



Công ty cổ phần nên áp dụng

CHÍNH SÁCH CỔ TỨC NÀO?

ThS. TRẦN CHÍ CHINH

Đối với một công ty cổ phần (CTCP) thì giá trị doanh nghiệp chịu ảnh hưởng của ba loại quyết định tài chính, đó là quyết định đầu tư, quyết định tài trợ và quyết định chi trả cổ tức (chính sách cổ tức – CSCT). Các quyết định đầu tư của một doanh nghiệp ấn định mức lợi nhuận tương lai và tiềm năng cổ tức tương lai. Cấu trúc vốn ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn và đến lượt mình, chi phí sử dụng vốn ấn định một phần đến số cơ hội đầu tư có thể chấp nhận được. CSCT ảnh hưởng đến tỷ trọng vốn cổ phần thường trong cấu trúc vốn của một doanh nghiệp (qua lợi nhuận giữ lại) và mở rộng ra là ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn. Vì vậy, một doanh nghiệp có được các quyết định đầu tư và quyết định tài trợ tốt nhưng áp dụng một CSCT không phù hợp có thể làm giảm giá trị doanh nghiệp. Vậy CSCT là gì? Và CSCT như thế nào có thể làm gia tăng giá trị doanh nghiệp?

CSCT thể hiện qua việc ấn định mức lợi nhuận của doanh nghiệp được đem ra phân phối như thế nào, lợi nhuận sẽ được giữ lại để tái đầu tư hay được chi trả cho cổ đông.

Vậy để trả lời được câu hỏi trên chúng ta hãy đi vào xem xét các yếu tố quyết định CSCT của một doanh nghiệp

và các CSCT đang được thực hiện trong thực tiễn:

Các yếu tố quyết định CSCT

– Các hạn chế pháp lý: Hầu hết ở các quốc gia đều có luật điều tiết việc chi trả cổ tức của một CTCP. Ở Việt Nam hiện nay điều này bị điều tiết bởi Luật Doanh nghiệp 2005, về cơ bản Luật này quy định như sau: Không được dùng vốn của một doanh nghiệp để chi trả cổ tức, chỉ chia cổ tức khi doanh nghiệp kinh doanh có lãi, không có lỗ lũy kế và trích lập các quỹ đầy đủ. Không thể chi trả cổ tức nếu điều này làm cho doanh nghiệp mất khả năng thanh toán.

– Các điều khoản hạn chế: Trong trường hợp doanh nghiệp có các giao kèo với các chủ nợ về





việc doanh nghiệp chỉ được chi trả cổ tức khi lợi nhuận của doanh nghiệp đạt tới một mức nào đó. Khi chưa đạt tới mức này, mặc dù doanh nghiệp kinh doanh có lãi thì doanh nghiệp vẫn không được chi trả cổ tức.

– Các ảnh hưởng của thuế: Nếu thuế đánh cả thu nhập cổ tức và thu nhập lãi vốn thì tùy theo mức thuế suất mà luật thuế quy định, doanh nghiệp sẽ áp dụng CSCT nào mà số thuế phải nộp của các cổ đông là ít nhất. Ở Việt Nam nếu cổ đông là doanh nghiệp thì điều này bị điều tiết bởi Luật thuế thu nhập doanh nghiệp, còn nếu cổ đông là cá nhân sẽ được điều tiết bởi Luật thuế thu nhập cá nhân.

– Ảnh hưởng của khả năng thanh toán: Chi trả cổ tức bằng tiền mặt là dòng tiền chi, do đó việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt có thể làm giảm khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Vì vậy, khả năng thanh toán của một doanh nghiệp càng cao, doanh nghiệp càng có khả năng chi trả cổ tức bằng tiền mặt.

– Khả năng vay nợ và tiếp cận thị trường vốn: Doanh nghiệp càng có khả năng tiếp cận với thị

trường vốn, càng có khả năng chi trả cổ tức. Vì khi cần vốn đầu tư (VĐT) cho các dự án mới thay vì phải giữ lại lợi nhuận, doanh nghiệp có thể huy động vốn từ bên ngoài bằng cách đi vay hoặc phát hành cổ phần mới.

