cổ tức của cổ phiếu phổ thông hay cổ tức cổ phiếu ưu đãi. Sau khi được thông báo cổ tức trở thành khoản phải trả của doanh nghiệp.

1.1.2. Các phương thức trả cổ tức

Bất cứ sự thanh toán trực tiếp nào của doanh nghiệp cho các cổ đông đều được coi là 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.

Hình thức phổ biến nhất của trả cổ tức là bằng tiền mặt. Ngoài ra doanh nghiệp còn có thể trả cổ tức thông qua trả bằng cổ phiếu hay tài sản.

1.1.2.1. 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.

1.1.2.2. 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 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.

1.1.2.3. Cổ tức và cổ phiếu quỹ:

Cổ phiếu quỹ là cổ phiếu do chính doanh nghiệp phát hành ra thị trường và mua lại. Cổ phiếu quỹ không còn sở hữu các quyền của cổ phiếu lưu hành. Khi doanh nghiệp dùng cổ phiếu quỹ để trả cổ tức 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 cổ phiếu quỹ cho cổ đông cũ thay cho trả cổ tức bằng tiền mặt.

1.1.2.4. Cổ tức và cổ phiếu thưởng

Cổ phiếu thưởng là hình thức doanh nghiệp phát hành thêm cổ phiếu cho người được hưởng tương tự như chia phần lợi nhuận. Cổ phiếu thưởng thường được trả cho người làm việc trong doanh nghiệp như là phần thưởng cho nhân viên khi đạt kết quả tốt.

Thông thường doanh nghiệp trả cổ phiếu thưởng bằng cổ phiếu quỹ.

Khi doanh nghiệp thực hiện trả cổ phiếu thưởng sẽ làm thay đổi tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của cổ đông

Nếu doanh nghiệp tăng trưởng cao mà doanh nghiệp không chi trả cổ tức bằng tiền mặt thì cổ đông cho rằng trong tương lai doanh nghiệp sẽ chi trả cổ tức cao hơn và doanh nghiệp tăng trưởng hơn nữa nên giá cổ phiếu sẽ không ngừng tăng lên. Giá cổ phiếu sẽ tăng đến một mức độ mà nhà đầu tư không còn muốn mua nữa. Vì vậy khi doanh nghiệp thông báo trả cổ tức bằng cổ phiếu nhằm tăng cổ phiếu lưu hành, giá thị trường của mỗi cổ phần giảm xuống.

Trả cổ tức bằng cổ phiếu là chuyển từ phần vốn lợi nhuận sang vốn cổ phần nên không làm giảm tài sản và vốn sở hữu cổ phần cổ đông.

Nếu cổ đông nhận thức được phần lợi nhuận giữ lại được chuyển sang vốn góp cổ phần có khả năng đầu tư, mở rộng sản xuất mang lại lợi tức thu nhập cao hơn trong tương lai thì cổ đông sẵn sàng chấp nhận tỷ lệ chi trả thấp hay trả cổ tức bằng cổ phiếu, thậm chí không chi trả cổ tức. Tuy nhiên nếu doanh nghiệp không có triển vọng phát triển thì việc trả cổ tức bằng cổ phiếu có thể làm giảm giá cổ phiếu.

Việc doanh nghiệp trả cổ tức bằng cổ phiếu để tài trợ tiền mặt sẽ có lợi hơn nhiều so với doanh nghiệp bán cổ phiếu mới vì không phải mất chi phí phát hành cổ phiếu.

Việc trả cổ tức bằng cổ phiếu làm số lượng cổ phiếu lưu hành nhiều hơn nên khối lượng giao dịch sẽ lớn hơn. Ngoài ra thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) giảm xuống.

Khi thực hiện trả cổ tức bằng cổ phiếu, 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.

Như vậy nếu xem xét trước khi trả cổ tức và sau khi trả cổ tức bằng cổ phiếu mới có thể thấy những điểm chủ yếu sau:

Số lượng cổ phiếu đang lưu hành của công ty tăng lên. Tuy nhiên vị thế của các cổ đông hiện hành không có sự thay đổi hay nói cách khác là tỷ lệ quyền sở hữu của các cổ đông đối với công ty vẫn giữ nguyên như trước khi trả cổ tức bằng cổ phiếu.

Tài sản và vốn cổ đông của công ty không thay đổi so với trước khi trả cổ tức. Nhưng do số lượng cổ phiếu đang lưu hành tăng lên nên giá trị sổ sách một cổ phiếu sẽ giảm xuống so với trước khi trả cổ tức bằng cổ phiếu.

Thông thường các công ty cổ phần trả cổ tức bằng tiền. Khi thực hiện như vậy các công ty đã chuyển một phần tài sản của công ty cho các cổ đông và kết quả là các cổ đông nhận được một lượng tiền nhất định, đồng thời tài sản và vốn cổ đông của công ty cũng giảm đi một lượng tương ứng. Trong khi đó nếu thay vì trả bằng tiền công ty trả bằng cổ phiếu thì tài sản và vốn chủ sở hữu của công ty không thay đổi so với trước khi trả cổ tức. Do vậy so với trả cổ tức bằng tiền thì việc trả cổ tức bằng cổ phiếu giúp cho công ty có thêm được một lượng tiền vốn để thực hiện đầu tư.

Mặt khác, ở các nước, công ty cổ phần bị đánh thuế hai lần: thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập các nhân - tính trên phần cổ tức mà các cổ đông nhận được. Nhưng nếu cổ đông nhận cổ tức bằng cổ phiếu thì coi như họ đã có thể hoãn nộp một phần thuế thu nhập, bởi họ chỉ phải nộp thuế khi nhận được những khoản thu nhập thực tế.

1.1.2.5. 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.

1.1.2.6. Mua lại cổ phần

Doanh nghiệp 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 nhưng 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.

Khi doanh nghiệp tiến hành mua lại cổ phiếu, chỉ có những cổ đông bán lại toàn bộ hoặc một phần số cổ phiếu đang nắm giữ mới nhận được số tiền được phân phối.

Khi mua lại cổ phiếu phổ thông, doanh nghiệp có thể lựa chọn một trong năm phương pháp:

- chào mua với giá cố định
- mua lại cổ phiếu trên thị trường mở
- mua lại cổ phiếu theo hình thức đấu giá kiểu Hà Lan
- phân phối quyền bán lại có khả năng chuyển nhượng
- mua lại cổ phiếu mục tiêu

Việc mua lại cổ phiếu doanh nghiệp báo hiệu triển vọng của doanh nghiệp trong tương lai hoặc chống lại sự thâm tóm doanh nghiệp từ bên ngoài.

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

Trong quá trình hoạt động kinh doanh, công ty cổ phần có thể phát hành cổ phiếu mới. Người ta có thể phân biệt hai loại phát hành cổ phiếu mới của công ty: phát hành cổ phiếu mới không thu tiền và phát hành cổ phiếu mới có thu tiền.

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 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 góp của công ty.

Tác động của trả cổ tức bằng cổ phiếu đến giá trị cổ phiếu của công ty.

Trong thực tế, việc trả cổ tức bằng cổ phiếu mới sẽ tác động như thế nào đến giá cổ phiếu của công ty trên thị trường là vấn đề hết sức quan trọng. Về mặt lý thuyết, khi công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu thì số cổ phiếu đang lưu hành sẽ tăng lên, trong khi đó tài sản của công ty không thay đổi nên giá trị sổ sách của cổ phiếu sẽ giảm xuống, tác động làm giảm giá thị trường của cổ phiếu.

Ví dụ: Một cổ đông nắm giữ 100 cổ phiếu của một công ty. Giá thị trường 1 cổ phiếu trước khi công ty trả cổ tức là 25.200 đ/cổ phiếu. Công ty công bố trả cổ tức bằng cổ phần với tỷ lệ là 5%. Như vậy, cổ đông đó sẽ được nhận thêm 5 cổ phiếu.

Xét về mặt lý thuyết, giá trị của 100 cổ phiếu trước khi chia cổ tức sẽ được đại diện bằng 105 cổ phiếu sau khi chia cổ tức. Vì vậy, giá 1 cổ phiếu sau khi chia cổ tức sẽ giảm xuống mức:

$$(25.200 * 100) / 105 = 24.000 \text{ đ/cổ phiếu.}$$

Trong thực tế, việc giảm giá cổ phiếu không đơn thuần xảy ra như vậy. Theo kinh nghiệm nước ngoài, những công ty đang tăng trưởng nhanh và có dấu hiệu tăng lợi nhuận ở mức cao trong tương lai thì sau khi trả cổ tức bằng cổ phiếu, giá cổ phiếu có thể tạm thời sụt giảm ở mức nhất định, nhưng sau đó giá cổ phiếu lại tăng lên và công ty có thể giữ giá cổ phiếu của họ trong phạm vi mong muốn; nhờ đó, cổ đông có thể thu lợi từ việc cổ phiếu tăng giá.

1.1.3. Các lý thuyết về cổ tức

Chính sách cổ tức và các vấn đề có liên quan đã được nhiều nhà kinh tế đề cập đến.

Vấn đề thường gây tranh cãi giữa các nhà kinh tế học là việc chính sách cổ tức có ảnh hưởng như thế nào đến giá trị của doanh nghiệp.

Có ba quan điểm về mối liên hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp

- Quan điểm cho rằng gia tăng chi trả cổ tức sẽ làm tăng giá trị của công ty
- Quan điểm cho rằng gia tăng chi trả cổ tức sẽ làm giảm giá trị công ty
- Quan điểm cho rằng chính sách cổ tức không ảnh hưởng gì đến giá trị công ty.

1.1.3.1. Lý thuyết của Miller và Modigliani (M&M): Chính sách cổ tức không tác động đến giá trị doanh nghiệp trong thị trường hoàn hảo

M&M xây dựng lý thuyết của mình trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo và nhà đầu tư có hiểu biết.

Thị trường vốn hoàn hảo giả định rằng chi phí thông tin không đáng kể và thông tin đến với mọi người như nhau; không có sự sai lệch trong vấn đề thuế; không có chi phí giao dịch, chi phí ký kết hợp đồng, chi phí môi giới trung gian; không có sự thao túng thị trường của một cá nhân nhà đầu tư để có thể ảnh hưởng đến giá cả của chứng khoán.

Nhà đầu tư có hiểu biết có thu nhập nhiều, phân biệt được giữa thu nhập đến từ cổ tức hay đến từ giá trị cổ phiếu; nhà đầu tư sẽ mua tài sản ở mức giá thấp và bán tài sản ở mức giá cao hơn cho tới khi đạt điểm cân bằng.

Lý thuyết của M&M về mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị của doanh nghiệp như sau: trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo, chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến tổng thu nhập của cổ đông, hay nói cách khác mọi chính sách cổ tức đều như nhau.

Tuy nhiên trong thực tế không tồn tại một thị trường không có chi phí giao dịch, không có sự khác biệt về thuế.

Giá trị thị trường của doanh nghiệp được xác định bằng việc chiết khấu các luồng tiền sau thuế với bất cứ một sự khác biệt nào về thuế đánh trên thu nhập lãi vốn trong mối tương quan với cổ tức nhận được đều có ảnh hưởng đến tổng thu nhập sau thuế của cổ đông, và ảnh hưởng đến mức cầu của cổ đông đối với cổ tức nhận được. Do đó yếu tố thuế có thể ảnh hưởng đến quyết định chi trả cổ tức của công ty.

Năm 1961 khi M&M đưa ra lý thuyết này, mọi người vẫn nghĩ thậm chí trong trường hợp lý tưởng như giả định thì việc tăng cổ tức sẽ có lợi cho cổ đông. Tuy nhiên cho đến nay lý thuyết M&M đã được chứng minh cơ bản đúng và chuyển sang lý giải liệu thuế và các yếu tố không hoàn hảo của thị trường làm thay đổi lý thuyết như thế nào.

1.1.3.2. Lý thuyết của Brennan và Litzenberger và Ramaswamy:

1% tăng ở tỷ lệ chi trả cổ tức cần có 23% tăng thêm ở thu nhập kỳ vọng

Năm 1970 Brennan đưa ra mô hình về mối quan hệ giữa cổ tức và thu nhập đã điều chỉnh yếu tố rủi ro. 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.

Trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi, mức trả cổ tức cao sẽ làm giảm giá cổ phiếu.

Như vậy nhà đầu tư muốn một mức thu nhập trước thuế đã điều chỉnh rủi ro cao hơn mức cổ tức nhận được để bù lại phần thuế phải nộp trên khoản thu nhập lãi vốn.

1.1.3.3. Nghiên cứu của Black Scholes

Trong khi đó nghiên cứu của Black Scholes năm 1974 về danh mục đầu tư cổ phiếu và xem xét ảnh hưởng của tỷ lệ chi trả cổ tức tới thu nhập kỳ vọng có điều chỉnh rủi ro kết luận rằng không có sự khác biệt về thu nhập trước thuế đã điều chỉnh rủi ro dù tỷ lệ chi trả cổ tức cao hay thấp, và không có sự khác biệt về thu nhập sau thuế đã điều chỉnh rủi ro với các mức trả cổ tức khác nhau. Black Scholes khuyên các nhà đầu tư không cần quan tâm tới cổ tức nhận được khi xây dựng danh mục đầu tư.

Trên một nghiên cứu khác của Litzenberger và Ramaswamy tiến hành phân loại cổ phiếu có tỷ lệ chi trả cổ tức dương trong những tháng trước ngày giao dịch không hưởng cổ tức, những cổ phiếu được thanh toán cổ tức hàng quý có tỷ lệ chi trả cổ tức dương trong tháng giao dịch không hưởng cổ tức, có tỷ lệ chi trả bằng 0 trong hai tháng còn lại.

