**BỘ TÀI CHÍNH**

**Trường Đại học Tài chính – Marketing**

🖎🕮✍



***ĐỀ TÀI***

**CHÍNH SÁCH CỔ TỨC**

 Giảng viên : ThS Nguyễn Phú Quốc

 Môn : Quản trị tài chính doanh nghiệp 2

 Nhóm : 3

 Lớp : Sáng thứ 2

**MỤC LỤC Trang**

[I. Cổ tức: 3](#_Toc430811836)

[1. Khái niệm: 3](#_Toc430811837)

[2. Quá trình trả cổ tức: 3](#_Toc430811838)

[3. Hình thức chi trả cổ tức: 4](#_Toc430811839)

[II. Chính sách cổ tức: 7](#_Toc430811840)

[1. Khái niệm: 7](#_Toc430811841)

[2. Đo lường chính sách cổ tức: 7](#_Toc430811842)

[3. Các chính sách cổ tức: 8](#_Toc430811843)

[4. Các yếu tố ảnh hưởng đến việc quyết định một chính sách cổ tức: 10](#_Toc430811844)

[III. Chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp: 14](#_Toc430811845)

[IV. Chính sách cổ tức ở Việt Nam và thế giới: 17](#_Toc430811846)

[1. Chính sách cổ tức ở Việt Nam: 17](#_Toc430811847)

[2. Chính sách cổ tức trên thế giới: 19](#_Toc430811848)

**CHÍNH SÁCH CỔ TỨC**

1. Cổ tức:
2. Khái niệm:

Cổ tức là phần lợi nhuận sau thuế của công ty được dùng để chi trả cho các cổ đông của công ty hay cũng chính là chủ sở hữu của công ty (công ty cổ phần). Cổ tức gồm có:

Cổ tức cổ phần ưu đãi: là một mức hay một tỷ lệ cố định theo các điều kiện áp dụng riêng cho mỗi loại cổ phần ưu đãi.

Cổ tức cổ phần thường: được xác định căn cứ vào lợi nhuận ròng còn lại sau khi trích lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư, phát triển công việc kinh doanh.

1. Quá trình trả cổ tức:

Các công ty cổ phần thường trả cổ tức 2 lần/năm. Cổ tức thường được đề xuất bởi hội đồng quản trị và sau đó được thông qua bởi đại hội đồng cổ đông. Có vài cột mốc thời gian chính sau:

Ngày công bố cổ tức: là ngày công ty công bố mức chi trả cổ tức. Đây là ngày quan trọng bởi vì thông qua việc công bố cổ tức, nhà đầu tư sẽ đánh giá được mức cổ tức là tăng hay giảm, hay vẫn được duy trì, qua đó đánh giá được những tín hiệu thông tin mà các công ty phát ra. Vì vậy, nếu công ty thay đổi cổ tức đột ngột thì đây là ngày mà phản ứng trên thị trường thường sẽ xuất hiện rất rõ.

Ngày giao dịch không hưởng quyền: là ngày mà nếu các nhà đầu tư mua cổ phiếu sẽ không được hưởng cổ tức. Do đó, giá tham chiếu của cổ phiếu ngày này thường được điều chỉnh xuống tương ứng với số cổ tức để đảm bảo bình đẳng giữa các cổ đông, tức là cổ đông được lợi về cổ tức thì bị thiệt về giá và ngược lại.

Ngày chốt danh sách cổ đông hay ngày đăng ký cuối cùng: là ngày trung tâm lưu ký đóng sổ, chốt danh sách những cổ đông được hưởng cổ tức.

 Ngày thanh toán cổ tức: là ngày mà các cổ đông sẽ nhận được cổ tức (thường là 2-3 tuần sau ngày chốt danh sách cổ đông)

1. Hình thức chi trả cổ tức:
2. Tiền mặt:

Cổ tức tiền mặt là dạng cổ tức mà công ty lấy ra từ lợi nhuận ròng chia cho cổ đông dưới dạng tiền mặt (hoặc chuyển khoản).

