

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

-----

**CÔNG TRÌNH DỰ THI**  
**GIẢI THƯỞNG NGHIÊN CỨU KHOA HỌC SINH VIÊN**  
**“NHÀ KINH TẾ TRẺ – NĂM 2011”**

TÊN CÔNG TRÌNH:

**PHÂN TÍCH CHÍNH SÁCH CỔ TỨC VÀ TÁC  
ĐỘNG CỦA NÓ ĐẾN GIÁ TRỊ THỊ TRƯỜNG CỦA  
CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ  
TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

THUỘC NHÓM NGÀNH: KHOA HỌC KINH TẾ

<b><u>MỤC LỤC:</u></b>	<b>Trang</b>
<b>Trang bìa:</b> .....	i
<b>Mục lục:</b> .....	ii
<b>Danh mục các hình vẽ, bảng biểu và đồ thị:</b> .....	v
<b>TÓM TẮT ĐỀ TÀI:</b> .....	1
1. Lý do chọn đề tài: .....	1
2. Mục tiêu nghiên cứu: .....	1
3. Phương pháp nghiên cứu: .....	1
4. Nội dung nghiên cứu: .....	1
5. Đóng góp của đề tài:.....	2
6. Hướng phát triển của đề tài: .....	2
<b>PHẦN MỞ ĐẦU:</b> .....	3
<b>CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ CỔ TỨC - CÁC TRƯỜNG PHÁI TRÊN THẾ GIỚI VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP:</b> .....	6
<b>1.1 Khái niệm cổ tức và chính sách cổ tức:</b> .....	6
<b>1.1.1 Cổ tức:</b> .....	6
1.1.1.1 Khái niệm: .....	6
1.1.1.2 Quá trình chi trả cổ tức: .....	6
<b>1.1.2 Chính sách cổ tức:</b> .....	7
1.1.2.1 Khái niệm: .....	7
1.1.2.2 Tầm quan trọng của chính sách cổ tức: .....	7
1.1.2.3 Các chỉ tiêu đo lường chính sách cổ tức: .....	8
1.1.2.4 Các phương thức chi trả cổ tức: .....	10
<b>1.1.3 Các chính sách cổ tức trong thực tiễn:</b> .....	13
1.1.3.1 Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động: .....	13
1.1.3.2 Chính sách cổ tức tiền mặt ổn định: .....	15
1.1.3.3 Chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi: .....	18

1.1.3.4	Chính sách chi trả cổ tức nhỏ hàng quý cộng với cổ tức thưởng thêm vào cuối năm: .....	19
1.2	<b>Các trường phái trên thế giới về chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp:..</b>	<b>21</b>
1.2.1	<i>Trường phái trung dung: .....</i>	<i>21</i>
1.2.2	<i>Trường phái tả khuynh cấp tiến: .....</i>	<i>23</i>
1.2.3	<i>Trường phái hữu khuynh bảo thủ: .....</i>	<i>26</i>
1.2.4	<i>Ý nghĩa trong các tranh luận của mỗi trường phái: .....</i>	<i>27</i>
	KẾT LUẬN CHƯƠNG 1: .....	30
	<b>CHƯƠNG 2: PHÂN TÍCH CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM:..</b>	<b>31</b>
2.1	<b>Thực trạng chi trả cổ tức của các doanh nghiệp trong thời gian qua: ...</b>	<b>31</b>
2.1.1	<i>Phân tích theo thời gian: .....</i>	<i>31</i>
2.1.1.1	<i>Tính ổn định của cổ tức chi trả qua các năm: .....</i>	<i>31</i>
2.1.1.2	<i>Mức chi trả cổ tức mỗi cổ phần qua các năm: .....</i>	<i>33</i>
2.1.1.3	<i>Tỷ lệ chi trả cổ tức qua các năm: .....</i>	<i>37</i>
2.1.1.4	<i>Tỷ suất cổ tức qua các năm: .....</i>	<i>41</i>
2.1.2	<i>Phân tích theo ngành: .....</i>	<i>45</i>
2.1.2.1	<i>Mức cổ tức mỗi cổ phần của các ngành:.....</i>	<i>45</i>
2.1.2.2	<i>Tỷ lệ chi trả cổ tức của các ngành: .....</i>	<i>47</i>
2.1.2.3	<i>Tỷ suất cổ tức của các ngành: .....</i>	<i>49</i>
2.2	<b>Tác động của chính sách cổ tức lên giá trị thị trường của doanh nghiệp:..</b>	<b>51</b>
2.2.1	<i>Về mặt định tính: .....</i>	<i>51</i>
2.2.2	<i>Về mặt định lượng: .....</i>	<i>53</i>
2.3	<b>Đánh giá chính sách cổ tức của các doanh nghiệp trong thời gian qua:..</b>	<b>58</b>
2.3.1	<i>Mặt tích cực:.....</i>	<i>58</i>
2.3.2	<i>Mặt hạn chế:.....</i>	<i>60</i>
	KẾT LUẬN CHƯƠNG 2: .....	64

<b>CHƯƠNG 3: ĐỀ XUẤT CHÍNH SÁCH CỔ TÚC PHÙ HỢP CHO CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM:..</b>	<b>65</b>
<b>3.1 Các nguyên tắc cơ bản trong việc đưa ra quyết định chính sách cổ tức của doanh nghiệp: ..</b>	<b>65</b>
<i>3.1.1 Vận dụng các nguyên tắc cơ bản của Lintner: ..</i>	<i>65</i>
<i>3.1.2 Nguyên tắc lựa chọn chính sách cổ tức phù hợp: ..</i>	<i>67</i>
<b>3.2 Xây dựng quy trình ra quyết định chính sách cổ tức cho các doanh nghiệp:..</b>	<b>68</b>
<b>3.3 Một số đề xuất lựa chọn chính sách cổ tức tối ưu cho các doanh nghiệp:..</b>	<b>70</b>
<i>3.3.1 Tỷ lệ chi trả cổ tức tối ưu: ..</i>	<i>71</i>
<i>3.3.2 Hình thức cổ tức tối ưu: ..</i>	<i>73</i>
<i>3.3.3 Mức độ ổn định của chính sách chi trả cổ tức: ..</i>	<i>74</i>
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 3:.....</b>	<b>76</b>
<b>PHẦN KẾT LUẬN:.....</b>	<b>77</b>
<b>Tài liệu tham khảo: ..</b>	<b>79</b>
<b>Phụ lục: ..</b>	<b>82</b>

**DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ, ĐỒ THỊ VÀ BẢNG BIỂU:**

Trang

<b>Hình 1.1:</b> Lịch sử thuế suất ở Mỹ từ năm 1961 đến năm 2011: .....	24
<b>Hình 1.2:</b> Tỷ lệ số lượng các doanh nghiệp chi trả cổ tức so với tổng số các doanh nghiệp S&P500 tính theo số lượng và tính theo mức vốn hoá của thị trường từ năm 1980-2010:.....	24
<b>Hình 1.3:</b> Chi phí huy động vốn tính theo phần trăm số vốn huy động bằng cách phát hành trái phiếu và phát hành cổ phần thường trên thị trường chứng khoán Mỹ: .....	26
<b>Hình 1.4:</b> Chính sách cổ tức tối ưu - Dung hoà các lập luận của trường phái cánh tả và trường phái cánh hữu: .....	29
<b>Hình 2.1:</b> Phần trăm số lượng các doanh nghiệp phân loại theo mức độ ổn định của cổ tức chi trả từ năm 2002 đến năm 2009: .....	31
<b>Hình 2.2:</b> Thu nhập và cổ tức mỗi cổ phần trung bình của thị trường từ năm 2000 đến năm 2010: .....	32
<b>Hình 2.3:</b> Số lượng các doanh nghiệp niêm yết phân loại theo các nhóm mức cổ tức khác nhau qua các năm: .....	34
<b>Hình 2.4:</b> Tỷ trọng số lượng các doanh nghiệp niêm yết phân loại theo các nhóm mức cổ tức khác nhau qua các năm: .....	35
<b>Hình 2.5:</b> Mức cổ tức mỗi cổ phần (DPS) trung bình của thị trường từ năm 2001 đến năm 2009 (đơn vị đồng): .....	36
<b>Hình 2.6:</b> Tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình của thị trường từ năm 2000 đến năm 2010:..	37
<b>Hình 2.7:</b> Số lượng các doanh nghiệp phân loại theo các nhóm tỷ lệ chi trả cổ tức khác nhau qua các năm: .....	38
<b>Hình 2.8:</b> Tỷ trọng số lượng các doanh nghiệp phân loại theo các nhóm tỷ lệ chi trả cổ tức khác nhau qua các năm: .....	39
<b>Hình 2.9:</b> Tỷ suất cổ tức trung bình của thị trường từ năm 2001 đến năm 2009:....	42

<b>Hình 2.10:</b> Số lượng các doanh nghiệp phân loại theo các nhóm tỷ suất cổ tức khác nhau qua các năm: .....	43
<b>Hình 2.11:</b> Tỷ trọng số lượng các doanh nghiệp phân loại theo các nhóm tỷ suất cổ tức khác nhau qua các năm: .....	44
<b>Hình 2.12:</b> Mức cổ tức mỗi cổ phần của các ngành từ năm 2005 đến năm 2009: ..	46
<b>Hình 2.13:</b> Mức cổ tức mỗi cổ phần của các ngành trong năm 2009:.....	47
<b>Hình 2.14:</b> Tỷ lệ chi trả cổ tức của các ngành từ năm 2005 đến năm 2009:.....	48
<b>Hình 2.15:</b> Tỷ lệ chi trả cổ tức của các ngành trong năm 2009:.....	49
<b>Hình 2.16:</b> Tỷ suất cổ tức của các ngành từ năm 2005 đến năm 2009: .....	50
<b>Hình 2.17:</b> Tỷ suất cổ tức của các ngành trong năm 2009: .....	51
<b>Hình 3.1:</b> Quy trình thực hiện quyết định chính sách cổ tức được phân tích theo nhiệm vụ của các bộ phận trong doanh nghiệp: .....	69

<b>Bảng 2.1:</b> Mã chứng khoán của một số doanh nghiệp chi trả cổ tức nhiều hơn lợi nhuận trong năm (tỷ lệ chi trả cổ tức lớn hơn 100%): .....	40
<b>Bảng 2.2:</b> Mã chứng khoán của một số doanh nghiệp có lợi nhuận âm nhưng trong năm vẫn chi trả cổ tức:.....	41

## **TÓM TẮT ĐỀ TÀI:**

### **1. Lý do chọn đề tài:**

Chính sách cổ tức là một trong ba quyết định tài chính quan trọng trong doanh nghiệp. Trên thế giới có rất nhiều nghiên cứu khác nhau về chính sách cổ tức, nhưng nó vẫn là một vấn đề còn gây nhiều tranh cãi. Trong khi trên thị trường chứng khoán Việt Nam, chính sách cổ tức của doanh nghiệp thời gian qua nổi lên thành một trong những vấn đề được các nhà đầu tư rất chú trọng, đồng thời các doanh nghiệp vẫn chưa có nhận thức sâu sắc về tầm quan trọng của chính sách cổ tức trong công tác tài chính của mình. Với mong muốn đóng góp một phần vào việc phân tích rõ hơn quyết định phân phối cổ tức, cũng như tầm quan trọng của nó đối với mục tiêu tối đa hóa tài sản của các cổ đông, tôi xin được chọn đề tài: *“Phân tích chính sách cổ tức và tác động của nó đến giá trị thị trường của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”* để làm chuyên đề nghiên cứu khoa học.

### **2. Mục tiêu nghiên cứu:**

Mục tiêu của chuyên đề là dựa trên các lý thuyết và thực nghiệm về chính sách cổ tức trên thế giới để đưa ra các phân tích, đánh giá chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ đó, đề ra phương hướng để xây dựng chính sách cổ tức phù hợp cho các doanh nghiệp niêm yết trong thời gian tới.

### **3. Phương pháp nghiên cứu:**

*Phương pháp thống kê:* Tập hợp số liệu và đánh giá thực trạng.

*Phương pháp mô tả:* Đánh giá, so sánh để đưa ra cái nhìn tổng quan về chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán.

*Phương pháp phân tích định lượng:* Kiểm định hồi quy các mô hình kinh tế lượng để xác định mối liên hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp.

### **4. Nội dung nghiên cứu:**

*Chương 1:* Tìm hiểu các lý thuyết tổng quan về chính sách cổ tức, cũng như các tranh luận của các trên thế giới về chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp.

*Chương 2:* Đánh giá chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và phân tích tác động của chính sách cổ tức lên giá trị của các doanh nghiệp niêm yết.

*Chương 3:* Chuyên đề sẽ đóng góp các ý kiến để xây dựng một chính sách cổ tức phù hợp cho các doanh nghiệp niêm yết trong thời gian tới.

## **5. Đóng góp của đề tài:**

*Thứ nhất*, trình bày các nghiên cứu thực nghiệm về chính sách cổ tức của các học giả trên thế giới và rút ra mô hình chi trả cổ tức tối ưu từ ý nghĩa trong các tranh luận của mỗi trường phái về chính sách cổ tức.

*Thứ hai*, đánh giá chi tiết bằng cách đồ thị hóa chính sách cổ tức bằng tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết, đồng thời, so sánh chính sách chi trả cổ tức giữa các ngành khác nhau trên thị trường chứng khoán.

*Thứ ba*, định tính và định lượng các tác động của chính sách cổ tức bằng tiền mặt đến giá trị của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán.

*Thứ năm*, xây dựng mô hình ra quyết định chính sách cổ tức trong doanh nghiệp. Và đưa ra phương hướng lựa chọn chính sách cổ tức phù hợp cho các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

## **6. Hướng phát triển của đề tài:**

Đề tài có thể mở rộng việc phân tích các chính sách cổ tức khác bằng cổ phần, mua lại cổ phần và đánh giá tác động tổng hợp của tất cả các chính sách cổ tức này đến giá trị doanh nghiệp. Đồng thời định lượng các yếu tố tác động lên chính sách cổ tức để từ đó có những đưa ra những căn cứ nhằm xác định chính sách cổ tức phù hợp nhất cho các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán.



## **PHẦN MỞ ĐẦU:**

Nhiều nghiên cứu trên thế giới đã được tiến hành để xác định mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp, đáng chú ý nhất là nghiên cứu của Miller và Modigliani (1961) đã tạo những nền tảng cho trường phái trung dung sau này. Theo lý thuyết của họ, trong điều kiện của một thị trường hiệu quả, thì không có mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị thị trường của doanh nghiệp. Tuy nhiên, lý thuyết này lại cho thấy rằng có một mối quan hệ giữa chính sách đầu tư và giá trị thị trường, theo đó, các chính sách cổ tức là không quan trọng vì nó không ảnh hưởng đến giá trị của công ty hay sự giàu có của các chủ sở hữu. Đã có rất nhiều tranh luận và những nghiên cứu chuyên sâu được tiến hành để từ đó để kiểm tra lý thuyết này. Trong khi một số nhà nghiên cứu chẳng hạn như Black và Scholes (1974), Merton và Rock (1985) và Peter (1996) có xu hướng hỗ trợ lý thuyết này, thì cũng có những người khác lại phản đối nó như Litzenberger và Ramaswamy (1979), Blume (1980), Litzenberger và Ramaswamy (1982), Ang và Peterson (1985), Dyl và Weigand (1998), Koch và Shenoy (1999). Những quan điểm trái ngược nhau như vậy đã dẫn đến sự mơ hồ và cần phải có những nghiên cứu rõ ràng dựa trên kết quả cụ thể. Mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và các chính sách khác như chính sách đầu tư và tài trợ luôn chông chéo và phức tạp. Vì vậy, việc lựa chọn chính sách cổ tức thường phụ thuộc vào sở thích của nhà quản lý, mặc dù thực tế là trường phái trung dung đã chỉ ra rằng công tác quản lý tài chính nên thực hiện theo chính sách đầu tư tối đa hóa thu nhập trong tương lai.

Trong khi đó tại Việt Nam, tuy rằng đã có nhiều nghiên cứu về chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán, nhưng những nghiên cứu trước đây chỉ đưa ra các phân tích về chính sách cổ tức và các nhân tố tác động lên chính sách cổ tức. Nghiên cứu này của chúng tôi một mặt đưa ra các đánh giá rõ ràng hơn chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết, một mặt đánh giá tác động của nó đến giá trị thị trường của các doanh nghiệp, từ đó đưa ra thêm một bằng chứng thực nghiệm trong những tranh luận về mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị doanh

nghiệp. Cuối cùng nghiên cứu này sẽ dựa vào những đánh giá đó để gợi ý cho các doanh nghiệp Việt Nam đưa ra chính sách cổ tức phù hợp.

Để có cái nhìn chi tiết hơn về đề tài, phần này cũng xin trình bày thêm về đối tượng nghiên cứu, phạm vi nghiên cứu, và nguồn dữ liệu nghiên cứu.

#### **Đối tượng nghiên cứu:**

Đối tượng nghiên cứu của chuyên đề là chính sách cổ tức bằng tiền mặt và tác động của nó đến giá trị thị trường của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội từ năm 2000 đến năm 2010.

#### **Phạm vi nghiên cứu:**

*Về không gian:* Chuyên đề nghiên cứu chính sách cổ tức của 453 công ty có trong danh sách niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội vào ngày 31/12/2009. Lý do chuyên đề chọn ngày 31/12/2009 để lấy danh sách các công ty niêm yết là vì chúng tôi chưa tìm được số liệu đầy đủ về cổ tức chi trả cho cả năm 2010 của những công ty bắt đầu được niêm yết trong năm 2010.

*Về thời gian:* Thời gian nghiên cứu là từ 28/7/2000 đến ngày 20/03/2011. Chuyên đề chỉ giới hạn nghiên cứu chính sách cổ tức bằng tiền mặt của các công ty từ khi được niêm yết niêm yết trên thị trường chứng khoán.

#### **Nguồn dữ liệu nghiên cứu:**

*Dữ liệu sơ cấp:* Dữ liệu cổ tức được tổng hợp từ các công bố thông tin trên thị trường (tính đến thời điểm 20/03/2011) và các bản cáo bạch của 453 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội vào ngày 31/12/2009. Ngoài ra, dữ liệu còn được bổ sung từ các số liệu công bố trên các website: <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn>.

Do nhiều nguyên nhân chủ quan và khách quan nên dữ liệu thu thập được còn mang nhiều hạn chế. Tính đến ngày 20/03/2011, nhiều doanh nghiệp vẫn chưa hoàn tất công bố chi trả cổ tức cho cả năm 2010, riêng chỉ có một số ít công ty niêm yết đã hoàn

thành chi trả cổ tức, nên, trong một vài phân tích, chuyên đề chưa thể đánh giá được chính sách cổ tức cho cả năm này. Trong năm 2000, các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường rất ít và thông tin về cổ tức không rõ ràng. Hơn nữa, các năm trước khi doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán thì dữ liệu cổ tức của công ty cũng không được công bố một cách cụ thể. Một vài doanh nghiệp (chẳng hạn Công Ty Cổ Phần Đầu Tư Phát Triển Đô Thị Và Khu Công Nghiệp Sông Đà (mã chứng khoán SJS)) công bố cổ tức gộp cho hai kỳ kinh doanh mà không phân định rõ ràng mức chi trả cho mỗi kỳ nên trong những kỳ này không xác định được mức cổ tức chi trả, một vài doanh nghiệp khác công bố cổ tức bổ sung cho nhiều năm mà không phân định tỷ lệ cổ tức mỗi năm là bao nhiêu (chẳng hạn Công Ty Cổ Phần Sữa Việt Nam (mã chứng khoán VNM)).

*Dữ liệu thứ cấp:* Số liệu về danh sách phân ngành các doanh nghiệp niêm yết được lấy từ <http://hsc.com.vn> (Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Thành Phố Hồ Chí Minh). Số liệu thống kê của Tổng cục thống kê, Ngân hàng nhà nước Việt Nam; các số liệu thống kê trong các nghiên cứu cứu phân tích của các tổ chức và cá nhân trong và ngoài nước.

## **CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ CỔ TỨC – CÁC TRƯỜNG PHẢI TRÊN THẾ GIỚI VỀ CHÍNH SÁCH SÁCH CỔ TỨC VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP**

### **1.1 Khái niệm cổ tức và chính sách cổ tức:**

#### **1.1.1 Cổ tức:**

##### **1.1.1.1 Khái niệm:**

Cổ tức cổ phần hay lợi tức cổ phần là một phần lợi nhuận sau thuế được công ty cổ phần phân chia cho các chủ sở hữu của mình bằng nhiều hình thức khác nhau chẳng hạn như bằng tiền mặt hoặc bằng cổ phần.

##### **1.1.1.2 Quá trình chi trả cổ tức:**

Căn cứ vào hoạt động sản xuất kinh doanh trong năm và chính sách cổ tức được đại hội đồng cổ đông trong năm trước thông qua, hội đồng quản trị sẽ đề xuất việc trả cổ tức của cả năm, và kế hoạch dự kiến trả cổ tức của công ty trong năm tiếp theo. Cổ tức được trả tới cổ đông thông qua tài khoản lưu ký của cổ đông tại đơn vị nhận lưu ký cổ phiếu của công ty, hoặc tại trụ sở của công ty. Mặc dù, có một số khác biệt nhỏ, nhưng về cơ bản, trình tự chi trả cổ tức diễn ra với các mốc thời gian như sau:

*Ngày công bố:* Là ngày hội đồng quản trị công ty công bố trên phương tiện thông tin đại chúng về quyết định trả cổ tức tới các cổ đông. Nội dung công bố bao gồm số cổ tức trên mỗi cổ phiếu được nhận, ngày ghi sổ, ngày không hưởng quyền, ngày trả cổ tức và phương thức thanh toán.

*Ngày ghi sổ (ngày đăng ký cuối cùng):* Là ngày chốt danh sách các cổ đông hiện hành có quyền nhận cổ tức của công ty. Vào cuối ngày này, công ty sẽ lập danh sách các cổ đông hiện hành có quyền nhận cổ tức của đợt chi trả vào ngày công bố trước đó. Để được nhận cổ tức, các cổ đông phải có tên trong danh sách này. Ngày khóa sổ thường được ấn định trước ngày trả cổ tức một thời gian nhất định.

*Ngày không hưởng quyền (ngày không có cổ tức):* Bắt đầu từ ngày này, nhà đầu tư nào mua cổ phiếu thì sẽ không có quyền nhận cổ tức của đợt chi trả đã công bố. Ngày này thường được ấn định trước ngày khóa sổ một thời gian nhất định, thường tùy thuộc vào

thời gian hoàn tất giao dịch thanh toán bù trừ trên thị trường chứng khoán. Và vào ngày này, giá cổ phiếu dự kiến sẽ sụt giảm một khoản bằng với số tiền cổ tức vì giá trị này được rút ra khỏi doanh nghiệp.

*Ngày chi trả:* Thường từ hai đến bốn tuần sau ngày ghi sổ, công ty thực hiện chi trả cổ tức cho các cổ đông. Vào ngày này, mỗi cổ đông sẽ nhận được phần cổ tức của mình thông qua tài khoản lưu ký hoặc nhận trực tiếp tại trụ sở của công ty.

### **1.1.2 Chính sách cổ tức:**

#### *1.1.2.1 Khái niệm:*

Chính sách cổ tức là chính sách ấn định mức lợi nhuận của công ty được đem ra phân phối như thế nào. Lợi nhuận sẽ được giữ lại để tái đầu tư cho công ty hay được trả cho các cổ đông. Lợi nhuận giữ lại cung cấp cho các nhà đầu tư một nguồn tăng trưởng lợi nhuận tiềm năng trong tương lai, trong khi đó cổ tức cung cấp cho họ một phân phối hiện tại. Chính sách cổ tức hay còn gọi là chính sách phân phối là một trong ba quyết định tài chính quan trọng trong một doanh nghiệp và nó có liên hệ mật thiết với hai chính sách tài chính còn lại là chính sách tài trợ và chính sách đầu tư.

#### *1.1.2.2 Tầm quan trọng của chính sách cổ tức:*

Trong công ty cổ phần, việc quyết định phân chia lợi tức cổ phần cho các cổ đông là điều hết sức quan trọng, nó không đơn thuần chỉ là việc phân chia lãi cho các cổ đông, mà nó còn liên quan mật thiết đến công tác quản lý tài chính của công ty cổ phần. Những lý do được đưa ra để giải thích cho tầm quan trọng của chính sách cổ tức như sau:

*Thứ nhất, chính sách cổ tức ảnh hưởng trực tiếp đến lợi ích của các cổ đông.* Cổ tức cung cấp cho cổ đông một lợi nhuận hữu hình thường xuyên và là nguồn thu nhập duy nhất mà nhà đầu tư có thể nhận được ngay trong hiện tại khi họ đầu tư vào công ty. Do vậy, việc công ty có duy trì trả cổ tức ổn định hay không ổn định, đều đặn hay giao động thất thường đều làm ảnh hưởng đến quan điểm của nhà đầu tư về công ty, do vậy nó có thể dẫn đến sự biến động giá trị cổ phiếu của công ty trên thị trường.

*Thứ hai, chính sách cổ tức ảnh hưởng đến chính sách tài trợ của công ty.* Thông qua việc quyết định chính sách cổ tức mà công ty cũng quyết định luôn chính sách tài trợ. Vì lợi nhuận giữ lại là nguồn quan trọng cho việc tài trợ vốn cổ phần cho khu vực tư nhân. Nên từ đó, chính sách cổ tức ảnh hưởng đến số lượng vốn cổ phần thường trong cấu trúc vốn của một doanh nghiệp, và mở rộng ra, ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Ngoài ra, nếu chi trả cổ tức thì các doanh nghiệp phải bù trừ lại nguồn tài trợ thiếu hụt do lợi nhuận giữ lại ít bằng việc huy động vốn từ bên ngoài với nhiều thủ tục phức tạp, và tốn nhiều chi phí hơn.

*Thứ ba, chính sách cổ tức ảnh hưởng tới chính sách đầu tư của công ty.* Với nguồn tài trợ có chi phí sử dụng vốn thấp từ lợi nhuận giữ lại, sẽ làm cho chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp ở mức tương đối thấp. Và đồng thời, lợi nhuận giữ lại luôn sẵn có tại doanh nghiệp. Từ đó, doanh nghiệp có thể linh hoạt lựa chọn đầu tư vào các dự án có tỷ suất sinh lợi cao. Như vậy, lợi nhuận giữ lại có thể kích thích tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai và do đó có thể ảnh hưởng đến giá trị cổ phần của doanh nghiệp trong tương lai.

#### *1.1.2.3 Các chỉ tiêu đo lường chính sách cổ tức:*

##### ***Cổ tức một cổ phần thường (Dividend per Share - DPS):***

Cổ tức một cổ phần là chỉ tiêu phản ánh mức thu nhập thực tế mà mỗi cổ phần được hưởng từ kết quả hoạt động kinh doanh. Cổ tức một cổ phần được tính dựa vào phần trăm mệnh giá cổ phần thường. Cổ tức một cổ phần thường cũng có thể được tính toán như sau:

$$\text{Cổ tức một cổ phần thường} = \frac{\text{Tổng thu nhập cổ phần thường dùng để chi trả cổ tức}}{\text{Tổng số cổ phần thường}}$$

Vì cổ tức một cổ phần thường là thu nhập thực tế mà nhà đầu tư nhận được ngay trong hiện tại nên nhà đầu tư rất quan tâm đến chỉ tiêu này. Các cổ đông thường chú ý đến mức thay đổi trong cổ tức từ kỳ này sang kỳ khác. Một sự tăng lên trong cổ tức một cổ

phần thường mang lại hiệu ứng tốt trong tâm lý của các nhà đầu tư và ngược lại nếu cổ tức một cổ phần bị sụt giảm.

Nhưng chỉ tiêu cổ tức một cổ phần thường không phải là chỉ tiêu đo lường triệt để của chính sách cổ tức. Vì, nếu dựa vào chỉ tiêu này, nhà đầu tư chỉ biết họ nhận được bao nhiêu tiền từ cổ tức, chứ họ không biết công ty đã trích bao nhiêu phần trăm từ lợi nhuận sau thuế để chia cổ tức cho các cổ đông, và bao nhiêu để giữ lại cho đầu tư. Và có một chỉ tiêu khác có thể đo lường được yêu cầu này đó là tỷ lệ chi trả cổ tức.

***Tỷ lệ chi trả cổ tức (Dividend payout ratio):***

Tỷ lệ chi trả cổ tức là tỷ số phản ánh mức cổ tức mà các cổ đông của công ty cổ phần được hưởng chiếm tỷ lệ bao nhiêu trong thu nhập một cổ phần thường mà công ty tạo ra trong kỳ và được tính như sau:

$$\text{Tỷ lệ chi trả cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức mỗi cổ phần}}{\text{Thu nhập mỗi cổ phần}}$$

Tỷ lệ chi trả cổ tức cũng cho biết công ty dành ra bao nhiêu phần trăm từ thu nhập một cổ phần thường để tái đầu tư. Tỷ lệ chi trả cổ tức càng cao phản ánh công ty đã sử dụng đại bộ phận lợi nhuận sau thuế để chi trả cổ tức cho các cổ đông, đồng thời chỉ có một phần nhỏ lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư. Và ngược lại với tỷ lệ chi trả cổ tức thấp.

Những nhà đầu tư nào muốn tìm kiếm thu nhập cho những nhu cầu tiêu dùng trong hiện tại sẽ thích một công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức cao. Ngược lại, những nhà đầu tư chưa có nhu cầu nhận thu nhập từ cổ tức ngay trong hiện tại và mong chờ một sự gia tăng giá trị cổ phần thường trong tương lai thì họ lại thích các công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp và giữ lại lợi nhuận nhiều hơn để tái đầu tư.

***Tỷ suất cổ tức (Dividend Yield):***

Tỷ suất cổ tức là tỷ lệ phần trăm giữa cổ tức và thị giá cổ phiếu, hay tỷ lệ cổ tức mà nhà đầu tư nhận được so với số tiền mà họ phải trả để mua cổ phiếu đó.

$$\text{Tỷ suất cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức mỗi cổ phần}}{\text{Giá trị thị trường mỗi cổ phần}}$$

Trong công thức trên, tùy theo nhu cầu đo lường khác nhau mà chúng ta có thể sử dụng giá trị thị trường mỗi cổ phần ở các kỳ khác nhau, hoặc khác với kỳ chia cổ tức.

Như chúng ta đã biết, thu nhập của nhà đầu tư gồm hai phần là cổ tức và chênh lệch giá do chuyển nhượng cổ phần. Như vậy, tỷ suất cổ tức là tỷ suất sinh lợi của nhà đầu tư chỉ tính riêng cho thu nhập từ cổ tức khi nhà đầu tư mua cổ phần tại một mức giá thị trường nào đó, nghĩa là tỷ suất cổ tức phản ánh nhà đầu tư sẽ nhận được bao nhiêu đồng cổ tức từ một đồng đầu tư vào cổ phiếu tại mức giá thị trường. Tỷ suất cổ tức càng cao thể hiện rằng nhà đầu tư có tỷ suất sinh lợi từ cổ tức càng cao, còn tỷ suất cổ tức thấp thì điều đó chưa hẳn đã xấu bởi vì nhà đầu tư có thể trông chờ vào tỷ suất sinh lợi từ lãi vốn của giá cổ phiếu trên thị trường.

Một tỷ suất cổ tức ở mức cao (hay thấp) chưa chắc đã phản ánh được công ty có chi trả cổ tức cao (hay thấp) không, vì tỷ suất cổ tức còn phụ thuộc vào giá cổ phần trên thị trường. Do vậy, mà chỉ tiêu này chỉ dùng để so sánh chính sách cổ tức của những công ty khác nhau nhưng có những đặc điểm giống nhau về quy mô, ngành nghề kinh doanh và có mức giá cổ phiếu là tương đương nhau.

#### *1.1.2.4 Các phương thức chi trả cổ tức:*

##### ***Trả cổ tức bằng tiền mặt:***

Hầu hết cổ tức của các công ty được trả bằng tiền mặt, bởi điều này sẽ thuận lợi cho cổ đông, vì đây là nguồn thu nhập ngay trong hiện tại mà họ có thể sử dụng mà không phải tốn chi phí giao dịch như bán đi cổ phần để thu về tiền mặt. Cổ tức tiền mặt là số đơn vị tiền tệ mà công ty thanh toán cho chủ sở hữu tính trên một cổ phần, hoặc theo một tỷ lệ phần trăm so với mệnh giá cổ phiếu.