Kết quả của Litzenberger và Ramaswamy chứng minh lý thuyết của Brennan liên quan đến mô hình CAPM là hệ số trả cổ tức dương chứng minh ảnh hưởng của thuế đến cổ tức.

1.1.3.4. Lý thuyết của Elton và Gruber

Năm 1970 Elton và Gruber đã đưa ra những dẫn chứng trên cơ sở đúc rút kinh nghiệm và cho rằng mức giảm giá cổ phiếu trong ngày giao dịch không hưởng cổ tức thấp hơn mức cổ tức trên mỗi cổ phiếu.

Trong trường hợp mức giảm giá trong ngày giao dịch không hưởng cổ tức thấp hơn cổ tức được trả thì nhà đầu tư ngắn hạn sẽ có cơ hội thu lợi nhuận. Họ sẽ mua cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng được hưởng cổ tức và bán vào ngày hôm sau. Nhà đầu tư sẽ mất đi một phần vốn vì giá giảm nhưng được bù lại tiền cổ tức cao hơn.

Nếu mức giảm giá trong ngày giao dịch không hưởng cổ tức lớn hơn mức cổ tức nhận được thì các nhà đầu tư dài hạn có thể thu được lợi nhuận bằng việc xác định thời điểm giao dịch (bán ra trước ngày giao dịch không hưởng cổ tức). Nếu mức giảm giá trong ngày giao dịch không hưởng cổ tức thấp hơn mức cổ tức thì các nhà đầu tư ngắn hạn có thể thu được lợi nhuận bằng việc bán không cổ phiếu trong ngày giao dịch cuối cùng được hưởng cổ tức và mua lại vào ngày giao dịch không hưởng cổ tức.

Tuy nhiên trong trường hợp có phí giao dịch thì có thể tồn tại sự cân bằng trong ngày giao dịch không hưởng cổ tức và không có cơ hội thu lợi nhuận.

1.2. CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

1.2.1. Khái niệm và tầm quan trọng của chính sách cổ tức

Chính sách tài trợ, chính sách đầu tư và chính sách cổ tức là ba chính sách tài chính quan trọng của doanh nghiệp.

Mức độ đầu tư của doanh nghiệp quyết định mức lợi nhuận tương lai và tiềm năng cổ tức tương lai. Cấu trúc vốn ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn. Trong khi đó chi phí sử dụng vốn ảnh hưởng một phần đến cơ hội đầu tư có thể chấp nhận được; và chính sách cổ tức ảnh hưởng đến số lượng cổ phần thưởng trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp qua lợi nhuận giữ lại và tiếp tục ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn.

Chính sách cổ tức quyết định mức lợi nhuận của doanh nghiệp được đem ra phân phối như thế nào. Lợi nhuận sẽ được giữ lại để tái đầu tư cho doanh nghiệp hay được chi trả cho cổ đông.

1.2.2. Các chính sách cổ tức:

1.2.2.1. Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động:

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 các cổ đông đòi hỏi.

Doanh nghiệp theo chính sách này sẽ có mức độ chi trả cổ tức thay đổi từ năm này sang năm khác tùy thuộc vào các cơ hội đầu tư có sẵn.

Trong thực tiễn, các doanh nghiệp thường cố gắng duy trì mức độ chi trả cổ tức tương đối ổn định qua các năm. Các doanh nghiệp sẽ giữ lại lợi nhuận để lại với tỷ lệ khá cao trong những năm có nhu cầu vốn cao. Khi doanh nghiệp tiếp tục tăng trưởng, doanh nghiệp có thể tiếp tục theo đuổi chính sách này.

Chính sách này áp dụng cho những doanh nghiệp tăng trưởng có tỷ lệ chi trả thấp hơn các doanh nghiệp trong giai đoạn sung mãn.

1.2.2.2. Chính sách cổ tức tiền mặt ổn định:

Các doanh nghiệp và các cổ đông thích chính sách cổ tức tương đối ổn định. Các cổ đông thường miễn cưỡng chấp nhận việc giảm cổ tức qua các năm vì luôn muốn ổn định nguồn thu nhập. Ngược lại doanh nghiệp thường trì hoãn gia tăng cổ tức khi các khoản lợi nhuận trong tương lai đủ cao để tăng mức chi trả cổ tức. Tỷ lệ cổ tức có khuynh hướng đi sau sự gia tăng lợi nhuận.

Các cổ đông thường thích mức chi trả cổ tức ổn định. Cổ đông cho rằng khi thay đổi mức chi trả cổ tức thường hàm chứa một số thông tin nào đó. Cắt giảm cổ tức được cho là tiềm năng về lợi nhuận của doanh nghiệp sụt giảm. Tương tự gia tăng lợi nhuận nghĩa là dự kiến lợi nhuận trong tương lai của doanh nghiệp gia tăng. Ngoài ra nhiều cổ đông thường xem cổ tức là dòng thu nhập ổn định. Vì thế doanh nghiệp cho rằng nhà đầu tư sẽ trả giá cao hơn cho cổ phiếu có cổ tức ổn định.

1.2.2.3. Các chính sách khác

Chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi: doanh nghiệp chấp nhận một 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 dao động theo.

Chính sách trả cổ tức nhỏ hàng quý cộng với cổ tức thường thêm cuối năm: chính sách này thích hợp cho doanh nghiệp có lợi nhuận biến động và nhu cầu tiền mặt biến động. Khi có lợi nhuận thấp doanh nghiệp chi trả theo mức cổ tức đều

đặn và thấp. Khi có lợi nhuận cao và không có nhu cầu sử dụng tiền mặt cuối năm, doanh nghiệp trả thêm phần cổ tức thưởng. Chính sách này tạo khả năng linh hoạt để giữ lại lợi nhuận mà vẫn thỏa mãn nhu cầu của nhà đầu tư.

1.2.3. Tác động của chính sách cổ tức đối với doanh nghiệp

1.2.3.1. Tác động của chính sách cổ tức đối với tài sản của các cổ đông

Nguồn thu nhập của cổ đông gồm lãi từ việc bán cổ phiếu và các khoản thu nhập có được trong lúc nắm giữ cổ phiếu từ cổ tức tiền mặt và mua lại cổ phiếu.

Ở một số nước, thuế đánh vào cổ tức bằng hoặc cao hơn thuế đánh vào các khoản lãi vốn. Do vậy cổ đông thường thích việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt thấp. Các mức lãi vốn sẽ được trì hoãn trả thuế cho đến khi cổ đông bán cổ phiếu đi.

Một tác động khác của chính sách cổ tức đối với cổ đông là ảnh hưởng của các thông báo trả cổ tức lên giá cổ phiếu của chính doanh nghiệp đó. Các khoản cổ tức thường được coi là những dấu hiệu thông báo về tình hình kinh doanh và triển vọng phát triển của công ty. Vì vậy những thay đổi về mức trả cổ tức sẽ ảnh hưởng đến đánh giá của các nhà đầu tư đối với doanh nghiệp và ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của công ty.

1.2.3.2. Quan hệ giữa chính sách cổ tức và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp

Quyết định trả cổ tức của doanh nghiệp có mối quan hệ chặt chẽ với các quyết định đầu tư.

Lợi nhuận sau thuế và trả lãi của doanh nghiệp sẽ được dùng vào chi trả cổ tức cho cổ đông và tái đầu tư. Khi doanh nghiệp có các cơ hội đầu tư đem lại nhiều lợi nhuận thì doanh nghiệp có xu hướng muốn giữ lại lợi nhuận chứ không đem chia cho các cổ đông. Nếu doanh nghiệp lựa chọn việc trả cổ tức tiền mặt thì doanh nghiệp phải tiến hành vay nợ hay phát hành cổ phiếu mới để cho các cơ hội đầu tư. Khi phát hành thêm cổ phiếu, doanh nghiệp sẽ phải chịu thêm một khoản chi phí phát hành.

1.2.3.3. Chính sách cổ tức và cơ cấu vốn của doanh nghiệp

Việc trả cổ tức dù cao hay thấp đều tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Dù trả cổ tức cao hay thấp thì rủi ro các khoản nợ của doanh nghiệp tăng lên do đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp tăng. Với những doanh nghiệp có đòn

bẫy tài chính cao tức tỷ lệ nợ so với vốn cao thì trả cổ tức càng làm tăng rủi ro tài chính.

1.3. CÁC YẾU TỐ QUYẾT ĐỊNH CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

Chia cổ tức là vấn đề gắn với sự tồn tại và hoạt động của doanh nghiệp.

Lợi nhuận giữ lại dùng để đầu tư cho tăng trưởng trong tương lai và gia tăng giá trị cổ phần tương lai. Trong khi đó cổ tức cung cấp cho cổ đông lợi nhuận thường xuyên. Chính sách cổ tức tác động đến hoạt động của doanh nghiệp như tài sản, hoạt động đầu tư, các yếu tố khác.

1.3.1. Đặc điểm của ngành và doanh nghiệp

Chu kỳ sống của của một ngành và doanh nghiệp có thể tạm chia thành bốn giai đoạn:

- Giai đoạn phát triển: Trong giai đoạn này cơ hội đầu tư có khả năng sinh lợi nhuận cao rất cao nên các doanh nghiệp thường không trả cổ tức bằng tiền mà dành khoản lợi nhuận để tái đầu tư.

- Giai đoạn tăng trưởng: Trong giai đoạn này doanh nghiệp vẫn có mức tăng trưởng nhanh hơn các doanh nghiệp khác ngoài ngành. Nhu cầu tái đầu tư của doanh nghiệp vẫn cao nên doanh nghiệp thường chọn phương thức trả cổ tức bằng cổ phiếu

- Giai đoạn mở rộng: Tăng trưởng của doanh nghiệp vẫn còn nhưng không cao. Các cơ hội đầu tư kém hấp dẫn vì sự cạnh tranh gay gắt. Khả năng trả cổ tức bằng tiền của doanh nghiệp ngày càng lớn.

- Giai đoạn giảm sút: Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp chững lại. Chính sách cổ tức các doanh nghiệp thường chọn là trả cổ tức bằng tiền mặt.

1.3.2. Các hạn chế về pháp lý:

Các luật điều tiết chi trả cổ tức của doanh nghiệp đăng ký hoạt động tại quốc gia đó

Có nhiều quốc gia có luật điều tiết chi trả cổ tức cho doanh nghiệp đăng ký ở quốc gia đó. Các luật này quy định như

- Hạn chế suy yếu vốn: không thể dùng vốn của một doanh nghiệp để chi trả cổ tức. Vốn có thể là tổng mệnh giá cổ phần thường hay có thể bao gồm cả thặng dư vốn.

Ví dụ phần vốn trên bảng cân đối kế toán của một doanh nghiệp như sau:

Đơn vị: đồng

Cổ phần thường (500.000 cổ phần mệnh giá 10.000 đồng)	5.000.000.000
Vốn góp cao hơn mệnh giá	1.000.000.000
Lợi nhuận giữ lại	3.000.000.000
Tổng nguồn vốn	9.000.000.000

Nếu luật quy định vốn là tổng giá trị mệnh giá của cổ phần thường thì doanh nghiệp có thể trả cổ tức tối đa là 5 tỷ đồng. Nhưng nếu luật quy định giới hạn chi trả cổ tức là lợi nhuận giữ lại thì doanh nghiệp có thể trả cổ tức tối đa là 3 tỷ đồng.

- Hạn chế lợi nhuận ròng: cổ tức phải được chi trả từ lợi nhuận ròng trong những năm qua và hiện tại, hạn chế doanh nghiệp rút vốn đầu tư ban đầu để chi trả cổ tức

- Hạn chế mất khả năng thanh toán: không thể chi trả cổ tức khi doanh nghiệp mất khả năng thanh toán.

Những hạn chế này thông thường tác động nhiều đến các doanh nghiệp mới thành lập, doanh nghiệp nhỏ có lợi nhuận giữ lại thấp.

- Các điều khoản hạn chế nằm trong các giao kèo trái phiếu, điều khoản vay, thỏa thuận vay ngắn hạn, hợp đồng thuê tài sản, các thỏa thuận cổ phần ưu đãi

Các điều khoản hạn chế này có thể yêu cầu doanh nghiệp chỉ có thể trả cổ tức khi lợi nhuận của doanh nghiệp đạt được đến một mức độ nào đó.

1.3.3. Các ảnh hưởng của thuế:

Thuế thu nhập cổ tức thông thường có ảnh hưởng đến quyết định về chính sách chi trả cổ tức. Khi thuế thu nhập cá nhân đánh trên thu nhập cổ tức cao hơn thuế suất đánh trên thu nhập lãi vốn dài hạn thì các doanh nghiệp có khuynh hướng giữ mức cổ tức thấp để các cổ đông có thể nhận được một phần lớn hơn tỷ suất sinh lợi trước thuế dưới hình thức lãi vốn nghĩa là làm tăng tỷ suất sinh lợi sau thuế của cổ đông.

1.3.4. Các ảnh hưởng của khả năng thanh khoản của doanh nghiệp

Khả năng thanh khoản của doanh nghiệp càng lớn thì doanh nghiệp có nhiều khả năng chi trả cổ tức. Một doanh nghiệp có tỷ lệ tái đầu tư cao, số dư lợi nhuận lớn nhưng doanh nghiệp có thể không có khả năng chi trả cổ tức nếu tính thanh khoản của tài sản thấp, nhất là không có tiền mặt.