Ưu điểm:

• Cổ tức tiền mặt có tính thanh khoản cao, các cổ đông thường muốn nhận một lượng tiền mặt ở hiện tại hơn là kỳ vọng vào một lượng thu nhập không chắc chắn ở tương lai. Việc nắm giữ tiền mặt cổ tức vẫn là phương án ưa thích của cổ đông khi họ chắc chắn đạt lợi nhuận từ việc đầu tư cổ phiếu.

• Công ty chứng minh mình có một nền tài chính vững mạnh, dòng tiền rõ ràng. Nhà đầu tư thường xem xét đến chính sách chi trả cổ tức tiền mặt của công ty theo thời gian, cổ tức có ổn định và tăng trưởng qua các năm hay không để đánh giá độ hấp dẫn của cổ phiếu khi đầu tư.

• Việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt có thể khẳng định khả năng quản lý tốt của ban điều hành doanh nghiệp, ngoài ra có thể đào thải những nhà quản lý kém cỏi.

Nhược điểm:

• Nguồn vốn của công ty bị giảm do dùng tiền mặt chi trả cổ tức, ngoài ra, dòng tiền đi ra càng nhiều đe dọa đến khả năng thanh toán của công ty.

• Giá cổ phiếu của công ty bị giảm đúng bằng lượng cổ tức được chia.

• Có khả năng công ty phải gia tăng thêm nợ, làm tăng chi phí và rủi ro trong các dự án đầu tư khi tỷ trọng tiền vay ở mức lớn.

1. Cổ phiếu:

Đây là hình thức kết hợp của việc phân chia lợi nhuận với việc huy động vốn của công ty, tuy cổ đông không nhận được cổ tức bằng tiền mặt nhưng lại nhận được cổ phiếu; do đó, nhà đầu tư sẽ thu được lãi vốn trong tương lai.

Ưu điểm:

• Hạn chế được lượng tiền mặt ra khỏi doanh nghiệp, đẩy mạnh việc tái đầu tư mở rộng sản xuất, tạo cơ hội tăng trưởng lợi nhuận của công ty từ đó tăng trưởng cổ tức và làm giá cổ phiếu tăng lên.

• Không phải chịu áp lực tăng nợ vay.

Nhược điểm:

• Làm số lượng cổ phiếu đang lưu hành của công ty tăng lên, do đó, có thể làm giá cổ phiếu bị giảm do các chỉ số tài chính.

• Tạo áp lực cho việc chi trả cổ tức trong tương lai.

• Phương thức chi trả này khó có thể duy trì một cách liên tục.

1. Phương thức chi trả cổ tức bằng tài sản khác:

Ngoài hai phương thức trên thì doanh nghiệp cũng có thể có cách chi trả cổ tức khác ngoài tiền mặt và cổ phiếu. Đó có thể là trái phiếu hoặc chứng khoán khác của công ty hay thậm chí có thể là tài sản của chính công ty. Thông thường các doanh nghiệp chỉ thực hiện phương thức này khi doanh nghiệp thật sự gặp khó khăn về tiền mặt.

1. Mua lại cổ phiếu:

 Là hình thức công ty thay vì trả cổ tức tiền mặt thì sẽ trả cổ tức cho nhà đầu tư bằng cách mua lại cổ phiếu trên thị trường.

 Ưu điểm:

• Việc mua lại cổ phiếu thường được công ty tiến hành cao hơn thị giá, do đó giúp nhà đầu tư có lợi khi bán lại cổ phiếu để nhận “cổ tức” từ công ty.

• Hỗ trợ tăng giá cổ phiếu công ty trong ngắn hạn. Việc mua lại cổ phiếu ở giá cao hơn thị giá như một tín hiệu phát ra từ công ty muốn ám chỉ cho thị trường là giá cổ phiếu đang bị giao dịch thấp hơn giá trị thực mà công ty mong đợi. Số lượng cổ phiếu mua lại làm giảm số cổ phiếu lưu hành trên thị trường, làm EPS tăng lên.