Trong trường hợp này, cổ tức được chi trả từ tài khoản tiền mặt của doanh nghiệp với một bút toán đối ứng trong tài khoản lợi nhuận giữ lại. Trả cổ tức bằng tiền mặt sẽ làm giảm tiền mặt dẫn đến giảm tài sản và giảm lợi nhuận chưa phân phối trên bảng cân đối kế toán, tức giảm nguồn vốn chủ sở hữu. Như vậy việc trả cổ tức bằng tiền mặt sẽ ảnh



hưởng trực tiếp tới khả năng thanh toán và nguồn tài trợ cho các nhu cầu đầu tư trong tương lai của công ty.

***Trả cổ tức bằng cổ phần:***

Một cổ tức cổ phần là chi trả thêm cổ phần thường cho các cổ đông theo một tỷ lệ nhất định mà công ty không nhận được khoản tiền thanh toán nào từ phía cổ đông. Thực chất, đây là việc phân bổ theo tỷ lệ các cổ phần bổ sung của một công ty cho các cổ đông. Nó liên quan đến việc chuyển tiền từ tài khoản lợi nhuận giữ lại sang các tài khoản vốn cổ phần thường khác của các cổ đông. Tác động ròng của giao dịch này là tăng số cổ phần đang lưu hành, và tái phân phối vốn giữa các tài khoản vốn của doanh nghiệp. Tổng vốn cổ phần thường và trái quyền của mỗi cổ đông đối với lợi nhuận của doanh nghiệp được giữ nguyên không đổi.

Các công ty tiến hành trả cổ tức bằng cổ phần vì những lý do sau đây. *Thứ nhất*, vì các cổ đông thường bán cổ phần mà họ nhận được từ cổ tức, nên một cổ tức cổ phần làm thoát hơn quyền sở hữu các cổ phần của một doanh nghiệp. *Thứ hai*, khi doanh nghiệp đã chi trả cổ tức tiền mặt, một cổ tức cổ phần làm gia tăng trên thực tế trong cổ tức tiền mặt. *Thứ ba*, một cổ tức cổ phần sẽ làm giảm giá cổ phần so với lúc trước nên làm tăng tính hấp dẫn của cổ phiếu trong mắt các nhà đầu tư vì các nhà đầu tư dễ mua hơn do giá thấp hơn.

***Trả cổ tức bằng tài sản khác:***

Mặc dù không có tính chất phổ biến, song các công ty cổ phần cũng có thể trả cổ tức bằng các tài sản khác. Chẳng hạn, cổ đông có thể nhận cổ tức bằng các tài sản khác của công ty như các thành phẩm, hàng hóa, các chứng khoán của một công ty khác mà công ty sở hữu, bất động sản,... Việc trả cổ tức bằng tài sản khác sẽ làm giảm tài sản đó với một bút toán tương ứng trong lợi nhuận giữ lại.

Theo Luật doanh nghiệp năm 2005, các công ty cổ phần ở Việt Nam được phép chi trả cổ tức bằng tài sản khác. Nhưng việc trả cổ tức bằng tài sản khác tại Việt Nam hiện nay gặp phải một số vướng mắc nhất định. *Thứ nhất*, các văn bản pháp luật chưa có

hướng dẫn cụ thể, gây khó khăn cho doanh nghiệp và các cơ quan quản lý trong các thủ tục làm hồ sơ xin phép chi trả cổ tức bằng tài sản. *Thứ hai*, các cơ quan quản lý gặp khó khăn trong công tác định giá tài sản khác đó, cũng như định giá khoản cổ tức đó để điều chỉnh giá tham chiếu của cổ phiếu. *Thứ ba*, doanh nghiệp gặp một số khó khăn nhất định trong quá trình triển khai, như làm thế nào để chia tròn tỷ lệ cổ tức là tài sản cho tất cả các cổ đông.

### ***Mua lại cổ phần:***

Thay vì chi trả cổ tức tiền mặt, đôi khi một vài doanh nghiệp cũng mua lại các cổ phần đang lưu hành. Cổ phần mua lại được gọi là cổ phần ngân quỹ. Các doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phần theo một số cách thức như mua trực tiếp từ các cổ đông của mình bằng cách đưa ra một mức giá đệm, hoặc có thể mua lại ở thị trường tự do, hay có thể thương lượng riêng để mua lại từ những người nắm giữ một lượng lớn các cổ phần như các định chế chẳng hạn.

Mua lại cổ phần được xem như là một quyết định cổ tức, vì mua lại cổ phần là cách thức mà lợi nhuận của doanh nghiệp được chi trả dưới hình thức lãi vốn. Vì vậy, nếu không kể thuế, các chi phí giao dịch và các bất hoàn hảo của thị trường thì các cổ đông sẽ không quan tâm giữa lợi nhuận tương đương từ cổ tức tiền mặt và mua lại cổ phần, hay nói cách khác giá trị doanh nghiệp sẽ không chịu tác động của cách thức phân phối cổ tức tiền mặt hay mua lại cổ phần. Tuy nhiên trên thực tế, mua lại cổ phần làm gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Quyết định mua lại cổ phần của một công ty thường xuất phát từ các lý do sau: Cổ phần ngân quỹ được sử dụng để cho các hoạt động sáp nhập và mua lại công ty dễ dàng hơn, để đáp ứng các điều khoản chuyển đổi cổ phần ưu đãi và trái khoán công ty, cũng như việc sử dụng các chứng chỉ đặc quyền mua chứng khoán, và để đáp ứng nhu cầu cổ phần mới trong các chương trình quyền được mua chứng khoán của cấp điều hành hay các kế hoạch mua chứng khoán của nhân viên trong doanh nghiệp. Mua lại cổ phần còn để làm tăng lợi nhuận mỗi cổ phần cho số cổ phần đang lưu hành còn lại

và cũng làm tăng giá cổ phần (nếu P/E không đổi cho mỗi cổ phần trước và sau khi mua lại). Các doanh nghiệp quyết định mua lại cổ phần thay vì chi trả cổ tức bằng tiền mặt để hưởng các lợi thế của thuế đánh trên thu nhập lãi vốn thấp hơn so với cổ tức tiền mặt (hoặc ít ra vì thu nhập lãi vốn có thể được hoãn thuế đến các thời điểm trong tương lai). Mua lại cổ phần còn được dùng để phát ra các tín hiệu tích cực cho các cổ đông về các dự kiến của ban điều hành rằng lợi nhuận và dòng tiền của doanh nghiệp sẽ cao hơn trong tương lai.

### ***1.1.3 Các chính sách cổ tức trong thực tiễn:***

#### ***1.1.3.1 Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động:***

Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động xác nhận rằng một doanh nghiệp nên giữ lại lợi nhuận khi doanh nghiệp có các cơ hội đầu tư hứa hẹn các tỷ suất sinh lợi cao hơn tỷ suất sinh lợi mong đợi mà các cổ đông đòi hỏi. Bởi lẽ, việc chi trả cổ tức sẽ dẫn đến kết cục hoặc là doanh nghiệp hy sinh các cơ hội đầu tư có thể chấp nhận được hoặc phải huy động thêm vốn cổ phần cần thiết từ các thị trường vốn bên ngoài tốn kém hơn nhiều so với lợi nhuận giữ lại. Diễn dịch một cách chính xác thì lý thuyết giữ lại lợi nhuận ngụ ý là chi trả cổ tức thay đổi từ năm này sang năm khác và tùy thuộc vào các cơ hội đầu tư có sẵn.

Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động còn được gọi là chính sách thặng dư cổ tức. Từ “thặng dư” đề cập đến “phần còn lại”, và chính sách thặng dư cổ tức ẩn ý rằng cổ tức chỉ được trả trên “phần còn lại” của thu nhập. Theo lý thuyết này, công ty chỉ thực hiện việc chi trả cổ tức sau khi đã ưu tiên giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, đảm bảo cơ cấu huy động vốn tối ưu cho đầu tư của công ty. Như vậy doanh nghiệp sẽ theo bốn bước sau khi tính tỷ lệ chi trả cổ tức khi áp dụng chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động: *Thứ nhất*, xác định ngân sách vốn tối ưu. *Thứ hai*, quyết định lượng vốn cần thiết để tài trợ cho ngân sách này, với cấu trúc vốn mục tiêu đã có. *Thứ ba*, sử dụng thu nhập giữ lại để đáp ứng yêu cầu vốn ở mức có thể. *Thứ tư*, trả cổ tức chỉ khi thu nhập có được lớn hơn mức cần thiết để đáp ứng yêu cầu ngân sách vốn tối ưu.

Như vậy, nếu doanh nghiệp theo đuổi chính sách này một cách cứng nhắc thì mức cổ tức trả trong bất kỳ năm nào cũng có thể được mô tả trong phương trình sau:

$$\begin{aligned} \text{Cổ tức} &= \text{Thu nhập ròng} - \text{Thu nhập giữ lại để tái đầu tư} \\ &= \text{Thu nhập ròng} - (\text{Tỷ lệ vốn cổ phần mục tiêu} * \text{Tổng ngân sách vốn}) \end{aligned}$$

Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động cũng đề xuất một công ty tăng trưởng nên có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp hơn các công ty đang trong giai đoạn sung mãn (bão hòa).

Với những đặc điểm trên, chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động có những ưu và nhược điểm như sau:

***Ưu điểm:***

*Thứ nhất*, giúp công ty chủ động trong việc sử dụng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư, nắm bắt kịp thời các cơ hội tăng trưởng. Đối với những công ty có nhiều cơ hội đầu tư tăng trưởng, việc tăng cường đầu tư cho phát triển tạo ra thế mạnh cho công ty là vấn đề được ưu tiên hàng đầu. Vì thế, trong quá trình phân chia lợi nhuận sau thuế, trước hết công ty dành phần lợi nhuận cần thiết để đáp ứng yêu cầu đầu tư. Số lợi nhuận giữ lại được xem xét dựa trên khả năng để lại lợi nhuận tái đầu tư trong mối liên hệ với cấu trúc vốn tối ưu.

*Thứ hai*, giúp công ty giảm bớt nhu cầu huy động vốn từ bên ngoài với chi phí sử dụng vốn cao mà lại vừa phức tạp vừa tốn kém chi phí huy động không cần thiết. Chính sách này đặc biệt thích hợp cho các doanh nghiệp nhỏ, mới khởi sự, những doanh nghiệp này gặp khó khăn trong việc huy động vốn từ bên ngoài. Hơn nữa, điều này làm sẽ làm giảm hệ số nợ, giảm rủi ro thanh toán, và giảm được chi phí sử dụng vốn của công ty. Công ty chỉ thực hiện huy động vốn từ bên ngoài (phát hành cổ phần mới, phát hành trái phiếu, vay nợ ngắn hạn) khi lợi nhuận để lại không đủ đáp ứng yêu cầu đầu tư.

*Thứ ba*, làm tăng độ vững chắc về tài chính của công ty. Với việc gia tăng giữ lại lợi nhuận sau thuế để tái đầu tư, sẽ làm tăng quy mô vốn chủ sở hữu, từ đó làm tăng mức độ vững chắc về tài chính, và làm tăng khả năng vay nợ sau này cho công ty.

*Thứ tư*, giúp cổ đông có thể tránh thuế, hoặc hoãn thuế thu nhập cá nhân. Việc giữ lại phần lớn lợi nhuận sau thuế để tái đầu tư sẽ làm giảm thu nhập từ cổ tức của các cổ đông, điều này vừa giúp cổ đông có thể tránh phải nộp thuế thu nhập cá nhân ở mức cao, hoặc hoãn nộp thuế thu nhập cá nhân sang các kỳ sau.

*Thứ năm*, việc chủ động giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư sẽ giúp công ty tránh phải phát hành thêm cổ phần mới, do đó giúp cổ đông hiện tại tránh phải chia sẻ quyền kiểm soát, biểu quyết và phân chia thu nhập cao cho các cổ đông mới. Điều này tạo thuận lợi cho công ty trong việc quản lý điều hành hoạt động kinh doanh.

***Nhược điểm:***

Như vậy, chúng ta thấy rằng theo chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động thì tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ thay đổi tùy thuộc vào các cơ hội đầu tư, hoặc tùy thuộc vào thu nhập hoặc cả hai. Do các cơ hội đầu tư và thu nhập chắc chắn thay đổi hàng năm, việc áp dụng chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động một cách cứng nhắc sẽ làm cho mức cổ tức rất không ổn định. Năm này, công ty có thể không trả cổ tức vì công ty cần tiền để tài trợ cho các cơ hội đầu tư tốt, song năm khác công ty có thể trả cổ tức rất cao do không có nhiều các cơ hội đầu tư. Tương tự như vậy, thu nhập biến động thường xuyên cũng sẽ dẫn tới mức cổ tức biến động, thậm chí nếu các cơ hội đầu tư là ổn định. Sự không ổn định về thu nhập cổ tức sẽ ảnh hưởng đến tâm lý của các nhà đầu tư đặc biệt là các nhà đầu tư ưa thích cổ tức ổn định. Điều này sẽ ảnh hưởng xấu tới giá cổ phiếu của công ty trên thị trường, cũng như hình ảnh của công ty trong con mắt của giới tài chính. Mặt khác, khi áp dụng cứng nhắc chính sách này thì việc ưu tiên giữ lại lợi nhuận có thể dẫn tới giảm thiểu hệ số nợ trên vốn cổ phần của công ty, điều này có thể phá vỡ cấu trúc vốn tối ưu của công ty.

***1.1.3.2 Chính sách cổ tức tiền mặt ổn định:***

Chính sách cổ tức tiền mặt ổn định được xây dựng trên cơ sở lý thuyết ổn định lợi tức cổ phần. Theo đó, công ty duy trì chi trả cổ tức liên tục qua các năm với mức chi trả các năm tương đối ổn định, có thể có sự biến động, song không đáng kể so với sự biến

động của lợi nhuận. Tính ổn định được đặc trưng bằng một sự miễn cưỡng trong việc giảm lượng tiền mặt chi trả cổ tức từ kỳ này sang kỳ khác, và công ty chỉ thực hiện chi trả cổ tức ở mức cao hơn khi công ty có thể đạt được sự gia tăng lợi nhuận một cách vững chắc, đủ khả năng tăng cổ tức, đồng thời khi đã tăng thì sẽ cố gắng duy trì cổ tức ở mức đã định cho đến khi công ty thấy rõ là không thể hy vọng ngăn chặn được sự giảm sút lợi nhuận kéo dài trong thời tương lai.

Lý thuyết của chính sách cổ tức tiền mặt ổn định xuất phát từ tâm lý của các nhà quản lý cho rằng các cổ đông thường ưa thích sự tăng trưởng ổn định của cổ tức. Ngay cả trong trường hợp có sự đảm bảo chắc chắn cho việc tăng cổ tức lên cao, thì các nhà quản lý cũng chỉ tăng tỷ lệ cổ tức lên một phần nào đó rất ít so với sự gia tăng trong lợi nhuận của công ty. Bởi vì các nhà quản lý có tâm lý chờ đợi xem việc tăng lợi nhuận có tỏ ra bền vững hay không trước khi điều chỉnh tăng cổ tức.

Chính sách chi trả cổ tức tiền mặt ổn định có những ưu điểm và nhược điểm như sau:

**Ưu điểm:**

*Thứ nhất:* Nhiều nhà đầu tư cảm thấy các thay đổi cổ tức có nội dung hàm chứa thông tin, họ đánh đồng các thay đổi trong mức cổ tức của một doanh nghiệp với khả năng sinh lợi. Một cắt giảm trong cổ tức có thể được diễn dịch như một tín hiệu là tiềm năng lợi nhuận dài hạn của doanh nghiệp đã sụt giảm. Tương tự, một gia tăng trong cổ tức được coi là một minh chứng cho một dự kiến rằng lợi nhuận tương lai sẽ gia tăng. Do nội dung hàm chứa thông tin mà chính sách cổ tức tiền mặt ổn định tạo ra sự hấp dẫn đối với các nhà đầu tư, và tạo ra một hình ảnh đẹp về sự ổn định kinh doanh của công ty. Từ đó, tác động làm tăng giá cổ phiếu của công ty trên thị trường.

*Thứ hai:* Nhiều cổ đông cần và lệ thuộc vào một dòng cổ tức không đổi cho các nhu cầu lợi nhuận tiền mặt của mình. Dù họ có thể bán bớt một số cổ phần như một nguồn thu nhập hiện tại khác nhưng do các chi phí giao dịch và các lần bán với lô lẻ cho nên phương án này không thể thay thế một cách hoàn hảo cho thu nhập đều đặn từ cổ tức. Do vậy, nếu công ty thực hiện trả cổ tức ổn định sẽ dẫn đến ổn định thành phần cổ

đồng, tạo điều kiện thuận lợi cho công tác quản lý và điều hành hoạt động kinh doanh của công ty. Nếu cổ tức của công ty dao động thất thường sẽ gây biến động thành phần cổ đông do sự dịch chuyển đầu tư của một bộ phận cổ đông trong công ty sang công ty khác có chính sách cổ tức ổn định hơn.

*Thứ ba:* Một vài giám đốc tài chính thấy rằng một chính sách cổ tức tăng trưởng và ổn định thường có xu hướng làm giảm sự bất trắc của các nhà đầu tư về các dòng cổ tức tương lai. Họ tin rằng các nhà đầu tư sẽ trả giá cao hơn cho cổ phần của một doanh nghiệp chi trả cổ tức ổn định, do đó làm giảm chi phí sử dụng vốn cổ phần của doanh nghiệp.

*Thứ tư:* Cổ tức ổn định là một đòi hỏi mang tính pháp lý. Nhiều định chế tài chính như các các phòng ủy thác của ngân hàng, quỹ hưu bổng, và các công ty bảo hiểm thường giới hạn những loại cổ phần mà họ được phép sở hữu. Để đủ tiêu chuẩn liệt kê trong các “danh sách hợp pháp” này, một doanh nghiệp phải có một thành tích cổ tức liên tục và ổn định. Việc không chi trả hoặc cắt giảm một số lượng cổ tức có thể đưa đến việc bị gạt tên ra khỏi các danh sách này. Điều này sẽ làm giảm thị trường tiềm năng cho cổ phần của doanh nghiệp và có thể làm giá cổ phần sụt giảm. Ngoài ra, ở một số quốc gia, một trong các tiêu chuẩn để một doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán là thành tích cổ tức của công ty phải liên tục và không bị gián đoạn. Việc được niêm yết trên thị trường chứng khoán tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp huy động vốn, mặt khác còn làm tăng uy tín trong kinh doanh của công ty.

***Nhược điểm:***

Việc áp dụng chính sách cổ tức tiền mặt ổn định cũng có thể gây ra những bất lợi đối với công ty, như công ty không chủ động trong việc sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại để đáp ứng các nhu cầu đầu tư cho tăng trưởng, bổ sung tăng vốn kinh doanh. Điều này có thể dẫn tới việc phải huy động vốn từ bên ngoài là chủ yếu để đáp ứng nhu cầu đầu tư. Chính sách này thường không thể phù hợp cho các công ty nhỏ, mới khởi sự, hoặc đang trong giai đoạn tăng trưởng. Vì các doanh nghiệp này có lợi nhuận không ổn định

mà chúng lại đang rất cần huy động tiền cho nhu cầu vốn thiếu hụt để đáp ứng nhu cầu đầu tư, nên việc chi trả cổ tức từ nguồn tiền mặt quý giá sẽ buộc chúng phải tìm nguồn tài trợ từ bên ngoài, trong khi đó với quy mô và danh tiếng của mình các doanh nghiệp này lại gặp khó khăn lớn trong việc huy động vốn trên thị trường vốn. Ngoài ra, nếu một doanh nghiệp đi vay nhiều để bù trừ cho chính sách cổ tức tiền mặt thường xuyên sẽ làm tăng mức độ rủi ro tài chính của doanh nghiệp.

#### *1.1.3.3 Chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi:*

Một vài doanh nghiệp thực hiện chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi. Đây là cách trả áp dụng trong nhiều công ty ở Mỹ, theo đó các công ty luôn cố gắng duy trì một tỷ lệ phần trăm định sẵn giữa phần trả cổ tức và thu nhập mỗi cổ phần. Nếu lợi nhuận của doanh nghiệp thay đổi nhiều từ năm này sang năm khác thì cổ tức cũng giao động theo.

Về cơ bản, tỷ lệ chi trả cổ tức không đổi của các doanh nghiệp thường xoay quanh các tỷ lệ chi trả mục tiêu dài hạn. Các doanh nghiệp luôn bám sát các tỷ lệ chi trả cổ tức mục tiêu này và chúng sẽ thay đổi cổ tức chi trả bất cứ khi nào lợi nhuận thay đổi. Các doanh nghiệp có thu nhập tương đối ổn định theo thời gian sẽ thích một chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi, trong đó nếu doanh nghiệp đang ở giai đoạn sung mãn thì tỷ lệ chi trả không đổi sẽ ở mức cao, còn các doanh nghiệp này đang ở giai đoạn tăng trưởng thì tỷ lệ chi trả cổ tức không đổi sẽ ở mức thấp hơn.

Dưới đây là những ưu và nhược điểm của chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi.

#### ***Ưu điểm:***

*Thứ nhất*, chính này đặc biệt thích hợp cho các doanh nghiệp có thành tích lợi nhuận ổn định, mức tăng trưởng lợi nhuận mỗi năm ở mức không đổi. Các doanh nghiệp thuộc loại này thường là các doanh nghiệp công ích, các doanh nghiệp hoạt động trong các ngành không mang tính chu kỳ hoặc một ngành đã bão hòa. Khi đó chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi sẽ mang đến một mức cổ tức chi trả cho các cổ đông cũng



như lợi nhuận giữ lại ổn định từ kỳ này sang kỳ khác. Từ đó, làm cho các doanh nghiệp này thực hiện công tác quản lý tài chính được đơn giản hơn.

*Thứ hai*, với chính sách cổ tức này, các doanh nghiệp có lợi nhuận ổn định thường dễ dàng quyết định cũng như thực hiện chính sách cổ tức của mình trong mỗi năm. Các doanh nghiệp này dễ dàng chủ động giữ lại một mức lợi nhuận không đổi mỗi năm dựa trên nhu cầu đầu tư đã cố định trước. Từ đó, các doanh nghiệp cũng dễ dàng duy trì được cấu trúc vốn mục tiêu đã định trước của mình.

***Nhược điểm:***

Nếu doanh nghiệp áp dụng chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi một cách cứng nhắc sẽ đưa đến sự biến động thất thường trong cổ tức qua các kỳ, vì lợi nhuận thường thay đổi từ năm này sang năm khác. Khi đó chính sách chi trả cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi sẽ mang những nhược điểm như chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động chẳng hạn như cổ tức biến động thất thường sẽ ảnh hưởng xấu đến tâm lý của nhà đầu tư, và làm ảnh hưởng không tốt đến giá cổ phần trên thị trường. Ngoài ra, việc áp dụng chính sách này làm cho doanh nghiệp không chủ động trong việc giữ lại lợi nhuận cho các cơ hội đầu tư trong tương lai. Lợi nhuận giữ lại sẽ tăng khi thu nhập tăng, và lợi nhuận giữ lại sẽ giảm khi thu nhập sụt giảm, làm cho doanh nghiệp có thể thiếu hụt tiền mặt trong năm này nhưng lại dư thừa tiền mặt trong năm khác mà không biết đầu tư vào đâu.

***1.1.3.4 Chính sách chi trả cổ tức nhỏ hàng quý cộng với cổ tức thưởng thêm vào cuối năm:***

Chính sách chi trả cổ tức nhỏ hàng quý cộng với cổ tức thưởng thêm vào cuối năm có thể được coi là sự kết hợp của hai chính sách cổ tức tiền mặt ổn định và chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động. Đây là chính sách cổ tức mà một doanh nghiệp sẽ đặt ra mức trả cổ tức định kỳ rất thấp để có thể duy trì ở các thời điểm khác nhau và sau đó sẽ chi trả cổ tức “bổ sung” hay “phụ trội” khi kinh doanh đi lên.

Mỗi công ty sẽ công bố một mức cổ tức định kỳ thấp mà công ty tin tưởng có thể duy trì “dù nước lên cao hay xuống thấp”, đây là mức cổ tức mà các cổ đông có thể chắc

chấn nhận được trong mọi hoàn cảnh. Sau đó, khi kinh doanh tốt hơn và lợi nhuận, dòng tiền ở mức cao, công ty sẽ trả cổ tức tăng thêm.

Chính sách cổ tức này có những ưu điểm và nhược điểm như sau:

***Ưu điểm:***

*Thứ nhất*, chính sách phân phối này đặc biệt thích hợp cho một doanh nghiệp có thành tích lợi nhuận dao động mạnh qua các năm, và nhu cầu tiền mặt biến động từ năm này sang năm khác, hay cả hai. Ngay cả khi lợi nhuận thấp, các nhà đầu tư của doanh nghiệp vẫn có thể tin cậy vào chi trả cổ tức đều đặn của họ. Khi lợi nhuận cao, và không có nhu cầu sử dụng ngay dòng tiền dồi dào này, doanh nghiệp có thể công bố một mức cổ tức thưởng vào cuối năm.

*Thứ hai*, chính sách cổ tức này cho ban điều hành một khả năng linh hoạt để giữ lại lợi nhuận khi cần mà vẫn thỏa mãn được các nhà đầu tư muốn nhận một mức chi trả cổ tức bảo đảm.

*Thứ ba*, các nhà đầu tư biết rằng phần tăng thêm có thể không có trong tương lai, do đó họ không cho rằng phần tăng thêm của cổ tức thưởng cuối năm có tác động phát tín hiệu là thu nhập trong tương lai của công ty sẽ mãi ở mức cao. Và, họ cũng không coi việc không có khoản cổ tức tăng thêm là tín hiệu xấu.

***Nhược điểm:***

Chính sách này đưa đến cho doanh nghiệp nhiều vấn đề phức tạp trong quyết định cũng như thực hiện chính sách chi trả cổ tức. Doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn hơn trong việc xác định mức cổ tức nhỏ hàng quý là bao nhiêu để nó không ở mức quá cao để có thể ảnh hưởng đến cổ tức thưởng cuối năm hay ảnh hưởng đến lợi nhuận giữ lại cần thiết, cũng như là bao nhiêu để nó không quá nhỏ không thể đáp ứng nhu cầu là thu nhập chắc chắn thường xuyên của cổ đông. Ngoài ra, việc công bố chi trả nhiều lần trong một năm làm cho doanh nghiệp phải tốn nhiều chi phí trong việc tổ chức công tác chi trả cổ tức cho các cổ đông, như chi phí công bố, chi phí thực hiện chi trả cổ tức,....

## **1.2 Các trường phái trên thế giới về chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp:**

### ***1.2.1 Trường phái trung dung:***

Trường phái trung dung mà những đại diện tiêu biểu là Merton Miller và Franco Modigliani (MM), Black Scholes lập luận rằng chính sách cổ tức không tác động tới giá trị doanh nghiệp, mà giá trị doanh nghiệp do quyết định đầu tư ấn định vì nó quyết định dòng thu nhập trong tương lai của công ty và do vậy, quyết định giá trị của công ty. Còn chính sách phân chia dòng thu nhập đó thành cổ tức và thu nhập giữ lại như thế nào là không quan trọng. Họ cho rằng tác động của một chính sách cổ tức nào đó có thể được bù trừ chính xác bằng các hình thức tài trợ khác như việc bán cổ phần thường chẳng hạn. Những lập luận của trường phái trung dung chỉ phù hợp khi được dựa trên các điều kiện của một thị trường vốn hiệu quả và hoàn hảo với những giả định như sau:

*Thứ nhất, không có thuế.* Theo giả định này thì nhà đầu tư không bận tâm về việc họ sẽ nhận thu nhập cổ tức hay thu nhập lãi vốn.

*Thứ hai, không có chi phí giao dịch.* Giả định này ngụ ý rằng các nhà đầu tư đầu tư vào chứng khoán của các doanh nghiệp chi trả ít hoặc không chi trả cổ tức có thể bán lại (không có phí tổn) bất cứ số cổ phần nào mà họ muốn bán để chuyển đổi lãi vốn thành thu nhập thường xuyên.

*Thứ ba, không có chi phí phát hành.* Nếu các doanh nghiệp không phải trả chi phí phát hành cho việc phát hành chứng khoán mới, họ có thể thụ đắc được vốn cổ phần cần thiết với cùng chi phí, không kể họ giữ lại lợi nhuận hay chi trả cổ tức.

*Thứ tư, sự hiện hữu một chính sách đầu tư cố định.* Theo MM, chính sách đầu tư của doanh nghiệp không chịu tác động của chính sách cổ tức. Hơn nữa, MM cho rằng chính chính sách đầu tư, chứ không phải chính sách cổ tức, thật sự ấn định giá trị doanh nghiệp.

Ngoài ra, MM còn cho rằng sự hiện hữu của một *hiệu ứng khách hàng* cũng không có tác động đến giá trị cổ phần. MM và trường phái trung dung thừa nhận rằng một doanh nghiệp thay đổi chính sách cổ tức có thể mất một số cổ đông thông qua các doanh

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

Nhưng ngược lại, MM cũng nhận thấy rằng có những chứng cứ thực nghiệm đáng kể cho thấy rằng các thay đổi trong chính sách cổ tức ảnh hưởng đến giá cổ phần. Hai ông khẳng định rằng các thay đổi quan sát được trong giá trị doanh nghiệp là do *nội dung hàm chứa thông tin* (hoặc do *tác động phát tín hiệu*) của chính sách cổ tức, chứ không phải mô hình chi trả cổ tức. Một gia tăng trong cổ tức sẽ chuyển tải thông tin đến các cổ đông là ban điều hành doanh nghiệp dự kiến thu nhập tương lai sẽ cao hơn. Tương tự, một cắt giảm cổ tức xem như truyền đạt thông tin bất lợi về triển vọng lợi nhuận của doanh nghiệp. Do vậy mà chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến giá cổ phần hay giá trị doanh nghiệp.

“Tuy nhiên quan điểm này chỉ có ý nghĩa khi thoả mãn hai điều kiện: *Thứ nhất*, các nhà đầu tư coi trọng các thông tin này; *Thứ hai*, cổ tức là một tín hiệu về triển vọng phát triển của công ty và cổ tức là một tín hiệu đáng tin cậy hơn các tín hiệu khác. Các nhà đầu tư luôn quan tâm đến chính sách cổ tức vì cổ tức là một trong hai nguồn thu nhập chính của họ. Còn mức độ tin cậy cao của chính sách cổ tức khi đóng vai trò là tín hiệu về khả năng tăng trưởng của công ty là hoàn toàn có thể lý giải được. Vì thực tế, nếu công ty tuyên bố tăng cổ tức mà không có đủ thu nhập để trả thì sẽ phải huy động vốn từ bên ngoài hoặc phải hy sinh các khoản đầu tư trong tương lai. Vì thế, tăng cổ tức là một tín hiệu có độ tin cậy cao hơn và ràng buộc trách nhiệm của nhà quản lý công ty nhiều hơn các tín hiệu khác”<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Th.S. Nguyễn Kim Thu, “*Chính sách cổ tức hợp lý - Một bài toán chưa có lời giải?*”, Tạp chí chứng khoán, tháng 11, năm 2008.

### ***1.2.2 Trường phái tả khuynh cấp tiến:***

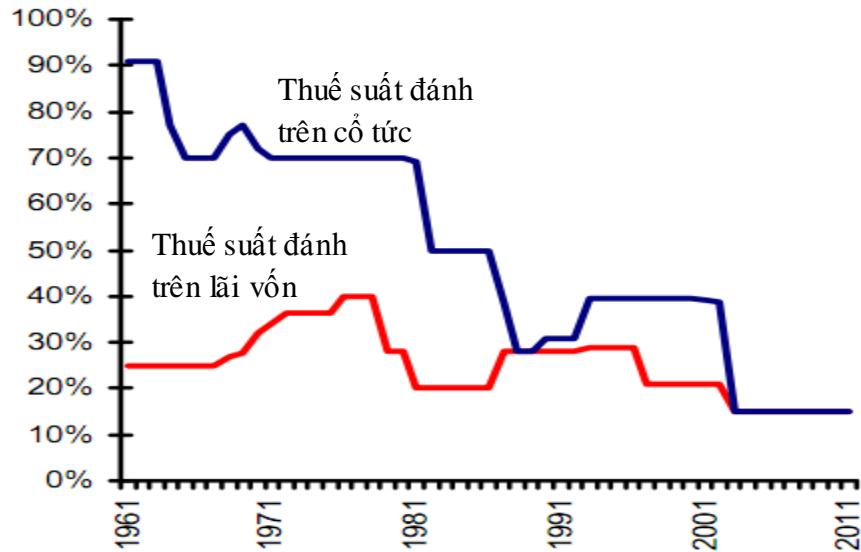
Trường phái tả khuynh cấp tiến cho rằng thị trường sẽ tương thưởng cho các doanh nghiệp có chính sách chi trả cổ tức thấp. Họ khẳng định rằng doanh nghiệp nào chi trả cổ tức thì sau đó sẽ sửa chữa lỗi lầm bằng cách phát hành cổ phần mới. Bất cứ doanh nghiệp nào mà chủ yếu tài trợ cho chính sách cổ tức bằng cách phát hành cổ phần thì doanh nghiệp đó sẽ cắt giảm cổ tức đến một điểm mà ít nhất tại đó việc phát hành cổ phần là không cần thiết.