Các doanh nghiệp tăng trưởng nhanh chóng thường khó duy trì sử dụng hết các cơ hội đầu tư sinh lợi vừa duy trì tính thanh khoản để chi trả cổ tức.

1.3.5. Khả năng vay nợ và tiếp cận các thị trường vốn

Các doanh nghiệp có nhiều cơ hội tiếp cận với các nguồn vốn bên ngoài như vay ngân hàng, phát hành trái phiếu, thương phiếu càng có nhiều khả năng chi trả cổ tức vì thu nhập giữ lại không phải là nguồn vốn duy nhất để mở rộng sản xuất.

Những doanh nghiệp ở giai đoạn đầu thường khó có thể huy động vốn từ bên ngoài dù có nhu cầu lớn về vốn. Các doanh nghiệp có quy mô lớn và trung bình có thể dễ dàng phát hành công cụ nợ hay phát hành cổ phiếu để chấp nhận trả cổ tức trong hiện tại. Trong khi đó các doanh nghiệp nhỏ sẽ gặp khó khăn hơn trong vay vốn nên có khuynh hướng giữ lại phần lớn số lợi nhuận có được để đáp ứng các nhu cầu đầu tư.

1.3.6. Ổn định thu nhập

Doanh nghiệp có dòng tiền tương đối ổn định, có dự báo tốt tương lai thường phản ánh sự tin tưởng này trong việc chi trả cổ tức ổn định. Các doanh nghiệp lớn mà cổ phần được nắm rộng rãi bên ngoài cũng do dự khi phải hạ thấp mức chi trả cổ tức.

1.3.7. Triển vọng tăng trưởng

Doanh nghiệp có tăng trưởng nhanh thường có nhu cầu vốn lớn để tài trợ. Các doanh nghiệp này thường giữ mức chi trả cổ tức thấp thay cho việc trả cổ tức cao và phải bán cổ phần mới vừa tốn kém vừa bất tiện.

1.3.8. Lạm phát

Khi có lạm phát cao, vốn phát sinh từ khấu hao thường không đủ để thay thế tài sản cố định nên các doanh nghiệp này thường giữ lại lợi nhuận để duy trì

năng lực hoạt động, và doanh nghiệp cần có nhiều tiền hơn để chi trả cho các khoản giao dịch, duy trì vốn luân chuyển.

1.3.9. Các ưu tiên của cổ đông

Các cổ đông lớn thường thích giữ lại lợi nhuận để hưởng lãi vốn trong khi các cổ đông nhỏ coi việc hưởng cổ tức là nguồn thu nhập thường xuyên nên thích cổ tức cao. Do vậy các nhà đầu tư thường sẽ bị hấp dẫn bởi các doanh nghiệp có chính sách cổ tức phù hợp với mục tiêu của mình.

1.3.10. Bảo vệ chống lại loãng giá.

Doanh nghiệp thường chọn cách giữ lại lợi nhuận nhiều hơn và chi trả cổ tức thấp hơn để tránh rủi ro loãng giá khi phải huy động vốn bằng cách bán cổ phần mới.

1.3.11 Giá cổ phiếu trong những ngày đặc biệt

Khi cổ phiếu được bán ngay trước khi cổ tức được thanh toán một khoảng thời gian cụ thể nào đó thì người bán cổ phiếu sẽ được nhận cổ tức chứ không phải là người mua những cổ phiếu đó. Lý do của vấn đề này là trong danh sách cổ đông của doanh nghiệp chưa có sự thay đổi về các cổ đông do không thể cập nhật kịp thời những thay đổi quyền sở hữu khi giao dịch xảy ra.

Ngày giao dịch mà khi đó người mua không được hưởng cổ tức mà người bán vẫn được hưởng cổ tức gọi là ngày giao dịch không hưởng cổ tức.

Giá tham chiếu của cổ phiếu trong ngày giao dịch không hưởng cổ tức được tính bằng giá đóng cửa của cổ phiếu trong phiên trước đó trừ đi giá trị cổ tức.

$$P_{tc} = P_{t-1} - Div$$

trong đó: P_{tc} là giá tham chiếu cổ phiếu trong ngày giao dịch không hưởng quyền

P_{t-1} : giá chứng khoán của phiên giao dịch trước

Div : giá trị cổ tức

Giá tham chiếu của cổ phiếu trong ngày giao dịch không được hưởng quyền nhận cổ tức bằng cổ phiếu được tính như sau

Thực chất của việc chia cổ tức bằng cổ phiếu là đợt phát hành mới và bán cho cổ đông hiện hữu. Quyền mua cổ phiếu tiềm ẩn trong hoạt động này và coi như người có quyền dùng lòng cổ tức để mua cổ phiếu mới.

Giá tham chiếu cổ phiếu trong ngày giao dịch không hưởng quyền nhận cổ tức bằng cổ phiếu bằng

$$P_{tc} = \frac{PR_{t-1} + (I * PR) - TTH}{1 + I}$$

trong đó:

P_{tc} là giá tham chiếu cổ phiếu trong ngày giao dịch không hưởng quyền

P_{t-1} : giá chứng khoán của phiên giao dịch trước

I : tỷ lệ vốn tăng

PR : giá cổ phiếu sẽ tính cho người có quyền nhận thưởng bằng tiền

TTH : giá trị tiền thưởng bằng cổ phiếu

Div : giá trị cổ tức

1.4. TÓM TẮT PHẦN 1

Chia cổ tức là vấn đề gắn liền với sự tồn tại và hoạt động của doanh nghiệp cổ phần. Chính sách cổ tức luôn có những tác động nhất định đến bản thân doanh nghiệp và các nhà đầu tư. Hình thức phổ biến nhất của trả cổ tức là bằng tiền mặt, bên cạnh những hình thức như trả bằng cổ phiếu, trả bằng tài sản, mua lại cổ phần, trả bằng cổ phiếu, chia nhỏ cổ phiếu.

Các nhà kinh tế học đã có các công trình nghiên cứu về mối liên hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp. Chính sách cổ tức tác động như thế nào đến giá trị doanh nghiệp, nó làm tăng, hay giảm hay không ảnh hưởng gì đến giá trị doanh nghiệp.

Mỗi doanh nghiệp đều có những đặc điểm riêng về nguồn vốn, lĩnh vực kinh doanh, khả năng sinh lời, chiến lược phát triển... nên cần linh hoạt trong việc phân tích, xây dựng chính sách cổ tức để tối đa hóa giá trị của mình. Doanh nghiệp có thể theo đuổi chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động, chính sách cổ tức tiền mặt ổn định, chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi...

Trên cơ sở phân tích hoạt động của ngành, mục tiêu và thực trạng doanh nghiệp mà doanh nghiệp lựa chọn chính sách cổ tức.

PHẦN 2: THỰC TIỄN VIỆC CHI TRẢ CỔ TỨC CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM TRONG THỜI GIAN QUA- CÁC HÌNH THỨC CỔ TỨC HIỆN CÓ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Thị trường chứng khoán Việt Nam bắt đầu phiên giao dịch đầu tiên vào ngày 28/7/2000 với hai loại cổ phiếu được niêm yết và giao dịch với tổng giá trị vốn niêm yết là 270 tỷ đồng. Tính đến cuối năm 2005, thị trường chứng khoán niêm yết Việt Nam có 32 doanh nghiệp và 1 công ty quản lý quỹ niêm yết và giao dịch tại Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh.

Cho đến nay có một số công ty niêm yết đã thành công trong việc huy động vốn sau khi niêm yết trên thị trường.

Bảng 1: Số lượng các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam phân theo ngành nghề kinh doanh tính đến cuối năm 2005.

Ngành nghề kinh doanh	Số công ty niêm yết
Thương mại dịch vụ	04 công ty
Sản xuất	05 công ty
Vật liệu xây dựng	03 công ty
Xăng dầu	02 công ty
Thực phẩm và đồ uống	06 công ty
Vật liệu nội thất	01 công ty
Khách sạn, giải trí	01 công ty
Giấy và bao bì	02 công ty
Nhựa	01 công ty
Thủy hải sản	02 công ty
Viễn thông	02 công ty
Vận chuyển	03 công ty
Tài chính, Ngân hàng	01 công ty

(Nguồn: Tổng hợp từ danh sách các công ty niêm yết đăng tại website của Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP.HCM www.vse.org.vn)

Danh sách chi tiết các công ty cổ phần và quỹ đầu tư niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam tính đến cuối năm 2005 được tóm tắt ở Phụ lục 1.

2.1. KHÁI QUÁT VIỆC CHI TRẢ CỔ TỨC CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM TRONG THỜI GIAN QUA

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.

Cổ tức là một phần lợi nhuận được phân phối cho cổ đông, tùy thuộc tình hình lợi nhuận của tổ chức phát hành và tỷ lệ góp vốn đầu tư của từng cổ đông. Do đó, cổ tức, phương thức chi trả, thanh toán cổ tức tùy thuộc sự phát triển sản xuất kinh doanh và chính sách cổ tức của từng tổ chức phát hành.

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.

Bảng 2: Mức độ chi trả cổ tức của một số công ty niêm yết qua bốn năm 2002, 2003, 2004, 2005.

STT	Mã chứng khoán	Cổ tức 1 CP(đồng)			
		2002	2003	2004	2005
	Thương mại dịch vụ				
1	GIL	2,500	2,400	1,600	1,600
2	KHA	1,600	1,500	1,900	1,800
	Sản xuất				
3	BTC	1,200	0	0	0
4	REE	1,200	1,200	1,300	1,400
	Vật liệu xây dựng				
5	BT6	1,500	1,500	1,500	1,500
6	DHA	3,000	3,000	2,000	3,000
	Xăng dầu				
7	PMS	1,200	1,200	1,200	1,200
8	SFC	1,300	1,500	1,500	1,700
	Thực phẩm và đồ uống				
9	BBC	1,200	1,200	1,200	1,200
10	TRI	1,800	1,800	1,500	1,500
	Vật liệu nội thất				
11	SAV	1,600	1,600	1,600	1,600
	Khách sạn, giải trí				
12	SGH	600	600	850	1,000
	Giấy và bao bì				
13	BPC	1,500	1,500	1,500	1,500
14	HAP	3,000	3,000	1,000	2,000
	Nhựa				
15	DPC	1,000	300	0	1,200
	Thủy hải sản				
16	AGF	2,400	2,400	1,800	800
17	TS4	1,800	1,200	1,200	1,200
	Viễn thông				
18	SAM	1,600	1,600	1,600	1,600
20	VTC	1,350	1,350	1,350	1,350
	Vận chuyển				
21	GMD	3,200	1,200	2,400	1,200
22	TMS	2,200	2,200	1,500	1,500

(Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các công ty niêm yết đăng tại website của Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP.HCM www.vse.org.vn)

Mức độ chi trả cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam tính đến cuối năm 2005 được tóm tắt ở Phụ lục 2.

Các công ty niêm yết thông báo chi trả cổ tức cả năm với tỷ lệ thấp nhất 3% trên mệnh giá, cao nhất 30%, phổ biến nhất là mức 12-16%.

Mức trả cổ tức cao nhất thuộc về Công ty cổ phần Giấy Hải Phòng (Hapaco) với tỷ lệ 30% mệnh giá/năm. Kế đến là Công ty Cổ phần sản xuất kinh doanh và xuất nhập khẩu Bình Thạnh (Gilimex) 25%, Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu thủy sản An Giang (Agifish) 24%, Công ty cổ phần Kho vận giao nhận ngoại thương (Transimex) 22%, Công ty Cổ phần Chế biến hàng xuất khẩu Long An (Lafooco) 18%.

Các công ty tham gia thị chứng khoán ngay những ngày đầu là Công ty cổ phần Cơ điện lạnh (REE) có mức chia cổ tức là 12% mệnh giá, Công ty cổ phần Cáp và vật liệu viễn thông (SAM) 16%.

Quy định về việc chi trả cổ tức của các doanh nghiệp, Luật pháp Việt Nam quy định như sau:

Luật Doanh nghiệp, điều 67, khoản 1 quy định:

Công ty cổ phần chỉ được trả cổ tức cho cổ đông khi công ty kinh doanh có lãi, đã hoàn thành nghĩa vụ nộp thuế và các nghĩa vụ tài chính khác theo quy định của pháp luật và ngay khi trả hết số cổ tức đã định, công ty vẫn bảo đảm thanh toán đủ các khoản nợ và các nghĩa vụ tài sản khác đến hạn phải trả.

Và điều 68 Luật Doanh nghiệp quy định về việc thu hồi tiền thanh toán cổ phần mua lại hoặc cổ tức như sau: Trường hợp việc thanh toán cổ phần mua lại trái với quy định tại khoản 1 điều 66 hoặc trả cổ tức trái với quy định tại khoản 1 điều 67 của Luật Doanh nghiệp thì tất cả cổ đông phải hoàn trả cho công ty số tiền hoặc tài sản khác đã nhận. Trường hợp có cổ đông không hoàn trả được cho công ty thì cổ đông đó và thành viên Hội đồng quản trị phải cùng liên đới chịu trách nhiệm về nợ của công ty.

Quy định này hạn chế các công ty có hoạt động kinh doanh không tốt nhưng vẫn tìm cách trả cổ tức cho cổ đông nhằm che đậy một phần thực chất hoạt động kinh doanh của mình.

Một trong những niềm hi vọng lớn nhất của cổ đông ngoài việc cổ phiếu năm giữ tăng giá là nhận được mức cổ tức cao.