 Nhược điểm:

• Nhà đầu tư có thể chịu thuế đầu tư vốn (capital gain) khi bán lại cổ phiếu cho doanh nghiệp.

• Giá cổ phiếu chỉ tăng trong ngắn hạn. Nếu công ty không chứng minh năng lực tài chính vững vàng, dòng tiền kinh doanh không tiếp tục sinh ra thì thị trường sẽ hành động ngay lập tức để phản ánh đúng giá trị cổ phiếu được giao dịch.

1. Chính sách cổ tức:
2. Khái niệm:

Chính sách cổ tức là chính sách ấn định tỷ lệ phân phối giữa lợi nhuận giữ lại và chi trả cổ tức cho cổ đông. Lợi nhuận giữ lại sẽ được tái đầu tư và nó cung cấp cho các nhà đầu tư một nguồn tăng trưởng lợi nhuận tiềm năng trong tương lai, còn cổ tức cung cấp cho họ một thu nhập hiện tại.

1. Đo lường chính sách cổ tức:
2. Tỷ lệ chi trả cổ tức (dividend payout ratio):

 Tỷ lệ chi trả cổ tức là một tỷ số phản ánh bao nhiêu phần của lợi nhuận sau thuế được dùng để chi trả cổ tức. Tỷ lệ chi trả cổ tức càng cao cũng đồng nghĩa với lợi nhuận công ty giữ lại càng thấp và như thế, công ty sẽ không thể mở rộng quy mô hoạt động cho giai đoạn kế tiếp.

 Tỷ lệ chi trả cổ tức = $\frac{Cổ tức}{Lợi nhuận ròng}$

Ví dụ : Công ty Coca-cola năm 2003 trả cổ tức $2,166 tỷ, lợi nhuận ròng $4,347 tỷ.

 Tỷ lệ chi trả cổ tức = $\frac{\$2,166}{\$4,347}$ = 49,8%.

Như vậy, coca-cola dành tới gần 50% lợi nhuận để trả cổ tức cho các cổ đông.

1. Tỷ suất cổ tức (dividend yield)

 Tỷ suất cổ tức cho biết tỷ lệ cổ tức bạn sẽ nhận được so với số tiền bạn phải trả để mua cổ phiếu.

 Tỷ suất cổ tức = $\frac{Cổ tức}{Giá cổ phiếu hiện tại}$

Ví dụ: Công ty A trả cổ tức $7/cp và giá hiện tại là $910/cp; còn công ty B trả cổ tức $2,72/cp và giá hiện tại là $49,75/cp.

 Tỷ suất cổ tức A = $\frac{\$7 }{\$910 }$ = 0,0077 hoặc 0,77%

 Tỷ suất cổ tức B = $\frac{\$2,72 }{\$49,75 }$ = 0,055 hoặc 5,5%

 Có thể thấy, mặc dù thực tế công ty A trả cổ tức cao hơn cho mỗi cổ phần, nhưng nếu đầu tư $100.000 vào cổ phiếu này thì chỉ nhận được $770, trong khi cùng với số tiền đó mà đầu tư vào công ty B thì số tiền nhận được là $5.500.

1. Tỷ lệ bảo chứng cổ tức (securities dividend rate)

 Tỷ lệ bảo chứng cổ tức là một công cụ hữu dụng cho việc đo lường xem thu nhập có đủ để trang trải nghĩa vụ chi trả cổ tức hay không.