Dựa vào các chủ điểm lập luận của mình, trường phái cánh tả yêu cầu một chính sách cổ tức thấp thậm chí là chi trả cổ tức bằng zero, và tiền mặt có sẵn sẽ nên được giữ lại hoặc để mua lại cổ phần. Đức tin của trường phái cánh tả là giá trị một doanh nghiệp sẽ đạt mức tối đa bằng cách thiết lập một tỷ lệ chi trả thấp. Những khẳng định của họ về chính sách chi trả cổ tức thấp được dựa trên những lập luận cơ bản sau đây:

*Thứ nhất, những lập luận về thuế.* Họ lập luận rằng các doanh nghiệp không nên chi trả cổ tức vì cổ tức bị đánh thuế cao hơn lãi vốn (đạo luật thuế ở Mỹ trước 1986) hoặc ít ra lãi vốn không chịu thuế cho đến khi bán cổ phần. Trong nghiên cứu về chính sách cổ tức từ năm 1920 và 1960, John A. Brittain tìm thấy chứng cứ hỗ trợ cho ý kiến này, nói chung, ông thấy rằng thuế suất tăng làm giảm tỷ lệ chi trả cổ tức. Nhưng, những nghiên cứu của ông vào thời điểm khi mà có sự chênh lệch rất lớn giữa thuế suất đánh trên cổ tức và thuế suất đánh trên lãi vốn, và đồng thời, sự chênh lệch ngày càng gia tăng trong giai đoạn nghiên cứu của ông. Cụ thể năm 1920, thuế suất đánh trên cổ tức là 65% và thuế suất đánh trên lãi vốn là 75%, chênh lệch là -10%, trong khi năm 1960, thuế suất đánh trên cổ tức là 90% và thuế suất đánh trên lãi vốn là 25%, chênh lệch tới 65%.

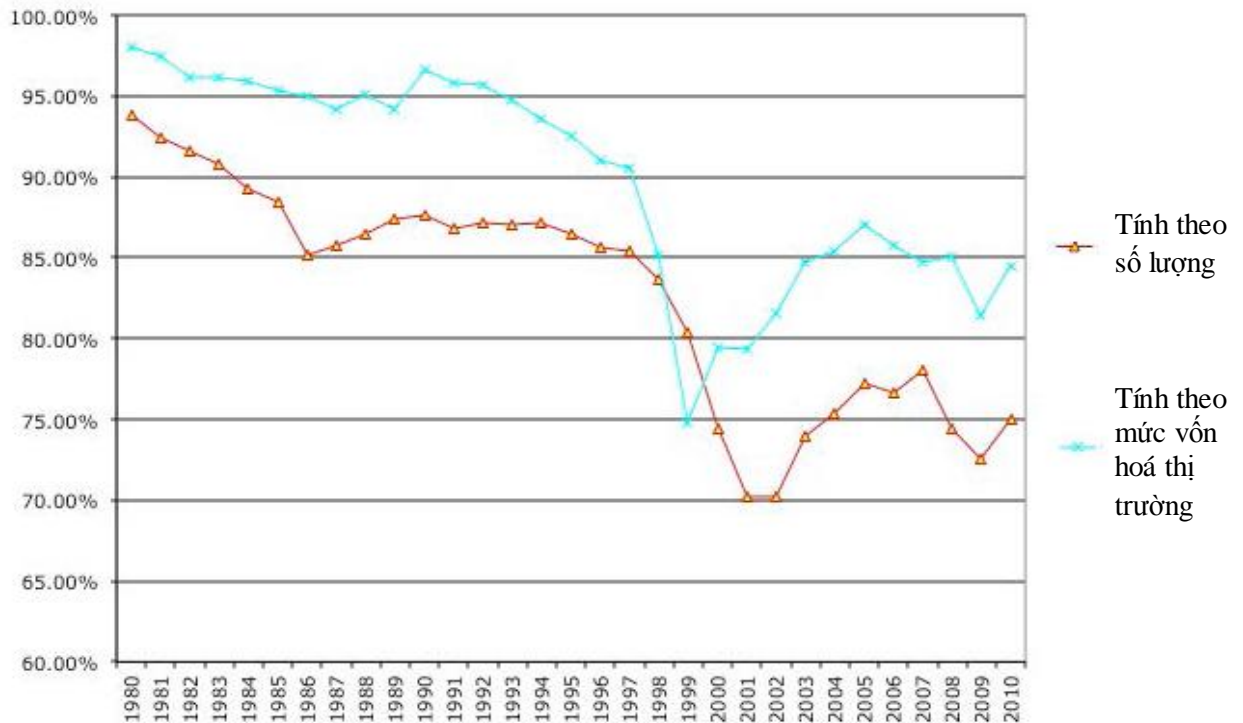
Nhưng lịch sử đã thay đổi, những thay đổi trong chính sách thuế của nước Mỹ giai đoạn từ 1961 đến năm 2010 lại có xu hướng hội tụ vào nhau. Sự chênh lệch giữa hai mức thuế suất đã tiến về 0% vào năm 2003, và từ năm 2008 đến năm 2010 (hình 1.1).

**Hình 1.1:** Lịch sử thuế suất ở Mỹ từ năm 1961 đến năm 2011:



Nguồn: Legg Mason Capital Management, tháng 1/2011

**Hình 1.2:** Tỷ lệ số lượng các doanh nghiệp chi trả cổ tức so với tổng số các doanh nghiệp S&P 500 tính theo số lượng và mức vốn hoá của thị trường từ năm 1980 - 2010:



Nguồn: Aswath Damodaran (2010), *Applied Corporate Finance, Third Edition*

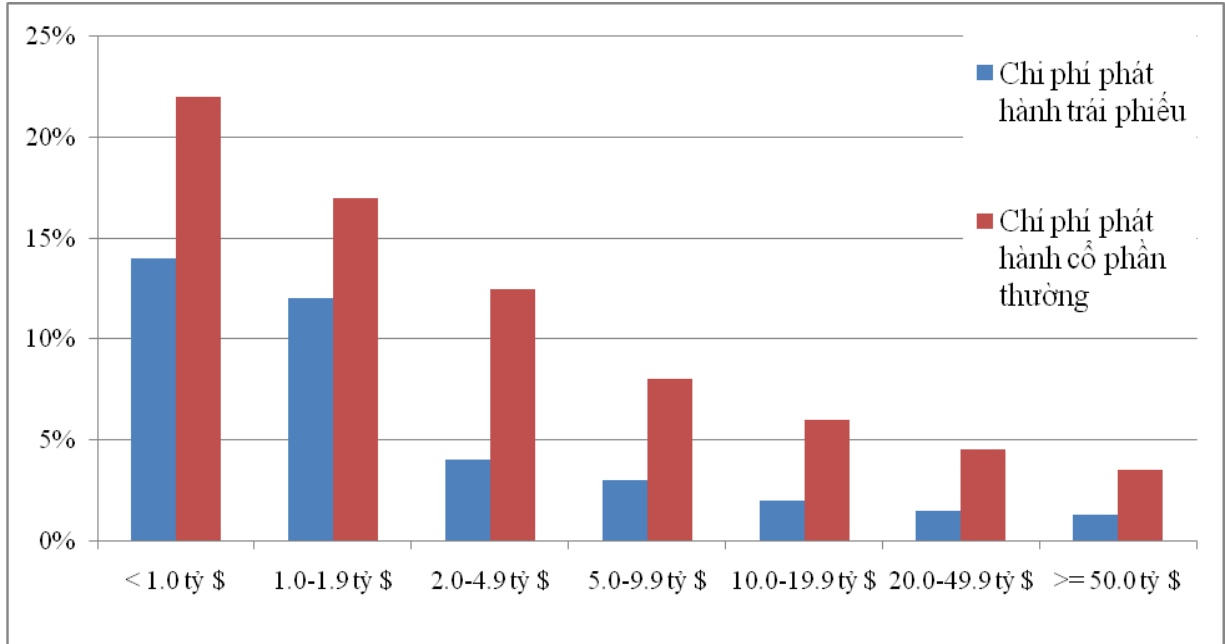
Theo quan điểm chủ quan của bài nghiên cứu, sự hội tụ hai mức thuế suất này là tất yếu để một thị trường chứng khoán phát triển cao và đạt đến sự công bằng trong việc đối xử của cơ quan thuế đối với bất kỳ một nguồn thu nhập nào của nhà đầu tư.

Từ thực tiễn trên, các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán không còn tuân theo xu hướng giảm chi trả cổ tức như giai đoạn trước nữa (hình 1.2). Mà từ năm 1986 đến năm 1990, các doanh nghiệp đã gia tăng chi trả cổ tức, số lượng các doanh nghiệp chi trả cổ tức cũng tăng lên trong những năm này. Xu hướng này thật sự bắt đầu từ năm 2003 (ngoại trừ năm 2008 và năm 2009 do khủng hoảng kinh tế), số lượng các doanh nghiệp chi trả cổ tức đã tăng vọt khi có chính sách thuế của chính phủ không còn bất cứ ưu đãi nào giữa thu nhập cổ tức và thu nhập lãi vốn. Do vậy, mà cuối cùng những luận điểm về thuế của trường phái cánh tả ngày càng giảm giá trị so với trước.

*Thứ hai, những lập luận về các chi phí phát hành.* Sự hiện diện của chi phí phát hành lớn của việc bán cổ phần thường mới cũng làm cho các doanh nghiệp ưa thích giữ lại lợi nhuận hơn. Với chính sách đầu tư của một doanh nghiệp, việc chi trả lợi nhuận cần cho đầu tư đòi hỏi doanh nghiệp huy động vốn cổ phần từ bên ngoài. Tuy nhiên, vốn cổ phần từ bên ngoài tốn kém hơn do chi phí phát hành. Vì vậy, việc sử dụng vốn cổ phần từ bên ngoài sẽ làm tăng chi phí sử dụng vốn và làm giảm giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, chi phí của việc bán các phát hành nhỏ cổ phần thường nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư thường quá cao cho hầu hết các doanh nghiệp.

Một nghiên cứu vào năm 1994 về các phát hành mới đã chỉ ra rằng chi phí này chiếm khoản 22% vốn vay huy động được nếu doanh nghiệp phát hành thấp hơn 1 tỷ \$ trái phiếu và 14% vốn cổ phần huy động được nếu doanh nghiệp phát hành thấp hơn 1 tỷ \$ cổ phần thường mới (hình 1.3). Những chi phí này còn lớn hơn nữa nếu doanh nghiệp này là các doanh nghiệp nhỏ, ít có uy tín trên thị trường và khó khăn trong việc tiếp cận thị trường vốn. Vì vậy, các doanh nghiệp có đủ các cơ hội đầu tư tăng trưởng tốt thường có khuynh hướng thích giữ lại lợi nhuận hơn.

**Hình 1.3:** Chi phí huy động vốn tính theo phần trăm số vốn huy động bằng cách phát hành trái phiếu và phát hành cổ phần thường trên thị trường chứng khoán Mỹ:



Nguồn: R. G. Ibbotson, J. L. Sindelar, and J. R. Ritter, “Initial Public Offerings”, *Journal Of Applied Corporate Finance*, vol.1, no.2 pp. 37-45.

### 1.2.3 Trường phái hữu khuynh bảo thủ:

Trường phái hữu khuynh bảo thủ mà các đại diện tiêu biểu là Myron J. Gordon, David Durand, Jonh Lintner lập luận rằng giá trị cổ phần thật sự chịu ảnh hưởng của sự phân chia lợi nhuận cho cổ tức và giữ lại để tái đầu tư. Về cơ bản họ đồng ý rằng các ý kiến của MM là hợp lý nếu có các giả định hạn chế của một thị trường vốn hiệu quả và hoàn hảo. Nhưng chính sách cổ tức trở nên quan trọng hơn khi không có các giả định này. Trường phái cánh hữu tin rằng chính sách chi trả cổ tức cao sẽ làm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, nên họ đề xuất các doanh nghiệp chi trả cổ tức cao. Những khẳng định của trường phái cánh hữu chủ yếu được dựa trên những lập luận sau:

*Thứ nhất*, những lập luận về không thích rủi ro, còn được gọi là lý thuyết chú chim trong lòng bàn tay (*Bird in the hand theory* – Tên đặt của MM cho lý thuyết này). Gordon đã đưa ra những bằng chứng thực nghiệm khẳng định rằng các cổ đông không



thích rủi ro có thể thích một mức cổ tức nào đó hơn là hứa hẹn lãi vốn trong tương lai, vì cổ tức là thu nhập thường xuyên, chắc chắn, trong khi lãi vốn nhận được trong tương lai thì ít chắc chắn hơn. Theo ông, cổ tức làm giảm tính bất trắc của cổ đông, cho phép họ chiết khấu lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp với tỷ lệ thấp hơn, do đó làm tăng giá trị doanh nghiệp. Và ngược lại, việc không chi trả cổ tức làm gia tăng tính bất trắc của cổ đông, làm tăng suất chiết khấu và giảm giá cổ phần.

*Thứ hai*, những lập luận về chi phí giao dịch. Khi các cổ đông được nhận một mức cổ tức thấp hay thậm chí không nhận được cổ tức thì họ có thể bán theo định kỳ số cổ phần họ nắm giữ để đáp ứng nhu cầu lợi nhuận hiện tại của mình. Nhưng do tồn tại chi phí giao dịch nên các nhà đầu tư sẽ phải bận tâm họ nhận được cổ tức tiền mặt hay được nhận lãi vốn. Chi phí môi giới và các chênh lệch lô lẻ làm cho việc bán cổ phần của họ rất tốn kém, nên việc bán cổ phần không thể thay thế một cách hoàn hảo cho các chi trả cổ tức thường xuyên. Do vậy, mà các nhà đầu tư vẫn mong nhận được cổ tức hơn, và họ trả giá cao hơn cho các cổ phần đáp ứng nhu cầu cổ tức của họ.

*Thứ ba*, những lập luận về chi phí đại diện. Việc chi trả cổ tức (dòng tiền chi ra) làm giảm số lượng lợi nhuận giữ lại có sẵn để tái đầu tư và đòi hỏi sử dụng nhiều vốn cổ phần từ bên ngoài hơn để tài trợ tăng trưởng. Việc huy động vốn từ bên ngoài (như bán cổ phần thường) trong các thị trường vốn làm cho công ty phải chịu sự giám sát kỹ lưỡng của các cơ quan quản lý thị trường và các nhà đầu tư tương lai, việc này được coi như một chức năng giám sát thành quả của ban điều hành. Như vậy, việc chi trả cổ tức sẽ làm giảm chi phí đại diện giữa các cổ đông và ban điều hành, từ đó làm tăng giá trị doanh nghiệp.

#### ***1.2.4 Ý nghĩa trong các tranh luận của mỗi trường phái:***

Các lập luận về chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp từ trước đến nay vẫn còn nhiều tranh cãi chưa ngã ngũ. Trong đó, các tranh luận chủ yếu xoay quanh ba trường phái chính là trường phái trung dung, trường phái tả khuynh cấp tiến và trường phái hữu khuynh bảo thủ. Nhưng từ sau đạo luật cải cách thuế ở Mỹ vào năm 1986 và năm

2003, thì các lập luận của trường phái cánh tả ngày càng trở nên ít được chú trọng hơn. Các tranh luận hiện nay chuyển hướng tập trung vào các bất hoàn hảo của thị trường. Nhìn chung, mỗi trường phái đều có những đóng góp quan trọng nhất định cho những kiến thức hàn lâm về chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp:

*Thứ nhất*, những lập luận của trường trung dung tuy rằng được dựa trên những giả định của một thị trường vốn hoàn hảo, nhưng chúng lại cực kỳ có ý nghĩa trong việc đánh giá tác động của chính sách cổ tức lên giá trị doanh nghiệp. Các nhà quản trị hoàn toàn có thể sử dụng các lập luận này để thiết lập chính sách cổ tức một cách có lợi nhất đến giá trị của doanh nghiệp, bằng cách từng bước loại bỏ những giả định của MM và đánh giá những tác động của từng nhân tố một lên chính sách cổ tức. Đồng thời, những lập luận của trường phái trung dung đã phân định rõ ràng chính sách cổ tức và nội dung hàm chứa thông tin của chính sách cổ tức. Đây là điều mà các nhà tài chính học trước MM vẫn thường đồng nhất chúng làm một, nên có những nhận định chủ quan về chính sách cổ tức.

*Thứ hai*, tuy rằng các lập luận của trường phái cánh tả và trường phái cánh hữu là đối lập nhau, và mỗi trường phái lại nhấn mạnh đến một khía cạnh liên quan, nhưng chúng lại mang tính thực tế trong một thị trường vốn không hoàn hảo. Chúng ta hoàn toàn có thể phối hợp các lập luận này vào trong việc đánh giá tác động của chính sách cổ tức đến các mặt lợi ích và thiệt hại đến giá trị doanh nghiệp để có thể đưa ra chính sách cổ tức tối ưu.

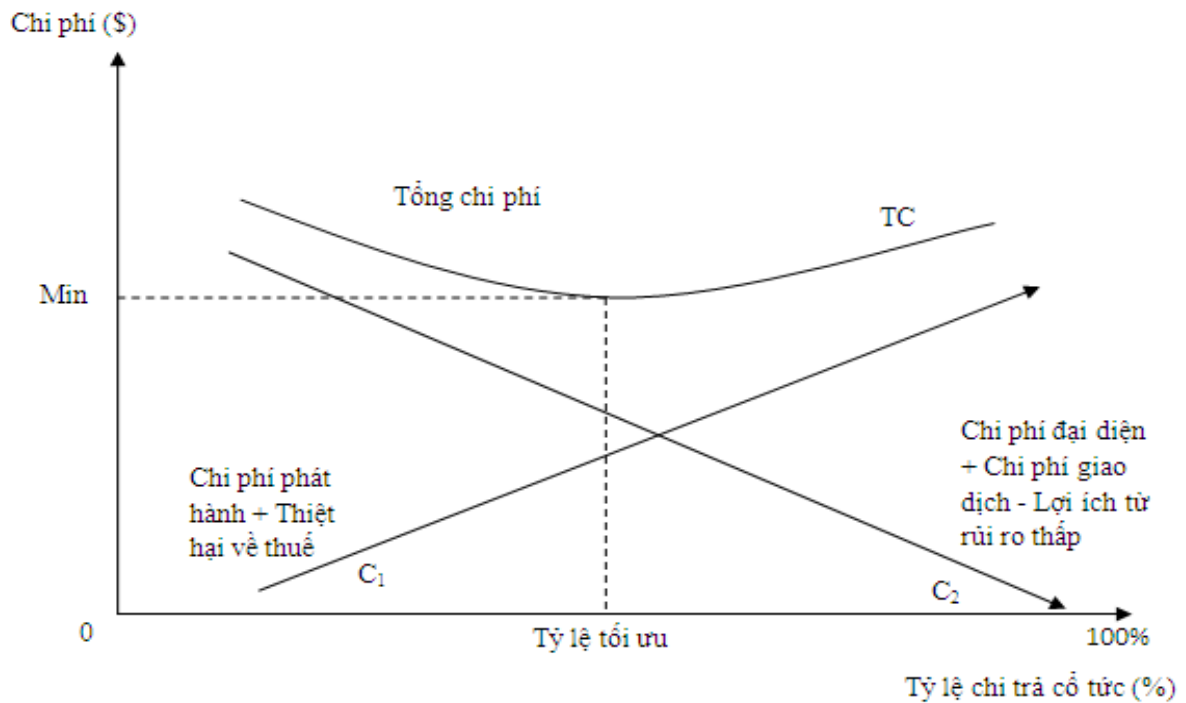
*Chính sách cổ tức tối ưu* được bài nghiên cứu của chúng tôi đưa ra trong mô hình dưới đây là chính sách làm tối thiểu hoá các chi phí phát sinh liên quan. Trong đó, các chi phí được đưa ra làm hai nhóm:

*Nhóm thứ nhất ( $C_1$ )*: Bao gồm chi phí phát hành, thiệt hại về thuế của các cổ đông. Ở đây, thiệt hại về thuế được tính là chênh lệch trong khoản thuế phải trả trên cổ tức so với khoản thuế phải trả trên lãi vốn, bao gồm cả các chênh lệch trong hiện giá theo thời gian của các khoản thuế phải trả. Thiệt hại về thuế có thể âm (nghĩa là lợi ích) khi thuế

suất đánh trên cổ tức là thấp hơn thuế suất đánh trên lãi vốn, phần thấp hơn này vượt lên cả các thiệt hại trong hiện giá theo thời gian của khoản thuế đánh trên cổ tức so với khoản thuế đánh trên lãi vốn. Nhóm chi phí này thì sẽ đồng biến cùng với sự gia tăng tỷ lệ chi trả cổ tức của doanh nghiệp và nó được thể hiện bởi đường  $C_1$ . Lập luận này được hỗ trợ bởi quan điểm của trường phái cánh tả.

*Nhóm thứ hai ( $C_2$ ):* Bao gồm chi phí đại diện, chi phí giao dịch, các chi phí này được giảm trừ bởi lợi ích từ rủi ro thấp hơn cho các cổ đông có quan điểm rằng cổ tức mang lại cho họ rủi ro thấp hơn so với lãi vốn. Mô hình có thể linh hoạt bỏ đi hoặc thêm vào phần giảm trừ này trong nhóm chi phí thứ hai tùy theo quan điểm của các cổ đông. Nhóm chi phí này sẽ nghịch biến theo sự gia tăng trong tỷ lệ chi trả cổ tức của doanh nghiệp và nó được thể hiện bởi đường  $C_2$ . Lập luận này được hỗ trợ bởi quan điểm của trường phái cánh hữu.

**Hình 1.4:** Chính sách cổ tức tối ưu - Dung hoà các lập luận của trường phái cánh tả và trường phái cánh hữu:



Bây giờ, tổng chi phí là tổng cộng của hai nhóm chi phí trên ( $TC = C_1 + C_2$ ) và tổng chi phí là một hàm số biểu diễn theo tỷ lệ chi trả cổ tức (hình 1.5). Khi đó, chính sách cổ tức tối ưu là chính sách mà tỷ lệ chi trả cổ tức làm tối thiểu hoá tổng chi phí này. Tỷ lệ này có thể không đồng nhất với tỷ lệ mà ở đó đường  $C_1$  và đường  $C_2$  cắt nhau. Vì nó còn phụ thuộc vào hình dạng đồ thị của hai đường thẳng này.

Tuy nhiên, mô hình mang tính lý thuyết trên còn có nhược điểm là chưa tính đến các lợi ích hay chi phí từ nội dung hàm chứa thông tin của chính sách cổ tức, cũng như nhiều yếu tố tác động khác lên một chính sách cổ tức sẽ trình bày trong phần dưới đây.

### **KẾT LUẬN CHƯƠNG 1:**

Trên đây, chúng ta đã thảo luận các đặc điểm của chính sách cổ tức và các trường phái trên thế giới về chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp. Trong đó, chính sách cổ tức nếu có tác động đến giá trị doanh nghiệp hay không cũng phải thông qua các yếu tố tác động lên bản thân nó như thuế, chi phí phát hành, chi phí giao dịch, chi phí đại diện,... bởi vì các yếu tố này liên quan trực tiếp đến chính sách đầu tư và chính sách tài trợ và ưu tiên của cổ đông trong doanh nghiệp. Nghĩa là chính sách cổ tức sẽ phản ứng lại theo hướng tối đa hóa giá trị doanh nghiệp trước các yếu tố tác động của nó. Như vậy, muốn xây dựng một mô hình chi trả cổ tức để tối ưu hóa giá trị doanh nghiệp trong thực tiễn chúng ta cũng phải đánh giá cả những yếu tố tác động lên chính sách cổ tức. Theo quan điểm của bài nghiên cứu này thì những nhân tố cơ bản nhất tác động lên chính sách cổ tức là những nhóm yếu tố bên trong, thuộc về nội tại của doanh nghiệp vì nó trực tiếp ảnh hưởng đến chính sách cổ tức thông qua dòng tiền thực để chi trả cổ tức, chính sách đầu tư, chính sách tài trợ của công ty, và ưu tiên của cổ đông. Các yếu tố còn lại muốn tác động lên chính sách cổ tức cũng phải thông qua sự tác động lên các yếu tố này. Từ đó, ban quản trị phải cân nhắc đến tất cả các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức nhưng nên đặt chúng vào những nhóm quan hệ chính phụ hay quan hệ nguyên nhân bên trong và nguyên nhân bên ngoài cho phù hợp để có thể đưa ra được một chính sách cổ tức tối ưu nhất.

## CHƯƠNG 2: PHÂN TÍCH CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM:

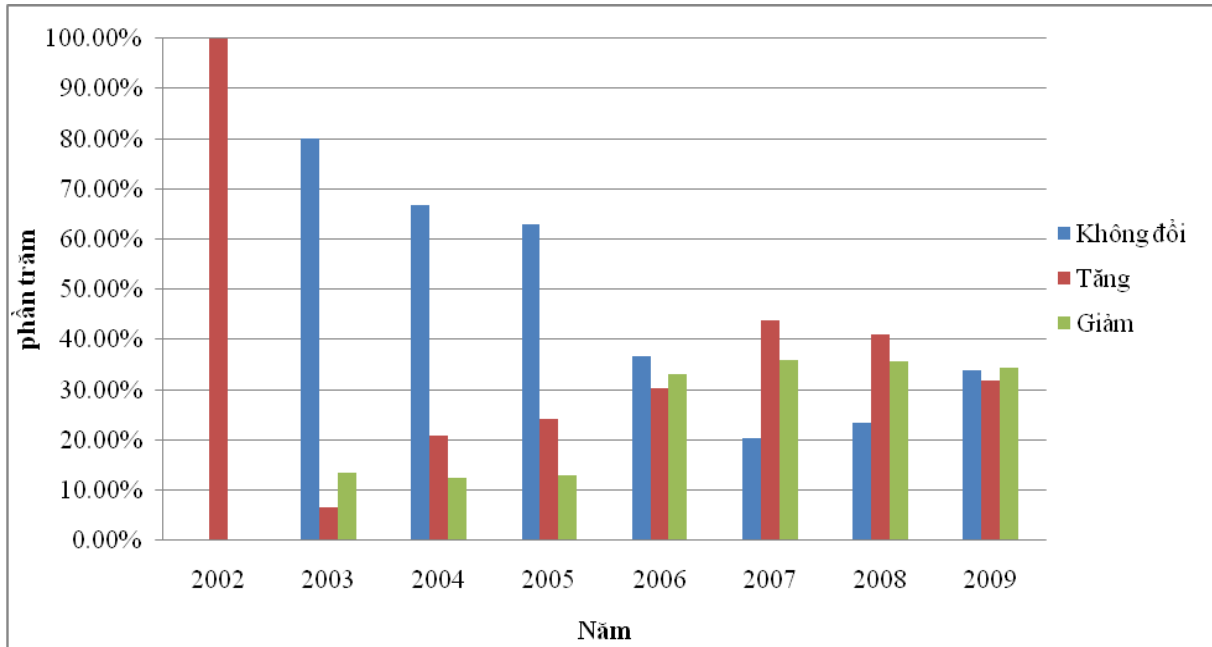
### 2.1 Thực trạng chi trả cổ tức của các doanh nghiệp trong thời gian qua:

#### 2.1.1 Phân tích theo thời gian:

##### 2.1.1.1 Tính ổn định của cổ tức chi trả qua các năm:

Trước tiên chúng ta đánh giá chung chính sách cổ tức bằng tiền mặt của các doanh nghiệp từ năm 2001 đến năm 2009 để có cái nhìn tổng quát về chính sách cổ tức mà các doanh nghiệp đã áp dụng. Sau đó chúng ta phân tích chi tiết chính sách cổ tức theo thời gian và theo ngành để có cái nhìn cụ thể hơn.

**Hình 2.1:** Phần trăm số lượng các doanh nghiệp phân loại theo mức độ ổn định của cổ tức chi trả từ năm 2002 đến năm 2009:

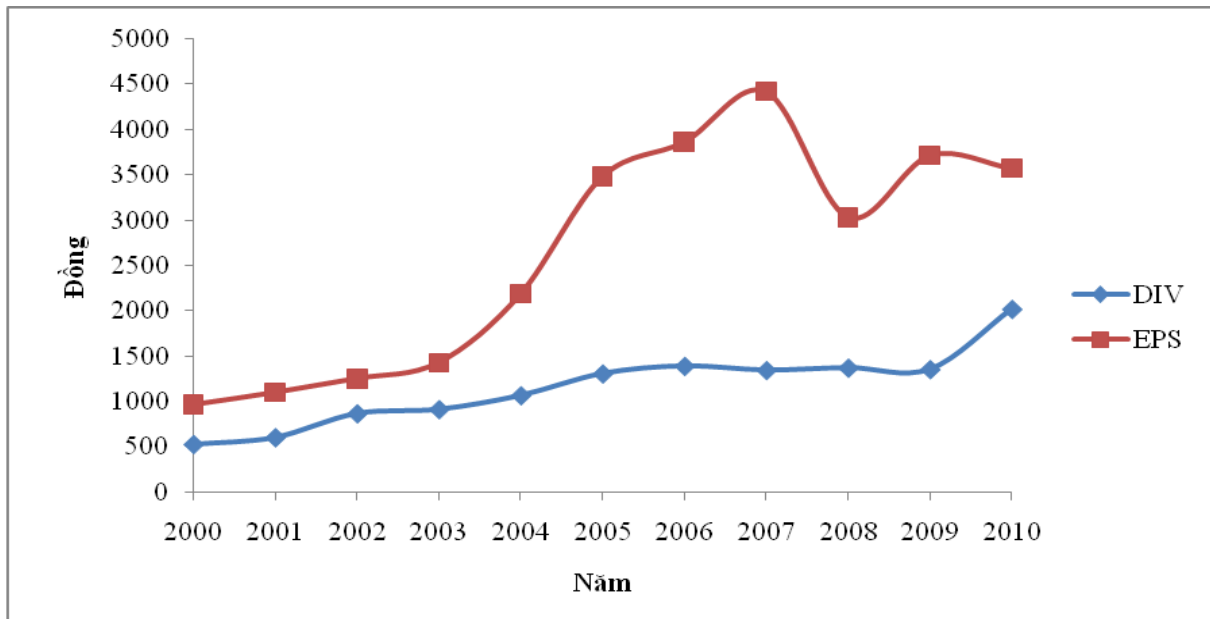


Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn> (Xem phụ lục hình 2.1).

Trong ba năm từ năm 2003 đến năm 2005, các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam có xu hướng chi trả cổ tức theo một mức tiền mặt cố định. Số lượng các doanh nghiệp công bố cổ tức ổn định từ năm 2002 tới năm 2005 nhiều hơn hẳn các

doanh nghiệp thay đổi cổ tức bao gồm các doanh nghiệp gia tăng cổ tức và cắt giảm cổ tức. Từ năm 2006 đến năm 2009, dường như các doanh nghiệp đã không còn duy trì chính sách cổ tức ổn định như lúc trước. Số lượng các doanh nghiệp thay đổi cổ tức đã tăng lên và chiếm tỷ trọng lớn hơn số lượng các doanh nghiệp có cổ tức ổn định. Mặc dù một vài năm số lượng các doanh nghiệp gia tăng trong cổ tức có tỷ trọng cao hơn số lượng các doanh nghiệp cắt giảm cổ tức, nhưng nhìn chung mức chênh lệch này là không đáng kể từ năm 2006 đến năm 2009. Có thể nói trong giai đoạn này, do nhiều biến động của nền kinh tế, thị trường chứng khoán và hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp nên cổ tức chi trả cũng biến động theo.