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. Tâm lý này thể hiện rõ nhất trong Đại hội cổ đông của công ty, nơi các cổ đông đặt ra mục tiêu với Hội đồng quản trị. Mức cổ tức cao dễ đồng nghĩa với mức lợi nhuận cao. Một doanh nghiệp trả cổ tức cao cũng được coi là một doanh nghiệp ăn nên làm ra và Hội đồng quản trị có năng lực.

Mức cổ tức trả bằng tiền mặt trên mệnh giá thông thường là khoảng 12%/năm. Nếu so sánh với mức lãi suất gửi tiết kiệm trong 12 tháng hiện nay là 8.4%/năm, thì mức trả cổ tức này cao hơn. 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.

Vi 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 để biết được mức cổ tức thực tế của mình.

Bảng 3: Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt và mức cổ tức trên giá trung bình của các công ty niêm yết qua bốn năm 2002, 2003, 2004 và 2005.

STT	Mã chứng khoán	Tỷ lệ cổ tức/ Mệnh giá (%)				Cổ tức/ Giá trung bình			
		2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
	Thương mại dịch vụ								
1	GIL	25%	24%	16%	16%	6%	10%	5%	4%
2	KHA	16%	15%	19%	18%	7%	8%	8%	7%
	Sản xuất								
3	BTC	12%	0%	0%	0%	5%	0%	0%	0%
4	REE	12%	12%	13%	14%	5%	9%	5%	5%
	Vật liệu xây dựng								
5	BT6	15%	15%	15%	15%	7%	9%	5%	4%

6	DHA	30%	30%	20%	30%	n/a	n/a	6%	8%
	Xăng dầu								
7	PMS	12%	12%	12%	12%	n/a	9%	7%	8%
8	SFC	13%	15%	15%	17%	n/a	n/a	8%	7%
	Thực phẩm và đồ uống								
9	BBC	12%	12%	12%	12%	6%	11%	7%	6%
10	TRI	18%	18%	15%	15%	6%	9%	5%	6%
	Vật liệu nội thất								
11	SAV	16%	16%	16%	16%	8%	10%	5%	5%
	Khách sạn, giải trí								
12	SGH	6%	6%	9%	10%	3%	4%	6%	6%
	Giấy và bao bì								
13	BPC	15%	15%	15%	15%	7%	9%	7%	9%
14	HAP	30%	30%	10%	20%	8%	11%	3%	9%
	Nhựa								
15	DPC	10%	3%	0%	12%	5%	3%	0%	11%
	Thủy hải sản								
16	AGF	24%	24%	18%	8%	8%	9%	5%	2%
17	TS4	18%	12%	12%	12%	9%	7%	6%	6%
	Viễn thông								
18	SAM	16%	16%	16%	16%	5%	8%	4%	4%
20	VTC	14%	14%	14%	14%	n/a	6%	3%	4%
	Vận chuyển								
21	GMD	32%	12%	24%	12%	8%	4%	5%	2%
22	TMS	22%	22%	15%	15%	6%	7%	4%	4%

(Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các công ty niêm yết đăng tại website của Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP.HCM www.vse.org.vn)

Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt và mức cổ tức trên giá trung bình của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam tính đến cuối năm 2005 được tóm tắt ở Phụ lục 3.

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 trị 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.

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 trị 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.

Bảng 4: Tỷ lệ cổ tức tiền mặt chi trả trên lợi nhuận giữ lại của một số công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam qua các năm 2002, 2003, 2004 và 2005.

STT	Mã chứng khoán	Cổ tức/ Lợi nhuận				Nợ/ Vốn chủ sở hữu			
		2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
	Thương mại dịch vụ								
1	GIL	30%	42%	18%	20%	63%	63%	52%	33%
2	KHA	51%	44%	77%	27%	69%	76%	82%	72%
	Sản xuất								
3	BTC	288%	0%	0%	0%	64%	64%	72%	72%
4	REE	79%	69%	52%	46%	41%	40%	40%	39%
	Vật liệu xây dựng								
5	BT6	52%	49%	46%	44%	62%	65%	69%	75%
6	DHA	41%	55%	31%	29%	12%	11%	10%	10%
	Xăng dầu								
7	PMS	73%	86%	65%	64%	36%	34%	53%	58%
8	SFC	43%	54%	38%	43%	55%	39%	41%	54%
	Thực phẩm và đồ uống								
9	BBC	-67%	63%	73%	55%	58%	51%	49%	49%
10	TRI	78%	36%	76%	120%	42%	50%	53%	59%
	Vật liệu nội thất								
11	SAV	44%	42%	38%	44%	62%	71%	68%	67%
	Khách sạn, giải trí								
12	SGH	42%	55%	61%	69%	8%	7%	6%	7%
	Giấy và bao bì								
13	BPC	58%	54%	81%	68%	8%	10%	14%	17%
14	HAP	34%	30%	25%	28%	20%	18%	58%	57%
	Nhựa								
15	DPC	67%	68%	0%	81%	29%	42%	45%	43%
	Thủy hải sản								
16	AGF	41%	45%	42%	16%	61%	65%	73%	60%
17	TS4	53%	42%	42%	58%	50%	52%	47%	52%
	Viễn thông								
18	SAM	33%	48%	39%	28%	15%	22%	39%	39%
20	VTC	31%	24%	21%	23%	30%	40%	41%	38%
	Vận chuyển								
21	GMD	57%	20%	39%	16%	31%	22%	35%	42%
22	TMS	44%	41%	39%	28%	59%	50%	35%	28%

(Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các công ty niêm yết đăng tại website của Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP.HCM www.vse.org.vn)

Bảng tính toán tỷ lệ cổ tức tiền mặt chi trả trên lợi nhuận giữ lại của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được tóm tắt tại phụ lục 4.

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.

Về dài hạn, khi sử dụng hết lợi nhuận giữ lại cho việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt, doanh nghiệp sẽ không có đủ nguồn vốn để mở rộng sản xuất kinh doanh.

Hầu hết các doanh nghiệp hiện nay nâng vốn thông qua việc nâng vốn vay, thường bằng cách vay ngân hàng. 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.

Đối với các doanh nghiệp cổ phần đã niêm yết và chưa niêm yết, việc nâng vốn chủ sở hữu có thể được tiến hành bằng nhiều cách, trong đó có cách phát hành cổ phiếu mới. Cách này sẽ phát sinh chi phí. 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.

Hơn nữa, 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 trị kém, nhưng sẽ hạn chế khả năng tích tụ vốn của doanh nghiệp để tái đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh, tỷ trọng vốn vay ngân hàng tăng lên và có khả năng mất cân đối các nguồn trả nợ nếu doanh nghiệp không thận trọng trong việc vay vốn hoặc việc đầu tư sẽ không được mạnh dạn.

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.

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.

2.2. CÁC HÌNH THỨC CHI TRẢ CỔ TỨC MÀ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM ĐÃ ÁP DỤNG

2.2.1 Trả cổ tức bằng tiền mặt

Các công ty niêm yết tại Việt Nam hiện nay chủ yếu chi trả cổ tức bằng tiền mặt.

Lâu nay việc chia cổ tức thường được quan niệm là chia bằng tiền mặt. 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 hy sinh lợi nhuận ban đầu 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 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.

Doanh nghiệp 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.

Việc căn cứ mức cổ tức để đánh giá giá trị cổ phiếu chỉ mang tính nhất thời. Sau khi doanh nghiệp phát triển tốt giá trị được nâng cao thì giá trị cổ phiếu còn tăng cao hơn. Một ví dụ tiêu biểu là hãng Microsoft trong suốt một thời gian dài không trả cổ tức nhưng giá cổ phiếu của Microsoft vẫn tăng cao theo hướng phát triển của công ty.

2.2.2 Trả cổ tức bằng cổ phần

Trong thời gian qua, công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã thực hiện việc trả cổ tức bằng cổ phiếu.

Theo quy định tại Thông tư số 19/2003/TT-BTC ngày 20/3/2003 do Bộ tài chính ban hành, việc chia cổ phiếu thưởng bao hàm việc trả cổ tức bằng cổ phiếu và các nguồn thặng dư vốn của các công ty cổ phần. Doanh nghiệp được quyền thực hiện chia cổ phiếu thưởng theo quy định của Luật doanh nghiệp khi đã hội đủ các điều kiện về tăng vốn điều lệ và phải qua sự thẩm định của các định chế tài chính như cơ quan kiểm toán, cơ quan thuế.

Theo kinh nghiệm quốc tế, phương thức chia cổ phiếu thưởng là một hình thức phân phối lợi nhuận phi vật chất, khác biệt với hình thức trả cổ tức bằng tiền mặt làm giảm giá trị doanh nghiệp, thực hiện phương thức này sẽ giữ lại một phần lợi nhuận sau thuế để tái đầu tư, tăng khả năng tài chính cho doanh nghiệp.

Phương thức này được áp dụng cho các doanh nghiệp cần huy động vốn, đang đà tăng trưởng và được áp dụng phổ biến ở các nước có thị trường chứng khoán phát triển. Đây cũng được coi là một phương thức huy động vốn, huy động từ tiền được chia của các cổ đông và thị trường chứng khoán là nơi có điều kiện tốt nhất để thực hiện hình thức này vì cổ phiếu mang tính thanh khoản cao, cổ

đông sẽ không cần mức cổ tức bằng tiền mặt cao nữa, thay vào đó là đòi hỏi về tốc độ tăng trưởng về đầu tư, lợi nhuận...

Hiện nay, đối với doanh nghiệp chia cổ phiếu thưởng ở mức bằng hoặc dưới 25% tổng số cổ phần lưu hành (đã trừ cổ phiếu quỹ) mà có lợi nhuận để lại và nguồn thặng dư vốn ở mức trên gấp đôi nguồn vốn để chia cổ phiếu, việc thực hiện sẽ tuân thủ theo các quy định của Thông tư 19/2003/TT-BTC. Sau 7 ngày làm việc kể từ ngày TTGDCK nhận hồ sơ, nếu không có văn bản gì của Trung tâm thì Doanh nghiệp có quyền thực hiện. Nếu Trung tâm có văn bản liên quan tới việc chậm trễ thực hiện thì phải đăng thông báo trên bản tin chứng khoán để các nhà đầu tư biết và giám sát.

Với những doanh nghiệp có nguồn lợi nhuận và thặng dư vốn gấp đôi số vốn dự kiến chia thì được ưu tiên về thủ tục vì nguồn vốn thặng dư còn lại có thể bảo đảm bù đắp những thiếu hụt về vốn trong việc chia cổ phiếu thưởng nếu xảy ra sai sót trong công tác kế toán.

Riêng với các trường hợp còn lại, các quy định về thủ tục sẽ thực hiện theo các quy định của Thông tư 19/2003/TT-BTC và việc nộp hồ sơ đầy đủ theo quy định tới Trung tâm giao dịch chứng khoán để đăng ký thực hiện. Sau 15 ngày làm việc kể từ ngày Trung tâm giao dịch chứng khoán nhận hồ sơ, Trung tâm có ý kiến bằng văn bản về việc doanh nghiệp đã thực hiện đầy đủ các điều kiện chia cổ phiếu thưởng. Trong trường hợp có ý kiến về việc bổ túc hồ sơ hoặc ý kiến khác cần thông báo bằng văn bản cho doanh nghiệp và các nhà đầu tư biết qua bản tin chứng khoán.

Đối với thị trường chứng khoán và nền kinh tế, nếu tất cả các doanh nghiệp niêm yết hiện nay áp dụng hình thức chi trả cổ tức bằng cổ phần thì hàng năm sẽ có khoảng trên 200 tỷ đồng được giữ lại tại doanh nghiệp. Điều này góp phần làm cho thị trường chứng khoán được củng cố vững chắc và tăng thêm hấp dẫn đối với các nhà đầu tư, tốc độ phát triển của doanh nghiệp cũng như thị trường chứng khoán tăng nhanh. Tuy nhiên, với Việt Nam, phương thức này chưa hẳn đã thuận lợi hoàn toàn với các thành viên hội đồng quản trị. Bởi lẽ, các thành viên hội đồng quản trị sẽ bị hạn chế nguồn thu nhập từ việc không chia cổ tức bằng tiền mặt, còn

khi cần chi tiêu cá nhân thì việc bán cổ phần của các thành viên hội đồng quản trị là việc không được thực hiện ở thời điểm hiện nay.

Những công ty đã chi trả cổ tức bằng cổ phiếu trong thời gian qua

Bảng 5: Các công ty niêm yết đã thực hiện trả cổ tức bằng cổ phiếu hay nâng vốn điều lệ bằng phát hành cổ phiếu thưởng.

STT	Mã chứng khoán	Ngày thực hiện quyền	Tỷ lệ
	Thương mại dịch vụ		
1	GIL	20/03/2006	60%
	GIL	25/02/2003	50%
2	KHA	17/12/2004	50%
	Sản xuất		
3	REE	02/08/2002	50%
	Vật liệu xây dựng		
4	DHA	25/10/2005	10%
5	HAS	30/12/2004	30%
	Thực phẩm và đồ uống		
6	NKD	13/12/2005	30%
7	TRI	14/06/2004	20%
	Giấy và bao bì		
8	HAP	27/12/2004	50%
	Viễn thông		
9	SAM	06/03/2003	50%
	SAM	08/02/2006	20%
	Vận chuyển		
10	GMD	14/06/2004	10%
	GMD	16/05/2005	5%
11	TMS	29/06/2004	50%

(Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các công ty niêm yết đăng tại website của Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP.HCM)

Ngày 19/10/2004, Công ty CP cơ điện lạnh (REE) đã chính thức được cấp giấy chứng nhận đăng ký phát hành thêm cổ phiếu do Chủ tịch Ủy ban chứng khoán Nhà nước ký. REE phát hành thêm cổ phiếu nhằm hai mục đích: trả cổ tức năm 2004 và thưởng cho nhân viên từ năm 2004 đến năm 2008.