 Tỷ lệ bảo chứng cổ tức = $\frac{EPS }{Cổ tức mỗi cổ phần}$

 Khi tỷ lệ này trở nên thấp, khả năng công ty sẽ cắt giảm cổ tức, điều này có thể có tác động tai hại đến giá trị doanh nghiệp. Nhà đầu tư có thể cảm thấy an toàn với tỷ lệ bảo chứng bằng 2 hoặc 3. Tuy nhiên, trên thực tế, tỷ lệ bảo chứng sẽ trở thành chỉ báo khẩn cấp khi tỷ lệ này trượt xuống dưới khoảng 1,5 - điểm bắt đầu có rủi ro. Nếu tỷ lệ này dưới 1, công ty đã sử dụng lợi nhuận năm ngoái để chi trả cổ tức cho năm nay.

1. Các chính sách cổ tức:
2. Chính sách trả cổ tức sau đầu tư:

 Chính sách trả cổ tức sau đầu tư là chính sách theo đó cổ tức chỉ được trả sau khi nhu cầu vốn cho đầu tư đã được đáp ứng đồng thời với việc duy trì tỷ lệ nợ vốn như hoạch định. Chính sách này có thể tránh được việc làm thay đổi cấu trúc vốn của công ty và giảm chi phí phát hành để huy động vốn bên ngoài.

 Các bước thiết lập

+ Lập dự toán vốn đầu tư.

+ Xác định cơ cấu vốn (tỷ lệ nợ-vốn) mục tiêu.

+ Tài trợ các dự án đầu tư bằng cách kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu phù hợp với cơ cấu vốn mục tiêu.

+ Nếu có thu nhập dư ra thì chi trả phần còn dư dưới dạng cổ tức.

Vd: Lợi nhuận sau thuế của công ty là 6.000, tỷ lệ nợ - vốn chủ sở hữu là 2/3 (40% là nợ và 60% là vốn)

Th1: Chi đầu tư năm tới 10.000

 Để duy trì cơ cấu 40% nợ và 60% vốn thì công ty sẽ cần thêm 4.000 nợ và 6.000 vốn => Công ty vay thêm 4.000, giữ lại toàn bộ lợi nhuận 6.000 và không chia cổ tức.

Th2: Chi đầu tư năm tới 9.000

 Tương tự, công ty cần thêm 3.600 nợ và 5.400 vốn => Công ty vay thêm 3.600 và giữ lại 5.400 lợi nhuận, chia cổ tức: 6.000 – 5.400 = 600

1. Chính sách trả cổ tức ổn định:

 Chính sách trả cổ tức sau đầu tư vẫn có nhược điểm là dẫn đến tình trạng bất ổn của chính sách cổ tức. Chi đầu tư thường không đều, có năm chi nhiều, có năm chi ít.

 Để tránh tình trạng này, công ty có thể thiết lập chính sách trả cổ tức ổn định:

+ Chính sách trả cổ tức ổn định theo kết quả kinh doanh có tính chu kì là chính sách trả cổ tức tùy thuộc vào kết quả kinh doanh. Năm nào lợi nhuận làm ra nhiều thì trả cổ tức nhiều và ngược lại.

+ Chính sách trả cổ tức ổn định theo tỷ lệ là chính sách trả cổ tức theo 1 tỷ lệ tối thiểu nào đó và duy trì tỷ lệ này ổn định trong suốt thời kỳ dài.

1. Chính sách trả cổ tức thỏa hiệp:

 Do chính sách nào cũng có mặt trái của nó nên thực tế nhà quản trị thường theo đuổi chính sách trả cổ tức thỏa hiệp, tức là chính sách nhằm dung hòa nhiều mục tiêu khác nhau. Thường có 5 mục tiêu cần quan tâm:

+ Tránh cắt giảm đầu tư những dự án có NPV dương để tiền chi trả cổ tức.

+ Tránh cắt giảm cổ tức để dành tiền cho đầu tư.

+ Tránh bán cổ phiếu để huy động thêm vốn cổ phần.

+ Duy trì tỷ lệ nợ - vốn mục tiêu.

+ Duy trì tỷ lệ trả cổ tức mục tiêu.

 Tùy theo tình hình cụ thể của từng công ty, 5 mục tiêu này sẽ được xếp hạng ưu tiên theo thứ tự khác nhau.