– Ổn định lợi nhuận: Một doanh nghiệp có lợi nhuận ổn định qua các năm thường chi trả cổ tức cao hơn so với doanh nghiệp có lợi nhuận không ổn định.

– Triển vọng tăng trưởng: Một doanh nghiệp tăng trưởng nhanh thường có nhu cầu vốn lớn để tài trợ cho các cơ hội đầu tư hấp dẫn của mình. Thay vì chi trả cổ tức nhiều và sau đó cố gắng bán cổ phần mới để huy động vốn cổ phần cần thiết. Doanh nghiệp loại này thường giữ lại phần lớn lợi nhuận và tránh bán cổ phần mới ra công chúng vừa tốn chi phí vừa bất tiện.

– Lạm phát: Trong một môi trường lạm phát cao, vốn phát sinh từ khấu hao thường không đủ để thay thế tài sản của một doanh nghiệp khi các tài sản này cũ kỹ, lạc hậu. Lạm phát cũng có tác động đến nhu cầu vốn lưu động, để duy trì một quy mô kinh doanh không đổi, doanh

nh nghiệp cần phải có nhiều vốn hơn. Vậy, trong trường hợp có lạm phát cao, doanh nghiệp buộc phải giữ lại một tỷ lệ lợi nhuận cao hơn để duy trì cho năng lực hoạt động kinh doanh của mình.

– Các ưu tiên của cổ đông: Trong một doanh nghiệp mà số cổ đông ít, ấn định mức cổ tức như thế nào thường ưu tiên theo yêu cầu của cổ đông. Còn các doanh nghiệp có số cổ đông nhiều thì việc ấn định mức cổ tức như thế nào thường xét đến các yếu tố khác như cơ hội đầu tư, nhu cầu dòng tiền, khả năng tiếp cận thị trường vốn...

– Bảo vệ chống lại loãng giá: Nếu doanh nghiệp chi trả cổ tức cao sau đó để có VĐT cho các dự án có tiềm năng sinh lợi bằng cách phát hành cổ phần mới, nếu các cổ đông cũ không mua số lượng cổ phần mới bằng với tỷ lệ phần số cổ phần của mình đang nắm giữ thì quyền của chủ sở hữu sẽ bị giảm. Còn nếu để có VĐT cho các dự án này bằng cách đi vay nợ thì sẽ tăng rủi ro tài chính cho doanh nghiệp.

Các CSCT trong thực tiễn:

– CSCT thụ động: Mức chi cổ tức của một doanh nghiệp phụ thuộc vào các cơ hội đầu tư của

doanh nghiệp. 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 thì lợi nhuận sẽ được giữ lại để tái đầu tư. CSCT này có ưu điểm đó là không làm thay đổi cơ cấu vốn mục tiêu, phần vốn chủ sở hữu dùng cho đầu tư là lợi nhuận giữ lại, do đó không tốn chi phí phát hành. Hơn nữa CSCT này không làm pha loãng quyền sở hữu vốn đối với các cổ đông cũ. Tuy nhiên nó cũng có nhược điểm đó là cổ tức chi trả cho các cổ đông sẽ có sự thay đổi rất lớn giữa các năm, phụ thuộc vào cơ hội đầu tư của doanh nghiệp.

– CSCT cố định bằng tiền mặt: Cổ tức chi trả cho các cổ đông thường được doanh nghiệp cố định ở một số tiền nhất định và ít thay đổi qua các năm. Ưu điểm của CSCT này là số cổ tức chi trả cho các cổ đông thường biết trước, vì vậy cổ đông có thể biết được mình sẽ nhận được số cổ tức bằng tiền mặt là bao nhiêu. Nhược điểm là do số lợi nhuận dành cho chi trả cổ tức là cố định do đó nếu doanh nghiệp có các cơ hội đầu tư thì để có vốn doanh nghiệp phải phát hành cổ phần mới, do đó làm tăng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu vì phải tốn thêm chi phí phát hành.