Ngày 16/05/2005 Công ty cổ phần đại lý liên hiệp vận chuyển (Gemadept) hoàn tất đợt phát hành 986.342 cổ phiếu, tương đương 9.863.420.000 tỷ đồng để trả cổ tức năm 2003 cho các cổ đông hiện hữu bằng cổ phiếu.

Công ty Cổ phần giấy Hải phòng (HAP) phát hành thêm 1.242.251 cổ phiếu tương với 12,422 tỷ đồng. Đợt phát hành CP lần này không phát hành ra bên ngoài mà chỉ phát hành cho cổ đông hiện tại.

Ngày 12/05/2004, công ty nước giải khát Sài Gòn (Tribeco) thông báo chia cổ phiếu cho cổ đông theo tỷ lệ 5:1 (cổ đông sở hữu 5 cổ phiếu sẽ được sở hữu thêm 1 cổ phiếu). Tổng số cổ phiếu Tribeco chia thêm cho cổ đông đợt này khoảng 758.060 cổ phiếu (mệnh giá 10.000 đồng/cổ phiếu). Đây là hình thức trả lãi bằng cổ tức.

2.2.3. Cổ phiếu thưởng

Sự thành công của bất cứ công ty nào đều phụ thuộc phần lớn vào chất lượng đội ngũ nhân viên: trình độ, kỹ năng, sự trung thành và lòng nhiệt tình cùng với tinh thần trách nhiệm cao.

Để doanh nghiệp tiếp tục gặt hái thành quả mỹ mãn, bền vững và lâu dài, nhân viên là một đối tượng quan trọng nhất cần được chăm sóc đặc biệt. Ngoài tiền lương, môi trường làm việc, được đào tạo, cơ hội thăng tiến... các nhân viên nói chung và đặc biệt là nhân viên chủ chốt quyết định sự thành bại của công ty, cần được quan tâm hơn. Chính sách ưu đãi cổ phiếu là một trong những hành động cụ thể thể hiện sự quan tâm này.

Ngoài ra, trong quá trình hội nhập kinh tế quốc tế, các doanh nghiệp nước ngoài vào hoạt động tại Việt Nam càng nhiều, cũng như điều kiện để xuất khẩu lao động ngày càng dễ. Vì vậy chính sách ưu đãi cổ phần sẽ phần nào giúp hạn chế chảy máu nguồn nhân lực đối với công ty Việt Nam.

Giữ nhân viên giỏi bằng cổ phần là một chiến lược mới, rất thiết thực và đang bắt đầu được áp dụng ở một vài công ty cổ phần mạnh tại Việt Nam. Phần lớn Doanh nghiệp chưa biết giữ nhân lực bằng cổ phần Đã có một số công ty cổ phần tại Việt Nam dùng chính sách thưởng cổ phiếu cho cán bộ chủ chốt, nhưng số lượng này rất nhỏ, và còn không ít hạn chế...

Chính sách ưu đãi cổ phần đối với nhân viên là một trong những chương trình phúc lợi, mà doanh nghiệp tạo ra các điều kiện ưu đãi nhằm khuyến khích nhân viên tham gia sở hữu cổ phần của doanh nghiệp mình. Việc này được thực hiện thông qua các chương trình ưu đãi cổ phần khác nhau như: "Chương trình sở hữu cổ phần của nhân viên" (ESOP), "Kế hoạch mua cổ phiếu của nhân viên" (Employee Stock Purchase Plan - ESPP), "Quyền chọn mua cổ phần" (Stock Option)...

Các chương trình này có những điểm tương đồng là doanh nghiệp tạo điều kiện cho nhân viên tham gia sở hữu cổ phần thông qua các ưu đãi về giá hay điều kiện thanh toán. Nhà nước nên đưa ra các chính sách thuế ưu đãi nhằm khuyến khích doanh nghiệp áp dụng và khuyến khích nhân viên tham gia vào các chương trình này. Ngoài ra, cổ đông nên đồng ý bán bớt một phần hay chấp nhận tỷ lệ sở hữu của họ bị, nhưng bù lại giá trị của doanh nghiệp lại tăng lên khi doanh nghiệp làm ăn tốt hơn.

Chính sách ưu đãi cổ phần đối với nhân viên cũng được xem như là một phần của chính sách nguồn nhân lực, nhằm thu hút nhân tài và giữ chân các nhân viên giỏi. Chính sách phúc lợi có thể được phân làm hai loại với mục tiêu khác nhau: lương và thưởng bằng tiền nhằm khuyến khích các mục tiêu ngắn hạn, trong khi chính sách cổ phần nhằm hướng nhân viên tới các mục tiêu dài hạn. Qua các chương trình này, công ty tạo điều kiện cho nhân viên sở hữu cổ phần mà không phải trả tiền hoặc chỉ phải trả với giá thấp hơn giá thị trường.

Việc ưu đãi cổ phần này thường có sức hấp dẫn rất lớn do lợi ích mà nó đem lại cho nhân viên có khi bằng nhiều lần so với tiền lương mà họ được nhận mỗi năm.

Các chương trình cổ phần ưu đãi cho nhân viên là các chương trình dài hạn, thường là 5-10 năm và có thể được kéo dài thêm. Chính phủ các nước thường khuyến khích áp dụng các chương trình cổ phần ưu đãi cho tất cả mọi nhân viên miễn là họ trên 21 tuổi và có một thời gian làm việc nhất định với công ty. Nhưng tùy theo việc phân tích chi phí và hiệu quả, công ty có thể đưa ra tiêu chuẩn chọn lựa cũng như xem xét nên áp dụng chương trình nào để có lợi nhất.

Chính sách cổ phần ưu đãi cho phép nhân viên được chia sẻ thành công trong tương lai của công ty, tương ứng với mức độ đóng góp của mình. Mức độ đóng góp càng nhiều, thời gian làm việc với công ty càng lâu thì lợi ích mà nhân viên được chia càng lớn.

Việc áp dụng chính sách cổ phần ưu đãi cho nhân viên còn nói lên triết lý kinh doanh mang tính nhân bản của công ty là chia sẻ sự thành công của công ty cho những người đã góp phần tạo nên thành công đó. Do vậy, việc áp dụng các chính sách cổ phần ưu đãi có sức hấp dẫn rất lớn đối với nhân viên và qua đó giúp cho công ty thu hút, giữ chân nhân tài.

Thông thường để được xét tham gia vào các chương trình này, nhân viên phải tự đưa ra chương trình hành động cho các năm tới và sau đó công ty và nhân viên sẽ thảo luận, thống nhất các mục tiêu cụ thể. Mỗi năm (hay một giai đoạn cụ thể) công ty sẽ xem xét mức độ hoàn thành công việc của nhân viên và quyết định số cổ phần hay quyền chọn mua mà nhân viên được hưởng.

Để được phân phối cổ phần, người được quyền nhận cổ phần phải tiếp tục làm việc cho công ty trong một thời gian nhất định. Thông thường sau mỗi năm, một phần của số cổ phần hay quyền chọn mua cổ phần mà họ được hưởng sẽ được phân phối. Nếu nhân viên nghỉ sau một thời gian làm việc, số cổ phần chưa được phân phối có thể bị công ty thu hồi hay được mua lại theo một giá nào đó căn cứ vào các quy định liên quan của chương trình cổ phần ưu đãi đã áp dụng.

Ở Việt Nam, chính sách cổ phần ưu đãi cho người lao động cũng đã có từ nhiều năm nay, nhất là ở các doanh nghiệp nhà nước khi cổ phần hoá. Nghị định 187/CP về chuyển doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần cho phép người lao động được mua 100 cổ phần cho mỗi năm làm việc thực tế với mức giảm giá là 40% so với giá đầu giá thành công bình quân. Trong chừng mực nào đó có thể nói các công ty nhà nước cổ phần hoá có áp dụng chính sách cổ phần ưu đãi cho nhân viên.

Tuy vậy, việc áp dụng chính sách cổ phần ưu đãi cho nhân viên trong doanh nghiệp cổ phần hoá có những hạn chế nhất định và do vậy chưa phát huy tốt tác dụng của các công cụ tài chính này.

Các chính sách ưu đãi cổ phần cho người lao động trong doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá tại Việt Nam đang có những hạn chế nhất định. Thứ nhất, việc ưu đãi cổ phần này tính trên thâm niên công tác và không quan tâm đến mức độ đóng góp. Thứ hai, số lượng cổ phần ưu đãi này thường rất nhỏ và không đủ sức hấp dẫn. Thứ ba và cũng là quan trọng nhất, các ưu đãi dành cho cán bộ công nhân viên mang ý nghĩa đền ơn đáp nghĩa trong quá khứ và chấm dứt khi công ty chuyển thành công ty cổ phần.

Hơn nữa, nhận thức của của cán bộ công nhân viên, đặc biệt là công nhân lao động về vấn đề cổ phần ưu đãi còn thấp nên phần lớn họ đã bán ngay sau khi cổ phần hoá làm cho chương trình cổ phần ưu đãi của nhà nước mất đi ý nghĩa.

Để chương trình cổ phần ưu đãi phát huy tác dụng, nó phải là một chương trình hướng về tương lai nơi mà nhân viên được chia sẻ lợi ích với công ty tương xứng với những gì họ đóng góp.

Các công ty đã thực hiện cổ phiếu thưởng cho nhân viên

Công ty Kinh Đô miền Bắc phát hành 2 triệu cổ phiếu vào cuối năm 2005, tương đương với tổng giá trị tính theo mệnh giá là 20 tỷ. Loại chứng khoán phát hành là cổ phiếu phổ thông, giá bán 10.000 đồng/cổ phiếu.

Trong đó, 1,7 triệu cổ phiếu mới sẽ được chào bán cho cổ đông hiện hữu, 300.000 cổ phiếu sẽ được chào bán cho cán bộ chủ chốt trong công ty. Số còn lại được chào bán cho các đối tác chiến lược.

Trong đợt này, nhằm thu hút và giữ chân những người có năng lực làm việc cho công ty, Hội đồng quản trị Kinh Đô miền Bắc chủ trương thực hiện chính sách đãi ngộ với cán bộ công nhân viên thông qua chương trình bán ưu đãi cổ phiếu. Với những người làm việc dưới 2 năm tại công ty, không kể thời gian thử việc, sẽ được mua cổ phần theo mức giá bằng 70% mức giá bán cho cổ đông hiện hữu. Đối với cán bộ nhân viên làm việc (không kể thời gian thử việc) từ 2 năm trở lên, 30% số cổ phần được duyệt mua và thực mua sẽ do công ty thưởng; 70% số cổ phần được duyệt mua và thực mua sẽ mua với giá bằng 70% mức đầu giá thấp nhất của phần bán ra bên ngoài.

Thậm chí, với một số trường hợp đặc biệt, nhằm thu hút và giữ nhân tài, Hội đồng Quản trị có thể giải quyết ưu đãi hơn, không theo chính sách này. Nhân

viên mua cổ phần sẽ được hưởng cổ tức tính từ lúc mua, kể cả trong thời gian hạn chế chuyển nhượng.

Theo Kinh Đô, chính sách đãi ngộ này sẽ là một công cụ giúp nâng cao hiệu quả làm việc của nhân viên trong công ty và giúp công ty tăng trưởng mạnh mẽ hơn. Việc các cán bộ chủ chốt của công ty được mua cổ phiếu theo giá ưu đãi sẽ thể hiện sự quan tâm của công ty đến quyền lợi của họ và tạo cho họ động cơ làm việc tích cực và năng động hơn.

Ngoài ra, việc bán cổ phiếu cho các cán bộ nhân viên, đã biến họ thành cổ đông của doanh nghiệp, điều này giúp gắn liền quyền lợi của họ với sự phát triển của công ty và ngăn ngừa những xung đột về quyền lợi có thể phát sinh.

Chiến lược đúng đắn với thương hiệu, nhãn hiệu được khẳng định kết hợp với nguồn nhân lực mạnh, sản phẩm chất lượng cao, tiềm năng thị trường... chắc chắn tạo nên sức mạnh vững chắc để công ty phát triển. Cổ phiếu của công ty sẽ thu hút được nhiều cổ đông và các nhà đầu tư.

Công ty cổ phần cơ điện lạnh (REE) cũng mới đưa vào áp dụng Chương trình cổ phiếu thưởng nhân viên (ESOP: Employee Stock Ownership Plan).

ESOP được áp dụng cho các nhân viên của toàn nhóm Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh (REE), bao gồm Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh (công ty mẹ) và các công ty con thành viên trực thuộc.

Theo REE, chương trình ESOP được triển khai nhằm tạo điều kiện cho các nhân viên cùng chia sẻ sự phát triển và sự thành công của công ty thông qua việc hưởng cổ tức từ cổ phiếu thưởng và cơ hội được sở hữu cổ phần công ty. ESOP được bắt đầu thực hiện từ 12/2004 và kết thúc vào 12/2008. Ban tổ chức ESOP do Hội đồng Quản trị thành lập và chỉ định một thành viên Hội đồng Quản trị làm trưởng ban.

Cổ phiếu dùng để thưởng cho nhân viên trong ESOP là cổ phiếu ưu đãi được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông vào năm 2009, hình thức của cổ phiếu này là bút toán ghi sổ. Quyền hưởng cổ tức của loại cổ phiếu này giống như quyền hưởng cổ tức của cổ phiếu phổ thông.