**Hình 2.2:** Thu nhập và cổ tức mỗi cổ phần trung bình của thị trường từ năm 2000 đến năm 2010:



Năm 2000, số liệu được ước lượng và năm 2010, số liệu được tính toán từ những công ty đã hoàn thành chi trả cổ tức năm 2010.

Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn> (Xem phụ lục hình 2.2).

Chúng ta cũng không ngoại trừ một nhân tố làm biến động trong chính sách cổ tức của các doanh nghiệp là do yếu tố quản trị của ban điều hành các doanh nghiệp. Từ năm 2006 đến 2008, nhiều doanh nghiệp đã cố tình dùng chính sách cổ tức để phát ra các tín hiệu trên thị trường. Nếu xem xét trên toàn bộ thời kỳ báo cáo từ năm 2001 đến năm 2009 thì cổ tức tiền mặt chi trả trên thị trường chứng khoán Việt Nam vừa mang tính tương đối ổn định và vừa có khuynh hướng theo sau lợi nhuận (hình 2.2).

*Tính ổn định:* Nhìn toàn thời kỳ từ năm 2000 - 2009, các doanh nghiệp lại có xu hướng chi trả cổ tức theo chính sách cổ tức tiền mặt ổn định. Vì biến động trong thu nhập khác xa biến động trong biến động trong cổ tức. Năm 2008, mặc dù thu nhập mỗi cổ phần có xu hướng sụt giảm nhưng mức cổ tức chi trả vẫn không thay đổi, đến năm 2009 thu nhập đã tăng trở lại, nhưng cổ tức chi trả không tăng.

*Khuynh hướng theo sau lợi nhuận:* Bằng cách đánh giá mối quan hệ giữa thu nhập mỗi cổ phần và cổ tức chi trả mỗi cổ phần, chúng ta thấy rằng cổ tức chi trả có xu hướng đi theo lợi nhuận với hệ số tương quan của hai biến rất lớn tới 49,84% (phụ lục các thống kê chi tiết và các kiểm định liên quan của mô hình hồi qui (1) – Ma trận tương quan).

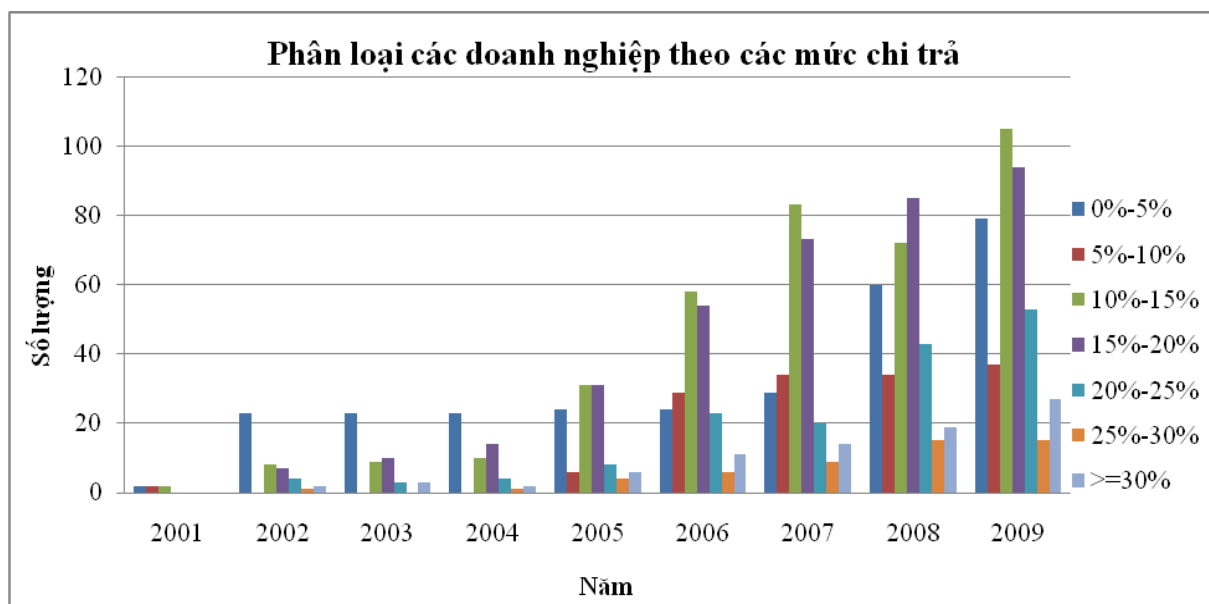
#### 2.1.1.2 *Mức chi trả cổ tức mỗi cổ phần qua các năm:*

Trong thời gian qua, các công ty cổ phần đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam thường công bố chi trả cổ tức hàng năm theo một con số tỷ lệ nhất định tính trên mệnh giá. Và trong năm, các công ty thực hiện tạm ứng chi trả cổ tức theo hàng quý hoặc hàng nửa năm, rồi sau khi kết thúc năm tài chính hoặc lâu hơn, sẽ ra quyết định chi trả cổ tức cuối cùng. Để tránh lẫn lộn với tỷ lệ chi trả cổ tức ở phần sau nên trong phần này, chúng tôi gọi tỷ lệ chi trả cổ tức tính theo mệnh giá một cổ phần là mức chi trả cổ tức mỗi cổ phần (đơn vị % trên mệnh giá).

Căn cứ theo số lượng các công ty với các mức trả cổ tức khác nhau ở hình 2.3, chúng ta thấy rằng số lượng các công ty có các mức chi trả cổ tức mỗi cổ phần tập trung ở mức 10% - 20% so với mệnh giá là chiếm đa số qua các năm.

Giai đoạn từ năm 2001 đến năm 2004, các công ty áp dụng mức chi trả cổ tức từ 10% đến 20% trên mệnh giá mỗi cổ phần cũng chiếm một số lượng đáng kể nhưng các doanh nghiệp chi trả cổ tức tiền mặt ở mức từ 0% đến 5% trên mệnh giá mỗi cổ phần là nhiều hơn. Cụ thể, trong năm 2002 chỉ riêng nhóm mức cổ tức này có hơn 50% các doanh nghiệp áp dụng, và các năm sau đó nhóm mức cổ tức này vẫn được phần lớn các doanh nghiệp áp dụng. Nhiều doanh nghiệp đã không chia cổ tức trong suốt giai đoạn này chẳng hạn như Công Ty Cổ Phần Xuất Nhập Khẩu Thủy Sản Cửa Long An Giang (ACL), công ty Cổ Phần Gạch Men Chang Yih (CYC), Công Ty Cổ Phần Phân Bón Và Hoá Chất Dầu Khí (DPM), Công Ty Cổ Phần Cao Su Đồng Phú (DPR), Công Ty Cổ Phần Cao Su Đà Nẵng (DRC),....

**Hình 2.3:** Số lượng các doanh nghiệp niêm yết phân loại theo các nhóm mức cổ tức khác nhau qua các năm:



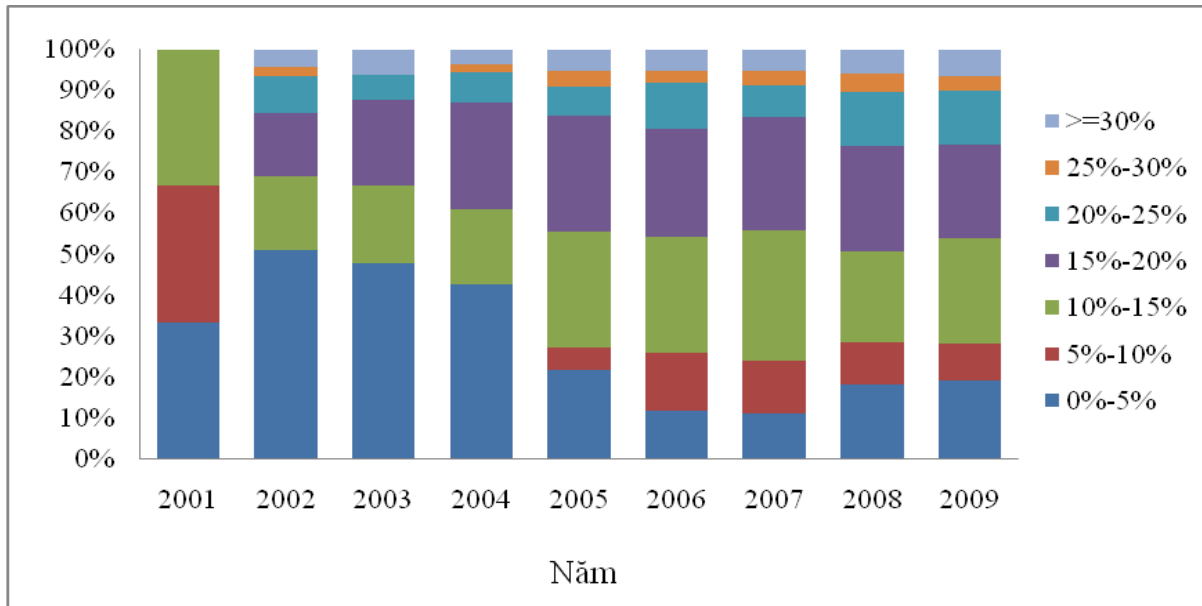
Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn> (Xem phụ lục hình 2.3).

Nhưng giai đoạn sau, từ năm 2004 đến năm 2009, xu hướng của mức chi trả cổ tức trên mệnh giá mỗi cổ phần đã tăng lên và đạt từ 10% đến 20%. Các doanh nghiệp áp dụng mức chi trả cổ tức này luôn luôn chiếm tỷ trọng cao (năm 2005: 56.36%, năm 2006:



54.63%, năm 2007: 59.54%, năm 2008: 47.87%). Riêng năm 2009, trong số các doanh nghiệp thống kê được có tới 199 doanh nghiệp, chiếm hơn 48.5%, đã áp dụng mức chi trả cổ tức từ 10% đến 20% trên mệnh giá mỗi cổ phần (hình 3.4). Cụ thể trong giai đoạn này có những doanh nghiệp tiêu biểu như Công Ty Cổ Phần Đầu Tư Và Thương Mại (DIC), Công Ty Cổ Phần Xây Lắp Bưu Điện Hà Nội (HAS), Công Ty Cổ Phần Phát Triển Nhà Bà Rịa Vũng Tàu (HDC), Công Ty Cổ Phần Xuất Nhập Khẩu Khánh Hội (KHA), Công Ty Cổ Phần Gạch Ngói Nhị Hiệp (NHC), Công Ty Cổ Phần Bóng Đèn Phích Nước Rạng Đông (RAL),... đã duy trì mức cổ tức trong khoảng từ 10% đến 20% liên tục từ năm 2005 đến năm 2009 và đang có xu hướng tiếp tục sử dụng mức chi trả này trong năm 2010.

**Hình 2.4:** Tỷ trọng số lượng các doanh nghiệp niêm yết phân loại theo các nhóm mức cổ tức khác nhau qua các năm:



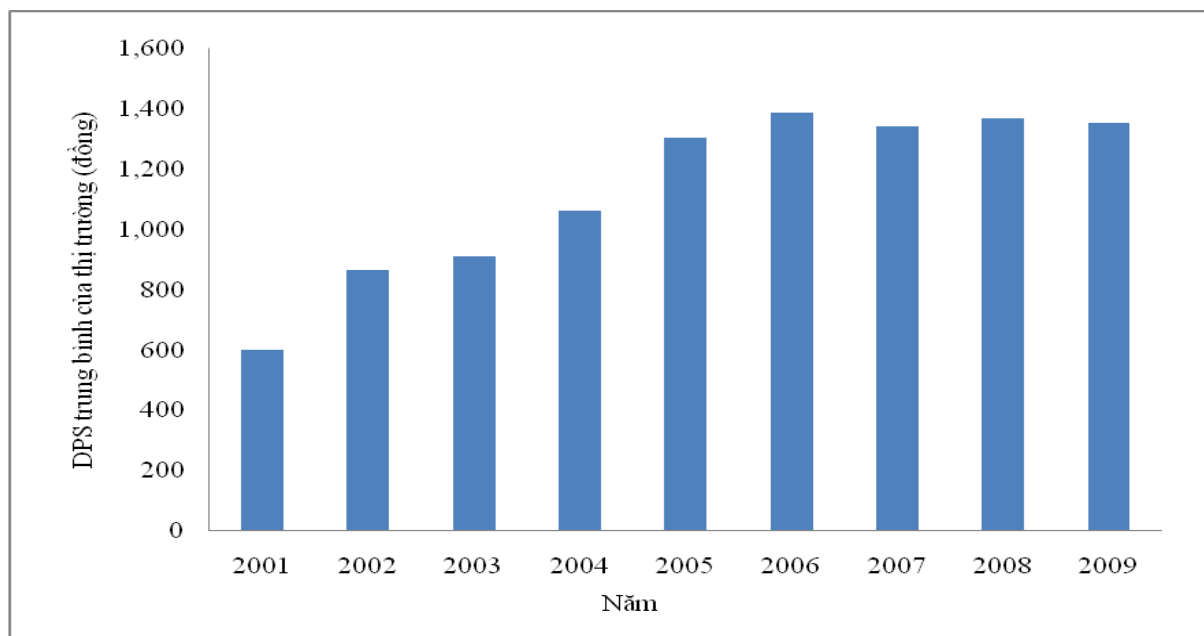
Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn> (Xem phụ lục hình 2.4).

Một xu hướng cần được chú ý là từ năm 2008 đến năm 2009 số lượng các doanh nghiệp có mức chi trả cổ tức trong nhóm từ 15% - 20%, và các mức cổ tức lớn hơn

20% có xu hướng chững lại, và các doanh nghiệp đang gia tăng áp dụng mức chi trả cổ tức từ 0% đến 5% mệnh giá, trong nhóm này các doanh nghiệp không chi trả cổ tức đã tăng lên nhanh chóng. Cụ thể tỷ trọng nhóm các doanh nghiệp có mức cổ tức từ 0% - 5% từ năm 2007 là 11% đã tăng lên 18% trong năm 2008 và 19% trong năm 2009. Trong khi, tỷ trọng nhóm các doanh nghiệp có các mức chi trả cổ tức từ 10% - 15% đã giảm từ 60% trong năm 2007 xuống còn 49% trong năm 2009.

Khi đánh giá mức chi trả cổ tức mỗi cổ phần bằng số tiền chi trả thực cho mỗi cổ phần trong một năm, chúng ta thấy rằng mức cổ tức mỗi cổ phần đã tăng đều từ năm 2001 đến năm 2006.

**Hình 2.5:** Mức cổ tức mỗi cổ phần (DPS) trung bình của thị trường từ năm 2001 đến năm 2009 (đơn vị đồng):



Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn> (Xem phụ lục hình 2.5).

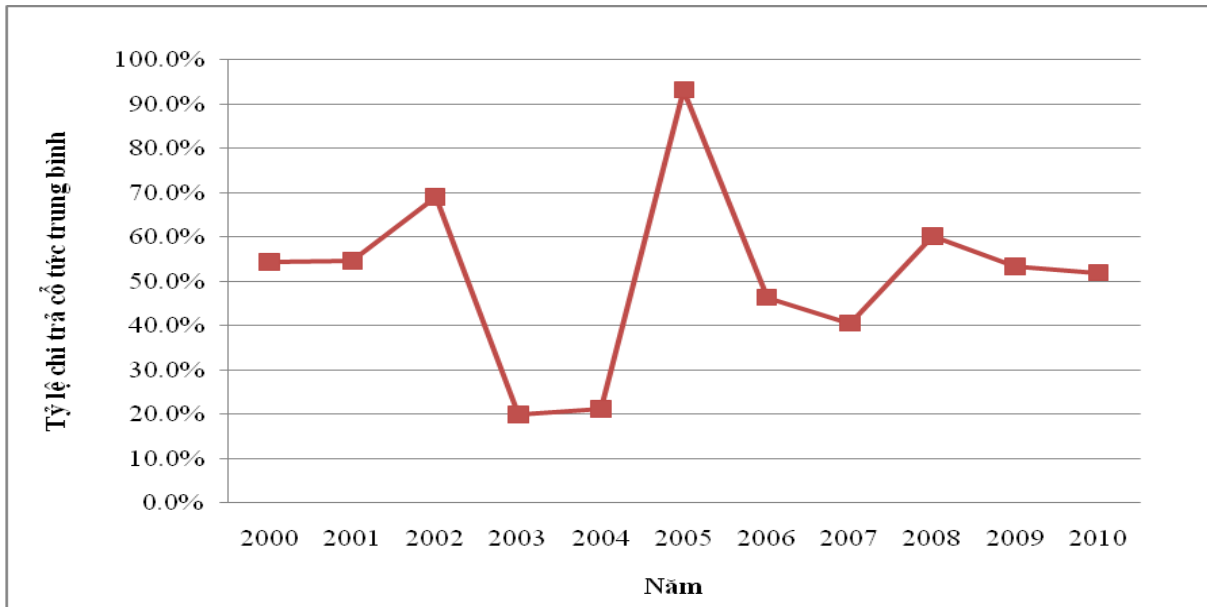
Cụ thể mức chi trả cổ tức mỗi cổ phần trung bình của các doanh nghiệp trên thị trường đã tăng từ 600 đồng một cổ phần vào năm 2001 lên đến 1.389 đồng năm 2006 và bắt đầu giảm nhẹ trở lại và đạt 1.353 đồng vào năm 2009. Giai đoạn đầu các doanh nghiệp

có mức chi trả cổ tức mỗi cổ phần thấp lý do là để cân đối với mức giá thị trường thấp của các cổ phiếu, và để đạt được mức tỷ suất cổ tức phù hợp với thị trường.

#### 2.1.1.3 Tỷ lệ chi trả cổ tức qua các năm:

Tỷ lệ chi trả cổ tức là tỷ số phản ánh công ty đã dùng bao nhiêu phần trăm từ lợi nhuận để chi trả cổ tức. Từ số liệu thống kê được của cổ tức mỗi cổ phần và thu nhập mỗi cổ phần cùng kỳ chúng ta tính toán được tỷ lệ chi trả cổ tức. Đây là chỉ tiêu đo lường chính sách cổ tức của các doanh nghiệp tốt hơn so với chỉ tiêu cổ tức mỗi cổ phần đã phân tích ở trên.

**Hình 2.6:** Tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình của thị trường từ năm 2000 đến năm 2010:



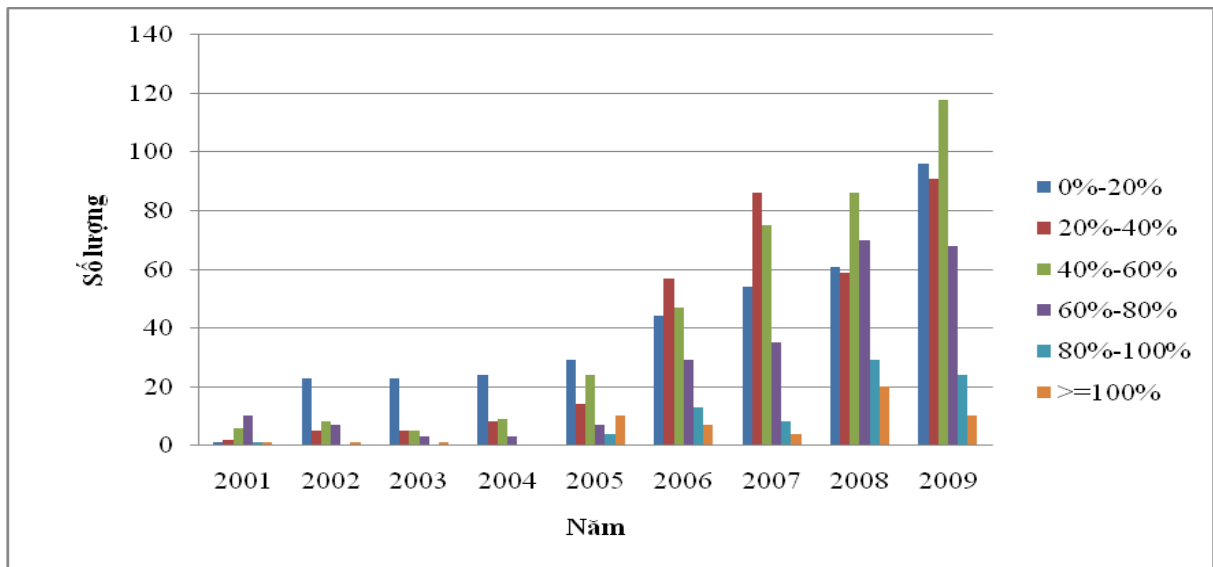
Năm 2000 số liệu được ước lượng, và năm 2010 số liệu chỉ tính cho những doanh nghiệp đã hoàn thành chi trả cổ tức cho năm 2010 tính đến 20/3/2011.

Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn>.

Nhìn chung, tỷ lệ chi trả cổ tức của các doanh nghiệp qua các năm có sự dao động mạnh đặc biệt là từ năm 2002 đến năm 2005. Mức chi trả cổ tức của các doanh nghiệp trên thị trường ở mức thấp nhất vào năm 2003 với tỷ lệ chi trả trung bình vào khoảng

20%. Năm 2004, tỷ lệ chi trả cổ tức tiếp tục được nhiều doanh nghiệp duy trì ở mức thấp khoảng 21.2%. Nghĩa là các doanh nghiệp trong giai đoạn này đang có xu hướng giữ lại phần lớn lợi nhuận. Nhưng một năm sau đó, tỷ lệ chi trả cổ tức đã bùng nổ với sự gia tăng mạnh mẽ trong tỷ lệ chi trả cổ tức lên đến mức cao nhất trong cả giai đoạn nghiên cứu. Tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2005 ở mức 93.3%, chứng tỏ rằng có nhiều doanh nghiệp trên thị trường trong năm này đã chi trả gần như toàn bộ lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cho các cổ đông. Và các năm sau đó, tỷ lệ chi trả cổ tức đã giảm trở lại và duy trì trong khoảng từ 40% - 60%. Đây cũng là các tỷ lệ chi trả cổ tức mà các doanh nghiệp đã áp dụng từ năm 2000 đến năm 2003. Như vậy, mặc dù cũng có những biến động mạnh mẽ trong tỷ lệ chi trả cổ tức của các doanh nghiệp nhưng bằng chứng này đã hỗ trợ cho ý kiến là các doanh nghiệp niêm yết đã cố gắng duy trì chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi từ 40% - 60% (hình 2.6).

**Hình 2.7:** Số lượng các doanh nghiệp phân loại theo các nhóm tỷ lệ chi trả cổ tức khác nhau qua các năm:

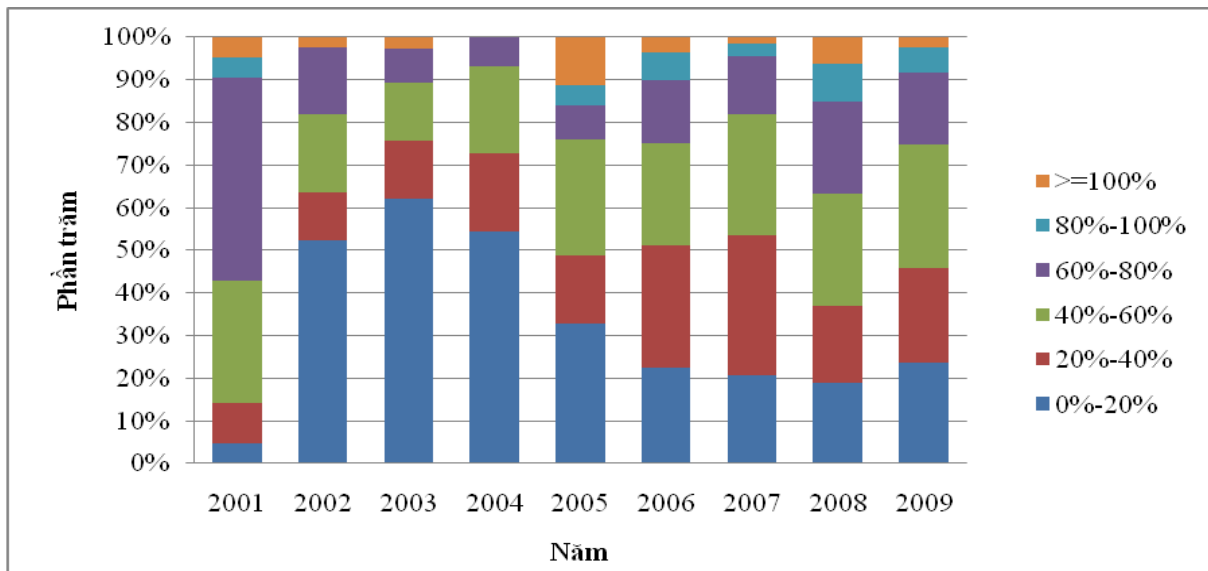


Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn> (Xem phụ lục hình 2.7).

Đánh giá riêng theo từng nhóm tỷ lệ chi trả cổ tức, ta thấy những doanh nghiệp có tỷ lệ chi trả cổ tức trong năm khoảng từ 20% - 60% luôn luôn chiếm số lượng và tỷ trọng lớn qua các năm so với các doanh nghiệp áp dụng các tỷ lệ chi trả cổ tức khác, đặc biệt là những năm 2008 và 2009.

Giai đoạn từ năm 2001 cho đến năm 2004, do số liệu thu thập được hạn chế nên số liệu thu thập được đã chưa phản ánh được hết các nhóm tỷ lệ chi trả cổ tức chủ yếu của thị trường. Nhưng trong giai đoạn này, ta cũng có thể thấy các doanh nghiệp có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp từ 0% - 5% chiếm tỷ trọng cao nhất, trong đó chủ yếu là các doanh nghiệp không chi trả cổ tức. Mặc dù vậy, các doanh nghiệp còn lại nếu tiến hành chi trả cổ tức thì chi trả với tỷ lệ rất cao, chẳng hạn như Công Ty Cổ Phần Bibica (BBC), Công Ty Cổ Phần Xuất Nhập Khẩu Khánh Hội (KHA), Công Ty Cổ Phần Cơ Điện Lạnh REE, Công Ty Cổ Phần Thương Mại Và Xuất Nhập Khẩu Thiên Nam (TNA),....

**Hình 2.8:** Tỷ trọng số lượng các doanh nghiệp phân loại theo các nhóm tỷ lệ chi trả cổ tức khác nhau qua các năm:



Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn> (Xem phụ lục hình 2.8).

Năm 2005 và năm 2008 là các năm mà rất nhiều doanh nghiệp có xu hướng chi trả cổ tức nhiều hơn so với thu nhập. Các doanh nghiệp này có tỷ lệ chi trả cổ tức cao hơn rất nhiều so với mức 100%. Do nguyên nhân này mà đã làm cho tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình của toàn bộ thị trường lên cao đặc biệt là năm 2005. Trong đó, có những công ty như Công Ty Cổ Phần Bóng Đèn Điện Quang (DQC), Công Ty Cổ Phần Cơ Khí - Điện Lữ Gia (LGC), Công Ty Cổ Phần Nhựa Tân Đại Hưng (TPC), Công Ty Cổ Phần Đầu tư Và Sản Xuất Việt Hàn (VHG),.... Cụ thể, tỷ lệ chi trả cổ tức của các doanh nghiệp đã chi trả cổ tức nhiều hơn lợi nhuận (tỷ lệ chi trả cổ tức lớn hơn 100%) được cho ở bảng 3.1.

**Bảng 2.1:** Mã chứng khoán của một số doanh nghiệp chi trả cổ tức nhiều hơn lợi nhuận trong năm (tỷ lệ chi trả cổ tức lớn hơn 100%):

Mã CK	2009	2008	2007	2006	2005
<b>DQC</b>	<b>450.5%</b>	<b>606.1%</b>	6.0%	11.5%	<b>122.7%</b>
<b>FPT</b>	N/A	<b>396.9%</b>	<b>334.0%</b>	7.4%	N/A
<b>HAI</b>	42.4%	<b>117.6%</b>	33.1%	N/A	N/A
<b>HSG</b>	0.0%	<b>138.9%</b>	N/A	N/A	N/A
<b>LGC</b>	41.2%	66.8%	<b>121.9%</b>	<b>120.3%</b>	<b>499.2%</b>
<b>NKD</b>	37.2%	<b>2069.0%</b>	23.6%	22.5%	27.0%
<b>TAC</b>	95.5%	<b>320.5%</b>	30.2%	49.9%	56.8%
<b>TPC</b>	0.0%	0.0%	82.8%	<b>501.3%</b>	<b>710.2%</b>
<b>VHG</b>	0.0%	0.0%	45.0%	<b>442.5%</b>	<b>3750.0%</b>
<b>VKP</b>	0.0%	<b>474.4%</b>	47.2%	N/A	N/A

Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn>.

Những doanh nghiệp này do duy trì chi trả cổ tức mỗi cổ phần ổn định qua các năm nên đã chi trả cổ tức nhiều hơn rất nhiều so với thu nhập mỗi cổ phần. Dòng tiền để chi trả cổ tức cho các cổ đông phần lớn lấy từ lợi nhuận của các năm trước đó. Đặc biệt, nhiều doanh nghiệp có lợi nhuận âm mà vẫn thực hiện chi trả cổ tức cho kỳ kinh

doanh đó. Những trường hợp này thường rơi vào năm 2008 và năm 2009, khi mà cuộc khủng hoảng toàn cầu đang tác động xấu lên tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp. Và một vài doanh nghiệp có lợi nhuận âm do hoạt động đầu tư tài chính, đầu tư bất sản bị lỗ nặng trong các năm, mặc dù lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh chính của doanh nghiệp vẫn ổn định.

Cụ thể, một vài doanh nghiệp có lợi nhuận âm nhưng vẫn chi trả cổ tức là Công Ty Cổ Phần Hợp Tác Lao Động Với Nước Ngoài (ILC), Công Ty Cổ Phần Nam Việt (ANV), Công Ty Cổ Phần FPT (FPT), Công Ty Cổ Phần Hữu Liên Á Châu (HLA), Công Ty Cổ Phần Kinh Đô (KDC), Công Ty Cổ Phần Nhiệt Điện Phả Lại (PPC).