1. Các yếu tố ảnh hưởng đến việc quyết định một chính sách cổ tức:
2. Hạn chế về pháp lý:

 Hạn chế suy yếu vốn:

 Doanh nghiệp không thể dùng vốn để chi trả cổ tức. Tùy theo định nghĩa về vốn mà mức hạn chế của doanh nghiệp khác nhau, vì vốn có thể chỉ bao gồm mệnh giá cổ phần thường hoặc có thể gồm mệnh giá cổ phần thường và thặng dư vốn.

 Hạn chế lợi nhuận ròng:

 Cổ tức phải được chi trả từ lợi nhuận ròng hiện tại và thời gian qua, nhằm ngăn cản các chủ sở hữu thường rút đầu tư ban đầu và làm suy yếu vị thế an toàn của các chủ nợ của doanh nghiệp.

 Hạn chế mất khả năng thanh toán:

 Không thể chi trả cổ tức khi doanh nghiệp mất khả năng thanh toán, nhằm đảm bảo quyền ưu tiên của chủ nợ với tài sản của doanh nghiệp.

 Điều khoản hạn chế:

 Các điều khoản hạn chế nằm trong các giao kèo, điều khoản vay, thỏa thuận vay, hợp đồng thuê và các thỏa thuận cổ phần ưu đãi, có tác động nhiều đến chính sách cổ tức.

 Các yêu cầu về quỹ dự trữ (để thanh toán nợ), quy định rằng 1 phần của dòng tiền phải được dùng để tài trợ, đôi khi cũng hạn chế việc chi trả cổ tức.

1. Ảnh hưởng của thuế:

 Vì thu nhập cổ tức bị đánh thuế ngay trong năm hiện hành, nên khi doanh nghiệp dùng lợi nhuận ròng để tái đầu tư, các cổ đông sẽ được hoãn thuế thu nhập, bởi họ chỉ phải nộp thuế khi nhận được những khoản thu nhập thực tế. Khi quyết định trả cổ tức, doanh nghiệp sẽ cân nhắc đến chênh lệch thuế lợi vốn và thuế thu nhập từ đầu tư (thuế trên cổ tức).

 Các cơ quan thuế cũng có quy định ngăn cấm doanh nghiệp giữ lại lợi nhuận quá lớn nhằm giúp cổ đông hoãn nộp thuế trên phần cổ tức nhận được. Nếu cơ quan thuế kết luận rằng doanh nghiệp đã tích lũy dư thừa lợi nhuận thì doanh nghiệp sẽ phải chịu một khoản thuế phạt rất nặng trên phần thu nhập này.

1. Ảnh hưởng của khả năng thanh khoản

 Chi trả cổ tức là dòng tiền đi ra. Vì vậy, khả năng thanh khoản của doanh nghiệp càng lớn, doanh nghiệp càng có nhiều khả năng chi trả cổ tức. Ngay cả khi 1 doanh nghiệp có thành tích quá khứ tái đầu tư lợi nhuận cao, có thể doanh nghiệp này không có khả năng chi trả cổ tức nếu không có đủ tài sản có tính thanh khoản cao, nhất là tiền mặt.

 Khả năng thanh khoản thường trở thành 1 vấn đề trong giai đoạn kinh tế suy yếu dài hạn, khi cả lợi nhuận và dòng tiền đều sụt giảm. Các doanh nghiệp tăng trưởng nhanh chóng có nhiều cơ hội đầu tư sinh lợi cũng thường thấy khó khi phải vừa duy trì đủ thanh khoản vừa chi trả cổ tức cùng 1 lúc.

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

 Doanh nghiệp lớn, có uy tín, dễ dàng tiếp cận với thị trường tín dụng và các nguồn vốn bên ngoài thì càng có nhiều khả năng chi trả cổ tức bởi khả năng thanh toán linh hoạt và tận dụng cơ hội đầu tư. Ngược lại, đối với các doanh nghiệp mới thành lập hay có tình hình tài chính kém, nhiều rủi ro thường khó tiếp cận vốn bên ngoài. Điều này khiến họ có xu hướng giữ lại lợi nhuận nhiều hơn và cắt giảm chi trả cổ tức.