Để được xét chọn tham gia vào ESOP, các nhân viên (ứng cử viên) phải là người quản lý cao cấp; kinh doanh giỏi, kỹ sư giỏi, chuyên viên đặc trách; các

nhân viên mới có tài đức được tuyển dụng từ mọi nguồn. Sau khi thỏa thuận các điều kiện cơ bản trên, nhân viên nào muốn tham gia vào ESOP phải đệ trình lên Ban tổ chức ESOP một chương trình hành động - đây là một cam kết của ứng cử viên nêu ra kế hoạch hành động cụ thể cho từng năm.

Tuy nhiên có những trường hợp ứng viên không cần đăng ký kế hoạch hành động. Khi Tổng giám đốc thấy rằng một nhân viên nào đó đã hoàn thành nhiệm vụ rất xuất sắc được chỉ ra cụ thể, thì sẽ ưu tiên xét chọn tham gia vào ESOP mà không phải đăng ký trước.

Căn cứ theo các chương trình hành động đã đăng ký, Ban tổ chức ESOP sẽ xét thưởng cổ phiếu cho thành viên dựa trên kết quả thực hiện của họ.

Khi tham gia vào ESOP, các thành viên được công ty thưởng 'cổ phiếu ưu đãi được chuyển đổi' để hưởng cổ tức và cơ hội được sở hữu cổ phiếu phổ thông. Đồng thời, được hưởng cổ tức của các cổ phiếu ưu đãi với tỷ suất cổ tức giống như cổ phiếu phổ thông đang lưu hành của doanh nghiệp.

Vào đầu năm 2009, tất cả các cổ phiếu ưu đãi của các thành viên ESOP sẽ được quyền tự do chuyển nhượng và là cổ phiếu phổ thông của công ty. Tỷ lệ chuyển đổi là 1:1, tức là 01 cổ phiếu ưu đãi được chuyển thành 01 cổ phiếu phổ thông.

Số lượng cổ phiếu thưởng cho từng đối tượng hàng năm tương đương giá trị từ 3 triệu đồng đến 50 triệu đồng. Trong trường hợp đặc biệt, đối với các thành viên hoàn thành vượt bậc và xuất sắc chương trình hành động đã đăng ký, thì số lượng cổ phiếu được thưởng sẽ cao hơn.

Để được hưởng cổ tức liên tục (tương ứng với số lượng cổ phiếu thưởng ESOP mà thành viên ESOP đang nắm giữ) và được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông đối với cổ phiếu ưu đãi mà công ty thưởng qua ESOP vào năm 2009, các thành viên phải nỗ lực liên tục trong việc duy trì các điều kiện và tiêu chuẩn của ESOP. Đối với các thành viên không hoàn thành các chương trình hành động cũng như duy trì các điều kiện và tiêu chuẩn của chương trình ESOP, từng trường hợp cụ thể sẽ bị thu hồi cổ phiếu thưởng.

Chương trình cổ phiếu thưởng nhân viên của công ty cổ phần cơ điện lạnh là một chương trình 'mở'. Việc tuyển chọn mới và tái tuyển chọn các nhân viên

của REE đủ điều kiện tham gia vào ESOP được thực hiện hàng năm bởi Hội đồng Quản trị và Tổng giám đốc.

Thực chất khái niệm cổ phiếu thưởng được sử dụng theo cách trên không giống với nghiệp vụ phát hành cổ phiếu thưởng. Khi công bố kế hoạch tăng vốn điều lệ, các công ty niêm yết có chung lý do để khẳng định tính đúng đắn của quyết định này. Công ty phải có vốn điều lệ tương ứng với quy mô vốn thực, giá trị này trước đây vẫn được nhìn nhận qua vốn chủ sở hữu. Việc có nhiều cổ phiếu hơn, trong khi các tổng giá trị cổ phiếu tính theo thị giá của cổ đông được bảo đảm, sẽ cải thiện tính thanh khoản của cổ phiếu công ty.

2.2.4. Mua bán cổ phiếu quỹ

Cổ phiếu quỹ là loại cổ phiếu đã phát hành và được tổ chức phát hành mua lại trên thị trường chứng khoán. Khi tổ chức niêm yết mua lại cổ phiếu của chính mình bằng nguồn vốn hợp pháp hoặc bán lại cổ phiếu quỹ phải được Ủy ban chứng khoán nhà nước chấp thuận.

Trong thời gian đầu khi thị trường chứng khoán Việt Nam mới được hình thành, các công ty cổ phần tham gia niêm yết trên thị trường chứng khoán thường sử dụng cổ phiếu quỹ để tham gia tạo nguồn cung cho thị trường; ngược lại một số công ty đã dùng vốn tích lũy của mình mua lại một lượng cổ phiếu dùng làm cổ phiếu quỹ.

Thực tế thì cổ phiếu quỹ vẫn có quyền nhận được cổ tức. Khi công ty niêm yết quyết định thanh toán cổ tức thì công ty chuyển cho trung Tâm giao dịch chứng khoán thanh toán hộ số cổ tức và sau đó nhận lại phần cổ tức tương đương với số cổ phiếu quỹ. Hay theo một cách khác là công ty niêm yết chuyển cho trung Tâm giao dịch chứng khoán thanh toán hộ số cổ tức sau khi đã trừ hẳn số cổ phiếu quỹ. Như vậy việc nắm giữ cổ phiếu quỹ sẽ hạn chế lượng tiền mặt công ty phải chi trả cổ tức.

2.3. TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH CỔ TỨC ĐỐI VỚI GIÁ GIAO DỊCH

Trong thời gian đầu tiên của thị trường chứng khoán Việt Nam, cổ phiếu HAP được các nhà đầu tư chú ý nhiều vì có tỷ lệ chi trả cổ tức cao mà giá giao dịch không cao lắm so với các cổ tức khác. Vì thế các nhà đầu tư tập trung vào

mua cổ phiếu HAP và đẩy giá cổ phiếu của công ty cao nhất trong số bốn công ty niêm yết đầu tiên.

Nhà đầu tư Việt Nam phần lớn là nhà đầu tư ngắn hạn, vẫn thích các công ty niêm yết có tỷ lệ chi trả cổ tức cao nên có xu hướng mua nhiều đẩy giá giao dịch lên cao mà không quan tâm đến tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty. Nếu công ty cổ phần niêm yết không thanh toán cổ tức lập tức sẽ có sự phản ứng tức thời trên thị trường, giá cổ phiếu sẽ giảm.

Sau năm năm phát triển thị trường chứng khoán, các nhà đầu tư đã học hỏi và có kinh nghiệm nên đa dạng hóa danh mục đầu tư và chú ý đến những ngành, công ty có tương lai phát triển.

TÓM TẮT PHẦN 2

Các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn đầu chủ yếu trả cổ tức bằng tiền mặt với mức trung bình là 1200 đồng/cổ phần/năm. Từ năm 2003 các công ty đã đa dạng hình thức trả cổ tức hơn, trả bằng tiền mặt và trả bằng cổ phiếu. Điều này là một bước tiến trong chính sách cổ tức của các công ty. Nếu các công ty niêm yết vẫn duy trì mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao sẽ tạo sức ép về tiền mặt và vốn, không có cơ hội dùng chính lợi nhuận giữ lại của mình để đầu tư phát triển kinh doanh mà phải đi vay vốn ngân hàng, tăng thêm rủi ro tín dụng.

Trong thực tế, mức cổ tức cao không đồng nghĩa với việc doanh nghiệp đạt kết quả tốt trong hoạt động sản xuất kinh doanh.

PHẦN 3: XÂY DỰNG CHÍNH SÁCH CỔ TỨC TỐI ƯU CHO CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

Trả cổ tức không phải là một công việc tách rời mà thường gắn liền với chiến lược và kế hoạch kinh doanh cụ thể của công ty. Vì vậy trước khi đi đến quyết định có trả cổ tức hay không và trả cổ tức với tỷ lệ nào ở hình thức nào công ty phải đặt vấn đề trong hoàn cảnh điều kiện cụ thể của công ty.

3.1. ĐỐI VỚI CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT

3.1.1. Căn cứ lựa chọn chính sách cổ tức cho các công ty niêm yết Việt Nam

3.1.1.1. Chu kỳ tăng trưởng và các cơ hội đầu tư:

Khi công ty có triển vọng tăng trưởng tốt trong tương lai, thể hiện qua các cơ hội đầu tư có khả năng sinh lời, công ty sẽ có nhu cầu lớn về vốn để đầu tư mua sắm trang thiết bị. Những công ty trong điều kiện như vậy nên giữ lại một phần lợi nhuận để tái đầu tư. Làm như thế sẽ giúp công ty giảm bớt sự phụ thuộc vào các nguồn vốn huy động từ bên ngoài như vốn vay ngân hàng hay vốn từ phát hành trái phiếu. Việc giữ lại toàn bộ lợi nhuận để tái đầu tư và không trả cổ tức cho cổ đông sẽ gặp không ít khó khăn cho công ty vì nhà đầu tư Việt Nam vẫn có thói quen coi thu nhập cổ tức là điều tất yếu khi họ bỏ vốn đầu tư.

3.1.1.2. Khả năng tiếp cận các nguồn vốn

Khi doanh nghiệp quyết định trả cổ tức cần trước tiên xem xét nhu cầu quỹ của công ty, xem xét luồng tiền và tình trạng của tiền khi doanh nghiệp thay đổi cổ tức. Ngoài ra doanh nghiệp còn phải tính đến rủi ro kinh doanh để có thể lường trước được phạm vi luồng tiền có khả năng đáp ứng. Khả năng doanh nghiệp có thể duy trì chi trả cổ tức phụ thuộc vào việc phân tích mối quan hệ giữa luồng tiền mặt trong tương lai và tình trạng hiện tại của quỹ để quyết định quỹ thặng dư trong tương lai.

Tùy theo đặc điểm và tính chất kinh doanh của từng công ty mà việc gia tăng vốn qua hình thức phát hành cổ phiếu hay trái phiếu có những thuận lợi và

khó khăn khác nhau. Các công ty không có quy mô lớn sẽ khó thu hút được sự quan tâm chú ý của các nhà đầu tư khi mong muốn tăng vốn và gặp những trở ngại trong quá trình vay vốn ngân hàng. Khi đó chọn lựa giữ lại lợi nhuận để chuẩn bị đầu tư phát triển là phương án tốt hơn. Còn nếu doanh nghiệp có khả năng vay ngắn hạn thì doanh nghiệp có tính linh hoạt, doanh nghiệp có khả năng trả cổ tức bằng tiền mặt cao.

3.1.1.3. Sự ổn định về lợi nhuận của công ty

Quyết định chi trả cổ tức của công ty phụ thuộc vào thu nhập, tỷ lệ chi trả và tỷ lệ giữ lại để tái đầu tư. Công ty cần cân đối giữa thu nhập hiện tại và phần giữ lại để tái đầu tư đảm bảo cho sự phát triển ổn định của công ty trong những năm tiếp theo.

3.1.1.4. Mức độ quan tâm mà các cổ đông dành cho thu nhập từ cổ tức

Những cổ đông quan tâm đến dòng thu nhập tương lai ổn định và đáng tin cậy từ cổ tức có thể sẽ rất quan tâm đến sự thay đổi chính sách cổ tức đột ngột của một 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.

Việc công ty trả cổ tức không chỉ đem lại nguồn thu nhập hiện tại cho cổ đông mà còn hàm nghĩa về triển vọng tốt đẹp về thu nhập trong tương lai và làm gia tăng giá cổ phiếu, tăng lợi nhuận chênh lệch giá cho nhà đầu tư. Với các công ty muốn đánh bóng hình ảnh và thu hút nhà đầu tư, nhất là cho những đợt phát hành chứng khoán tiếp theo để huy động vốn thì tỷ lệ cổ tức cao là lựa chọn được cân nhắc nhất.

3.1.1.5. Nội dung thông tin của các thông báo về cổ tức

Yếu tố này nên được các công ty sử dụng thường xuyên và tích cực. Các thông báo trả cổ tức có thể truyền đạt những thông tin khả quan về tình hình kinh doanh của công ty trong hiện tại và tiềm năng trong tương lai. Tỷ lệ cổ tức các công ty thông báo cho cổ đông thường được so sánh với lãi suất ngân hàng. Một tỷ lệ trả cổ tức cao hơn lãi suất ngân hàng có thể được coi như một trong những dấu hiệu hấp dẫn để thu hút người đầu tư.

3.1.1.6. Một số yếu tố khác:

Thuế cổ tức là một loại hình của thuế thu nhập đánh vào cổ tức. Thuế suất của loại thuế này thay đổi theo từng quốc gia. Thuế cổ tức gặp phải phản ứng từ phía các cổ đông vì liên quan đến vấn đề thuế kép. Nghĩa là các công ty đã phải nộp thuế lợi tức, thuế vốn rồi sau đó cổ đông lại phải nộp thêm thuế thu nhập từ cổ tức.

Ngoài ra, khi pháp luật quy định thuế thu nhập cá nhân đánh trên cổ tức được chia hay khoản lãi do chênh lệch giá sẽ ảnh hưởng đến thu nhập thực tế mà nhà đầu tư nhận được. Vì thế trong trường hợp này khi xây dựng chính sách cổ tức các công ty phải tính đến yếu tố này để chọn lựa giữa việc chi trả cổ tức hay giữ lợi nhuận phát triển công ty làm giá cổ phiếu tăng cho cổ đông hưởng lợi nhuận chênh lệch giá.