**Bảng 2.2:** Mã chứng khoán của một số doanh nghiệp có lợi nhuận âm nhưng trong năm vẫn chi trả cổ tức:

Mã CK	DPS			Mã CK	EPS		
	2009	2008	2007		2009	2008	2007
<b>ILC</b>	<b>1,200</b>	2,200	2,200	<b>ILC</b>	<b>- 785</b>	2,938	15,080
<b>ANV</b>	<b>500</b>	1800	1800	<b>ANV</b>	<b>- 1,947</b>	1,488	5,953
<b>FPT</b>	<b>2500</b>	2600	3600	<b>FPT</b>	<b>- 7,481</b>	655	1,078
<b>HLA</b>	800	<b>700</b>	N/A	<b>HLA</b>	3,475	<b>- 1,050</b>	N/A
<b>KDC</b>	2400	<b>1800</b>	1800	<b>KDC</b>	6,120	<b>- 1,080</b>	6,072
<b>PPC</b>	1500	<b>300</b>	1500	<b>PPC</b>	2,743	<b>- 654</b>	2,528

Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn>

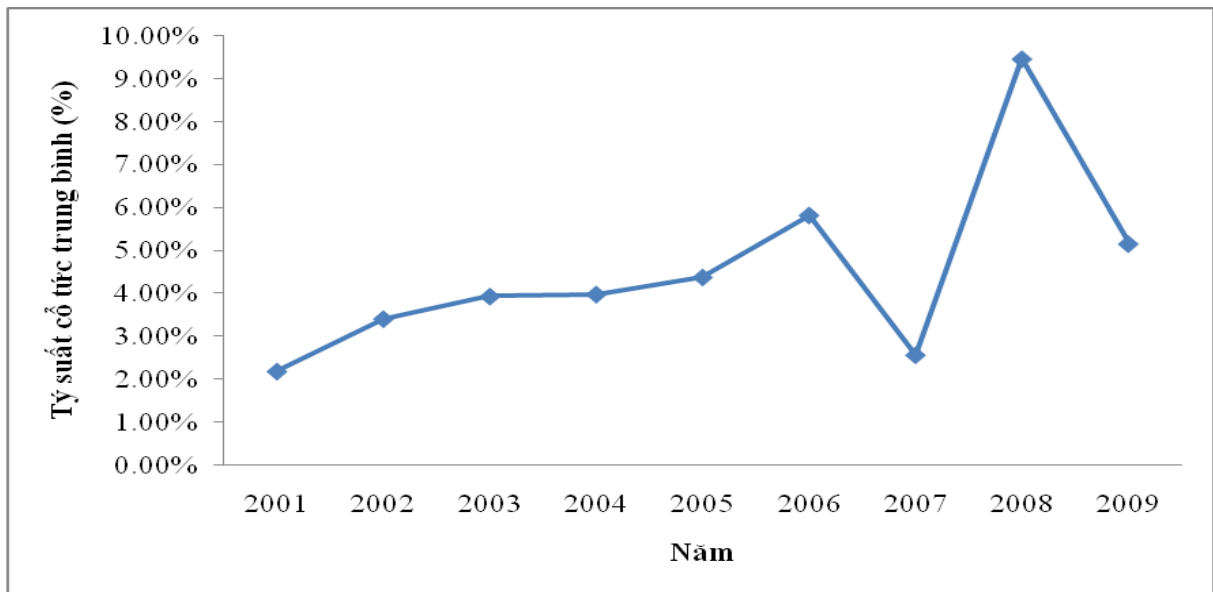
#### 2.1.1.4 Tỷ suất cổ tức qua các năm:

Từ số liệu thống kê mức cổ tức mỗi cổ phần và giá của cổ phần đó vào cuối năm, chúng ta có thể tính toán được tỷ suất cổ tức mỗi cổ phần. Đây được xem là tỷ số phản ánh tỷ suất sinh lợi từ cổ tức của nhà đầu tư khi mua cổ phiếu vào cuối kỳ. Nhìn vào đồ thị chúng ta có thể thấy rõ ràng rằng xu hướng của tỷ suất cổ tức của thị trường chứng khoán được chia làm hai giai đoạn:

*Giai đoạn từ năm 2001 đến năm 2006:* Tỷ suất cổ tức tăng liên tục và đều đặn từ 2,19% vào năm 2001 đến 5,83% vào năm 2006. Nghĩa là cứ mỗi 10.000 đồng đầu tư vào một cổ phiếu trên thị trường vào cuối năm thì trung bình nhà đầu tư sẽ nhận được 219 đồng từ cổ tức trong năm 2001, và mức này sẽ tăng lên đến 583 đồng vào năm 2006. Như vậy, trung bình mỗi năm, tỷ suất cổ tức tăng khoảng 21,26%. Những lý do khiến tỷ suất cổ tức trong giai đoạn này ổn định là giá cổ phiếu trên thị trường tăng trưởng ổn định và mức cổ tức mỗi cổ phần cũng tăng trưởng ổn định.

*Giai đoạn sau năm 2006:* Ngược lại so với giai đoạn trước, tỷ suất cổ tức trong giai đoạn này đã thể hiện một sự biến động thất thường. Từ 5,83% vào năm 2006, tỷ suất cổ tức đã giảm xuống bất thường vào năm 2007 và đạt mức 2,57%. Và một năm sau đó, năm 2008, tỷ suất cổ tức đã tăng lên rất cao và đạt mức 9,46%, cao nhất trong cả giai đoạn từ năm 2001 đến năm 2009. Và tỷ suất cổ tức đã giảm trở lại vào năm 2009 và đạt mức 5,16% xấp xỉ với năm 2006.

**Hình 2.9:** Tỷ suất cổ tức trung bình của thị trường từ năm 2001 đến năm 2009:

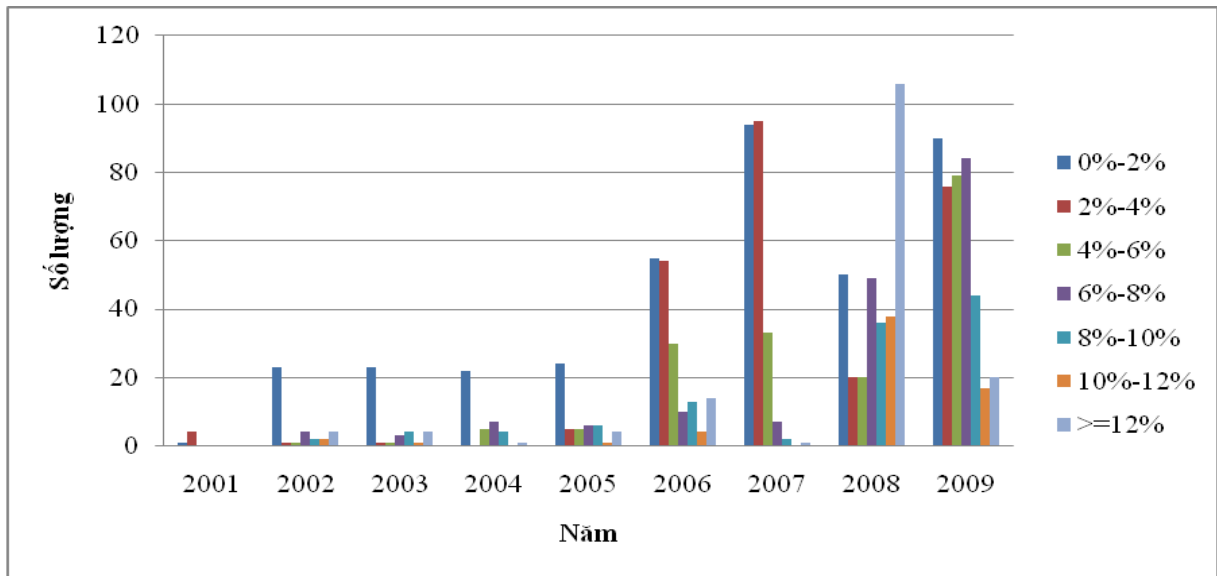


Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn> (Xem phụ lục hình 3.9).



Nhìn vào đồ thị thống kê mức cổ tức mỗi cổ phần tương ứng trong giai đoạn này (hình 2.5), chúng ta thấy rằng cổ tức mỗi cổ phần dường như không biến động. Vậy, những biến động trong tỷ suất cổ tức trên thị trường chắc chắn do biến động bất thường trong giá cổ phiếu của các doanh nghiệp. Thật vậy, thị trường chứng khoán Việt Nam những năm 2007, 2008 và năm 2009 phản ánh những sắc thái khác nhau. Thị trường đã đạt mức tăng trưởng nóng vào năm 2007, giá cổ phiếu giai đoạn này tăng cao bất thường đã làm cho tỷ suất cổ tức năm 2007 giảm xuống rất thấp. Ngược lại, năm 2008 thị trường đã sụt giảm mạnh mẽ, giá cổ phiếu vào cuối năm 2008 giảm xuống rất thấp làm cho tỷ suất cổ tức lại tăng lên rất cao. Mức tỷ suất cổ tức dường như đã quay trở lại mức bình thường giống như năm 2006 khi mà thị trường đã dần đi vào ổn định vào cuối năm 2009 và đầu năm 2010.

**Hình 2.10:** Số lượng các doanh nghiệp phân loại theo các nhóm tỷ suất cổ tức khác nhau qua các năm:



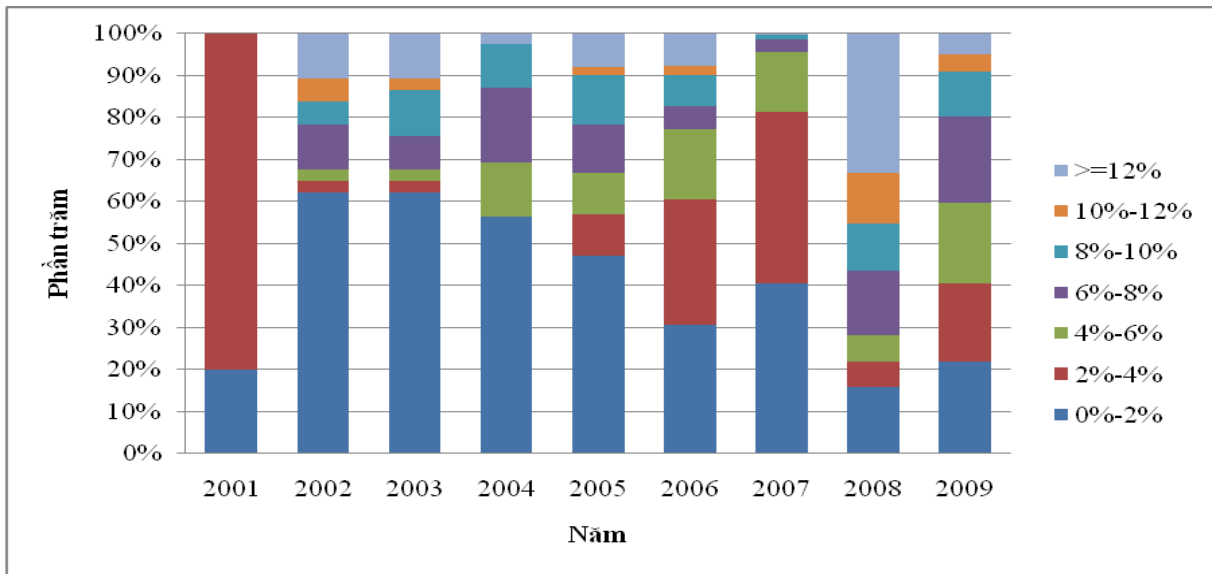
Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn> (Xem phụ lục hình 2.10).

Bây giờ chúng ta đánh giá tỷ suất cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết theo bảy nhóm tỷ suất cổ tức đó là 0% - 2%, 2% - 4%, ..., 8% - 10%, và lớn hơn hoặc bằng 10%. Có

thể nói rằng từ năm 2001 đến năm 2005, tỷ suất cổ tức của các doanh nghiệp là ở mức thấp, thường xoay quanh mức 0% - 2%. Từ năm 2006 đến năm 2007, nhiều doanh nghiệp vẫn có tỷ suất cổ tức từ năm 0% - 2%, ngoài ra tỷ trọng các doanh nghiệp có tỷ suất cổ tức từ 2% - 4% đã gia tăng nhanh trong hai năm này.

Năm 2008, số lượng các doanh nghiệp có tỷ suất cổ tức trên 12% gia tăng đột biến, đã làm gia tăng tỷ trọng các doanh nghiệp trong nhóm tỷ suất cổ tức trên 12% lên đến 33,23%, trong khi nhóm các doanh nghiệp này chỉ chiếm 0,435% trong năm 2007. Trong đó, những doanh nghiệp có tỷ suất cổ tức cao trong năm 2008 như Công Ty Cổ Phần Xuất Nhập Khẩu Thủy Sản Bến Tre - ABT (24,24%), Công Ty Cổ Phần Dịch Vụ Ô Tô Hàng Xanh - HAX (22,86%), Công Ty Cổ Phần Bá Hiến Viglacera BHV (25,99%), Công Ty Cổ Phần Điện Nhẹ Viễn Thông - LTC (25%),....

**Hình 2.11:** Tỷ trọng số lượng các doanh nghiệp phân loại theo các nhóm tỷ suất cổ tức khác nhau qua các năm:



Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn> (Xem phụ lục hình 2.11).

Đồng thời trong năm, tỷ trọng các doanh nghiệp có tỷ suất cổ tức nhỏ hơn 12% là không đáng kể và phân đều vào các nhóm tỷ suất cổ tức khác nhau. Đây là nguyên

nhân đã làm gia tăng mạnh mẽ tỷ suất cổ tức trung bình của toàn bộ thị trường. Và năm 2009, tỷ suất cổ tức cổ tức của các doanh nghiệp vẫn phân bố đều từ 0% đến 10%. Các doanh nghiệp có tỷ suất cổ tức lớn hơn 12% đã giảm hẳn so với năm 2008 và các năm khác. Trong năm này, giá cổ phiếu của các doanh nghiệp đang phục hồi, hơn nữa một vài doanh nghiệp bắt đầu có lãi lớn từ hoạt động kinh doanh nên đã thực hiện chi trả cổ tức cao hơn.

### ***2.1.2 Phân tích theo ngành:***

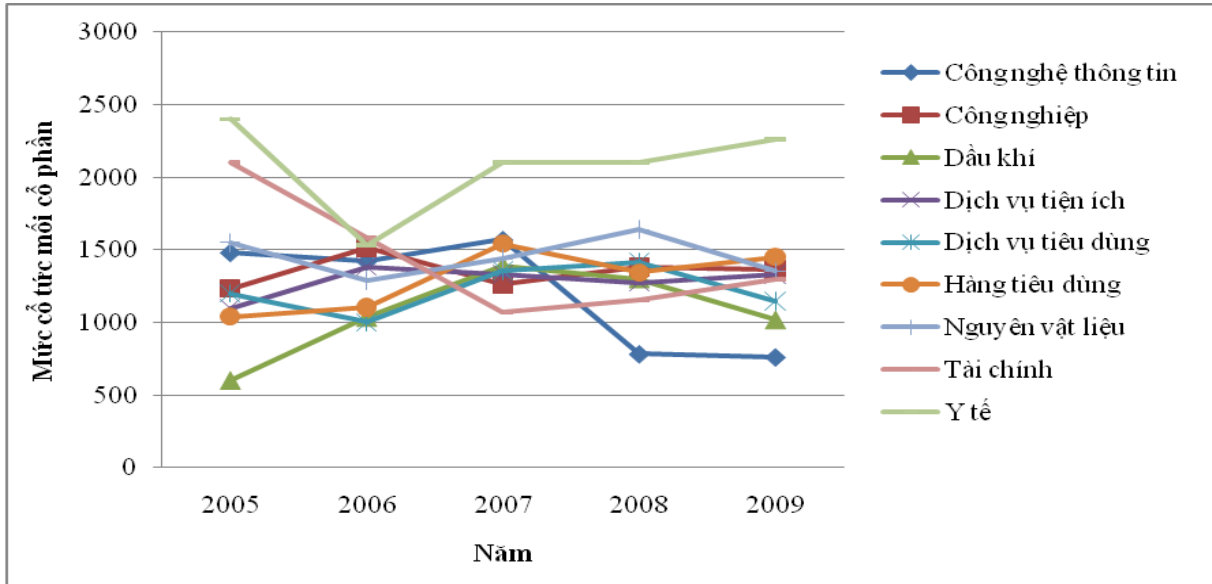
Danh sách phân ngành được lấy từ dữ liệu của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Thành Phố Hồ Chí Minh, và được trình bày trong phụ lục phân ngành. Trong danh sách 453 doanh nghiệp nghiên cứu, chúng tôi đã sắp xếp thành chín ngành chính là công nghệ thông tin, công nghiệp, dầu khí, dịch vụ tiện ích, dịch vụ tiêu dùng, hàng tiêu dùng, nguyên vật liệu, tài chính, y tế. Do trước năm 2005, các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chưa nhiều, nên nhiều ngành còn chưa hình thành cho các năm này. Do vậy, chính sách cổ tức theo ngành được trình bày trong các đồ thị và các phần dưới đây được phân tích từ năm 2005 đến năm 2009. Số liệu chi tiết về chính sách cổ tức trước năm 2005 của các ngành được trình bày trong phụ lục. Các số liệu này chủ yếu được lấy theo phương pháp trung bình cộng.

#### ***2.1.2.1 Mức cổ tức mỗi cổ phần của các ngành:***

Khi xem xét cổ tức một cổ phần trong năm của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam, chúng ta thấy rằng mức cổ tức mỗi cổ phần trung bình của các ngành qua các năm là không chênh lệch nhau nhiều. Trong đó, ngành y tế có mức chi trả cổ tức mỗi cổ phần liên tục cao qua các năm. Cùng với ngành y tế, ngành dịch vụ tiện ích là ngành có mức cổ tức mỗi cổ phần công bố qua các năm là tương đối cao và ổn định qua các năm. Nguyên nhân là do đây là hai ngành dịch vụ công cộng, ít mang tính chu kỳ, tốc độ tăng trưởng của ngành là không cao nên các doanh nghiệp trong ngành đã duy trì mức cổ tức mỗi cổ phần đều đặn và cao qua các năm.

Do kinh tế suy giảm nên hoạt động kinh doanh của hầu hết các doanh nghiệp đều gặp khó khăn trong năm 2008 và đặc biệt là năm 2009. Vì vậy, trái ngược với năm 2007, các ngành đều công bố mức cổ tức mỗi cổ phần cao, mà hai năm sau đó các ngành đều đã cắt giảm mức cổ tức mỗi cổ phần.

**Hình 2.12:** Mức cổ tức mỗi cổ phần của các ngành từ năm 2005 đến năm 2009:

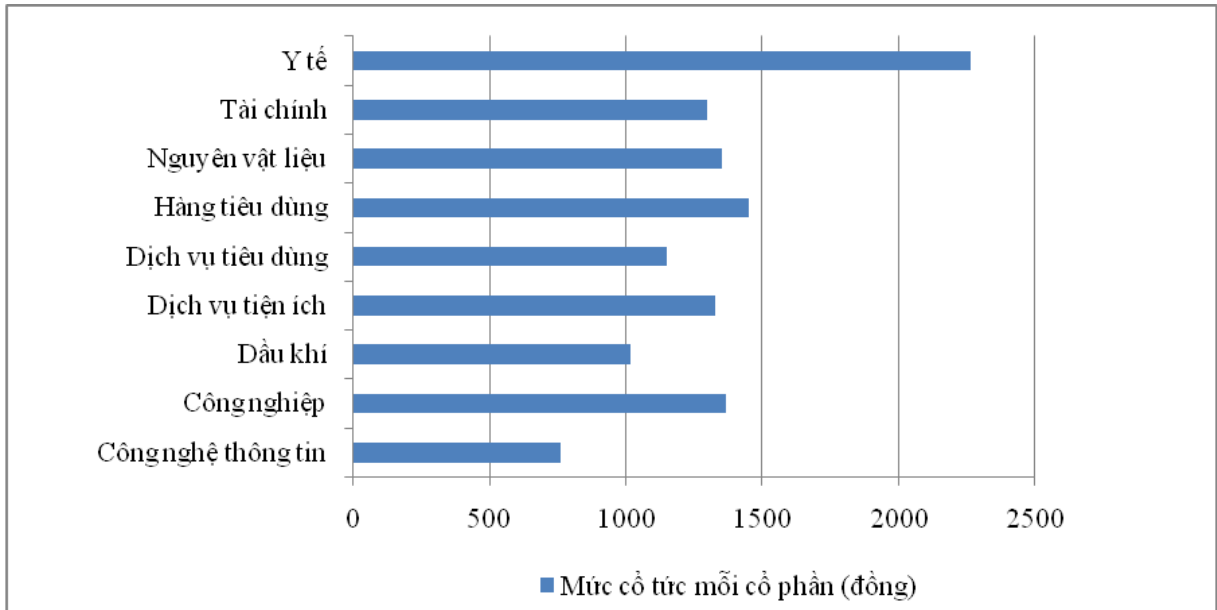


Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn> (Xem phụ lục hình 2.12).

Trong đó, ngành công nghệ thông tin là ngành mà các doanh nghiệp có xu hướng cắt giảm cổ tức mỗi cổ phần rõ rệt nhất, mức cổ tức mỗi cổ phần từ 1.571 đồng cổ tức xuống còn 760 đồng năm 2009 (giảm hơn 51.6%). Nhưng trái ngược với xu hướng của toàn thị trường, hai ngành dịch vụ công cộng là ngành y tế và ngành dịch vụ tiện ích vẫn duy trì mức tăng trong cổ tức mỗi cổ phần.

Năm 2009, các ngành đều đã duy trì mức cổ tức trung bình từ 1.000 đồng đến 1.500 đồng. Riêng ngành công nghệ thông tin là ngành có mức cổ tức mỗi cổ phần thấp nhất, trung bình các doanh nghiệp của ngành này chỉ trả 760 đồng trên một cổ phiếu, trong khi đó, ngành y tế có mức cổ tức cao nhất 2.263 đồng trên một cổ phiếu trong năm 2009 (hình 2.13).

**Hình 2.13:** Mức cổ tức mỗi cổ phần của các ngành trong năm 2009:



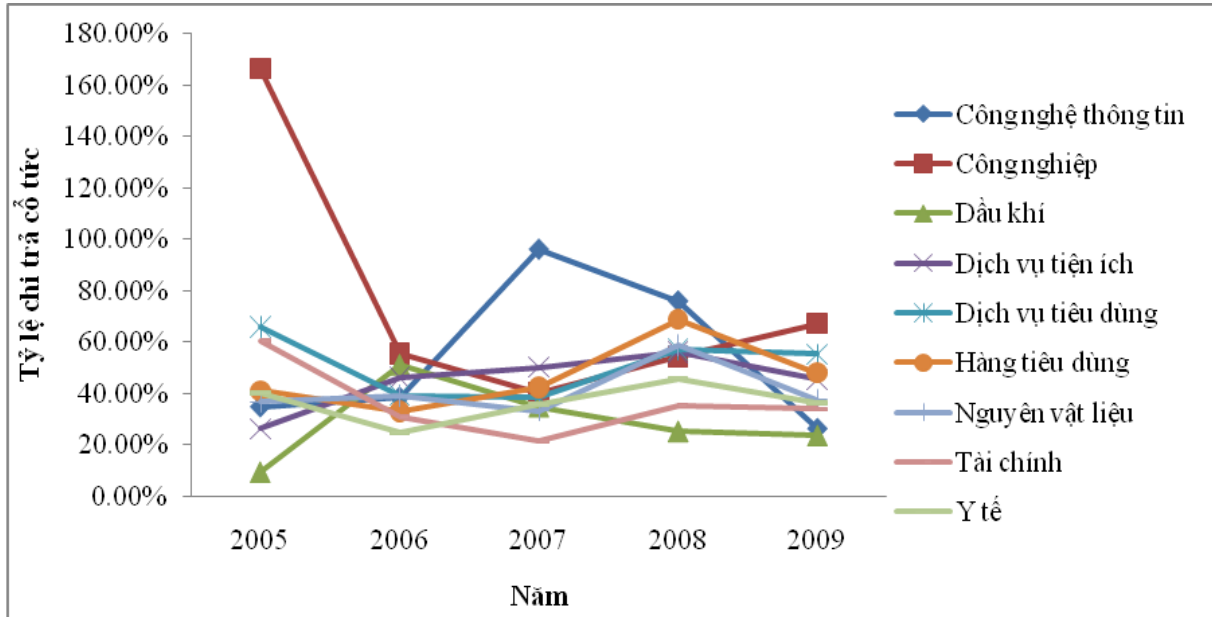
Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn>.

#### 2.1.2.2 Tỷ lệ chi trả cổ tức của các ngành:

Phân loại tỷ lệ chi trả cổ tức theo ngành, chúng ta thấy rằng tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình mỗi ngành là khác nhau và liên tục biến đổi theo thời gian. Trong đó, hai ngành có tốc độ biến động mạnh trong tỷ lệ chi trả cổ tức là ngành công nghệ thông tin và ngành công nghiệp. Tỷ lệ chi trả cổ tức của ngành công nghệ thông tin đạt mức cao nhất là 96,10% vào năm 2007 và thấp nhất là 26,4% chỉ hai năm sau đó. Còn tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình của ngành công nghiệp đạt mức cao nhất là 166,24% vào năm 2005 và thấp nhất là 40,26% vào năm 2007. Vì đây là hai ngành có tính chu kỳ cao trong nền kinh tế nên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh thường xuyên biến động. Ngành công nghệ thông tin như đã phân tích ở trên có mức cổ tức mỗi cổ phần chi trả qua các năm cũng biến động mạnh, vì vậy ta có thể khẳng định rằng các doanh nghiệp trong ngành đang ưu tiên giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư. Chính sách này là hoàn toàn phù hợp với đặc thù của ngành công nghệ thông tin, một ngành còn non trẻ và có tốc

độ tăng trưởng rất cao. Ngược lại, ngành công nghiệp lại có xu hướng các doanh nghiệp trong ngành áp dụng chính sách cổ tức tiền mặt ổn định. Vì tỷ lệ chi trả cổ tức mỗi cổ phần qua các năm của ngành là ổn định, đã làm cho tỷ lệ chi trả cổ tức biến động mạnh. Ngành công nghiệp ở Việt Nam còn nhiều cơ hội để phát triển, nhưng các doanh nghiệp trong ngành là các doanh nghiệp có quy mô lớn, ngành có tính chất cạnh tranh mạnh mẽ, và các doanh nghiệp cũng đang dần dần đi vào ổn định. Nên ngành có chính sách cổ tức chi trả cổ tức tiền mặt mỗi cổ phần với mức cổ tức ổn định hơn.

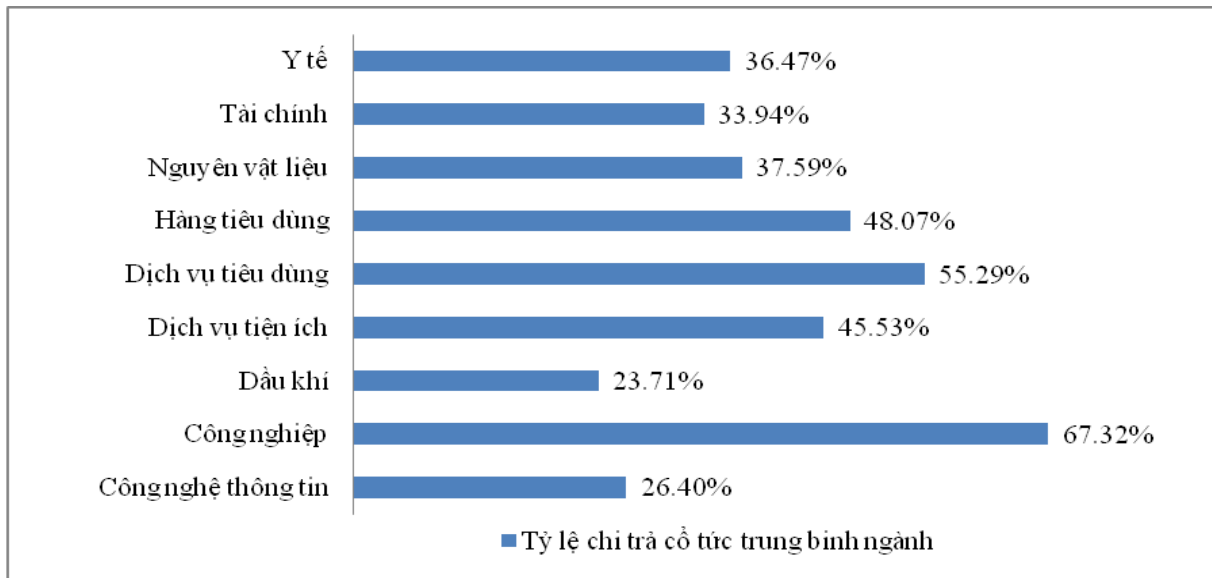
**Hình 2.14:** Tỷ lệ chi trả cổ tức của các ngành từ năm 2005 đến năm 2009:



Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn>. (Xem phụ lục hình 2.14)

Có một điều đặc biệt là hai ngành dịch vụ công cộng là ngành dịch vụ tiện ích và ngành y tế không những có mức cổ tức mỗi cổ phần (DPS) là tương đối ổn định mà tỷ lệ chi trả cổ tức cũng ổn định theo thời gian. Nhìn chung theo thời gian, ngoại trừ hai ngành công nghiệp và công nghệ thông tin thì các ngành khác trên thị trường đều có cố gắng duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức trong khoảng từ 20% đến 60%, tương đối đồng nhất với tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình của toàn bộ thị trường.

**Hình 2.15:** Tỷ lệ chi trả cổ tức của các ngành trong năm 2009:



Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn>.

Riêng năm 2009, những ngành có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp nhất là ngành dầu khí (23.71%) và ngành công nghệ thông tin (26.4%). Ngành công nghiệp là ngành có tỷ lệ chi trả cổ tức cao nhất (67.32%). Nhìn chung, trong năm 2009, một mặt do điều kiện cho hoạt động kinh doanh vẫn còn nhiều khó khăn nên lợi nhuận nhiều doanh nghiệp sụt giảm, một mặt các doanh nghiệp khó tiếp cận thị trường vốn cổ phần mới nên các doanh nghiệp đã có xu hướng giữ lại lợi nhuận tài trợ cho các cơ hội đầu tư cho các năm tiếp theo.

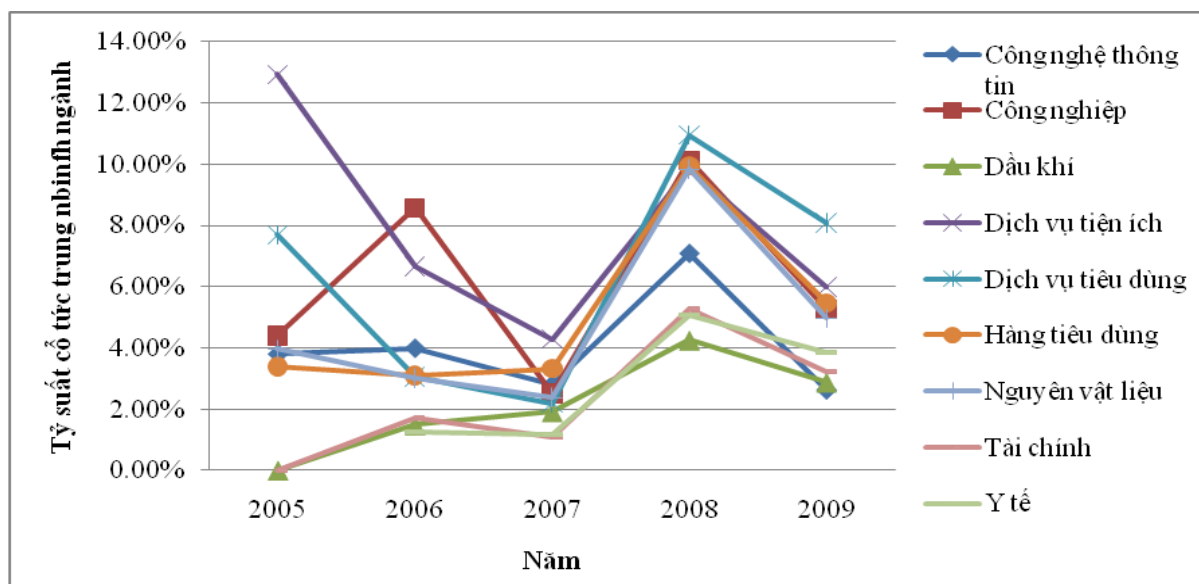
### 2.1.2.3 Tỷ suất cổ tức của các ngành:

Nhìn chung, tỷ suất cổ tức mỗi ngành từ năm 2001 đến năm 2005 là chênh lệch nhau nhiều và biến động theo những hướng khác nhau (phụ lục hình 3.16). Nhưng từ năm 2006 đến năm 2009, tỷ suất cổ tức của các ngành lại có xu hướng hội tụ với nhau và biến động cùng một xu hướng với tỷ suất cổ tức chung của toàn thị trường.

Những ngành liên tục duy trì tỷ suất cổ tức cao như ngành dịch vụ tiêu dùng và dịch vụ tiện ích. Ngược lại, một vài ngành cũng có xu hướng duy trì tỷ suất cổ tức thấp như

ngành tài chính, dầu khí và y tế. Ngành tài chính có tỷ suất cổ tức qua các năm đều thấp là do giá cổ phiếu của ngành này ở mức cao so với mặt bằng chung của toàn thị trường.

