

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

**ĐẶNG THỊ QUỲNH ANH**

*DH Ngân hàng TP.HCM*

**C**hính sách cổ tức (CSCT) là một trong ba quyết định chủ yếu của quản trị tài chính công ty. Các doanh nghiệp luôn phải cân nhắc rất nhiều trước khi đưa ra một CSCT vừa đảm bảo đủ nguồn lực đầu tư phát triển lại vừa tạo được hình ảnh của công ty trong cộng đồng doanh nghiệp và các nhà đầu tư.

Theo lý thuyết về CSCT thì chính quyết định đầu tư chứ không phải CSCT có tác động đến giá trị của vốn chủ sở hữu và giá trị của công ty. Tuy nhiên, lý thuyết trên được đưa ra trên giả định thị trường hoàn hảo, không có thuế, chi phí giao dịch. Trên thực tế, khi các giả định trên không tồn tại thì CSCT lại có tác động không nhỏ đến giá cổ phiếu của công ty, nguồn tiền công ty có thể sử dụng để tái đầu tư và ảnh hưởng đến nguồn thu nhập của các cổ đông hiện hành.

Hiện tại, có hai chính sách chi trả cổ tức phổ biến là CSCT ổn định và chính sách trả cổ tức sau đầu tư. Với CSCT ổn định, cổ tức được chi trả theo kết quả kinh doanh có tính chu kỳ của công ty hoặc ổn định theo tỷ lệ cố định. Với chính sách trả cổ tức sau đầu tư, cổ tức chỉ được chi trả sau khi nhu cầu vốn cho đầu tư được đáp ứng.

CSCT ổn định đưa ra tín hiệu về sự ổn định trong kinh doanh của công ty. Còn chính sách trả cổ tức sau đầu tư có ưu điểm đáp ứng được nhu cầu vốn cho đầu tư, duy trì cơ cấu vốn như cũ mà không cần phát hành thêm cổ phiếu mới. Tuy nhiên nó có nhược điểm là dẫn đến tình trạng bất ổn về thu nhập từ cổ tức của nhà đầu tư, đây là điều mà các nhà đầu tư không mong muốn.

Tại Việt Nam hiện nay, việc chi trả cổ tức thường được thực hiện 1 năm hai lần. CSCT của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thường chưa nhất quán và biến động theo diễn biến của thị trường.

Giai đoạn năm 2006 - 2007, thị trường chứng khoán Việt

Nam được coi là bước vào giai đoạn “hoàng kim” nhất là sau khi Việt Nam chính thức trở thành thành viên WTO. Với sự tham gia mạnh mẽ mang tính xúc tác của khối đầu tư nước ngoài, giá của tất cả cổ phiếu niêm yết tăng nhanh chóng, VN-Index lên điểm mạnh mẽ, từ khoảng 500 điểm lên đến đỉnh 1.179,32 điểm ngày 12/3/2007. Tranh thủ cơ hội trên, việc phát hành thêm cổ phiếu để tăng vốn cũng được nhiều công ty niêm yết, công ty chứng khoán và công ty đại chúng khác tận dụng tối đa. Nhiều công ty trong vòng 1 năm đã tổ chức 2 lần phát hành thêm cổ phiếu.

Tại thời điểm đó, việc tăng vốn nói chung, dù được thực hiện để làm gì (tài trợ cho các dự án, xây nhà máy mới, mua tàu biển mới... hay chỉ cần lý do là tăng vốn điều lệ) hay dưới hình thức nào đi chăng nữa (phát hành cổ phiếu thưởng, trả cổ tức bằng cổ phiếu hay phát hành quyền mua cổ phiếu mới) đều được cổ đông ủng hộ nhiệt liệt. Đơn giản là cổ phiếu cho dù được điều chỉnh giảm theo tỷ lệ phân phối thì cũng vẫn tiếp tục tăng giá. Mức cổ tức bằng tiền mặt không thể nào bằng mức lãi do chênh lệch giá.