Khi công bố chi trả cổ tức bằng tiền, các khoản nợ đáo hạn của công ty phải được thực hiện trước khi chi trả cổ tức. Điều này đòi hỏi công ty phải có lượng tiền mặt hay tài sản có tính thanh khoản nhanh để không gây khó khăn đến khả năng thanh toán của công ty.

Tính thanh khoản cũng là yếu tố quyết định cổ tức. Vì trả cổ tức là luồng tiền ra nên nếu quỹ tiền mặt lớn thì khả năng trả của doanh nghiệp càng lớn.

3.1.2. Tác động của các quyết định về chính sách cổ tức

3.1.2.1. Quy định về pháp lý

Những quy định pháp luật là cơ sở ban đầu quyết định đến chính sách và hoạt động cho mỗi công ty. Đối với luật doanh nghiệp quy định chỉ khi công ty có lãi mới được trả cổ tức. Điều này không phù hợp với các công ty niêm yết vì có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của công ty. Nếu công ty trong năm không có lãi mà lợi nhuận tích lũy vẫn dương thì công ty có thể sử dụng hình thức chi trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc trả cổ tức bằng tài sản khác tiền mặt. Việc trả cổ tức bằng tài sản cần xem xét đến khả năng tài chính của tài sản mà công ty có thể trả.

Hình thức trả bằng tài sản đòi hỏi phải hạch toán theo giá thị trường nghĩa là tài sản phải đánh giá lại. Hiện nay chưa có văn bản pháp lý quy định rõ về việc định giá lại tài sản khi chi trả cổ tức bằng tài sản.

Ngoài ra chưa có một quy định pháp lý nào khuyến khích phát triển chương trình cổ phần ưu đãi cho nhân viên và Nhà nước nên có chính sách ưu đãi thuế cho ESOP.

3.1.2.2. Thuế thu nhập

Nếu thu nhập từ việc kinh doanh cổ phiếu và thu nhập từ cổ tức phải chịu thuế thì các nhà đầu tư sẽ điều chỉnh chiến lược đầu tư và có xu hướng nhận ít cổ tức bằng tiền mặt và hy vọng nhiều hơn vào việc tăng giá cổ phiếu trên thị trường. Với các tổ chức đầu tư, các khoản thu nhập từ cổ tức hay mua bán cổ phiếu được coi là thu nhập tài chính. Nếu khoản thu nhập này chịu thuế thu nhập doanh nghiệp cao thì việc tham gia đầu tư của các tổ chức sẽ hạn chế.

3.1.2.3. Nội bộ công ty

Chính sách cổ tức cao tạo hình ảnh tốt đẹp về công ty và giá thị trường của cổ phiếu tăng lên.

Việc thực hiện chính sách cổ tức tác động trực tiếp đến giá trị của công ty. Khi giá trị cổ phiếu được tính bằng phương pháp chiếu khấu luồng tiền cổ tức thì tỷ lệ cổ tức cao sẽ làm giá trị công ty tăng.

Về mặt thu nhập và việc làm của người lao động: khi người lao động trong chính công ty nắm giữ cổ phiếu thì họ cũng xem cổ tức bằng tiền mặt là một phần thu nhập bên cạnh lương.

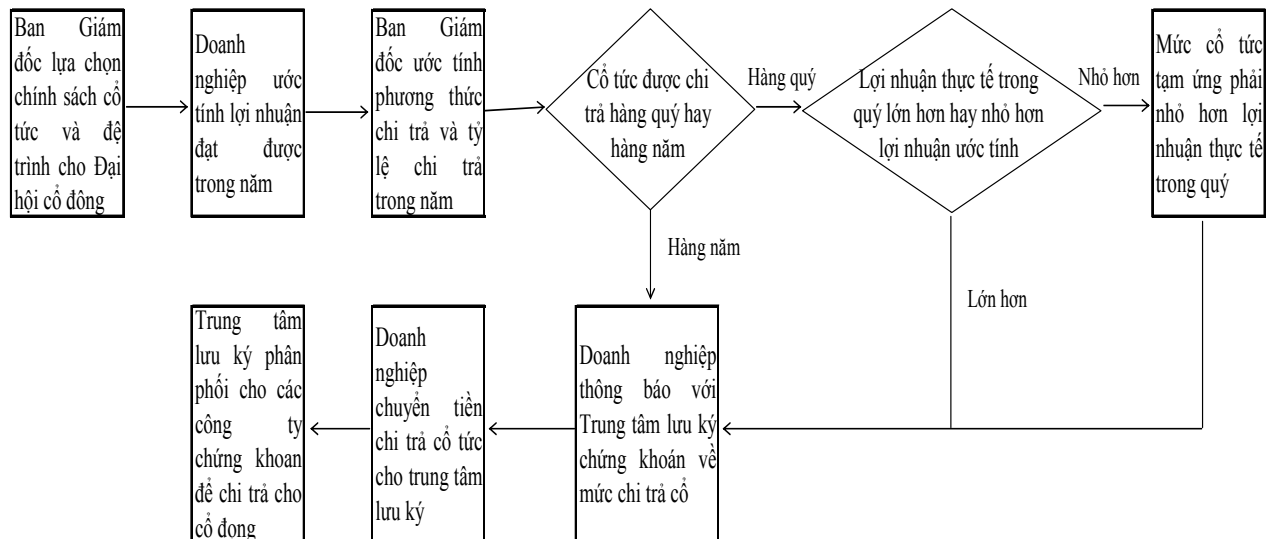
Về quyền kiểm soát công ty: khi công ty trả cổ tức bằng tiền mặt và phải gia tăng vốn bằng cách phát hành cổ phiếu thì muốn duy trì quyền kiểm soát cổ đông hiện hữu phải mua theo tỷ lệ phát hành. Do vậy khi quyền kiểm soát được xem là quan trọng thì việc giữ lại thu nhập để tăng vốn sẽ có lợi hơn.

3.1.2.4. Các đối tượng liên quan khác

Chính sách cổ tức của một công ty cũng có tác động không chỉ đối với bản thân công ty mà còn đối với các công ty khác cùng ngành, cùng lĩnh vực và đối với nền kinh tế, đặc biệt đối với các công ty là đối thủ cạnh tranh. Các công ty cùng nhóm ngành thường có xu thế thực hiện chính sách cổ tức gần giống nhau, tạo tính cạnh tranh trong đầu tư và kinh doanh.

3.1.3. Các gợi ý cho việc xây dựng và hoàn thiện chính sách cổ tức cho các công ty niêm yết

Sơ đồ 1: Quá trình thực hiện quyết định chi trả cổ tức.



Chính sách cổ tức công ty phải gắn liền với những chiến lược đầu tư cụ thể của công ty trong tương lai.

Mỗi công ty khác nhau sẽ có những đặc điểm riêng, hoạt động trong những lĩnh vực kinh doanh 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 chung cho tất cả các công ty trong mọi thời điểm.

- ♦ Công ty nên một chính sách cổ tức ổn định, nhất quán, 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.

- ♦ Công ty nên theo đuổi một chính sách cổ tức an toàn, đảm bảo sự ổn định, nhất quán của chính sách cổ tức 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 tỉ 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 bế 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 hình 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 giá tương ứng với lợi nhuận chưa phân phối.

♦ 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.

♦ Bên cạnh khả năng tự tài trợ cho các dự án mới, nếu chưa dùng để đầu tư 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 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.

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 hoà 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.

♦ Khi triển khai các chương trình ưu đãi cổ phần cho nhân viên thành công, 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.

3.2. ĐỐI VỚI CÁC NHÀ QUẢN LÝ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Các nhà quản lý thị trường chứng khoán Việt Nam để xây dựng các quy định tạo điều kiện cho các doanh nghiệp xây dựng chính sách cổ tức phù hợp.

- ◆ Quy định về điều kiện để một doanh nghiệp có thể trả cổ tức là khi kinh doanh có lãi; không trả cổ tức khi nợ lớn hơn rất nhiều so với tài sản; đảm bảo đã thực hiện các cam kết các khoản tín dụng.

- ◆ Có chính sách tuyên truyền cho nhà đầu tư, doanh nghiệp và các bên tham gia thị trường vốn hiểu rằng việc trả cổ tức vừa phải là có lợi cho sự phát triển doanh nghiệp, có lợi cho nhà đầu tư trong tương lai. Hạn chế hình thức trả cổ tức bằng tiền đối với các doanh nghiệp đang cần huy động vốn để thực hiện các dự án đầu tư lớn trong nhiều năm.

- ◆ Nhà nước cần có nhiều giải pháp mạnh để tập trung phát triển thị trường chứng khoán, tăng nhanh tính thanh khoản của cổ phiếu, đây là tiền đề quan trọng để thực hiện các hình thức trả cổ tức phi vật chất.

- ◆ Tuy Luật thuế thu nhập hiện hành chưa tính đến việc đánh thuế cổ tức nhưng các nhà hoạch định chính sách nên hướng tới xây dựng phương thức đánh thuế với hoạt động đầu tư chứng khoán theo hướng thu thuế cổ tức theo mức độ tăng dần song ở mức độ hợp lý để khuyến khích mọi đối tượng đầu tư vào thị trường vốn. Phương thức này sẽ hướng doanh nghiệp giảm mức trả cổ tức bằng tiền mặt, tăng cường áp dụng các hình thức trả cổ tức phi vật chất cho cổ đông và người lao động trong doanh nghiệp.

Nhà nước nên có chính sách khuyến khích một phần về giảm thuế thu nhập doanh nghiệp cho phần lợi nhuận được tái đầu tư nếu doanh nghiệp thực hiện việc trả cổ tức bằng cổ phiếu trong một giai đoạn tối thiểu.

3.3. ĐỐI VỚI CÁC NHÀ ĐẦU TƯ TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nhà đầu tư cần phân tích và hiểu biết đầy đủ các yếu tố hoạt động, ảnh hưởng đến cổ tức và chi trả cổ tức:

♦ Xác định mức tăng trưởng tiềm năng của các khoản lợi nhuận trong tương lai;

♦ Xem xét sự biến động của các khoản lợi nhuận trong các giai đoạn khác nhau và chu trình tái sản xuất - kinh doanh;

♦ Nghiên cứu lợi nhuận và mức chi trả cổ tức của các tổ chức khác nhau trong cùng một ngành kinh doanh. Từ đó, nhà đầu tư xem xét các mối quan hệ: thu nhập - lợi tức - đầu tư phát triển - chi trả cổ tức.

♦ Xem xét bản cáo bạch về tình hình tài chính hiện tại và quá khứ, về kế hoạch sản xuất, kinh doanh và phát triển, đặc biệt là về nguồn thu nhập từ cổ tức. Các rủi ro, lợi nhuận mang lại, khả năng cạnh tranh, diễn biến giá cả cổ phiếu và tình hình biến động chỉ số chứng khoán.

♦ Nhà đầu tư, nếu mong muốn có một khoản cố định để bảo đảm cho việc chi dùng, thì có thể chọn đầu tư vào các công ty có chính sách cổ tức ổn định.

3.4. TÓM TẮT PHẦN 3

Để có quyết định được chính sách cổ tức có phù hợp với mục tiêu hoạt động và tình hình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, doanh nghiệp cần xem xét hai vấn đề:

- những đặc điểm nền kinh tế, pháp luật, cơ hội phát triển của ngành, tình hình hoạt động hiện tại và phát triển trong tương lai, khả năng vay vốn.

- những tác động ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp, nội bộ doanh nghiệp và môi trường bên ngoài, mức độ quan tâm đến cổ tức của cổ đông khi đi đến quyết định lựa chọn chính sách cổ tức.

Ngoài ra, sự phối hợp giữa công ty cổ phần, cổ đông và các nhà quản lý thị trường sẽ rất hữu ích trong việc định hình, xây dựng chính sách cổ tức phù hợp cho doanh nghiệp.

KẾT LUẬN

Đối với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, vấn đề xây dựng chính sách chi trả cổ tức mới chỉ được đề cập gần đây và các nhà đầu tư chưa thật sự hiểu biết tầm quan trọng của việc xây dựng chính sách này.

Phân phối lợi nhuận là vấn đề nhạy cảm và tác động trực tiếp đến nguồn vốn đầu tư, sự phát triển của doanh nghiệp, và tác động trực tiếp đến lợi ích của các cổ đông.

Trong nền kinh tế hoàn hảo, chính sách cổ tức không tác động đến giá trị doanh nghiệp. Nhưng trong thực tế không tồn tại nền kinh tế hoàn hảo. Các doanh nghiệp hoạt động trong thị trường không hoàn hảo nên chính sách cổ tức có tác động không nhỏ đến giá trị công ty, lợi ích kinh tế và động lực tham gia vào công ty của các cổ đông. Do vậy các công ty niêm yết tùy thuộc vào tình hình hoạt động kinh doanh của mình, hướng phát triển mà hình thành chính sách chi trả cổ tức rõ ràng và linh hoạt.

Chính sách cổ tức nên có tính ổn định, không thay đổi thất thường. Doanh nghiệp cần thận trọng trong quyết định tiếp tục chi trả mức cổ tức cao, giữ lợi nhuận giữ lại để phát triển kinh doanh hay phát hành cổ phiếu mới.

Giữ lại lợi nhuận, hạn chế trả cổ tức sẽ làm nản lòng nhà đầu tư nếu mỗi quan tâm hàng đầu của họ là cổ tức và thị giá cổ phiếu không tăng như họ kỳ vọng.