**Hình 2.16:** Tỷ suất cổ tức của các ngành từ năm 2005 đến năm 2009:

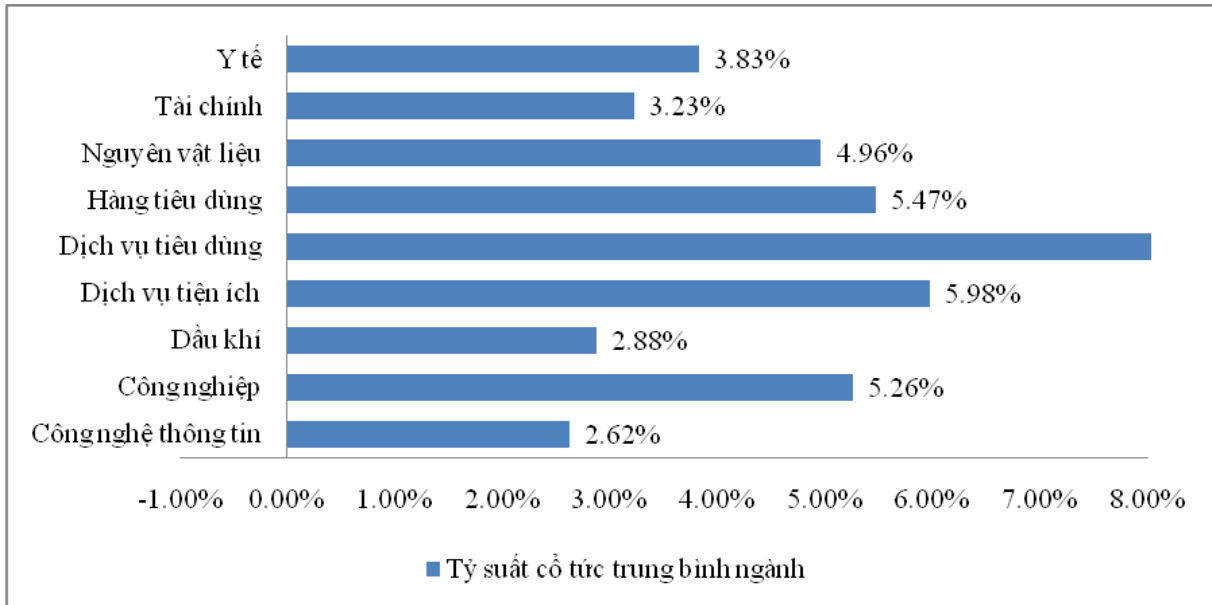


Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn> (Xem phụ lục hình 2.16).

Riêng năm 2009, ngành công nghệ thông tin là ngành có tỷ suất cổ tức thấp nhất do cổ tức mỗi cổ phần chi trả của các doanh nghiệp trong ngành đã giảm thấp trong năm này. Ngành tài chính, dầu khí và y tế cũng có tỷ suất cổ tức thấp trong năm này, hai ngành dịch vụ tiêu dùng và dịch vụ tiện ích tiếp tục có tỷ suất cổ tức cao trong năm 2009. Đặc biệt, ngành dịch vụ tiêu dùng có mức tỷ suất cổ tức là 8,09% cao nhất so với các ngành còn lại.

Những ngành có tính chu kỳ cao như ngành dịch vụ tiêu dùng, thì do tác động của suy giảm kinh tế nên giá trị cổ phiếu trên thị trường của các doanh nghiệp trong ngành cũng sụt giảm tương đối mạnh so với các ngành khác. Cuối cùng, tác động này đã làm cho tỷ suất của ngành cũng tương đối cao, mặc dù mức cổ tức mỗi cổ phần trong năm 2009 của ngành dịch vụ tiêu dùng là xấp xỉ với các ngành còn lại.



**Hình 2.17:** Tỷ suất cổ tức của các ngành trong năm 2009:

Nguồn: tổng hợp từ <http://cafef.vn>, <http://fpts.com.vn>, <http://cophieu68.com>, <http://stockbiz.vn>.

## 2.2 Tác động của chính sách cổ tức lên giá trị thị trường của doanh nghiệp:

### 2.2.1 Về mặt định tính:

Dựa vào các tranh luận của các trường phái về chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp thì về mặt định tính, chúng ta hoàn toàn có thể khẳng định rằng trên thị trường chứng khoán Việt Nam, chính sách cổ tức có tác động đến giá trị doanh nghiệp. Vì thị trường chứng khoán Việt Nam là không hoàn hảo để có thể đáp ứng đầy đủ các giả định của trường phái trung dung mà kết luận rằng chính sách cổ tức là không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Trong đó, các chi phí đại diện, chi phí giao dịch, chi phí phát hành, đều là những chi phí lớn cho các cổ đông và các doanh nghiệp trên thị trường. Và, thuế thu nhập cá nhân cũng đã được đưa vào áp dụng vào năm 2010, với những chênh lệch lớn trong thuế suất đánh trên cổ tức tiền mặt (5%) và lãi vốn của nhà đầu tư (20% trên năm). Với những chi phí đó, chắc hẳn nhà các cổ đông sẽ phải bận tâm công ty chi trả cổ tức cho mình như thế nào. Và các nhà đầu tư sẽ phản ánh sự hài

lòng hay không hài lòng về chính sách cổ tức của doanh nghiệp bằng cách nắm giữ hay bán nó đi, cũng như thay đổi quan điểm đánh giá của họ về công ty, từ đó làm biến động giá cổ phiếu của công ty trên thị trường. Như vậy, chính sách cổ tức rõ ràng là có tác động đến giá trị doanh nghiệp.

Một điều đặc biệt so với các thị trường chứng khoán phát triển trên thế giới, thị trường chứng khoán Việt Nam có tâm lý bầy đàn của các nhà đầu tư rất cao. “Nguyên nhân là thị trường chứng khoán Việt Nam tồn tại sự bất cân xứng thông tin lớn giữa nhà đầu tư và doanh nghiệp”<sup>2</sup>. Do vậy, các nhà đầu tư xem trọng chính sách cổ tức như là một công cụ cung cấp thông tin cho họ về doanh nghiệp. Bởi vậy, chúng tôi cũng đưa ra ý kiến rằng, chính sách cổ tức đã tác động nhiều đến sự biến động của giá trị cổ phiếu trên thị trường trong thời gian qua là do tác động phát tín hiệu của chính sách cổ tức là rất cao.

Chúng ta cũng để ý rằng, vào những thời gian trước hoặc sau thời điểm một doanh nghiệp công bố thông tin chi trả cổ tức trong kỳ, thì giá cổ phiếu của công ty thường biến động mạnh hơn các thời điểm khác, những biến động này là do hiện tượng rò rỉ thông tin được các nhà đầu cơ, làm giá thao túng. Như vậy, đánh giá chính sách cổ tức có tác động đến giá trị doanh nghiệp thông qua tác động của chính sách cổ tức lên giá trị thị trường vào các điểm này sẽ không chính xác. Hơn nữa, những thay đổi giá trị thị trường của doanh nghiệp trong ngắn hạn không thể phản ánh được những thay đổi trong giá trị thực của doanh nghiệp. Vì vậy, trong bài nghiên cứu này, chúng tôi sử dụng những thay đổi trong dài hạn của giá cổ phiếu trên thị trường để đánh giá sự thay đổi trong giá trị doanh nghiệp cụ thể là các thay đổi trong giá cổ phiếu qua các năm. Tuy rằng, vẫn còn nhiều hạn chế trong việc đánh giá giá trị doanh nghiệp của chỉ tiêu này, nhưng các thay đổi trong dài hạn của giá cổ phiếu sẽ phản ánh tốt hơn những thay đổi trong ngắn hạn.

---

<sup>2</sup> TS. Trần Thị Hải Lý, “Hành vi bầy đàn trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nguyên nhân và một số giải pháp”, Tạp chí Tài chính và phát triển, số 5, 6/2010.

### 2.2.2 Về mặt định lượng:

#### **Mô hình thứ nhất:**

Khi kiểm tra mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu, chúng ta cần xem xét từ hai quan điểm đó là quan điểm của ban quản trị và của các cổ đông. Ban quản trị đòi hỏi phải duy trì lợi nhuận đủ để đáp ứng các nhu cầu của công ty trong dài hạn như nhu cầu đầu tư và nhu cầu thanh khoản, nên họ thường đặt sự tập trung vào việc giữ lại lợi nhuận hơn là việc chia cổ tức. Mặt khác, các cổ đông lại thường tập trung vào mức thu nhập của họ và những tác động của các nhân tố lên mức thu nhập này. Vì vậy, các cổ đông có xu hướng đầu tư vào các công ty có chính sách cổ tức phù hợp với sở thích của mình. Sự khác biệt giữa ưu tiên của ban quản trị và các cổ đông về các kịch bản khác nhau của chính sách cổ tức sẽ làm ảnh hưởng đến giá trị thị trường của công ty.

Giả sử một công ty điển hình có một tầm nhìn đầy đủ khi đứng trên cả hai quan điểm trên về các kịch bản liên quan đến chính sách cổ tức thì phải xem xét hai yếu tố là tổng cổ tức chi trả và lợi nhuận giữ lại:

$$U = f(TD, TR)$$

Mỗi kịch bản được hiển thị sẽ cho biết các chức năng ưu tiên của chính sách cổ tức với hai yếu tố là TD và TR tương ứng là tổng cổ tức chi trả và lợi nhuận giữ lại ròng sau thuế. Và, mô hình dưới đây biểu diễn cho giả thuyết cho rằng chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu hoặc giá trị thị trường của công ty. Hai yếu tố trên có thể được biểu diễn như là các yếu tố để tối ưu hóa giá trị thị trường của công ty:

$$\text{Giá trị thị trường của doanh nghiệp} = f(\text{Lợi nhuận ròng}, \text{Cổ tức}, \text{Thu nhập giữ lại})$$

Giá trị thị trường của công ty ở đây được thể hiện trên cơ sở phân tích lợi nhuận kế toán, lợi nhuận ròng được bắt nguồn từ việc đầu tư hiện tại của công ty. Khi lợi nhuận ròng đạt được cao hơn, thì sẽ làm cho giá cổ phiếu cao hơn. Ngoài ra, giá trị thị trường của công ty cũng phụ thuộc vào cổ tức chi trả cho các cổ đông (đại diện cho chính sách cổ tức) và lợi nhuận giữ lại (đại diện cho các chính sách tài trợ và chính sách đầu tư để mang về những tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai của doanh nghiệp).

Những thay đổi trong giá trị thị trường của công ty, được theo sau bởi các ưu tiên của các cổ đông về cổ tức hoặc lợi nhuận giữ lại. Nếu đa số các cổ đông của một công ty thích cổ tức, nhưng chính sách của công ty thay đổi có lợi cho lợi nhuận giữ lại, thì thị trường có thể kỳ vọng giá trị thị trường của công ty giảm. Mặt khác, nếu đa số các cổ đông của cùng một công ty kỳ vọng cao hơn lợi nhuận để lại và chính sách cổ tức của công ty thay đổi theo hướng giữ lại nhiều lợi nhuận, thì giá trị thị trường có khả năng đi lên. Vì vậy, giá trị thị trường của công ty có thể được thể hiện như sau:

$$V_t = f(TD_t, Y_t, TR_t)$$

Trong đó:

$V_t$  = Giá trị thị trường của công ty,  $TD_t$  = Tổng cổ tức chi trả,  
 $Y_t$  = Lợi nhuận ròng của công ty,  $TR_t$  = Tổng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư.

Sau đó, chúng ta chia hai vế mô hình cho  $V_0$  (Số lượng cổ phần của công ty):

$$\frac{V_t}{V_0} = f\left(\frac{TD_t}{V_0}, \frac{Y_t}{V_0}, \frac{TR_t}{V_0}\right)$$

Hay:

$$P_t = f(DIV_t, EPS_t, R_t)$$

Với:

$P_t = V_t/V_0$ : Giá cổ phiếu của công ty,  $D_t = TD_t/V_0$ : Cổ tức trên mỗi cổ phiếu,  
 $EPS_t = Y_t/V_0$ : Thu nhập trên mỗi cổ phiếu,  $R_t = TR_t/V_0$ : Lợi nhuận giữ lại trên mỗi cổ phiếu.

Nghĩa là giá cổ phiếu ( $P_t$ ) phụ thuộc vào cổ tức chi trả trên mỗi cổ phần ( $D_t$ ), thu nhập trên mỗi cổ phần ( $Y_t$ ), và lợi nhuận giữ lại trên một cổ phần giữ ( $R_t$ ). Để giảm đa cộng tuyến của các biến giải thích: Cổ tức, lợi nhuận và thu nhập giữ lại, nên chúng tôi đã thay biến lợi nhuận giữ lại trên mỗi cổ phần ( $R_t$ ) đơn vị đồng bằng biến tỷ lệ lợi nhuận giữ lại ( $r_t$ ) đơn vị phần trăm.

Vậy mô hình cần kiểm định là:

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 * DIV_{it} + \beta_2 * EPS_{it} + \beta_3 * r_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1) \quad (\text{Với: } i = 1 \dots N, t = 1 \dots T)$$

Dữ liệu được lấy từ 453 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam vào cuối năm 2009 (31/12/2009). Sau khi điều chỉnh và loại bỏ các quan sát không phù hợp, chúng tôi thu thập được 1.167 mẫu quan sát có ý nghĩa thống kê từ năm 2001 đến năm 2010. Và, chúng ta có được kết quả kiểm định mô hình (1) như sau (Xem chi tiết phụ lục kiểm định mô hình (1)):

$$P_{it} = 4,751668 + 0,001498 * DIV_{it} + 0,004140 * EPS_{it} + 23,03369 * r_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(R^2 = 23,1589\%)$$

*Standard Error:* (3.649599) (0.001376) (0.000354) (4.872567)

*t - Stat:* (1.301970) (1.088970) (11.71020) (4.727219)

*P - Value:* (0.1932) (0.2764) (0.0000) (0.0000)

Mức độ phù hợp của hàm hồi quy là 23,1589%, nghĩa là những thay đổi trong ba biến giải thích trên giải thích được 23,1589% những thay đổi trong giá trị thị trường của doanh nghiệp. Ngoài ra, bằng cách sử dụng nhân tử phóng đại phương sai (VIF) (Xem phụ lục các thống kê chi tiết và các kiểm định liên quan của mô hình hồi qui (1)), chúng ta thấy rằng mô hình không có xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Ta thấy xác suất của kiểm định F:  $P[F\text{-statistic} = 116.7372 > F_{0.05}(2, 1.113)] = 0.0000$  rất nhỏ, như vậy ta bác bỏ giả thuyết  $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$ . Do đó, chúng ta có thể kết luận rằng chính sách cổ tức thật sự có tác động đến giá trị thị trường của doanh nghiệp qua các năm. Đánh giá ý nghĩa của từng biến giải thích của mô hình (1), chúng thấy rằng biến EPS và  $r$  có khả năng giải thích cao những biến động của giá cổ phiếu trên thị trường hơn biến DIV. Lý do biến DIV ít có ý nghĩa kiểm định là vì cổ tức mỗi cổ phần thường cố định qua các năm và nếu có thay đổi thì mức thay đổi tuyệt đối không cao, trong khi giá cổ phiếu trên thị trường qua các năm có mức biến động lớn hơn. Điều này cũng giải thích rằng các cổ đông và ban quản trị doanh nghiệp ít chú trọng tới mức cổ tức mỗi tuyệt đối trên mỗi cổ phần, mà họ tập trung nhiều vào sự thay đổi trong cổ tức chi trả qua các năm. Như vậy mô hình thứ hai được phát triển từ mô hình cách điệu hóa của

Lintner sẽ bổ sung cho mô hình trên trong việc đánh giá chính sách cổ tức có tác động đến giá trị của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

**Mô hình thứ hai:**

Mô hình cách điệu hoá về cách thức chi trả cổ tức của Lintner, ngụ ý rằng những nhà quản trị cũng như nhà đầu tư thường tập trung vào những thay đổi trong cổ tức hơn là mức chi trả cổ tức tuyệt đối. Do đó, những thay đổi trong giá cổ phiếu (P) trên thị trường sẽ chịu tác động của sự thay đổi trong mức chi trả cổ tức (D). Như vậy, ta có mô hình sau:

$$P_1 - P_0 = \alpha + \beta(D_1 - D_0) + \varepsilon$$

Hay: 
$$\Delta P = \alpha + \beta \Delta D + \varepsilon$$

Chia hai vế phương trình trên cho  $P_0$  ta được mô hình (\*):

$$\frac{\Delta P}{P_0} = \frac{\alpha}{P_0} + \beta * \frac{\Delta D}{P_0} + \frac{\varepsilon}{P_0}$$

Trong đó ta có thể đặt các biến số như sau:

*Phần trăm thay đổi trong giá cổ phiếu qua các năm là:*

$$\% \Delta P = \frac{\Delta P}{P_0}$$

*Thay đổi trong tỷ suất cổ tức (Dividend Yield (DY)):*

$$\Delta DY = DY_1 - DY_2 = \frac{D_1}{P_0} - \frac{D_0}{P_0} = \frac{D_1 - D_0}{P_0} = \frac{\Delta D}{P_0}$$

Thay đổi trong tỷ suất cổ tức dùng để phản ánh chính sách cổ tức của doanh nghiệp qua các năm. Thật ra, trong chỉ tiêu này, thay đổi trong tỷ suất cổ tức là do thay đổi trong mức cổ tức chi trả mỗi cổ phần, vì công thức tính tỷ suất cổ tức đã lấy cùng một mức giá ở kỳ 0 để làm mẫu số.

Như vậy, ta có thể viết lại mô hình (\*) ở trên như sau:

$$\% \Delta P = a + b * \Delta DY + u \quad (2)$$

Với, a và b là các hệ số hồi quy của mô hình, trong đó  $b < 0$  thì mô hình mới có ý nghĩa kiểm định, vì về bản chất nếu doanh nghiệp gia tăng chi trả cổ tức thì phải đánh đổi

trong việc giữ lại lợi nhuận để tạo ra các cơ hội tăng trưởng trong tương lai để làm tăng giá cổ phiếu trên thị trường. Ý nghĩa của mô hình là phần trăm thay đổi trong giá cổ phiếu ( $\% \Delta P$ ) sẽ chịu tác động của những thay đổi trong tỷ suất cổ tức ( $\Delta DY$ ).

Dữ liệu được lấy từ 453 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam vào cuối năm 2009 (31/12/2009). Sau khi điều chỉnh và loại bỏ các quan sát không phù hợp, chúng tôi thu thập được 780 mẫu quan sát có ý nghĩa thống kê từ năm 2001 đến năm 2010. Và, chúng ta có được kết quả kiểm định của mô hình (2) như sau (Xem chi tiết phụ lục kiểm định mô hình (2)):

$$\% \Delta P = 0,3942 - 9,4648 * \Delta DY + u \quad (R^2 = 31,10\%)$$

*Standard Error:* (0,048697686) (0,505015978)

*t - Stat:* (8,094759569) (-18,7415987660)

*P - Value:* (0,000000) (0,000000)

Mức độ phù hợp của hàm hồi qui là  $R^2$  là 31.10% là tương đối cao, nghĩa là những thay đổi trong tỷ suất cổ tức đã giải thích được 31.10% những thay đổi trong giá cổ phiếu. Với hệ số tin cậy 95%, chúng ta bác bỏ các giả thuyết  $H_0$ : Hệ số hồi qui của biến  $\Delta DY$  là  $b \geq 0$ , (vì khoảng tin cậy của  $b$  là (-10,456162 ; -8,473451)). Như vậy, những thay đổi trong tỷ suất cổ tức thực sự có tác động tới những thay đổi trong giá cổ phiếu qua các năm của doanh nghiệp. Hay nói cách khác, trên thị trường chứng khoán Việt Nam, chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.

Các ước lượng điểm của biến  $\% \Delta P$  cho thấy rằng, nếu doanh nghiệp gia tăng tỷ suất cổ tức 1%, thì giá cổ phiếu trên thị trường sẽ tăng khoảng 30%. Nhưng nếu doanh nghiệp gia tăng tỷ suất cổ tức lên trên 4,165% thì giá cổ phiếu trên thị trường lại giảm. Điều này có nghĩa là các doanh nghiệp có chính sách cổ tức càng biến động thì giá cổ phiếu trên thị trường càng biến động, vào thời điểm thị trường giá lên, thì giá cổ phiếu các doanh nghiệp này trên thị trường tăng nhanh, nhưng khi thị trường đi vào suy thoái thì các giá cổ phiếu các doanh nghiệp này lại sụt giảm mạnh hơn. Dấu trừ của hệ số của biến  $\Delta DY$  là phù hợp với ý nghĩa định tính của mô hình như đã trình bày ở trên. Lập

luận này, không có nghĩa là nếu doanh nghiệp càng giảm tỷ suất cổ tức thì giá cổ phiếu trên thị trường càng tăng cao. Phân phối tập trung của biến  $\% \Delta P$  chỉ ra rằng, doanh nghiệp càng giảm tỷ suất cổ tức thì giá cổ phiếu cũng không tăng nhiều, mà lại có xu hướng giảm nhẹ.

### ***Kết luận:***

Tóm lại, với những lập luận định tính và định lượng ở trên, chúng ta có thể kết luận rằng có một mối quan hệ khẳng định giữa chính sách cổ tức và giá trị của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay. Chính sách cổ tức là một trong những nhân tố lớn tác động đến giá trị doanh nghiệp trong ngắn hạn, và giá trị doanh nghiệp trong dài hạn, mặc dù cách thức tác động đối với mỗi doanh nghiệp và trong mỗi thời kỳ là khác nhau. Trong các chỉ tiêu liên quan đến chính sách cổ tức thì các thay đổi trong cổ tức mỗi cổ phần, tỷ lệ chi trả cổ tức và tỷ suất cổ tức là có ảnh hưởng rõ ràng nhất đến giá trị thị trường của doanh nghiệp qua các năm.

## **2.3 Đánh giá chính sách cổ tức của các doanh nghiệp trong thời gian qua:**

### ***2.3.1 Mặt tích cực:***

*Thứ nhất, chính sách cổ tức cao giúp nhiều doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn và giảm rủi ro cho nhà đầu tư.* Từ năm 2000 đến năm 2004, thị trường chứng khoán chưa có những bước phát triển vững chắc, các nhà đầu tư gặp rất nhiều rủi ro khi đầu tư vào các doanh nghiệp trên thị trường. Khi đó, việc trả cổ tức cao sẽ làm giảm rủi ro cho các cổ đông của công ty và tạo sự tin tưởng của các cổ đông vào tình hình tài chính cũng như hoạt động kinh doanh của công ty. Sau đó, từ năm 2008 đến năm 2009, do cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, và sự suy giảm của thị trường chứng khoán Việt Nam, nên nhiều doanh nghiệp cũng đã thực hiện chi trả cổ tức cao hơn nhiều so với những năm trước khủng hoảng, đồng thời tăng số lần chi trả cổ tức trong năm lên đến hai hoặc ba lần. Những thời gian này, các công ty niêm yết có kết quả hoạt động kinh doanh tốt và có tình hình tài chính lành mạnh đã công bố cổ tức cao giúp hỗ trợ tính thanh khoản cho cổ phiếu của mình. Các công ty này có xu hướng vừa tiến hành mua lại cổ phần và



vừa thực hiện chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Có lẽ đây là phương pháp phân phối tốt nhất cho các nhà đầu tư so với chi trả cổ tức bằng cổ phiếu hay giữ lại lợi nhuận. Chính sách cổ tức cao đã tác động đến tâm lý của các cổ đông và giữ chân các cổ đông trung thành của công ty, nhất là các cổ đông lớn, đồng thời thu hút các nhà đầu tư khác trên thị trường. Vào những thời điểm khó khăn, rõ ràng tiền mặt là rất quý giá, việc trả cổ tức cao sẽ tạo thuận lợi cho các cổ đông có thêm nhiều cơ hội để chuyển hướng đầu tư vào các kênh khác tốt hơn, từ đó, góp phần giảm thiểu rủi ro của họ. Mặt khác, chính sách cổ tức tiền mặt cao cùng với việc mua lại cổ phần đã góp phần tăng tính thanh khoản của cổ phiếu trên thị trường, và tạo ra các bước chuyển khi thị trường đang phục hồi.

Một khi chính sách cổ tức cao đã góp phần ổn định thành phần cổ đông trong công ty, thì từ đó các cổ đông trong công ty và ban điều hành sẽ có sự đồng thuận cao trong việc quyết định các chính sách hoạt động kinh doanh cho công ty trong các kỳ sau. Mặt khác, để có tiền trả cổ tức cao thì ban quản lý doanh nghiệp phải nâng cao hiệu quả sử dụng vốn tự có, giảm những khoản chi phí không hợp lý, thanh lý những tài sản kém hiệu quả, tái cấu trúc lại doanh nghiệp. Đồng thời, việc phải huy động vốn từ bên ngoài để bù đắp lượng vốn đã chi trả, sẽ tạo áp lực làm cho ban quản trị càng phải nâng cao năng lực điều hành để có thể sử dụng tốt các nguồn vốn quý giá, nhất trong những thời kỳ kinh tế khó khăn.

*Thứ hai, chi trả cổ tức để tránh thuế cho các cổ đông.* Pháp luật về thuế thu nhập trong lĩnh vực chứng khoán đã chính thức quy định việc thu thuế thu nhập cá nhân từ lợi tức đầu tư vốn và lợi tức từ hoạt động chuyển nhượng cổ phần trong Luật Thuế Thu Nhập Cá Nhân năm 2007, có hiệu lực thi hành từ ngày 1/1/2009 (sau đó được hoãn lại). Do vậy năm 2008, các công ty niêm yết đã ào ạt tạm ứng, chia cổ tức thưởng từ các khoản lợi nhuận giữ lại các năm trước, do lo ngại khoản thu nhập này sẽ chịu thuế thu nhập cá nhân 5% trong năm 2009. Cuối cùng, sau khi được hoãn thuế thu nhập cá nhân đến hết năm 2009, thì từ ngày 01/01/2010, các nhà đầu tư chứng khoán phải trả mức thuế 5% cho cổ tức và 20% cho lãi vốn hoặc 0.1% cho mỗi lần chuyển nhượng vốn. Chính vì

vậy nhiều doanh nghiệp trong năm 2009 đã tiến hành chi trả cổ tức tiền mặt cao cho các nhà đầu tư, bởi vì nếu thực hiện chi trả cổ tức sau thời gian này thì các khoản thuế mà nhà đầu tư phải nộp là không nhỏ. Động thái này của các doanh nghiệp ngoài mục đích tăng vốn điều lệ nhằm tăng năng lực tài chính, còn giúp nhà đầu tư né một phần thuế. Như vậy, có thể nói, nếu chỉ xem xét trên góc độ nhà đầu tư về thuế thì chi trả cổ tức trong trường hợp này là ban điều hành các doanh nghiệp đã hướng tới mục tiêu tối đa hóa giá trị tài sản cho các cổ đông, tuy rằng việc tiến hành chi trả cổ tức cao không phải chỉ do một nguyên nhân là để tránh thuế thu nhập cá nhân.

### **2.3.2 Mặt hạn chế:**

*Thứ nhất, dùng chính sách cổ tức như là một công cụ phát tín hiệu hơn là để tối đa hóa tài sản của cổ đông.* Thu nhập của các cổ đông khi đầu tư vào một doanh nghiệp là cổ tức và lãi vốn. Cổ tức là nguồn thu nhập thường xuyên từ lợi nhuận kinh doanh trong kỳ, trong khi lãi vốn được thực hiện thông qua tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai, điều này có được từ việc tái đầu tư hiệu quả nguồn lợi nhuận giữ lại. Thông qua việc phân phối giữa lợi nhuận giữ lại và cổ tức chi trả, doanh nghiệp cũng phân định luôn thu nhập của cổ đông chủ yếu được nhận dưới hình thức nào. Cổ tức và lãi vốn có sự đánh đổi, đó là hành xử thuộc về bản chất của chính sách cổ tức. Trong khi trên thị trường chứng khoán Việt Nam thời gian qua, bản chất này của chính sách cổ tức bị đảo ngược lại. Các doanh nghiệp chi trả cổ tức cao để làm tăng giá chứng khoán trong ngắn hạn trên thị trường, nghĩa là các chứng khoán có cổ tức cao được các nhà đầu tư tìm kiếm để hưởng lãi vốn vượt trội trong những thời gian đó. Bằng chứng là các chứng khoán có cổ tức cao thì giá cả trên thị trường biến động rất mạnh qua các thời kỳ trước và sau cổ tức, và các chứng khoán này thường được các nhà đầu tư giao dịch nhiều. Nhiều doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán đã thực hiện chi trả cổ tức cao để đáp ứng tâm lý của nhà đầu tư đánh giá hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp bằng mức cổ tức chi trả trong kỳ đó. Mức cổ tức cao được nhiều nhà đầu tư đồng nghĩa với mức lợi nhuận cao, tình hình kinh doanh tốt và ban quản trị của doanh nghiệp có năng lực.

Có thể nói, tuy rằng những năm gần đây kiến thức đầu tư của nhà đầu tư được nâng cao, nhưng vẫn còn một số lớn nhà đầu tư còn thiếu hiểu biết về kiến thức tài chính nói chung và chính sách phân phối của doanh nghiệp nói riêng. Thứ hai, các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán nước ta có hành vi bầy đàn rất cao. Lợi dụng hai đặc điểm này cùng với sự bất cân xứng thông tin trên thị trường chứng khoán mà các doanh nghiệp đã công bố chính sách cổ tức hấp dẫn để tạo ra các tín hiệu tốt đến tâm lý của nhà đầu tư. Nếu không muốn nói là các doanh nghiệp đã dùng chính sách cổ tức như “một công cụ đánh bóng hình ảnh công ty quá mức”<sup>3</sup>. Nhiều công ty đã xem chính sách cổ tức như là một công cụ để có thể truyền đạt thông tin đến các nhà đầu tư, từ đó công ty sẽ thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư và làm tăng giá cổ phiếu lên; qua đó, tạo thuận lợi cho việc phát hành cổ phần mới sau này. Để có mức cổ tức cao, thậm chí nhiều doanh nghiệp phải chia hết cả lợi nhuận trong năm, mà không dự phòng tài chính cho các khoản nợ ngắn hạn cũng như giữ lại lợi nhuận cần thiết để tái đầu tư. Như vậy, các doanh nghiệp này đã không cân đối trong việc chi trả cổ tức và tăng trưởng trong tương lai. Từ đó gây thiệt hại cho những khoản đầu tư của các nhà đầu tư dài hạn, mặc dù trong ngắn hạn, các nhà đầu tư tìm kiếm các chứng khoán có mức cổ tức cao sẽ đạt được mức lợi nhuận cao. Đồng thời khi công ty công bố trả cổ tức mức cao, rồi sau đó phát hành cổ phần mới trên thị trường, sẽ làm tăng chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp, mặt khác, nó làm thiệt hại đến lợi ích của các cổ đông hiện hữu do loãng giá, đặc biệt là lợi ích các cổ đông thiểu số. Bên cạnh đó, do sức ép về thanh toán cổ tức bằng tiền mặt cho cổ đông, nhiều doanh nghiệp kinh doanh kém hiệu quả, thua lỗ vẫn thanh toán cổ tức cho cổ đông. Việc này làm tăng rủi ro cho doanh nghiệp, và cuối cùng là giảm giá trị doanh nghiệp.

---

<sup>3</sup> Bùi Thị Ngọc Anh, “Xây dựng chính sách cổ tức cho các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam”, Luận văn thạc sỹ kinh tế, năm 2009 và Nguyễn Duy Lương, “Chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, Luận văn thạc sỹ kinh tế, năm 2007.

*Thứ hai, chưa chú trọng việc xây dựng chính sách cổ tức mục tiêu phù hợp.* Khi thiết lập một chính sách cổ tức thì không có một chính sách cổ tức nào phù hợp cho mọi công ty. Vậy mà trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nhiều doanh nghiệp lại có lại chạy đua với nhau để chi trả cổ tức bằng tiền mặt hay chi trả cổ tức bằng cổ phần trong nhiều thời kỳ khi mà xu hướng của giới tài chính và nhà đầu tư đang chú ý đến các cổ phiếu có cổ tức tiền mặt cao hay cổ tức cổ phần cao. Việc thiết lập một chính sách cổ tức mà theo đó doanh nghiệp có thể tối đa hóa giá trị cho các cổ đông thường bị bỏ ngỏ. Điều này thể hiện ở các điểm sau: *Một là*, các doanh nghiệp thiết lập chính sách cổ tức nhưng chưa dựa trên các cơ sở tài chính vững chắc. Các cơ sở tài chính vững chắc đó phải là các cơ hội đầu tư, cấu trúc vốn tối ưu, rồi đến các nhân tố ảnh hưởng và dòng tiền thực của công ty. Nghĩa là phải đặt chính sách cổ tức trong mối quan hệ tương quan với chính sách đầu tư và chính sách tài trợ. Trong khi chi các chính sách cổ tức của các doanh nghiệp lại dựa quá nhiều vào yếu tố thị trường và tâm lý của nhà đầu tư. *Hai là*, doanh nghiệp chưa đưa ra được tỷ lệ chi trả cổ tức mục tiêu nhất định mà công ty sẽ hướng vào. Từ việc thiếu các cơ sở vững chắc cho chính sách cổ tức đã dẫn đến việc doanh nghiệp chi trả cổ tức với tỷ lệ phân phối giữa cổ tức và lợi nhuận giữ lại biến động mạnh. 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 - 60%, mức lợi nhuận giữ lại như vậy làm hạn chế đến việc tích lũy vốn để tái đầu tư và chưa tương xứng với tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp. *Ba là*, áp dụng các hình thức chi trả cổ tức không phù hợp. Nhiều doanh nghiệp đã áp dụng liên tục nhiều chính sách cổ tức trái ngược nhau. Chẳng hạn như trong cùng một kỳ nhiều doanh nghiệp đã áp dụng hình thức chi trả cổ tức bằng cổ phần rồi sau đó mua lại cổ phần của mình. Chẳng hạn, như KDC năm 2007 đã phát hành cổ phiếu thưởng lên 1,731,771,138,000 đồng, cũng trong năm này công ty đã mua lại cổ phần của mình tới 11,118,812,000 đồng và năm 2008 tiếp tục chi

149,921,826,000 đồng để mua lại cổ phần của mình. Nhiều hình thức như cổ tức cổ phần, cổ phiếu thưởng, chia tách cổ phiếu được các công ty quá chú trọng để làm biến động giá trên thị trường trong ngắn hạn. Đáng lẽ ra, nếu trong năm, doanh nghiệp chi trả cổ tức tiền mặt thấp, thì việc công bố cổ tức cổ phần thêm sẽ làm tăng tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt cho cổ đông. Nhưng, nhiều doanh nghiệp lại vừa công bố cổ tức tiền mặt cao và cổ tức cổ phần cao.