Giai đoạn năm 2008 đến giữa năm 2009, trong bối cảnh khủng hoảng tài chính việc huy động vốn gặp nhiều khó khăn, lãi suất ngân hàng, lạm phát tăng cao, giá cổ phiếu liên tục sụt giảm (từ 70% đến 80%) thì càng nắm giữ nhiều cổ phiếu nhà đầu tư càng lỗ. Trong các đợt phát hành, nếu còn nắm cổ phiếu trước ngày chốt sổ cổ đông thì nhà đầu tư buộc phải nhận (hoặc mua) cổ phiếu mới. Khi đó nhà đầu tư không được lợi gì vì giá cổ phiếu đã được điều

## Một số doanh nghiệp trả cổ tức cao năm 2007

Tên DN niêm yết	Mã CK	Cổ tức 2007
Công ty cổ phần Xi măng Sài Gòn	SCJ	48%
Công ty cổ phần Xuyên Thái Bình	PAN	40%
Công ty cổ phần Vật tư kỹ thuật nông nghiệp Cần Thơ	TSC	40%
Công ty cổ phần FPT	FPT	36%
Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu Thủy sản Cửu Long – An Giang	ACL	33%
Công ty cổ phần Cao su Đà Nẵng	DRC	30%
Công ty cổ phần Cao su Hòa Bình	HRC	30%
Công ty cổ phần Cao su Tây Ninh	TRC	30%
Công ty cổ phần Khoáng sản Bình Định	BMC	25%
Công ty cổ phần Dược Hậu Giang	DHG	25%
Công ty cổ phần Cáp và vật liệu viễn thông	SAM	25%
Công ty cổ phần Cáp treo Núi bà Tây Ninh	TCT	24%

chính giảm tương ứng với số cổ phiếu được phát hành thêm.

Ngoài ra, các cổ phiếu mới phải mất 1-2 tháng mới về tài khoản, giá cổ phiếu liên tục giảm đã khiến cho nhà đầu tư càng thua lỗ thêm. Cổ tức bằng tiền mặt, tuy ít nhưng cũng trở thành một khoản thu nhập thật sự. Do đó lúc này xu hướng chia cổ tức bằng cổ phiếu ít được nhà đầu tư quan tâm và bản thân doanh nghiệp không mấy “mặn mà”. Trong bối cảnh đó, những công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt lớn được đánh giá cao. Tuy nhiên, điều đó cũng không làm giá cổ phiếu của các công ty này tăng lên mà vẫn cùng chung xu thế đi xuống của toàn thị trường.

**10 công ty có tỷ lệ cổ tức cao nhất năm 2008**

Tên DNNY	Mã CK	Tỷ lệ cổ tức/mệnh giá
CTCP Xuất nhập khẩu Cửu Long An Giang	ACL	35%
Công ty Cổ phần Khoáng sản Bình Định	BMC	35%
Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre	ABT	30%
Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam	VNM	29%
Công ty Cổ phần FPT	FPT	26%
Công ty Cổ phần Sản xuất Kinh doanh XNK Bình Thạnh	GIL	25%
Công ty Cổ phần Cát Lợi	CLC	20%
Công ty Cổ phần Đồ hộp Hạ Long	CAN	19%
Công ty Cổ phần Nam Việt	ANV	18%
Công ty Cổ phần Chế biến Thực phẩm Kinh Đô Miền Bắc	NKD	18%
Công ty Cổ phần Kinh Đô	KDC	18%

**Nguồn:** HOSE và HNX

Nhiều cổ phiếu blue-chip trước đây trả cổ tức chủ yếu bằng cổ phiếu thì năm 2008 đã chuyển sang trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ cao. Cổ tức bằng tiền mặt năm 2007 của FPT là 36%, VNM 29%, DHG 25%, SJS, SSI và IMP cùng là 20%. Riêng SAM, PVD, ngoài việc trả cổ tức 20% bằng cổ phiếu còn trả thêm lần lượt 25%, 18,5% bằng tiền mặt. Xét theo ngành, nhóm ngành cao su và thủy sản có nhiều công ty trả cổ tức bằng tiền mặt cao nhất.

Tuy nhiên, khá nhiều cổ phiếu có tỷ lệ trả cổ tức cao như SCJ, PAN, FPT, SAM, BMC, TCT, HRC, DRC... vẫn nằm trong nhóm công ty có cổ phiếu giảm giá mạnh. Một số công ty đã phải điều chỉnh việc trả cổ tức so với dự định ban đầu. Chẳng hạn, FPT đã quyết định chia cổ tức bằng tiền mặt đợt 2 năm 2007 với tỷ lệ 20%, thay cho kế hoạch chia thưởng bằng cổ phiếu trước đó. Hay SSI dù đã công bố kế hoạch chia thưởng cổ phiếu theo tỷ lệ 5:1, nhưng sau đó lại thay đổi, chia cổ tức bằng tiền mặt.

