

CHÍNH SÁCH CỔ TỨC VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

ThS. TRẦN CHÍ CHINH

Đối với một công ty cổ phần 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).

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 và chính sách cổ tức 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 chính sách cổ tức không phù hợp có thể làm giảm giá trị doanh nghiệp. Vậy chính sách cổ tức là gì? Và chính sách cổ tức như thế nào có thể làm gia tăng giá trị doanh nghiệp?

Chính sách cổ tức thể hiện qua việc

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 chi trả cho cổ đông.

Vậy để trả lời được câu hỏi trên, trước tiên chúng ta hãy đi vào xem xét các yếu tố quyết định chính sách cổ tức của một doanh nghiệp và các chính sách cổ tức đang được thực hiện trong thực tiễn.

Các yếu tố quyết định chính sách cổ tức:

- *Các hạn chế pháp lý:* hầu hết các quốc gia đều có luật điều tiết chi trả cổ tức của một doanh nghiệp đăng ký hoạt động ở quốc gia đó. 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 công ty 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 và 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 trên 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 chính sách cổ tức nào mà số thuế phải nộp của các cổ đông là ít nhất.

- *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 dòng chi cổ tức sẽ được cân bằng từ các dòng thu từ hoạt động tài chính.

- *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 kém 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 nghiệp cần phải có nhiều vốn hơn. 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 vốn đầu tư 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 tương ứng với tỷ lệ cổ phần của mình đang nắm giữ thì quyền của chủ sở hữu sẽ bị giảm. Còn nếu để có vốn đầu tư cho các dự án này bằng cách đi vay nợ thì sẽ tăng rủi ro tài chính cho doanh nghiệp.

Các chính sách cổ tức trong thực tiễn:

- *Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động:* mức chi cổ tức của một doanh nghiệp phụ thuộc vào các cơ hội đầu tư của doanh nghiệp, bởi vì 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. Chính sách cổ tức này có ưu điểm là không thay đổi cơ cấu vốn mục tiêu, 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. Hơn nữa chính sách cổ tức này không làm pha loãng quyền sở hữu vốn đối với các cổ đông cũ. Tuy nhiên nó cũng có nhược điểm 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.

- *Chính sách cổ tức tiền mặt cố định:* 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 chính sách cổ tức 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 của chính sách này 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. Nếu các cổ đông cũ không mua số lượng cổ phần mới tương ứng với tỷ lệ cổ phần của mình đang nắm giữ thì quyền của chủ sở hữu sẽ bị giảm. Còn nếu doanh nghiệp tài trợ cho nhu cầu vốn của mình bằng vay nợ thì sẽ làm tăng rủi ro tài chính, phá vỡ cơ cấu vốn mục tiêu của doanh nghiệp.

- *Trả cổ tức 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 chính sách cổ tức 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, do đó không làm ảnh hưởng đến dòng tiền lưu chuyển của doanh nghiệp, giúp giữ vững khả năng thanh toán và không làm pha loãng quyền sở hữu vốn đối với các cổ đông cũ. Nhược điểm của nó là số cổ phần sẽ tăng lên, do vậy sẽ gây áp lực đối với tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ

sở hữu của doanh nghiệp trong tương lai do đòi hỏi của cổ đông về mức thu nhập trên mỗi cổ phần.

- *Mua lại cổ phần để hình thành cổ phiếu quỹ (Treasury stock)*: một doanh nghiệp có nhiều vốn hơn số cần để đầu tư thường chi trả cổ tức tiền mặt cho các cổ đông. Thay vì chi trả tiền mặt, đôi khi một vài doanh nghiệp cũng mua lại các cổ phần đang lưu hành. Ưu điểm của chính sách cổ tức này là số lượng cổ phần giảm khi quy mô doanh nghiệp không đổi, vì vậy có thể làm tăng thu nhập trên mỗi cổ phiếu trong tương lai. Nhược điểm của việc mua lại cổ phần là công ty phải dùng tiền mặt và từ một số nguồn đặc biệt như lợi nhuận giữ lại, thặng dư vốn, do đó có thể làm giảm khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Để mua lại được cổ phần thì điều kiện và giá mua lại tuân thủ theo quy định của cơ quan quản lý nhà nước cũng gây nhiều khó khăn cho doanh nghiệp để mua một số lượng dự kiến trong một thời gian nhất định. Hơn nữa việc thực hiện chính sách cổ tức này có thể làm giảm số cổ đông và như thế có thể sẽ dẫn đến việc thao túng hoặc thu tóm công ty nếu có một số cổ đông nắm giữ sở hữu vốn lớn.