*Thứ ba, chính sách cổ tức thường bị chi phối bởi các nhóm cổ đông lớn.* Trong các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam, những cổ đông lớn thường tham gia vào hội đồng quản trị của công ty, nên chính sách cổ tức bị chi phối chủ yếu bởi các cổ đông này. Trong khi thị trường chứng khoán nước ta lại chưa có luật lệ để bảo vệ quyền lợi của các cổ đông thiểu số. Chính sách cổ tức có thể nói rằng không còn là tối đa hoá tài sản của các cổ đông nữa mà là tối đa hoá tài sản của các cổ đông lớn. Mâu thuẫn giữa các cổ đông lớn và các cổ đông nhỏ thường xuất hiện liên quan tới các chính sách cổ tức, chính sách phát hành cổ phần mới, hay chia tách cổ phiếu,... Đây là một vấn đề thực tiễn trong các doanh nghiệp niêm yết hiện nay. Chính sách chia cổ tức như thế nào hoàn toàn phụ thuộc vào chiến lược và kế hoạch kinh doanh của mỗi công ty. Nhưng thực tế cho thấy rằng các cổ đông lớn thường thông qua hội đồng quản trị xây dựng một chính sách chia cổ tức để thực hiện những ý đồ của họ. Chẳng hạn, các cổ đông lớn thấy rằng việc huy động vốn để đầu tư vào bất động sản trong năm tài chính tiếp theo sẽ sinh ra lợi nhuận rất lớn. Do vậy họ hướng công ty giảm hoặc ngưng chi trả cổ tức tiền mặt và áp dụng hình thức chi trả cổ tức bằng cổ phiếu nhằm giữ lại một phần không nhỏ tiền để đầu tư vào thị trường bất động sản. Chúng tôi cho rằng, ở đây có mâu thuẫn trong việc theo đuổi quyền lợi giữa đôi bên, đó là doanh nghiệp và các cổ đông. Mâu thuẫn này xuất phát từ sự khác biệt trong chính mục tiêu đầu tư giữa các cổ đông lớn (vốn gắn liền lợi ích của doanh nghiệp với lợi ích của chính mình trong dài hạn) và cổ đông nhỏ (vốn chỉ là những cổ đông tạm thời do họ thường hay đầu tư ngắn hạn).

**KẾT LUẬN CHƯƠNG 2:**

Tuy rằng, chính sách cổ tức của các ngành đã thể hiện được những đặc thù riêng phù hợp với từng ngành. Nhưng các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán đã thực hiện chi trả cổ tức trong thời gian qua còn mang tính tự phát, chạy theo số đông các doanh nghiệp khác. Nếu như mục tiêu của chính sách cổ tức là để thu hút các nhà cổ đông tiềm năng có chiến lược đầu tư lâu dài phù hợp, thì ngược lại, chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết thời gian qua lại chạy theo sở thích của các nhà đầu tư trong ngắn hạn. Và tác động cuối cùng là chính sách cổ tức đã ảnh hưởng rất lớn đến giá trị doanh nghiệp trên thị trường.

### **CHƯƠNG 3: ĐỀ XUẤT CHÍNH SÁCH CỔ TỨC PHÙ HỢP CHO CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Khi thiết lập một chính sách cổ tức thì không thể có một chính sách nào phù hợp cho mọi doanh nghiệp. Một công ty khác nhau sẽ có những đặc điểm riêng, hoạt động trong những lĩnh vực khác nhau và chịu tác động bởi những nhân tố ảnh hưởng khác nhau. Trong điều kiện kinh doanh cụ thể, mỗi công ty có những chiến lược và quan điểm kinh doanh khác nhau. Các công ty cần cân nhắc lựa chọn mức cổ tức phù hợp với đặc điểm, tiềm năng của mình, và phù hợp với các giai đoạn khác nhau của quá trình tăng trưởng. Và mục tiêu tối hậu của chính sách cổ tức là cùng với chính sách đầu tư và chính sách tài trợ để làm tối đa hoá giá trị doanh nghiệp.

Do vậy, phần này chúng tôi chỉ đưa ra nhưng đề xuất mang tính lý thuyết để các doanh nghiệp niêm yết có thể tham khảo trong công tác tài chính của mình. Những đề xuất này cũng bao hàm những phân tích và đánh giá mang tính thực tiễn trên thị trường chứng khoán Việt Nam, đồng thời sử dụng kết quả hồi qui mô hình (2) để thiết lập mức độ ổn định trong chính sách cổ tức tối ưu cho các doanh nghiệp niêm yết.

#### **3.1 Các nguyên tắc cơ bản trong việc đưa ra các quyết định chính sách cổ tức của các doanh nghiệp:**

##### **3.1.1 Vận dụng các nguyên tắc cơ bản của Lintner:**

Mô hình cách điệu hoá về cách thức chi trả cổ tức của Lintner vào giữa thập niên 1950 đã đưa ra những nguyên tắc cơ bản như sau:

*Thứ nhất*, các doanh nghiệp có các tỷ lệ chi trả cổ tức mục tiêu dài hạn. Với thu nhập tương đối ổn định, các doanh nghiệp sung mãn thường có tỷ lệ chi trả cổ tức cao, các doanh nghiệp tăng trưởng thường chi trả cổ tức thấp.

*Thứ hai*, các giám đốc thường tập trung nhiều vào những thay đổi cổ tức hơn là so với mức chi trả cổ tức tuyệt đối.

*Thứ ba*, cổ tức được thay đổi theo những thay đổi trong lợi nhuận ổn định và kéo dài, các thay đổi trong lợi nhuận một cách tạm thời sẽ không tác động gì đến chi trả cổ tức.

*Thứ tư*, các giám đốc tài chính đặc biệt lo lắng về việc phải huỷ bỏ chính sách chi trả cổ tức cao trước đây do những tác động ngược của quyết định này. Trong những trường hợp như thế, họ rất miễn cưỡng đưa ra những quyết định về thay đổi chính sách cổ tức.

Đây là những quan điểm cổ điển của các giám đốc doanh nghiệp về chính sách phân phối cổ tức. Nhưng nó vẫn còn mang tính thời sự và có giá trị cho các doanh nghiệp trên thế giới lẫn các doanh nghiệp Việt Nam khi xem xét đưa ra quyết định cổ tức của mình.

Mô hình của Lintner chỉ ra rằng, việc đầu tiên khi quyết định chính sách cổ tức của một doanh nghiệp là phải xác định được tỷ lệ cổ tức mục tiêu dài hạn phù hợp nhất với những đặc điểm của doanh nghiệp. Đây là điều kiện tiên quyết để có một chính sách cổ tức tối ưu cho doanh nghiệp. Sau đó, vào từng năm cụ thể doanh nghiệp dựa vào tỷ lệ chi trả mục tiêu để thực hiện chi trả cổ tức tương đối ổn định. Chẳng hạn, công ty cần phải có một chính sách cổ tức an toàn, nhất quán, 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. An toàn ở đây là việc tăng cổ tức phải dựa trên những thay đổi trong lợi nhuận ổn định và kéo dài. Đồng thời tránh tối đa việc cắt giảm cổ tức, cho dù công ty đang có một cơ hội đầu tư tuyệt vời. 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. Trong trường hợp như thế, để không bỏ lỡ cơ hội đầu tư này, công ty nên chọn giải pháp đi vay hay phát hành cổ phiếu mới. Nếu vì một lý do nào đó 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.



### ***3.1.2 Nguyên tắc lựa chọn chính sách cổ tức phù hợp:***

Khi quyết định lượng tiền mặt sẽ phân phối cho cổ đông, có ba điểm cần lưu ý: (1) Mục tiêu quan trọng nhất là tối đa hoá giá trị cho các cổ đông, (2) Dòng tiền của công ty là thuộc về cổ đông, do đó ban quản trị không nên giữ lại trừ phi họ có thể tái đầu tư khoản tiền này với tỷ suất sinh lời cao hơn so với mức các cổ đông có thể tự mình kiếm được. (3) Lý thuyết trật tự phân hạn cho rằng: Nguồn vốn nội sinh (thu nhập giữ lại) rẻ hơn so với vốn bên ngoài (phát hành cổ phiếu phổ thông mới), do đó nếu có cơ hội đầu tư tốt doanh nghiệp có thể sử dụng thu nhập giữ lại để tài trợ sẽ tốt hơn so với phát hành cổ phần mới.

Như vậy, dựa vào những điểm lưu ý này chúng ta có thể đưa ra những nguyên tắc cơ bản sau khi đưa ra quyết định chính sách phân phối của doanh nghiệp Việt Nam:

*Một là*, phải xem xét nền tảng của cổ tức là dòng tiền. Một số công ty thu về lượng tiền mặt từ hoạt động kinh doanh lớn song có rất ít cơ hội đầu tư, đây thường là những công ty đang trong giai đoạn bão hoà. Những công ty như vậy nên phân phối phần lớn thu nhập của mình cho cổ đông, bằng cách đó thu hút các nhóm nhà đầu tư ưa thích cổ tức cao. Những công ty khác tạo ra ít hoặc không có tiền mặt dư thừa song lại có nhiều cơ hội đầu tư tốt. Những công ty này thường phân chia ít hoặc không phân chia tiền mặt nhưng hưởng thu nhập và giá cổ phiếu tăng lên, do đó thu hút các nhà đầu tư ưa thích lãi vốn cổ phần. Nói chung, dòng tiền là thuộc về cổ đông, doanh nghiệp chỉ có nhiệm vụ là tái đầu tư số tiền đó để làm tối đa hoá tài sản của cổ đông, bất kỳ lượng tiền mặt dư thừa nào cũng nên được trả lại cho cổ đông.

*Hai là*, không nên tách chính sách cổ tức ra khỏi các chính sách tài chính khác của doanh nghiệp mà cần phải xem xét chính sách cổ tức cũng là một phần của chính sách tài trợ. Vì nguồn lợi nhuận giữ lại là nguồn vốn quan trọng trong cấu trúc vốn, với chi phí sử dụng vốn thấp hơn so với các nguồn vốn khác. Theo lý thuyết trật tự phân hạn thì các doanh nghiệp nên ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại để tài trợ nội bộ, và các

doanh nghiệp nên điều chỉnh tương ứng trong các tỷ lệ chi trả cổ tức mục tiêu theo các cơ hội đầu tư, nhưng đồng thời vẫn tránh các thay đổi đột xuất trong cổ tức.

*Ba là*, xem xét các hình thức chi trả cổ tức phù hợp. Khi nói đến phương thức chi trả cổ tức, xem xét về bản chất phải là dòng tiền thực trả lại cho các cổ đông. Như vậy chỉ có hai phương thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt hoặc bằng cách mua lại cổ phần là thể hiện được điều này. Những phương thức chi trả khác như cổ tức bằng cổ phần, cổ tức bằng tài sản chỉ mang tính hình thức. Khi các cổ đông muốn nhận được tiền mặt từ chính sách cổ tức này, thì họ phải bán các cổ phần hay các tài sản này, nhưng nếu công ty có thể bán các tài sản này và thu về tiền mặt với các chi phí giao dịch thấp hơn thì công ty nên thực hiện giao dịch này và chi trả tiền mặt trực tiếp cho cổ đông.

### **3.2 Xây dựng quy trình ra quyết định chính sách cổ tức cho các doanh nghiệp:**

Tước tiên khi đưa ra quy trình quyết định chính sách cổ tức, doanh nghiệp phải xác định các dòng tiền từ hoạt động kinh doanh sẽ đi vào đâu trước khi dùng để chi trả cổ tức. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của công ty sẽ được đi theo những hướng khác nhau với những thứ tự ưu tiên như sau:

*Đầu tiên:* Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của công ty trước hết ưu tiên trả các khoản nợ đến hạn và lãi vay (nếu có) căn cứ theo hợp đồng. Phần dòng tiền còn lại sẽ là dòng tiền dành cho chủ sở hữu do chủ sở hữu quyết định phương thức sử dụng.

*Thứ hai:* Dòng tiền sau đó sẽ được phân chia làm hai phần, trong đó, một phần để tái đầu tư vào các hoạt động kinh doanh. Mức độ giữ lại lợi nhuận phụ thuộc vào các cơ hội đầu tư hiệu quả và khả năng huy động các nguồn vốn khác của doanh nghiệp.

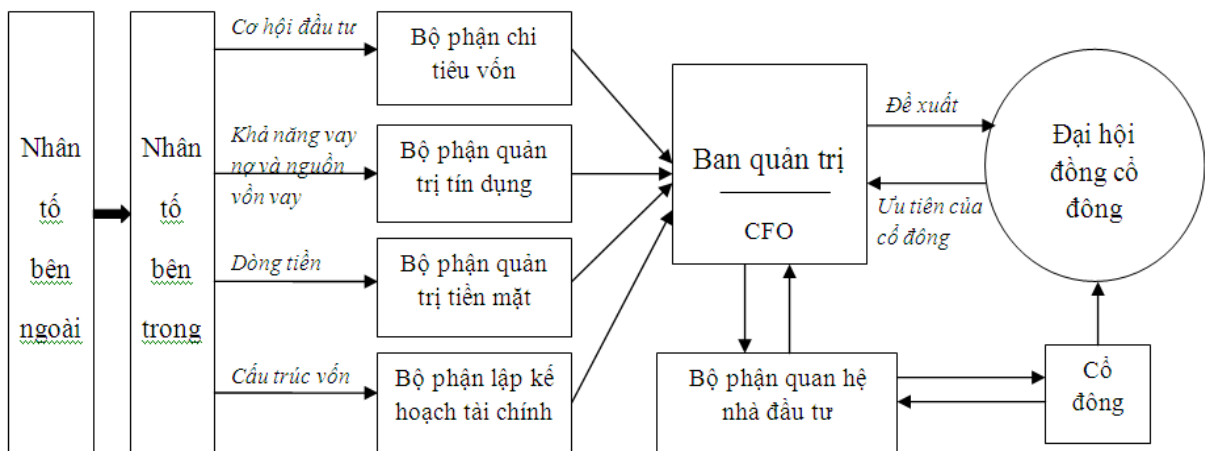
*Thứ ba:* Phần còn lại trước hết phục vụ cho mục đích quản trị số dư tiền mặt hợp lý phục vụ vốn lưu động trong doanh nghiệp.

*Cuối cùng:* Dòng tiền sẽ được chi trả cho cổ đông. Doanh nghiệp cần phải xác định ưu tiên của các cổ đông để có phương thức chi trả bằng tiền mặt hay bằng cách mua lại cổ phần một cách hợp lý.

Đây là những bước đi của dòng tiền để chi trả cổ tức cho các cổ đông. Dựa vào các bước đi này chúng ta thấy rằng chính sách cổ tức phải được đặt trong tương quan mật thiết với các quyết định đầu tư, quyết định tài trợ của doanh nghiệp và đồng thời nó cũng chịu sự kiểm soát của cổ đông.

Dựa vào đó, chúng tôi đưa ra quy trình của các quyết định trong chính sách cổ tức.

**Hình 3.1:** Quy trình thực hiện quyết định chính sách cổ tức được phân tích theo nhiệm vụ của các bộ phận trong doanh nghiệp:



Quy trình ra quyết định chính sách cổ tức cho doanh nghiệp phải xem xét đến các yếu tố tác động bao gồm các yếu tố bên trong và bên ngoài, các ưu tiên của các cổ đông. Xem xét các ảnh hưởng của các yếu tố tác động, các doanh nghiệp cần chú trọng đến các yếu tố bên trong đó là các yếu tố liên quan trực tiếp đến các quyết định đầu tư và quyết định tài trợ, chẳng hạn các cơ hội đầu tư tăng trưởng trong tương lai, cấu trúc vốn mục tiêu, khả năng vay nợ, dòng tiền,... Các doanh nghiệp cũng cần phải xem xét đến các yếu tố bên ngoài như lạm phát, xu hướng của nền kinh tế, thị trường vốn, lãi suất ngân hàng,... Nhưng các nhân tố bên trong phải là các yếu tố quyết định, yếu tố nội tại tác động lên chính sách cổ tức, các nhân tố bên ngoài nếu có ảnh hưởng đến chính sách cổ tức cũng phải thông qua sự tác động lên các nhân tố bên trong. Như vậy, doanh nghiệp phải chú trọng các yếu tố bên trong có thể ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của chính doanh nghiệp mình.

Quy trình trên đặc biệt nhấn mạnh đến vị thế của cổ đông trong quá trình ra quyết định cổ tức. Vì cổ đông là chủ doanh nghiệp, là mục tiêu hướng đến cuối cùng của chính sách cổ tức, họ là những người hưởng lợi trực tiếp từ chính sách này. Do vậy, họ biết rõ nhất chính sách chi trả cổ tức phải như thế nào để đạt được mục tiêu tối đa hoá giá trị tài sản của họ. Nhưng ở Việt Nam, lợi ích của cổ đông, đặc biệt là các cổ đông thiểu số thường bị bỏ ngỏ. Từ đó, bài nghiên cứu kiến nghị thành lập “bộ phận quan hệ nhà đầu tư” trong doanh nghiệp. Đây là bộ phận mà các doanh nghiệp lớn trên thế giới đều chú trọng phát triển, nhưng tại nước ta, phần lớn các doanh nghiệp còn chưa biết đến cũng như tầm quan trọng và cách thức tổ chức của bộ phận này. Nguyên nhân là các doanh nghiệp Việt Nam thiếu chú trọng trong công tác quan hệ với nhà đầu tư. Nhiệm vụ chủ yếu của bộ phận này là thông tin và chăm sóc, những nhiệm vụ này phải mang tính hai chiều giữa ban quản trị và nhà đầu tư. Bộ phận quan hệ nhà đầu tư phải thông tin đầy đủ cho các nhà đầu tư biết về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh nói chung, về mục tiêu của chính sách cổ tức nói riêng,..., đồng thời thông tin ngược lại cho ban quản trị doanh nghiệp về các yêu cầu, các ý kiến đề xuất của cổ đông. Bộ phận này giúp nhà đầu tư nắm rõ được tình hình hoạt động cũng như chiến lược của công ty trong tương lai, như vậy họ có thể đưa ra quyết định tốt hơn cho chính sách cổ tức của chính công ty mình. Bộ phận này còn phải chăm sóc, tạo mối quan hệ thân thiết với các nhà cổ đông chiến lược, cũng như các cổ đông mới tiềm năng có chính sách đầu tư phù hợp với doanh nghiệp mình. Từ hai nhiệm vụ trong tâm này, bộ phận quan hệ nhà đầu tư sẽ góp phần làm giảm chi phí đại diện giữa các cổ đông và ban quản trị doanh nghiệp trong chính sách cổ tức nói riêng, đồng thời tạo điều kiện để đồng nhất lợi ích của các cổ đông và doanh nghiệp trong chính sách cổ tức nói chung.

### **3.3 Một số đề xuất lựa chọn chính sách cổ tức tối ưu cho các doanh nghiệp:**

Chính sách cổ tức nói chung bao gồm ba thành tố quan trọng. Thứ nhất, đó là tỷ lệ chi trả cổ tức là bao nhiêu, thứ hai, nên thực hiện chi trả cổ tức dưới hình thức trả cổ tức tiền mặt hay mua lại cổ phần, và cuối cùng, việc chi trả cổ tức nên được thực hiện với

mức độ ổn định như thế nào, tức là quỹ phân phối hàng năm ở một mức độ ổn định hay thay đổi thường xuyên?

### **3.3.1 Tỷ lệ chi trả cổ tức tối ưu:**

Với một công ty nhất định, tỷ lệ trả cổ tức tối ưu là một hàm số của các biến số:

*Biến số thứ nhất:* Các cơ hội đầu tư của công ty. Phân tích các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua các yếu tố vi mô và vĩ mô, chúng ta thấy rằng nền kinh tế của đất nước đang ở mức tăng trưởng nhanh, vào là một trong những nước có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất thế giới. Thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng còn non trẻ và đang từng bước hoàn thiện, nhưng nói chung thị trường chứng khoán nước ta có mức tăng trưởng cao, nhà đầu tư ngày càng có kiến thức và am hiểu lĩnh vực này. Tới các yếu tố vi mô, các doanh nghiệp trên thị trường phần lớn là những doanh nghiệp vừa và nhỏ, đặc biệt là ở sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội, quy mô của các doanh nghiệp là còn nhỏ hơn nhiều so với các nước trong khu vực và trên thế giới. Nhưng các doanh nghiệp đã tận dụng được các điều kiện kinh tế thuận lợi của đất nước để đạt được các tốc độ tăng trưởng ngày càng cao. Theo chiến lược phát triển kinh tế đến năm 2020, nước ta sẽ cơ bản trở thành một nước công nghiệp hiện đại, do vậy, các cơ hội tăng trưởng dành cho các doanh nghiệp ngày càng nhiều.

Như vậy, có thể nói cơ hội đầu tư cho sự tăng trưởng của các công ty là rất cao, đặc biệt là ngành công nghệ thông tin. Do đó, các doanh nghiệp nên giữ lại lợi nhuận để sẵn sàng đáp ứng cho các nhu cầu đầu tư này. Nghĩa là tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức thấp nên được các doanh nghiệp áp dụng trong thời gian tới.

*Biến số thứ hai:* Cơ cấu vốn mục tiêu của công ty, tính sẵn có và chi phí sử dụng vốn bên ngoài. Cấu trúc vốn mục tiêu của các công ty là khác nhau tùy theo đặc điểm của công ty và của ngành mà công ty đó đang hoạt động. Nhưng do chi phí sử dụng vốn từ nguồn vốn bên ngoài đặc biệt là nguồn vốn vay trong nhiều thời kỳ là tương đối cao, cụ thể là trong những năm mà chính phủ thực hiện chính sách kiềm chế lạm phát.

Chẳng hạn như năm 2011, chính phủ đang thực hiện mục tiêu kiềm chế lạm phát ở mức 7%, lãi suất ngân hàng đã tăng lên cao, làm cho các doanh nghiệp không thể vay được vốn cho hoạt động kinh doanh cũng như huy động vốn trên thị trường trái phiếu. Như vậy, xu hướng về cấu trúc vốn của các doanh nghiệp Việt Nam nên thiên về vốn cổ phần thường, trong đó nguồn vốn giữ lại phải mang ý nghĩa chiến lược cho các doanh nghiệp. Nghĩa là các doanh nghiệp nên ưu tiên giữ lại lợi nhuận ở mức cao và chi trả cổ tức thấp để đáp ứng yêu cầu cấu trúc vốn này.

*Biến số cuối cùng:* Quan điểm của ban quản trị về nhu cầu thu nhập của nhà đầu tư, hay các ưu tiên của cổ đông về mức cổ tức cao hay thấp. Các ưu tiên này của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam là chưa rõ ràng. Các nhà đầu tư đều có tâm lý thích chi trả cổ tức ở mức cao. Tuy nhiên, ở nhóm các nhà đầu tư dài hạn, xu hướng lựa chọn mức chi trả cổ tức vừa phải để dành vốn cho tái đầu tư vẫn cao hơn ở nhóm các nhà đầu tư ngắn hạn. Nhưng có một mâu thuẫn ở đây, các nhà đầu tư ngắn hạn là các nhà đầu tư tiến hành giao dịch nhiều để hưởng lãi vốn, nguồn thu nhập chủ yếu của họ vẫn được xem là lãi vốn, thì các cổ phiếu có cổ tức cao dẫn đến mức biến động giá lớn thường được các nhà đầu tư này chú trọng. Họ muốn cổ phiếu có mức cổ tức cao là để đạt được các mức lãi vốn hấp dẫn. Nhưng, cũng phải nói rằng, xu thế này là không tồn tại mãi mãi khi thị trường chứng khoán ngày càng phát triển, nhà đầu tư ngày càng có trình độ đầu tư cao. Vậy, mức cổ tức với tỷ lệ chi trả thấp vẫn là mức phù hợp nhất đối với các nhà đầu tư hiện nay.

Tổng quát các biến số trên, chúng ta có thể thấy rằng chính sách cổ tức với tỷ lệ chi trả thấp hoặc có thể không chi trả cổ tức là phù hợp với các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam, đặc biệt là các doanh nghiệp vừa và nhỏ, các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng nhanh. Trong đó, các doanh nghiệp ngành công nghệ thông tin nên thực hiện chính sách không chi trả cổ tức.

### **3.3.2 Hình thức cổ tức tối ưu:**

Hình thức cổ tức tối ưu phụ thuộc vào ưu tiên của nhà đầu tư là muốn nhận thu nhập bằng lãi vốn hay bằng tiền mặt. Từ năm 2007 trở về trước, “chỉ một số ít các nhà đầu tư ngắn hạn thích chi trả cổ tức bằng tiền mặt, còn lại phần lớn đều thích chi trả bằng cổ phiếu hoặc vừa bằng cổ phiếu vừa bằng tiền mặt”<sup>4</sup>. Nhưng từ năm 2008 trở đi, hình thức chi trả cổ tức bằng cổ phiếu không còn được nhiều nhà đầu tư ưa thích do thị trường bị suy giảm.

Từ những điều kiện như vậy, các nhà đầu tư Việt Nam nên chọn cho mình cách thức đầu tư dài hạn và hưởng lãi vốn từ sự tăng trưởng của các doanh nghiệp. Về chính sách thuế thu nhập cá nhân thì từ năm 2010, Việt Nam đã áp dụng mức thuế suất 5% trên cổ tức và 20% trên lãi vốn tính cho cả năm (hoặc 0.1% trên mỗi lần giao dịch). Mức thuế suất như vậy đang ủng hộ các doanh nghiệp chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Trong ngắn hạn những năm tới, mức thuế suất này sẽ không đổi. Nhưng về dài hạn thì chắc chắn mức thuế suất thuế thu nhập cá nhân sẽ tăng lên khi thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam tăng lên. Đồng thời, để cho thị trường tài chính Việt Nam phát triển lành mạnh thì chính sách thuế thu nhập cá nhân sẽ có xu hướng tiến đến sự không phân biệt giữa cổ tức tiền mặt và lãi vốn. Khi đó, thuế suất đánh trên lãi vốn và thuế suất đánh trên cổ tức tiền mặt là tiệm cận với nhau, hay ít ra có những chi tiết trong chính sách thuế của Nhà nước để giảm đi sự khác biệt giữa hai mức thuế suất này. Đồng thời, thị trường chứng khoán Việt Nam từ khi khủng hoảng năm 2008 cho đến bây giờ, tuy có tốc độ phục hồi cao, nhưng tâm lý nhiều nhà đầu tư còn lo ngại và hiện tại vẫn chưa có nhiều yếu tố tích cực để thúc đẩy thị trường. Trong khi, việc thực hiện chính sách cổ tức bằng cách mua lại cổ phần là ít được chú trọng, mà các doanh nghiệp thường xem đó là hình thức đầu tư tài chính trên thị trường bằng chính cổ phiếu của mình. Việc áp dụng hình thức mua lại cổ phần trong thời điểm kết thúc năm tài chính

<sup>4</sup> Phạm Thị Thanh Xuân, “*Chính sách cổ tức Lý thuyết và thực tiễn tại một số công ty cổ phần khu vực thành phố Hồ Chí Minh*”, Luận văn thạc sĩ Kinh tế, năm 2007.

2010 sẽ tăng lượng cầu trên thị trường và tạo động lực để tăng giá cổ phiếu, góp phần tích cực làm chuyển biến thị trường theo xu hướng tốt hơn. Nhưng về dài hạn, việc mua lại cổ phần để trả cổ tức là ít thích hợp đối với một thị trường chứng khoán còn mới mẻ và cần huy động nhiều vốn, cũng như cần nhiều hàng hoá để phát triển như thị trường chứng khoán Việt Nam. Vậy, hình thức cổ tức tiền mặt vẫn là hình thức chủ đạo theo quan điểm của bài nghiên cứu này. Ngoài ra, các doanh nghiệp có thể linh động áp dụng các hình thức cổ tức bằng cổ phần hoặc cổ tức bằng tài sản cũng như chia, tách cổ phiếu nhằm đạt sự phù hợp với nguyện vọng của các cổ đông và tối đa hoá giá trị doanh nghiệp.

### ***3.3.3 Mức độ ổn định của chính sách chi trả cổ tức:***

Mô hình (2) ở những phần trên đã kiểm định mối quan hệ giữa sự thay đổi trong cổ tức chi trả và sự thay đổi trong giá cổ phiếu trên thị trường và đã chỉ ra rằng các doanh nghiệp có chính sách cổ tức ổn định hay chi trả với mức cổ tức tăng nhẹ thường xuyên thường có xu hướng là giá cổ phiếu tăng với tốc độ rất cao qua các năm. Cụ thể, trung bình nếu một doanh nghiệp không thay đổi cổ tức qua các năm thì doanh nghiệp này có giá cổ phiếu trên thị trường tăng lên tới 39,41% trong năm đó. Mô hình cũng khuyên các doanh nghiệp gia tăng tỷ suất cổ tức (tính theo cùng một mức giá cho năm gốc) từ 0% đến 3% là tốt nhất, nếu tăng cao hơn 4,165% thì giá cổ phiếu trên thị trường lại có xu hướng giảm. Như vậy, một doanh nghiệp có mức cổ tức ổn định được các nhà đầu tư ưa thích hơn là các doanh nghiệp có mức cổ tức thay đổi. Đây dường như là đặc trưng về tác động phát tín hiệu của chính sách cổ tức. Nhưng các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán phần lớn là còn có quy mô nhỏ, tốc độ tăng trưởng cao nên chính sách cổ tức lợi nhuận giữ lại thụ động được ưu tiên như lập luận ở các phần trên, thì bằng cách nào các doanh nghiệp có thể thực hiện chi trả cổ tức với các mức ổn định qua các năm? Các doanh nghiệp hoàn toàn có thể áp dụng cho mình chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động nhưng vẫn giữ được mức cổ tức ổn định, bằng cách kết hợp linh



hoạt giữa các chính sách cổ tức này với chính sách cổ tức tiền mặt ổn định và chính sách cổ tức định kỳ thấp cộng với cổ tức tăng thêm.

Ngoài ra, các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam cũng có thể thực hiện hai cách sau đây. Đầu tiên, doanh nghiệp có thể giữ lại lợi nhuận khá cao trong những năm có nhu cầu vốn cao. Nếu công ty tiếp tục tăng trưởng, các giám đốc có thể tiếp tục thực hiện chiến lược này mà không nhất thiết phải giảm cổ tức. Thứ hai, doanh nghiệp có thể vay vốn cho nhu cầu vốn mà mình cần và do đó tăng tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần một cách tạm thời để tránh trường hợp giảm cổ tức. Nếu doanh nghiệp có nhiều cơ hội đầu tư tốt trong suốt một năm nào đó thì chính sách vay nợ sẽ thích hợp hơn so với cắt giảm cổ tức. Sau đó, doanh nghiệp có thể giữ lại lợi nhuận hay bán cổ phần mới để đẩy tỷ số nợ trên vốn cổ phần về với mức thích hợp.