Việc trả cổ tức bằng tiền mặt có thể đáp ứng được lợi ích trước mắt nhằm củng cố lòng tin cho cổ đông

khi giá cổ phiếu giảm mạnh nhưng lại ảnh hưởng đến nguồn vốn tái đầu tư khiến nhiều công ty không tìm được nguồn vốn bổ sung hợp lý cho hoạt động sản xuất kinh doanh, nếu có thì chi phí cũng rất cao. Việc này có thể làm giảm thu nhập kỳ vọng của công ty trong tương lai. Ngoài ra, việc chi trả cổ tức cao bằng tiền mặt có thể là tín hiệu cho thấy nhiều công ty không có các dự án đầu tư mở rộng.

Do tác động của khủng hoảng kinh tế, đặc biệt ở những tháng quý 1 năm 2009 tình hình kinh tế trên thế giới và trong nước đều không khả quan. Một số chỉ tiêu kinh tế quan trọng có sự suy giảm mạnh so với cùng kỳ năm trước (cùng kỳ năm trước, GDP tăng 6,5%, giá trị sản xuất công nghiệp tăng 16,5%, giá trị sản xuất nông, lâm nghiệp - thủy sản tăng 4,5%, GDI thực hiện 4,9 tỷ USD, xuất khẩu 30,7 tỷ USD, nhập khẩu 44,5 tỷ USD...).

Tuy nhiên, bước sang quý 2 năm 2009 cùng với việc triển khai gói kích cầu trị giá 143.000 tỷ đồng (tương đương 8 tỷ USD) của chính phủ đã kịp thời thúc đẩy sản xuất, xuất khẩu, ngăn chặn suy giảm kinh tế. Trong bối cảnh như vậy, tình hình kinh doanh của các công ty niêm yết trên cả hai sở giao dịch chứng khoán cũng được cải thiện đáng kể.

Cho đến hết quý 2 năm 2009, mới chỉ có rải rác vài công ty công bố tỷ lệ tạm ứng cổ tức đợt 1 năm 2009. Đến hết quý 3 với tình hình lợi nhuận khả quan, hàng loạt các công ty mới bắt đầu công bố việc chi trả cổ tức. Hầu hết các công ty đều lựa chọn phương thức trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ phổ biến từ 8 -15%, cao hơn lãi suất tiền gửi ngân hàng không nhiều. Cá biệt là các công ty Viglacera có mức chi trả cổ tức tiền mặt rất cao như Viglacera Đông Triều 70%, Viglacera Bá Hiến 35%, CTCP Viglacera Từ Sơn 40%...Hoặc CTCP Xi măng Sài Sơn trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ đến 40%.

Nhìn chung, các công ty niêm yết đều cố gắng theo đuổi một CSCT ổn định. Nhiều công ty đã biết kết hợp các hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu và tiền mặt. Tuy nhiên, hoạt động chi trả cổ tức cho đến nay vẫn chịu tác động rất lớn từ phía các nhà đầu tư (đặc biệt là các nhà đầu tư ngắn hạn) nên không nhất quán và chưa tính đến các lợi ích dài hạn của doanh nghiệp trong tương lai.

**Các công ty có tỷ lệ cổ tức đợt 1 cao năm 2009**

STT	Mã	Tên công ty niêm yết	Tỷ lệ cổ tức	
			Tiền mặt	Cổ phiếu
1.	DHG	CTCP Dược Hậu Giang	15%	
2.	KDC	CTCP Kinh Đô	24%	
3.	PIT	CTCP Xuất nhập khẩu PETROLIMEX	15%	
4.	PNJ	CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	15%	
5.	BHV	CTCP Viglacera Bé Hiến	35%	
6.	ĐAC	CTCP Viglacera Đông Anh	30%	
7.	ĐTC	CTCP Viglacera Đông Triều	70%	
8.	HLV	CTCP Viglacera Hạ Long I	25%	
9.	PAN	CTCP Xuyên Thái Bình	15%	
10.	QNC	CTCP Xi măng và Xây dựng Quảng Ninh	15%	
11.	SCJ	CTCP Xi măng Sài Sơn		40%
12.	SNG	CTCP Sông Đà 10.1	25%	
13.	VTS	CTCP Viglacera Từ Sơn	40%	

Theo Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính các Ban quản lý doanh nghiệp cần coi trọng hơn nữa CSCT của công ty, “càng có cổ tức cao và lợi nhuận nhiều thì quản trị doanh nghiệp càng được nâng lên và như vậy mới giúp cho thị trường chứng khoán phát triển bền vững.” Chính quan điểm này đã tạo ra áp lực buộc các công ty niêm yết phải cố gắng hết sức đưa ra tỷ lệ chi trả cổ tức cao. Tỷ lệ trả cổ tức tiền mặt chiếm đến 40 -50% lợi nhuận ròng, cá biệt công ty PIT do kết quả kinh doanh trong năm 2008 không đủ để chi trả cổ tức nên đã sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại của các năm trước để chia bổ sung. Để thực hiện chia cổ tức 15% PIT đã sử dụng thêm 3 tỷ đồng lợi nhuận của các năm trước để lại.