Danh sách một số công ty trả cổ tức của năm 2008 bằng tiền mặt

Mã chứng khoán	Tên công ty	Tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền mặt
ANV	CTCP Nam Việt	18%
SSC	CTCP Giống cây trồng Miền Nam	15%
BBC	CTCP Xây dựng và Giao thông Bình Dương	20%
GDI	CTCP Đầu tư phát triển Gia Định	5%
KDC	CTCP Kinh Đô	18%
NLC	CTCP Thủy điện Nà Loi	20%
SD8	CTCP Sông Đà 8	8%
HAG	CTCP Hoàng Anh Gia Lai	15%
TTF	CTCP Tập đoàn kỹ nghệ gỗ Trường Thành	10%

Nguồn: <http://www.vietstock.com.vn>, <http://www.news.sanotc.com>

– CSCT bằng cổ phần: Thay vì chia cổ tức bằng tiền mặt, công ty chia cổ tức cho cổ đông bằng cổ phần. Ưu điểm của CSCT này là về mặt kế toán, đó là việc chuyển đổi số dư từ tài khoản lợi nhuận giữ lại sang tài khoản vốn cổ phần. Không làm ảnh hưởng đến dòng tiền của doanh

nghiệp, giúp giữ vững khả năng thanh toán và không làm pha loãng quyền sở hữu đối với các cổ đông cũ. Nhược điểm là số cổ phần sẽ tăng lên do vậy có thể pha loãng giá cổ phần và có thể làm giảm thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) trong ngắn hạn.

Danh sách một số công ty trả cổ tức của năm 2008 bằng cổ phần

Mã chứng khoán	Tên công ty	Tỷ lệ trả cổ tức bằng cổ phần
SDC	CTCP Tư vấn Sông Đà	20%
PVC	Tổng công ty Dung dịch khoan và Hóa phẩm Dầu Khí	10%
ITA	CTCP Đầu tư & Công nghiệp Tân Tạo	15%
SGT	CTCP Công nghệ viễn thông Sài Gòn	12%

Nguồn: <http://www.vietstock.com.vn>, <http://www.news.sanotc.com>

Công thức tính thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) như sau:

EPS = Lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông phổ thông/Bình quân gia quyền số cổ phần phổ thông đang lưu hành

Như vậy, nếu số lượng cổ phần mà công ty phát hành thêm để trả cổ tức bằng cổ phần cho các cổ đông là 20% so với số lượng cổ phần đang lưu hành. Thì sau năm thực hiện CSCT này, để EPS không thay đổi. Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông phổ thông cũng phải tăng 20%. Điều này sẽ khó khăn đối với các CTCP mà có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận thấp.

– Chính sách mua lại cổ phần tương tự như là các quyết định cổ tức: Một doanh nghiệp có nhiều lợi nhuận hơn số vốn cần để đầu tư thì phần chênh lệch này thường được chi trả cho cổ đông dưới dạng cổ tức tiền mặt. Thay vì chi trả tiền mặt, đôi khi một vài doanh nghiệp cũng mua lại các cổ phần đang lưu hành. Ưu điểm của CSCT này đó là số lượng cổ phần giảm, nếu lợi nhuận của doanh nghiệp trong tương lai không bị suy giảm có thể làm tăng thu nhập trên mỗi cổ phần trong tương lai. Nhược điểm mua lại cổ phần phải dùng tiền mặt do đó có thể làm giảm khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Hơn nữa việc thực hiện CSCT này có thể làm giảm số cổ đông và như thế có thể sẽ dẫn đến việc thao túng hoặc thâu tóm công ty nếu có một số cổ đông nắm giữ sở hữu vốn lớn.