Đồng thời, các doanh nghiệp cũng phải hiểu rõ mục tiêu cũng như cách thức thực hiện chính sách lợi nhuận giữ lại với các bước như sau:

*Thứ nhất*, dự đoán thu nhập và các cơ hội đầu tư ở mức trung bình trong một khoảng thời gian ít nhất là năm năm tới.

*Thứ hai*, sử dụng những thông tin này để xác định lượng thu nhập trung bình để trả cổ tức, tỷ lệ trả cổ tức theo chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động trong khoảng thời gian mà doanh nghiệp đã lập kế hoạch.

*Thứ ba*, sau đó, đề ra chính sách trả cổ tức mục tiêu dựa trên các dữ liệu đã dự đoán.

Như vậy, những doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam nên sử dụng mô hình lợi nhuận giữ lại thụ động để thiết lập tỷ lệ trả cổ tức mục tiêu trong dài hạn, chứ không phải là cách thức xác định tỷ lệ chi trả cổ tức cho mỗi một năm. Từ đó, các doanh nghiệp có thể duy trì được mức cổ tức ổn định qua các năm.

Các công ty nên sử dụng chính sách này một cách có nguyên tắc và phải được thực hiện bằng một mô hình dự báo tài chính trên máy vi tính. Thông tin về chi phí sử dụng vốn dự kiến và yêu cầu vốn luân chuyển được đưa vào mô hình cùng với các dự báo lượng hàng bán, lợi nhuận biên, khấu hao, và các yếu tố khác cần thiết cho việc dự báo

đồng tiền. Cấu trúc vốn mục tiêu cũng phải được xác định rõ ràng. Mô hình này sẽ tính ra lượng vốn vay và vốn cổ phần để đáp ứng yêu cầu ngân sách vốn trong khi duy trì được cấu trúc vốn mục tiêu. Các công ty có thể dùng mô hình này để thiết lập một tỷ lệ chi trả cổ tức trong một khoảng thời gian dự kiến để đảm bảo vốn cổ phần đủ để hỗ trợ ngân sách vốn mà không cần phải bán ra cổ phiếu phổ thông mới hay thay đổi cấu trúc vốn mục tiêu.

### **KẾT LUẬN CHƯƠNG 3:**

Các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam nên học tập kinh nghiệm chi trả cổ tức của các doanh nghiệp trên thế giới có lĩnh vực kinh doanh phù hợp. Đồng thời, các doanh nghiệp niêm yết phải nắm vững các nguyên tắc khi đưa ra quyết định chính sách cổ tức. Trong chương này, đề tài cũng đã gợi ý xây dựng quy trình ra quyết định cổ tức cho các doanh nghiệp, quy trình này góp phần giảm bất cân xứng thông tin trong doanh nghiệp. Và, nó có thể đưa chính sách cổ tức hướng về mục tiêu cuối cùng của nó là tối đa hóa tài sản của các cổ đông. Chương này cũng đưa ra một số đề xuất lựa chọn chính sách cổ tức tối ưu cho doanh nghiệp niêm yết để các doanh nghiệp có thể tham khảo khi ra quyết định cổ tức trong tương lai. Quan điểm của chuyên đề là khi đã giảm bất cân xứng thông tin trong doanh nghiệp, khi các cổ đông sẽ nắm rõ tình hình của doanh nghiệp, thì họ hoàn toàn có thể đưa ra chính sách cổ tức tối ưu phù hợp với riêng doanh nghiệp mình.

## **PHẦN KẾT LUẬN:**

Doanh nghiệp nên quyết định chính sách cổ tức như thế nào? Câu hỏi không chỉ liên quan đến chính sách cổ tức mà nó còn liên quan đến chính sách tài trợ và chính sách đầu tư của doanh nghiệp. Quyết định phân phối nói riêng và các quyết định tài chính khác của một doanh nghiệp nói chung đều phải hướng tới mục tiêu cuối cùng là tối đa hoá giá trị doanh nghiệp. Các quyết định tài chính luôn luôn liên quan mật thiết với nhau, và chịu sự tác động của nhiều nhân tố bên trong và bên ngoài doanh nghiệp. Do vậy, việc ra các quyết định tài chính là một vấn đề phức tạp và khó khăn, nó đòi hỏi các giám đốc tài chính phải có hiểu thấu đáo và áp dụng thành công các kiến thức tài chính doanh nghiệp hiện đại.

Bài nghiên cứu đã đưa ra các phân tích chi tiết về chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua. Mặc dù, bài nghiên cứu không giải quyết hết tất cả các vấn đề phát sinh trong thực tiễn liên quan đến chính sách cổ tức như các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức; hoặc các hình thức phân phối cổ tức bằng cổ phần, và bằng hình thức mua lại cổ phần; hoặc chính sách cổ tức riêng áp dụng cho từng ngành cụ thể. Nhưng chúng tôi vẫn hy vọng rằng, nó có thể góp một phần vào việc nâng cao công tác quản lý tài chính của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian tới.

### ***Hướng nghiên cứu mở rộng của đề tài:***

Việc có những phân tích đầy đủ và rõ ràng về chính sách cổ tức cũng như tầm quan trọng của nó đến việc tối ưu hóa giá trị doanh nghiệp sẽ góp phần quan trọng làm công tác quản lý tài chính của doanh nghiệp trở nên hiệu quả hơn. Do vậy, từ những hạn chế của đề tài này chúng tôi đề xuất mở rộng việc phân tích các chính sách cổ tức theo những hướng như sau:

*Thứ nhất*, phân tích các chính sách cổ tức khác như chính sách cổ tức bằng cổ phần, hoặc mua lại cổ phần và đánh giá tác động tổng hợp của tất cả các chính sách cổ tức đến giá trị thị trường của doanh nghiệp.

*Thứ hai*, định lượng các yếu tố tác động lên chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

*Thứ ba*, phân tích các chính sách cổ tức áp dụng ở các ngành khác nhau trên thị trường chứng khoán Việt nam, để từ đó đưa ra những căn cứ nhằm xác định chính sách cổ tức phù hợp nhất cho từng ngành trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Những hướng mở rộng này nếu được thực hiện nghiên cứu một cách đầy đủ và hiệu quả sẽ góp nâng cao tầm vóc tài chính của các doanh nghiệp niêm yết cũng như thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO:

### Tài liệu tiếng Việt:

1. PGS.TS Trần Ngọc Thơ (2007), “*Tài chính doanh nghiệp hiện đại*”, Nhà xuất bản Thống Kê, trang 307-343.
2. Học viện tài chính (2008), “*Giáo trình tài chính doanh nghiệp*”, Nhà xuất bản Tài chính, trang 257-290.
3. Eugene F.Brigham, Joel F. Houston (2008), “*Quản trị tài chính*”, Đại học kinh tế luật Thành phố Hồ Chí Minh - Nhà Xuất Bản Cengage Learning, trang 774-814.
4. Th.S Trần Thị Hải Lý, “*Hành vi bày đàn trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nguyên nhân và một số giải pháp*”, Tạp chí Tài chính và phát triển, số 5, 6/2010.
5. Phạm Thị Thanh Xuân (2007), “*Chính sách cổ tức – Lý thuyết và thực tiễn tại một số công ty cổ phần khu vực thành phố Hồ Chí Minh*”, Luận văn thạc sĩ Kinh tế.
6. Bùi Thị Ngọc Anh (2009), “*Xây dựng chính sách cổ tức cho các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam*”, Luận văn thạc sĩ Kinh tế.
7. Nguyễn Duy Lương (2007), “*Chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”, Luận văn thạc sĩ Kinh tế.
8. Th.S. Nguyễn Kim Thu, “*Chính sách cổ tức hợp lý - Một bài toán chưa có lời giải?*”, Tạp chí chứng khoán, tháng 11, năm 2008.
9. Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam (2009), “*VAFI đánh giá chính sách cổ tức tại các công ty đại chúng trong mười lăm năm qua*”.
10. Lê An Khang (2008), “*Ảnh hưởng của bất cân xứng thông tin đối với nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh*”, Luận văn thạc sĩ Kinh tế.
11. TS. Phạm Kinh Luân (2010), “*Chứng khoán phẳng*”, hội thảo tọa đàm với khách hàng StoxPro.

## 12. Các website:

- [www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn) (Ủy ban chứng khoán Nhà nước)
- [www.hsx.vn](http://www.hsx.vn) (Sở Giao dịch chứng khoán TP. HCM)
- [www.hnx.vn](http://www.hnx.vn) (Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội)
- [www.vafi.org.vn](http://www.vafi.org.vn) (Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam)
- [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn) (Công ty Cổ Phần Chứng Khoán Thành Phố Hồ Chí Minh)
- [www.fpts.com.vn](http://www.fpts.com.vn) (Công ty Cổ Phần Chứng Khoán FPT).

**Tài liệu tiếng Anh:**

1. George M. Frankfurter, Bob G. Wood, James W. Wansley (2003), “*Dividend policy: theory and practice*”, Elsevier Science.
2. Harold Kent Baker (2009), “*Dividends and Dividend Policy*”, John Wiley and Sons, Inc.
3. Aswath Damodaran (2010), “*Applied Corporate Finance*”, Third Edition, pp. 505-591.
4. Henri Servaes, Peter Tufano (February, 2006), “*The Theory and Practice of Corporate Dividend and Share Repurchase Policy*”, Deutsche Bank.
5. Liang Shao (2010), “*Two Essays on Cross-Country Differences in Corporate Dividend Policies*”, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
6. Clemens Sialm (2009), “*Tax Changes and Asset Pricing*”, American Economic Review.
7. Michael J. Mauboussin (January 25, 2011), “*The Real Role of Dividends in Building Wealth*”, Legg Mason Capital Management.
8. Michael S. Rozeff Michael S. Rozeff (Fall 1982), “*Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios*”, Journal of Financial Research, Vol. 5, No. 3, pp. 249-259.

9. Mark S. Grinblatt, Ronald W. Masulis and Sheridan Titman (July 1984), “*The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends*”, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
10. Henk von Eije, William Megginson (March 15, 2007), “*Dvidend policy in the european union*”, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
11. King Fuei LEE (March 2008), “*Owning assets that pay shareholders to own them over time: The power of investing for dividends in Asia*”, Schroder Investments Limited.
12. J.P.Morgan (2011), “*Dividends: The 2011 guide to dividend policy trends and best practices*”, Corporate Finance Advisory.
13. Werner R.Murhadi (2007), “*Study On Dividend Policy: Antecedent and Its Impact On Share Price*”, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
14. John R. M.Hand, Wayne R. Landsman (1999), “*The Pricing of Dividends in Equity Valuation*”, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
15. Kenneth Khang, Tao-Hsien Dolly King (2002), “*Is Dividend Policy related to Information Asymmetry? Evidence from Insider Trading Gains*”, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
16. Samy Ben Naceur, Mohamed Goaid and Amel Belanes (2007), “*On the Determinants and Dynamics of dividend policy*”, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
17. Kai Nekat and Peter Nippel (2008), “*The Impact of a Firm’s Payout Policy on Stock Prices and Shareholders’ Wealth in an Inefficient Market*”, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
18. SALIH, ALAA,A (2010) “*The Effect of Dividend Policy on Market Value UK Empirical Study*”. Doctoral thesis, Durham University, at Durham E-Theses Online: <http://etheses.dur.ac.uk/556/>
19. Các website:
  - [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (Standard and Poor’s)
  - [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com) (Bloomberg)
  - [www.jpmorgan.com](http://www.jpmorgan.com) (J.P.Morgan)
  - [www.dividendgrowthinvestor.com](http://www.dividendgrowthinvestor.com) (Dividend Growth Investor)

### PHỤ LỤC:

**Phụ lục hình 2.1:** Phần trăm số lượng các doanh nghiệp phân loại theo mức độ ổn định của cổ tức chi trả từ năm 2002 đến năm 2009:

<b>Năm</b> \ <b>Mức độ ổn định cổ tức</b>	<b>Không đổi</b>	<b>Tăng</b>	<b>Giảm</b>
<b>2002</b>	0.00%	100.00%	0.00%
<b>2003</b>	80.00%	6.67%	13.33%
<b>2004</b>	66.67%	20.83%	12.50%
<b>2005</b>	62.96%	24.07%	12.96%
<b>2006</b>	36.70%	30.28%	33.03%
<b>2007</b>	20.40%	43.78%	35.82%
<b>2008</b>	23.37%	41.00%	35.63%
<b>2009</b>	33.74%	31.90%	34.36%

**Phụ lục hình 2.2:** Thu nhập và cổ tức mỗi cổ phần trung bình của thị trường từ năm 2000 đến năm 2010:

Năm	2000*	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
DIV	518.22	600	864.44	910.42	1063.5	1305.2	1388.5	1343	1369	1353.1	2019.1
EPS	871.25	1027	1210.6	1427	2185.3	3482.5	3866.6	4421.8	3032.8	3717.6	3572.1



**Phụ lục hình 2.3:**

<b>Số lượng các doanh nghiệp niêm yết phân loại theo các nhóm mức chi trả cổ tức (tính theo % mệnh giá mỗi cổ phần)</b>								
<b>Năm</b>	<b>0-5%</b>	<b>5-10%</b>	<b>10-15%</b>	<b>15-20%</b>	<b>20-25%</b>	<b>25-30%</b>	<b>&gt;=30%</b>	<b>Tổng</b>
<b>2001</b>	2	2	2	0	0	0	0	<b>6</b>
<b>2002</b>	23	0	8	7	4	1	2	<b>45</b>
<b>2003</b>	23	0	9	10	3	0	3	<b>48</b>
<b>2004</b>	23	0	10	14	4	1	2	<b>54</b>
<b>2005</b>	24	6	31	31	8	4	6	<b>110</b>
<b>2006</b>	24	29	58	54	23	6	11	<b>205</b>
<b>2007</b>	29	34	83	73	20	9	14	<b>262</b>
<b>2008</b>	60	34	72	85	43	15	19	<b>328</b>
<b>2009</b>	79	37	105	94	53	15	27	<b>410</b>

**Phụ lục hình 2.4:**

<b>Tỷ trọng số lượng các doanh nghiệp phân loại các nhóm mức chi trả cổ tức (tính theo % mệnh giá mỗi cổ phần)</b>							
<b>Năm</b>	<b>0%-5%</b>	<b>5%-10%</b>	<b>10%-15%</b>	<b>15%-20%</b>	<b>20%-25%</b>	<b>25%-30%</b>	<b>&gt;=30%</b>
<b>2001</b>	33%	33%	33%	0%	0%	0%	0%
<b>2002</b>	51%	0%	18%	16%	9%	2%	4%
<b>2003</b>	48%	0%	19%	21%	6%	0%	6%
<b>2004</b>	43%	0%	19%	26%	7%	2%	4%
<b>2005</b>	22%	5%	28%	28%	7%	4%	5%
<b>2006</b>	12%	14%	28%	26%	11%	3%	5%
<b>2007</b>	11%	13%	32%	28%	8%	3%	5%
<b>2008</b>	18%	10%	22%	26%	13%	5%	6%
<b>2009</b>	19%	9%	26%	23%	13%	4%	7%

**Phụ lục hình 2.5:** Mức cổ tức mỗi cổ phần (DPS) trung bình của thị trường từ năm 2001 đến năm 2009 (đơn vị đồng):

<b>Mức chi trả cổ tức (DPS) trung bình từ năm 2001 đến năm 2009</b>					
<b>Năm</b>	<b>Số lượng</b>	<b>DPS nhỏ nhất</b>	<b>DPS lớn nhất</b>	<b>DPS trung bình</b>	<b>Độ lệch chuẩn</b>
<b>2001</b>	6	0	1,000	600	395.81140290
<b>2002</b>	45	0	3,000	864	965.20707175
<b>2003</b>	48	0	4,500	910	1030.01609683
<b>2004</b>	54	0	5,500	1,063	1198.66568936
<b>2005</b>	110	0	5,000	1,305	977.57547636
<b>2006</b>	205	0	6,000	1,389	961.68855856
<b>2007</b>	262	0	4,800	1,343	809.98177396
<b>2008</b>	328	0	9,500	1,369	1045.61494043
<b>2009</b>	410	0	11,000	1,353	1115.19132956

**Phụ lục hình 2.7:**

<b>Số lượng các doanh nghiệp niêm yết phân loại theo các nhóm tỷ lệ chi trả cổ tức khác nhau qua các năm</b>							
<b>Năm</b>	<b>0%-20%</b>	<b>20%-40%</b>	<b>40%-60%</b>	<b>60%-80%</b>	<b>80%-100%</b>	<b>&gt;=100%</b>	<b>Tổng</b>
<b>2001</b>	1	2	6	10	1	1	<b>21</b>
<b>2002</b>	23	5	8	7	0	1	<b>44</b>
<b>2003</b>	23	5	5	3	0	1	<b>37</b>
<b>2004</b>	24	8	9	3	0	0	<b>44</b>
<b>2005</b>	29	14	24	7	4	10	<b>88</b>
<b>2006</b>	44	57	47	29	13	7	<b>197</b>
<b>2007</b>	54	86	75	35	8	4	<b>262</b>
<b>2008</b>	61	59	86	70	29	20	<b>325</b>
<b>2009</b>	96	91	118	68	24	10	<b>407</b>

**Phụ lục hình 2.8:**

<b>Tỷ trọng số lượng các doanh nghiệp phân loại theo các nhóm tỷ lệ chi trả cổ tức khác nhau qua các năm:</b>						
<b>Năm</b>	<b>0%-20%</b>	<b>20%-40%</b>	<b>40%-60%</b>	<b>60%-80%</b>	<b>80%-100%</b>	<b>&gt;=100%</b>
2001	5%	10%	29%	48%	5%	5%
2002	52%	11%	18%	16%	0%	2%
2003	62%	14%	14%	8%	0%	3%
2004	55%	18%	20%	7%	0%	0%
2005	33%	16%	27%	8%	5%	11%
2006	22%	29%	24%	15%	7%	4%
2007	21%	33%	29%	13%	3%	2%
2008	19%	18%	26%	22%	9%	6%
2009	24%	22%	29%	17%	6%	2%

**Phụ lục hình 2.9:**

<b>Tỷ suất cổ tức trung bình của thị trường từ năm 2001 đến năm 2009</b>					
<b>Năm</b>	<b>Số lượng</b>	<b>Tỷ suất cổ tức nhỏ nhất</b>	<b>Tỷ suất cổ tức lớn nhất</b>	<b>Tỷ suất cổ tức trung bình</b>	<b>Độ lệch chuẩn</b>
2001	6	0.00%	3.19%	2.19%	1.16%
2002	45	0.00%	13.51%	3.41%	4.78%
2003	48	0.00%	19.83%	3.94%	5.80%
2004	54	0.00%	46.88%	3.98%	7.77%
2005	110	0.00%	34.00%	4.38%	6.01%
2006	205	0.00%	238.10%	5.83%	18.01%
2007	262	0.00%	12.94%	2.57%	1.85%
2008	328	0.00%	43.48%	9.46%	6.68%
2009	410	0.00%	28.85%	5.16%	3.91%

**Phụ lục hình 2.10:**

Số lượng các doanh nghiệp phân loại theo các nhóm tỷ suất cổ tức khác nhau								
Năm	0%-2%	2%-4%	4%-6%	6%-8%	8%-10%	10%-12%	>=12%	Tổng
2001	1	4	0	0	0	0	0	5
2002	23	1	1	4	2	2	4	37
2003	23	1	1	3	4	1	4	37
2004	22	0	5	7	4	0	1	39
2005	24	5	5	6	6	1	4	51
2006	55	54	30	10	13	4	14	180
2007	94	95	33	7	2	0	1	232
2008	50	20	20	49	36	38	106	319
2009	90	76	79	84	44	17	20	410

**Phụ lục hình 2.11:**

<b>Tỷ trọng số lượng các doanh nghiệp niêm yết phân loại theo các nhóm tỷ suất cổ tức khác nhau qua các năm</b>							
<b>Năm</b>	<b>0%-2%</b>	<b>2%-4%</b>	<b>4%-6%</b>	<b>6%-8%</b>	<b>8%-10%</b>	<b>10%-12%</b>	<b>&gt;=12%</b>
<b>2001</b>	20.00%	80.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>2002</b>	62.16%	2.70%	2.70%	10.81%	5.41%	5.41%	10.81%
<b>2003</b>	62.16%	2.70%	2.70%	8.11%	10.81%	2.70%	10.81%
<b>2004</b>	56.41%	0.00%	12.82%	17.95%	10.26%	0.00%	2.56%
<b>2005</b>	47.06%	9.80%	9.80%	11.76%	11.76%	1.96%	7.84%
<b>2006</b>	30.56%	30.00%	16.67%	5.56%	7.22%	2.22%	7.78%
<b>2007</b>	40.52%	40.95%	14.22%	3.02%	0.86%	0.00%	0.43%
<b>2008</b>	15.67%	6.27%	6.27%	15.36%	11.29%	11.91%	33.23%
<b>2009</b>	21.95%	18.54%	19.27%	20.49%	10.73%	4.15%	4.88%

*Phụ lục hình 2.12:*

<b>Mức cổ tức mỗi cổ phần (DPS) trung bình theo ngành trong giai đoạn 2001-2009</b>										
<b>Ngành</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Số lượng</b>
<b>Công nghệ thông tin</b>	1000	1600	1600	1600	1483	1421	1571	782	760	<b>10</b>
<b>Công nghiệp</b>	950	825	1000	1119	1234	1515	1266	1379	1366	<b>219</b>
<b>Dầu khí</b>	N/A	0	0	1200	600	1033	1390	1300	1017	<b>6</b>
<b>Dịch vụ tiện ích</b>	N/A	433	500	500	1100	1385	1332	1275	1330	<b>21</b>
<b>Dịch vụ tiêu dùng</b>	N/A	N/A	1300	1200	1200	1000	1356	1418	1148	<b>30</b>
<b>Hàng tiêu dùng</b>	350	856	739	765	1041	1104	1543	1344	1452	<b>67</b>
<b>Nguyên vật liệu</b>	0	1500	1500	750	1550	1289	1439	1641	1353	<b>41</b>
<b>Tài chính</b>	N/A	N/A	1400	3450	2100	1581	1072	1155	1296	<b>48</b>
<b>Y tế</b>	N/A	0	0	2200	2400	1533	2100	2100	2263	<b>11</b>

*Phụ lục hình 2.14:*

<b>Tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình theo ngành trong giai đoạn 2001 – 2009:</b>										
<b>Ngành</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Số lượng</b>
<b>Công nghệ thông tin</b>	N/A	N/A	45.71%	51.22%	34.92%	38.57%	96.10%	75.99%	26.40%	<b>10</b>
<b>Công nghiệp</b>	N/A	0.00%	19.26%	19.16%	166.42%	55.53%	40.26%	54.60%	67.32%	<b>219</b>
<b>Dầu khí</b>	N/A	0.00%	0.00%	N/A	9.54%	51.09%	34.90%	25.30%	23.71%	<b>6</b>
<b>Dịch vụ tiện ích</b>	N/A	0.00%	0.00%	12.76%	26.34%	46.19%	50.30%	56.01%	45.53%	<b>21</b>
<b>Dịch vụ tiêu dùng</b>	N/A	N/A	N/A	65.79%	66.11%	39.30%	38.50%	57.06%	55.29%	<b>30</b>
<b>Hàng tiêu dùng</b>	N/A	0.00%	23.95%	21.01%	41.09%	33.01%	42.36%	68.94%	48.07%	<b>67</b>
<b>Nguyên vật liệu</b>	0.00%	0.00%	22.22%	14.12%	36.68%	39.15%	33.34%	58.72%	37.59%	<b>41</b>
<b>Tài chính</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	60.61%	31.04%	21.69%	35.42%	33.94%	<b>48</b>
<b>Y tế</b>	N/A	0.00%	0.00%	N/A	40.26%	25.05%	35.76%	45.95%	36.47%	<b>11</b>

**Phụ lục hình 2.16:**

<b>Tỷ suất cổ tức trung bình theo ngành trong giai đoạn 2001 - 2009</b>										
<b>Ngành</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Số lượng</b>
<b>Công nghệ thông tin</b>	3.04%	5.52%	7.84%	4.32%	3.79%	3.98%	2.79%	7.07%	2.62%	<b>10</b>
<b>Công nghiệp</b>	2.65%	3.00%	3.85%	2.42%	4.38%	8.57%	2.50%	10.12%	5.26%	<b>219</b>
<b>Dầu khí</b>	N/A	0.00%	0.00%	N/A	0.00%	1.48%	1.91%	4.25%	2.88%	<b>6</b>
<b>Dịch vụ tiện ích</b>	N/A	0.00%	0.00%	15.63%	12.93%	6.65%	4.29%	9.83%	5.98%	<b>21</b>
<b>Dịch vụ tiêu dùng</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	7.69%	3.04%	2.19%	10.95%	8.09%	<b>30</b>
<b>Hàng tiêu dùng</b>	2.60%	4.34%	4.39%	3.20%	3.39%	3.08%	3.32%	9.94%	5.47%	<b>67</b>
<b>Nguyên vật liệu</b>	0.00%	4.50%	6.02%	3.23%	3.96%	3.02%	2.37%	9.84%	4.96%	<b>41</b>
<b>Tài chính</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	0.00%	1.73%	1.06%	5.28%	3.23%	<b>48</b>
<b>Y tế</b>	N/A	0.00%	0.00%	N/A	N/A	1.26%	1.15%	5.07%	3.83%	<b>11</b>

**Phụ lục kiểm định mô hình hồi qui (1):**

Dependent Variable: P

Method: Least Squares

Date: 05/11/11 Time: 21:08

Sample: 1 1167

Included observations: 1166

 $P = \beta(1) + \beta(2) \cdot \text{DIV} + \beta(3) \cdot \text{EPS} + \beta(4) \cdot \text{R}$ 

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\beta(1)$	4.751668	3.649599	1.301970	0.1932
$\beta(2)$	0.001498	0.001376	1.088970	0.2764
$\beta(3)$	0.004140	0.000354	11.71020	0.0000
$\beta(4)$	23.03369	4.872567	4.727219	0.0000
R-squared	0.231589	Mean dependent var		36.45386
Adjusted R-squared	0.229605	S.D. dependent var		37.61934
S.E. of regression	33.01930	Akaike info criterion		9.835486
Sum squared resid	1266899.	Schwarz criterion		9.852849
Log likelihood	-5730.089	Durbin-Watson stat		1.437657

***Phụ lục các thống kê chi tiết và các kiểm định liên quan của mô hình hồi qui (1):***

*Ma trận tương quan:*

	<b>DIV</b>	<b>EPS</b>	<b>P</b>	<b>R</b>
<b>DIV</b>	1.000000	0.498339	0.188249	-0.350916
<b>EPS</b>		1.000000	0.463042	0.246063
<b>P</b>			1.000000	0.238050
<b>R</b>				1.000000

*Ma Trận hiệp Phương sai:*

	<b>C(1)</b>	<b>C(2)</b>	<b>C(3)</b>	<b>C(4)</b>
<b>C(1)</b>	13.31957	-0.003634	0.000472	-15.65769
<b>C(2)</b>	-0.003634	1.89E-06	-3.13E-07	0.003778
<b>C(3)</b>	0.000472	-3.13E-07	1.25E-07	-0.000893
<b>C(4)</b>	-15.65769	0.003778	-0.000893	23.74191

*Giá trị các thống kê mô tả:*

	<b>P</b>	<b>DIV</b>	<b>EPS</b>	<b>R</b>
<b>Mean</b>	36.45386	1402.128	3904.648	0.583285
<b>Median</b>	25.50000	1400.000	3308.000	0.577000
<b>Maximum</b>	459.4000	11000.00	33580.00	1.000000
<b>Minimum</b>	0.000000	0.000000	-13528.00	0.000000
<b>Std. Dev.</b>	37.61934	981.6855	3690.853	0.247956
<b>Ske wness</b>	3.924907	2.317491	2.287369	0.022216
<b>Kurtosis</b>	28.76536	18.25016	17.18558	2.363292
<b>Jarque-Bera</b>	35245.92	12342.61	10793.22	19.79143
<b>Probability</b>	0.000000	0.000000	0.000000	0.000050
<b>Sum</b>	42505.20	1634881.	4552819.	680.1100
<b>Sum Sq. Dev.</b>	1648725.	1.12E+09	1.59E+10	71.62684
<b>Observations</b>	1166	1166	1166	1166

Kiểm tra đa cộng tuyến sử dụng nhân tử phóng đại phương sai (VIF):

	<b>R</b>	<b>R<sup>2</sup></b>	<b>1-R<sup>2</sup></b>	<b>VIF = 1/(1-R<sup>2</sup>)</b>
<b>R = f (DIV, EPS)</b>	0.599176	0.359012	0.640988	<b>1.5600916086</b>
<b>EPS = f (DIV, R)</b>	0.671193	0.450500	0.549500	<b>1.8198362147</b>
<b>DIV = f (EPS, R)</b>	0.697874	0.487028	0.512972	<b>1.9494241401</b>

**Phụ lục kiểm định mô hình hồi qui (2):**

#### SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.557714663
R Square	0.311045645
Adjusted R Square	0.310160099
Standard Error	1.357862727
Observations	780

#### ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	647.6270893	647.6271	351.24752	5.8178E-65
Residual	778	1434.469543	1.843791		
Total	779	2082.096632			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
<b>Intercept</b>	0.394196062	0.048697686	8.09476	0.000000	0.298601637	0.489790487
<b>X Variable 1</b>	-9.464806839	0.505015978	-18.7416	0.000000	-10.4561622	-8.473451483



**Phụ lục phân ngành:** Danh sách phân ngành của 453 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam vào ngày 31/12/2009 (Nguồn: <http://hsc.com.vn>)

Ngành	Mã chứng khoán									
Công nghệ thông tin	FPT	SRB	TST	POT	ONE	UNI	TLC	VTC	SAM	LTC
Công nghiệp	ALP	CTB	CJC	L10	L62	MEC	SVI	BPC	VPK	SPP
	TTP	HBD	BBS	BXH	CLC	PMS	STP	SFN	MCP	DTT
	VKP	TPC	NTP	DPC	VCB	SRA	HPG	VNC	DHI	HTP
	SAP	NVC	SHI	GIL	KKC	ST8	SDA	VMG	TMX	TNA
	TMC	TSC	PIT	TH1	PAN	SMC	SHN	TIX	PVE	VGP
	DXP	VSG	VSC	MAC	TJC	VNT	VNL	MHC	SHC	DDM
	ILC	TMS	PGT	HCT	PJC	VSP	VNA	HTV	PTS	VFR
	VST	VIP	VTO	PJT	VFC	TCL	GMD	SFI	DVP	PVT
	CSG	BTH	LGC	TYA	SRF	GLT	TIE	VHG	DNC	VBH
	B82	BHV	BHC	HCC	XMC	BT6	MCV	DZM	CDC	CVT
	REE	MCG	TCR	SKS	QTC	DID	DC4	CYC	NHC	LBM
	CCM	PTM	LCG	LM3	L43	L44	LO5	L61	MCO	NAG
	NAV	BMP	RDP	DNP	SDG	PPG	SDN	SJC	SDT	SNG
	SJE	S12	SJM	SD2	SDJ	SD3	SD4	SD5	S55	SD6
	S64	SSS	SD7	SD8	SD9	S91	S96	S99	DCT	HUT
	TXM	PVA	SDC	TV3	TV4	VTV	VHL	HLV	TLT	VIT
	VTB	DAC	DTC	VMC	VCC	VC6	VTB	DCC	CTN	SDH
	V11	V15	VC2	VC3	SC5	VC5	VC7	VC9	ICG	CNT
	HBC	TKC	CID	C92	VE1	VE9	HAS	SDS	BCC	BTS
	HT1	SCJ	SCC	SDY	TBX	YBC	QNC	DXV	VCS	HPS
	UIC	SDP	DIC	PTC	CIC	L18	CSC	SDD	LUT	CTM
	PHC	TV2	VC1	SDU	PVX	VNE	VCG	FPC	HT2	
Dầu Khí	PGC	PLC	PVC	PVD	PGD	PVS				
Dịch vụ tiện ích	PVG	PGS	MTG	SFC	ASP	PSC	COM	BTP	NBP	PPC
	S74	SJD	NLC	HJS	RHC	TBC	TMP	VSH	SEB	TIC
Dịch vụ tiêu dùng	KHP									
	HAX	MKV	BST	HBE	DST	LBE	QST	STC	PNC	VNS
	TCT	PDC	VNG	SGH	RIC	VPL	PET	ECI	HST	SGD
	DAE	EBS	BED	HEV	CTC	ALT	EFI	EID	DAD	SED