CSCT tại các doanh nghiệp niêm yết trong năm 2009 đã được cải thiện đáng kể so với năm 2008 do tình hình kinh doanh có nhiều thuận lợi hơn. Tỷ lệ chi trả cổ tức được thực hiện ở mức hợp lý hơn, đặc biệt là tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt ở một số công ty như BMC, ACL, FPT, VNM... không còn cao như năm 2008 nữa. Điều này cho thấy các công ty bắt đầu quan tâm đến lợi ích lâu dài của các cổ đông trung thành mà không chạy theo lợi ích của các cổ đông ngắn hạn.

Hầu hết các công ty đều thực hiện tạm ứng cổ tức đợt 1 năm 2009 bằng tiền mặt, việc trả cổ tức bằng cổ phiếu chỉ được thực hiện ở một số công ty có tình hình lợi nhuận khả quan như HPG, ST8, CIC, PVC.

**CSCT nào là hợp lý?**

Mọi mô hình ưu tiên trả lợi tức cổ phần trước hay giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư đều có ưu điểm và nhược điểm của nó. Tất nhiên, nếu để đạt được mục đích trước mắt thì phải hy sinh một số lợi ích dài hạn và ngược lại. Tùy thuộc vào từng doanh nghiệp để thực hiện chính sách lợi tức phù hợp. Các công ty không nên sử dụng quá nhiều lợi nhuận cho việc

chi trả cổ tức để “đánh bóng” hình ảnh của mình mà nên hài hoà lợi ích trước mắt và lợi ích lâu dài.

Các công ty cổ phần nên theo đuổi một CSCT ổn định, nhất quán, an toàn, có tỷ lệ chia cổ tức hợp lý cho cổ đông, đồng thời đảm bảo một tỷ lệ lợi nhuận tái đầu tư để duy trì sự tăng trưởng bền vững của công ty. Công ty nên đặt ra mục tiêu trong dài hạn về tỷ lệ thanh toán cổ tức trên thu nhập, tránh tối đa việc cắt giảm cổ tức ngay cả khi công ty có cơ hội đầu tư tốt và nên duy trì hệ

số nợ tối ưu của công ty theo cơ cấu vốn mục tiêu.

CSCT của công ty cần gắn với một chiến lược đầu tư cụ thể của công ty trong tương lai. Việc giữ lại lợi nhuận là hết sức cần thiết nhưng quan trọng hơn là sử dụng lợi nhuận đó như thế nào để đem lại hiệu quả cao nhất. Tránh trường hợp giữ lại lợi nhuận nhiều dẫn đến dư thừa tiền mặt hoặc sử dụng phung phí, sai mục đích.

Các công ty nên đa dạng hóa các phương thức chi trả cổ tức. Phương thức chi trả cổ tức bằng cổ phiếu chỉ nên được thực hiện khi giá cổ phiếu của công ty có xu hướng tăng ổn định, tình hình kinh doanh tốt. Điều này giúp hỗ trợ những công ty đang thiếu lượng tiền mặt tạm thời nhưng thừa lợi nhuận.

Tóm lại, khó có thể đưa ra một CSCT phù hợp với tất cả các loại hình doanh nghiệp và làm hài lòng tất cả các cổ đông mà tùy vào tình hình cụ thể của từng công ty, đặc điểm từng ngành kinh doanh. Tuy nhiên, các công ty cũng nên xem xét CSCT dung hòa lợi ích của từng nhóm cổ đông, của cổ đông với ban quản lý, của cổ đông và các chủ nợ ■

*Tài liệu tham khảo*

- Tài chính doanh nghiệp căn bản – TS.Nguyễn Minh Kiều, NXB Thống kê 2009
- Luận văn thạc sĩ kinh tế: CSCT của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam” của tác giả Nguyễn Duy Lương, trường Đại học Kinh tế TP.HCM, năm 2008.
- Bài viết:” Góc khuất của làn sóng chi trả cổ tức năm 2008” của tác giả Giang Thanh, báo Đầu tư Chứng khoán, tháng 11/2008.
- Bài viết:” Cơ cấu vốn và CSCT: bài toán khó” của tác giả Lê Hùng, thời báo kinh tế Việt Nam tháng 7/2007.
- Website của Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM: [www.ssc.com.vn](http://www.ssc.com.vn) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội: [www.hnx.com.vn](http://www.hnx.com.vn)