Danh sách một số công ty đăng ký mua cổ phiếu quỹ

Mã Chứng khoán	Tên công ty	Ngày bắt đầu mua	Ngày kết thúc mua	Số cổ phiếu đề nghị mua lại làm cổ phiếu quỹ (ĐVT: 1cổ phiếu)
CSG	CTCP Cấp Sài Gòn	03/08/2009	03/11/2009	591.400
SJC	CTCP Sông Đà 1.01	01/04/2009	30/06/2009	122.600
XMC	CTCP Bê tông và Xây dựng VinaConex Xuân Mai	04/05/2009	04/06/2009	1.060
VGS	CTCP Ống thép Việt Đức VGPIPE	15/04/2009	15/07/2009	500.000

Nguồn: <http://www.vietstock.com.vn>, <http://www.news.sanotc.com>.

Hiện nay cùng với việc thành lập các doanh nghiệp mới dưới loại hình CTCP và chính sách đẩy mạnh cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước. Số CTCP những năm gần đây không ngừng gia tăng. Để gia tăng giá trị doanh nghiệp, các CTCP không những phải có những chính sách đầu tư, chính sách tài trợ tốt mà cần phải áp dụng một CSCT phù hợp với công ty mình. Mỗi CSCT đều có ưu điểm và nhược điểm, vì vậy việc chọn CSCT nào cho doanh nghiệp phụ thuộc vào điều kiện cụ thể của từng doanh nghiệp để làm sao chính sách đó có thể phát huy được các ưu điểm và hạn chế được các nhược điểm. Để thực hiện được điều này, trước khi xây dựng CSCT chúng ta phải xem xét tất cả các yếu tố tác động đến CSCT trong mối liên hệ với điều kiện cụ thể của công ty. Việc xây dựng CSCT ở hiện tại phải kết hợp với sự dự báo tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp trong tương lai dựa trên các cơ hội đầu tư.

Tóm lại: Để xây dựng được CSCT phù hợp với doanh nghiệp thì cần lưu một số điểm sau đây:

Nên theo đuổi một CSCT ổn định, tránh tối đa việc cắt giảm cổ tức. Bởi vì không phải tất cả các cổ đông đều có đầy đủ thông tin về công ty mà mình đang nắm giữ cổ phiếu. Vì vậy, các thay đổi trong CSCT đôi khi được coi như cung cấp các tín hiệu về triển vọng tương lai của công ty. Nếu cổ tức bị cắt giảm một cách đột ngột, nhiều cổ đông đánh đồng điều này với triển vọng tương lai của công ty không tốt và điều này có thể làm sụt giảm giá thị trường của cổ phiếu.

Nên theo đuổi một CSCT an toàn, CSCT an toàn không có nghĩa là tỷ lệ chi trả cổ tức cao hay thấp. CSCT an toàn là CSCT ổn định, phù hợp với từng giai đoạn phát triển của công ty.

– Công ty đang trong giai đoạn tăng trưởng cần nhiều vốn để đầu tư cho các dự án mới thì nên theo đuổi chính sách tối thiểu hóa cổ tức. Điều này sẽ giúp cho công ty có thể sử dụng được nguồn vốn chủ sở hữu với chi phí sử dụng vốn thấp do phần vốn chủ sở hữu dùng cho đầu tư là lợi nhuận giữ lại, do đó không tốn chi phí phát hành. Đồng thời do công ty đang theo đuổi chính sách tối thiểu hóa cổ tức do đó cổ tức cũng không bị sụt giảm so với những năm trước.

– Công ty đang trong giai đoạn ổn định, có ít cơ hội đầu tư thì nên theo đuổi chính sách

tối đa hóa cổ tức. Bởi vì đây là giai đoạn mà công ty ít cần vốn do có ít cơ hội đầu tư mà có được tỷ suất lợi nhuận như cổ tức công ty mong đợi. Hơn nữa thường thì trong giai đoạn này dòng tiền mặt tự do của công ty cũng khá lớn.

– Công ty cũng chỉ nên áp dụng CSCT bằng cổ phần khi tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của công ty đang ở mức cao. Nếu không cổ tức trong những năm sau có thể bị sụt giảm do thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) giảm ■