Hiện nay với chính sách đẩy mạnh cổ phần hóa các doanh nghiệp Nhà nước,

số các công ty cổ phần những năm gần đây không ngừng gia tăng. Vì vậy, để không ngừng gia tăng giá trị doanh nghiệp, các công ty cổ phần không những phải có những chính sách đầu tư, chính sách tài trợ tốt mà cần phải áp dụng một chính sách cổ tức phù hợp với công ty mình. Trên thực tế hiện nay thì cả bốn chính sách cổ tức ở trên đều đã và đang được các công ty cổ phần của Việt Nam áp dụng. Tuy nhiên, trong thời gian gần đây, khi mà thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển mạnh, giá thị trường của các cổ phiếu tăng cao, rất nhiều công ty cổ phần thực hiện chính sách trả cổ tức bằng cổ phần, tức là thay vì chi trả cổ tức bằng tiền mặt thì công ty phát hành cổ phần mới từ nguồn lợi nhuận giữ lại và chi trả cho cổ đông bằng số cổ phần mới này. Một số công ty có nhu cầu vốn để đầu tư vào các dự án có tỷ suất sinh lợi cao do đó có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp, do công ty không làm thay đổi tỷ lệ chi trả cổ tức và tìm được nguồn tài trợ với chi phí thấp có thể áp dụng chính sách này. Nhưng cũng có không ít công ty dùng chính sách cổ tức này nhằm mục đích chính là để tăng giá thị trường của cổ phiếu trước khi chi trả cổ tức bằng cổ phần (trước ngày giao dịch không hưởng quyền). Chúng ta đều biết rằng việc chi trả cổ tức bằng cổ phần giống với việc lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư là công ty

không phải dùng tiền mặt để chi trả và số tiền này sẽ được dùng để tái đầu tư. Nhưng nó khác nhau ở chỗ là với chính sách trả cổ tức bằng cổ phần thì số cổ phần sẽ tăng lên và vì vậy, về mặt lý thuyết, giá thị trường của mỗi cổ phiếu sẽ giảm theo tương ứng với số cổ phần mới phát hành. Mối liên hệ này được thể hiện bởi công thức sau:

Còn việc chi trả cổ tức bằng cổ phần giống với chi trả cổ tức bằng tiền mặt ở chỗ là, cả hai về lý thuyết, sau khi chi trả cổ tức, giá cổ phiếu sẽ giảm tương ứng với

$$\text{Giá cổ phiếu sau cổ tức cổ phần} = \frac{\text{Giá cổ phiếu trước cổ tức cổ phần}}{1 + \text{Tỷ lệ phần trăm cổ tức cổ phần}}$$

số tiền chi trả cổ tức. Nhưng nó khác nhau ở chỗ là, đối với chi trả cổ tức bằng tiền mặt, cổ tức sẽ được chi trả cho cổ đông, còn đối với chi trả cổ tức bằng cổ phần, phần cổ tức này sẽ dùng để tái đầu tư.

Tuy nhiên, nếu số tiền cổ tức cổ phần này công ty dùng để tài trợ cho các dự án mà có tỷ suất sinh lợi thấp hơn tỷ suất sinh lợi hiện hành của vốn chủ sở hữu (ROE) thì trong dài hạn giá thị trường của cổ phiếu sẽ giảm, từ đó sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp.

Như vậy, để xây dựng được chính

sách cổ tức phù hợp với mình, doanh nghiệp cần lưu ý một số điểm sau đây:

- Nên theo đuổi một chính sách cổ tức ổn định;

- Nên theo đuổi một chính sách cổ tức an toàn;

- Tránh tối đa việc cắt giảm cổ tức.

Để thực hiện được điều này, trước khi xây dựng chính sách cổ tức, chúng ta phải xem xét tất cả các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức trong mối liên hệ với điều kiện cụ thể của công ty. Cụ thể, nếu 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, tức là giữ lại phần lớn lợi nhuận để tái đầu tư. Còn 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, tức là lợi nhuận có được dành phần lớn cho việc chi trả cổ tức. Việc xây dựng chính sách cổ tức ở hiện tại phải có sự dự đoán tiềm năng tăng trưởng cổ tức trong tương lai dựa trên việc dự đoán các cơ hội đầu tư, bên cạnh đó có thể kết hợp các chính sách cổ tức.