Duy trì mức cổ tức cao và phát hành cổ phiếu mới có khả năng làm giảm quyền kiểm soát của cổ đông hiện hữu, và tốn kém chi phí phát hành.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt:

1. TS. Trần Ngọc Thơ (2003), Tài chính doanh nghiệp hiện đại, Nhà xuất bản thống kê.
2. TS. Đào Lê Minh (2004), Chính sách cổ tức và tác động của nó tới công ty- Những gợi ý cho Việt Nam, Nhà xuất bản chính trị quốc gia.
3. TS. Lê Hoàng Nga (2001), Giáo trình Thị trường Chứng khoán, Học viện Ngân hàng, Nhà xuất bản Thống kê, Hà Nội.
4. Trung tâm Nghiên cứu và Đào tạo Chứng khoán và Thị trường chứng khoán (2003), Những vấn đề cơ bản về chứng khoán và thị trường chứng khoán, Tài liệu giảng dạy.
5. Website Trung tâm giao dịch chứng khoán TP.HCM www.vse.org.vn

Tiếng Anh:

1. Ross Westerfield Jaffle (1999), Corporate Finance, McGraw-Hill International.
2. Lawrence J.Gitman (1997), Principle of Managerial Finance, Addison Wesley Longman, Inc.

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Danh sách chi tiết các công ty cổ phần và quỹ đầu tư niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam tính đến cuối năm 2005.

STT	Mã chứng khoán	Tên công ty	Vốn điều lệ	Ngày giao dịch đầu tiên trên TTCK
Thương mại dịch vụ				
1	GIL	Công ty cổ phần sản xuất kinh doanh XNK Bình Thạnh	45,550,000,000	02/01/2002
2	KHA	Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu Khánh Hội	30,350,000,000	19/08/2002
3	PNC	Công ty Cổ phần Văn hoá Phương Nam	30,000,000,000	11/07/2005
4	TNA	Công ty cổ phần thương mại Xuất nhập khẩu Thiên Nam	13,000,000,000	20/07/2005
Sản xuất				
5	BBT	Công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết	68,400,000,000	15/03/2004
6	BTC	Công ty cổ phần cơ khí và xây dựng Bình Triệu	12,613,458,341	21/01/2002
7	REE	Công ty cổ phần cơ điện lạnh	281,742,740,000	28/08/2000
8	NHC	Công ty Cổ phần Gạch ngói Nhị Hiệp	13,360,610,000	16/12/2005
9	SSC	Công ty Cổ phần Giống cây trồng Miền Nam	60,000,000,000	01/03/2005
Vật liệu xây dựng				
10	BT6	Công ty cổ phần Bê tông 620 Châu Thới	58,826,900,000	18/04/2002
11	DHA	Công ty cổ phần Hoá An	38,499,620,000	14/04/2004
12	HAS	Công ty cổ phần xây lắp buro điện Hà Nội	16,000,000,000	19/12/2002
Xăng dầu				
13	PMS	Công ty cổ phần cơ khí xăng dầu	32,000,000,000	04/11/2003
14	SFC	Công ty cổ phần Nhiên liệu Sài Gòn	17,000,000,000	21/09/2004
Thực phẩm và đồ uống				
15	BBC	Công ty cổ phần bánh kẹo Biên Hòa	56,000,000,000	12/12/2001
16	CAN	Công ty cổ phần đồ hộp Hạ Long	35,000,000,000	22/10/2001
17	LAF	Công ty cổ phần chế biến hàng xuất khẩu Long An	38,196,800,000	15/12/2000
18	NKD	Công ty cổ phần Chế biến Thực phẩm Kinh Đô Miền Bắc	70,000,000,000	15/12/2004
19	KDC	Công ty cổ phần Kinh Đô	250,000,000,000	12/12/2005

20	TRI	Công ty cổ phần nước giải khát Sài Gòn	45,483,600,000	28/12/2001
Vật liệu nội thất				
21	SAV	Công ty cổ phần Hợp tác kinh tế và Xuất nhập khẩu Savimex	45,000,000,000	09/05/2002
Khách sạn, giải trí				
22	SGH	Công ty cổ phần khách sạn Sài Gòn	17,663,000,000	16/07/2001
Giấy và bao bì				
23	BPC	Công ty cổ phần Bao bì Bim Sơn	38,000,000,000	11/04/2002
24	HAP	Công ty cổ phần giấy Hải Phòng	32,502,510,000	04/08/2000
Nhựa				
25	DPC	Công ty cổ phần nhựa Đà Nẵng	15,872,800,000	28/11/2001
Thủy hải sản				
26	AGF	Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu Thủy sản An Giang	43,880,300,000	02/05/2002
27	TS4	Công ty cổ phần Thủy sản số 4	15,000,000,000	08/08/2002
Viễn thông				
28	SAM	Công ty cổ phần cáp và vật liệu viễn thông	280,619,810,000	28/07/2000
29	VTC	Công ty Cổ phần Viễn thông VTC	17,977,400,000	12/02/2003
Vận chuyển				
30	GMD	Công ty cổ phần Đại lý liên hiệp vận chuyển	347,953,150,000	22/04/2002
31	MHC	Công ty Cổ phần Hàng Hải Hà Nội	120,000,000,000	21/03/2005
32	TMS	Công ty cổ phần Transimex - Saigon	42,900,000,000	04/08/2000
Tài chính, Ngân hàng				
33	VFMVF1	Quỹ Đầu tư Chứng khoán Việt Nam	300,000,000,000	11/08/2004

Phụ lục 2: Mức độ chi trả cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam tính đến cuối năm 2005.

STT	Mã chứng khoán	Cổ tức 1 CP(đồng)			
		2002	2003	2004	2005
	Thương mại dịch vụ				
1	GIL	2,500	2,400	1,600	1,600
2	KHA	1,600	1,500	1,900	1,800
3	PNC	n/a	1,300	1,200	1,200
4	TNA	1,500	1,500	1,800	2,000
	Sản xuất				
5	BBT	2,400	1,000	0	0
6	BTC	1,200	0	0	0
7	REE	1,200	1,200	1,300	1,400
8	NHC	0	1,880	2,060	1,680
9	SSC	2,000	2,000	2,000	2,000
	Vật liệu xây dựng				
10	BT6	1,500	1,500	1,500	1,500
11	DHA	3,000	3,000	2,000	3,000
12	HAS	1,400	1,500	1,500	1,500
	Xăng dầu				
13	PMS	1,200	1,200	1,200	1,200
14	SFC	1,300	1,500	1,500	1,700
	Thực phẩm và đồ uống				
15	BBC	1,200	1,200	1,200	1,200
16	CAN	1,700	600	450	1,250
17	LAF	1,800	1,600	1,800	1,100
18	NKD	1,400	1,600	1,800	1,800
19	KDC	1,600	1,600	1,600	1,600
20	TRI	1,800	1,800	1,500	1,500
	Vật liệu nội thất				
21	SAV	1,600	1,600	1,600	1,600
	Khách sạn, giải trí				
22	SGH	600	600	850	1,000
	Giấy và bao bì				
23	BPC	1,500	1,500	1,500	1,500
24	HAP	3,000	3,000	1,000	2,000
	Nhựa				
25	DPC	1,000	300	0	1,200
	Thủy hải sản				
26	AGF	2,400	2,400	1,800	800
27	TS4	1,800	1,200	1,200	1,200

	Viễn thông				
28	SAM	1,600	1,600	1,600	1,600
29	VTC	1,350	1,350	1,350	1,350
	Vận chuyển				
30	GMD	3,200	1,200	2,400	1,200
31	MHC	1,000	1,000	1,200	800
32	TMS	2,200	2,200	1,500	1,500

Phụ lục 3: Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt và mức cổ tức trên giá trung bình của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam tính đến cuối năm 2005.

STT	Mã chứng khoán	Tỷ lệ cổ tức/ Mệnh giá (%)				Cổ tức/ Giá trung bình			
		2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
	Thương mại dịch vụ								
1	GIL	25%	24%	16%	16%	6%	10%	5%	4%
2	KHA	16%	15%	19%	18%	7%	8%	8%	7%
3	PNC	n/a	13%	12%	12%	n/a	n/a	n/a	7%
4	TNA	15%	15%	18%	20%	n/a	n/a	n/a	8%
	Sản xuất								
5	BBT	24%	10%	0%	0%	n/a	n/a	0%	0%
6	BTC	12%	0%	0%	0%	5%	0%	0%	0%
7	REE	12%	12%	13%	14%	5%	9%	5%	5%
8	NHC	0%	19%	21%	17%	n/a	n/a	n/a	8%
9	SSC	20%	20%	20%	20%	n/a	n/a	n/a	5%
	Vật liệu xây dựng								
10	BT6	15%	15%	15%	15%	7%	9%	5%	4%
11	DHA	30%	30%	20%	30%	n/a	n/a	6%	8%
12	HAS	14%	15%	15%	15%	7%	8%	5%	5%
	Xăng dầu								
13	PMS	12%	12%	12%	12%	n/a	9%	7%	8%
14	SFC	13%	15%	15%	17%	n/a	n/a	8%	7%
	Thực phẩm và đồ uống								
15	BBC	12%	12%	12%	12%	6%	11%	7%	6%
16	CAN	17%	6%	5%	13%	7%	4%	3%	8%
17	LAF	18%	16%	18%	11%	7%	8%	7%	3%
18	NKD	14%	16%	18%	18%	n/a	n/a	6%	4%
19	KDC	16%	16%	16%	16%	n/a	n/a	n/a	3%
20	TRI	18%	18%	15%	15%	6%	9%	5%	6%
	Vật liệu nội thất								
21	SAV	16%	16%	16%	16%	8%	10%	5%	5%
	Khách sạn, giải trí								
22	SGH	6%	6%	9%	10%	3%	4%	6%	6%
	Giấy và bao bì								
23	BPC	15%	15%	15%	15%	7%	9%	7%	9%
24	HAP	30%	30%	10%	20%	8%	11%	3%	9%

	Nhựa								
25	DPC	10%	3%	0%	12%	5%	3%	0%	11%
	Thủy hải sản								
26	AGF	24%	24%	18%	8%	8%	9%	5%	2%
27	TS4	18%	12%	12%	12%	9%	7%	6%	6%
	Viễn thông								
28	SAM	16%	16%	16%	16%	5%	8%	4%	4%
29	VTC	14%	14%	14%	14%	n/a	6%	3%	4%
	Vận chuyển								
30	GMD	32%	12%	24%	12%	8%	4%	5%	2%
31	MHC	10%	10%	12%	8%	n/a	n/a	n/a	4%
32	TMS	22%	22%	15%	15%	6%	7%	4%	4%

Phụ lục 4: Bảng tính toán tỷ lệ cổ tức tiền mặt chi trả trên lợi nhuận giữ lại của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

STT	Mã chứng khoán	Cổ tức/ Lợi nhuận				Nợ/ Vốn chủ sở hữu			
		2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
	Thương mại dịch vụ								
1	GIL	30%	42%	18%	20%	63%	63%	52%	33%
2	KHA	51%	44%	77%	27%	69%	76%	82%	72%
3	PNC	n/a	89%	66%	56%	n/a	83%	81%	73%
4	TNA	75%	71%	63%	61%	n/a	52%	48%	59%
	Sản xuất								
5	BBT	112%	58%	0%	0%	21%	32%	34%	36%
6	BTC	288%	0%	0%	0%	64%	64%	72%	72%
7	REE	79%	69%	52%	46%	41%	40%	40%	39%
8	NHC	0%	69%	70%	45%	n/a	12%	12%	16%
9	SSC	107%	48%	42%	41%	n/a	15%	16%	16%
	Vật liệu xây dựng								
10	BT6	52%	49%	46%	44%	62%	65%	69%	75%
11	DHA	41%	55%	31%	29%	12%	11%	10%	10%
12	HAS	35%	32%	34%	21%	81%	78%	75%	78%
	Xăng dầu								
13	PMS	73%	86%	65%	64%	36%	34%	53%	58%
14	SFC	43%	54%	38%	43%	55%	39%	41%	54%
	Thực phẩm và đồ uống								
15	BBC	-67%	63%	73%	55%	58%	51%	49%	49%
16	CAN	78%	59%	57%	60%	47%	45%	49%	40%
17	LAF	43%	59%	15%	64%	57%	70%	63%	76%
18	NKD	62%	32%	38%	37%	49%	61%	44%	45%
19	KDC	n/a	0%	0%	40%	n/a	54%	n/a	44%
20	TRI	78%	36%	76%	120%	42%	50%	53%	59%
	Vật liệu nội thất								
21	SAV	44%	42%	38%	44%	62%	71%	68%	67%
	Khách sạn, giải trí								
22	SGH	42%	55%	61%	69%	8%	7%	6%	7%
	Giấy và bao bì								
23	BPC	58%	54%	81%	68%	8%	10%	14%	17%
24	HAP	34%	30%	25%	28%	20%	18%	58%	57%
	Nhựa								
25	DPC	67%	68%	0%	81%	29%	42%	45%	43%

	Thủy hải sản								
26	AGF	41%	45%	42%	16%	61%	65%	73%	60%
27	TS4	53%	42%	42%	58%	50%	52%	47%	52%
	Viễn thông								
28	SAM	33%	48%	39%	28%	15%	22%	39%	39%
29	VTC	31%	24%	21%	23%	30%	40%	41%	38%
	Vận chuyên								
30	GMD	57%	20%	39%	16%	31%	22%	35%	42%
31	MHC	82%	81%	50%	59%	56%	59%	56%	51%
32	TMS	44%	41%	39%	28%	59%	50%	35%	28%