1. Ổn định lợi nhuận:

 Đối với các doanh nghiệp có lợi nhuận bất ổn, khó đoán trước, họ sẽ có xu hướng giữ lại lợi nhuận cao nhằm duy trì mức cổ tức ổn định, đảm bảo khả năng thanh khoản ở những năm có sự sụt giảm lợi nhuận. Hầu hết các doanh nghiệp lớn, có cổ phần được nắm giữ rộng rãi thường do dự đối với việc hạ thấp chi trả cổ tức, ngay cả những lúc gặp khó khăn nghiêm trọng về tài chính. Vì vậy, 1 doanh nghiệp có 1 lịch sử lợi nhuận ổn định thường sẵn lòng chi trả cổ tức cao hơn 1 doanh nghiệp có thu nhập không ổn định. Một doanh nghiệp có các dòng tiền tương đối ổn định qua nhiều năm có thề tự tin về tương lai hơn, và thường phản ánh sự tin tưởng này trong việc chi trả cổ tức cao hơn.

1. Triển vọng tăng trưởng:

 Một doanh nghiệp tăng trưởng nhanh thường có nhu cầu vốn lớn để tài trợ các cơ hội đầu tư hấp dẫn của mình. Thay vì chi trả cổ tức nhiều, doanh nghiệp có thể giữ lại 1 phần lợi nhuận kết hợp với vốn vay để tiết kiệm chi phí. Các doanh nghiệp có tỷ lệ chi trả cổ tức cao thường có tỷ lệ tăng trưởng thấp và ngược lại.

1. Lạm phát:

 Trong môi trường lạm phát, vốn phát sinh từ khấu hao thường không đủ để thay thế tài sản của 1 doanh nghiệp khi các tài sản này cũ kỹ lạc hậu. Khi đó, doanh nghiệp buộc phải giữ lại 1 tỷ lệ lợi nhuận cao hơn để duy trì năng lực hoạt động cho tài sản của mình. Lạm phát cũng tác động tới nhu cầu vốn luân chuyển của doanh nghiệp, buộc doanh nghiệp giữ lại lợi nhuận nhiều hơn để duy trì vị thế vốn luân chuyển giống như trước khi có lạm phát.

1. Các ưu tiên cổ đông:

 Một doanh nghiệp với ít cổ đông thì ban điều hành có thể ấn định mức cổ tức theo ưu tiên của các cổ đông. Còn doanh nghiệp với số lượng lớn cổ đông thì không thể tính đến các ưu tiên của cổ đông mà chỉ nên xem xét các yếu tố cơ hội đầu tư, nhu cầu vốn, tiếp cận thị trường tài chính và các yếu tố liên quan khác. “Hiệu ứng khách hàng” cho thấy các nhà đầu tư sẽ lựa chọn các công ty có chính sách cổ tức phù hợp với mục tiêu của mình.

1. Bảo vệ chống lại khả năng mất quyền kiểm soát:

 Việc quyết định giữ lại lợi nhuận, chi trả cổ tức có thể còn phụ thuộc vào các quyết định tài trợ, cấu trúc vốn tối ưu của doanh nghiệp. Rủi ro mất quyền quản lý xuất hiện khi doanh nghiệp phát hành cổ phần mới vì có thể có cổ đông hiện hữu không mua hay không thể mua một tỷ lệ cân xứng. Vì vậy, các doanh nghiệp đang trong giai đoạn phát triển, có nhu cầu đầu tư cao nên lựa chọn chi trả cổ tức thấp để tránh rủi ro mất quyền quản lý.

1. Chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp:

 Nội dung lý thuyết MM: Trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo, chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.

 Những giả định của lý thuyết MM:

* Không có thuế.
* Không có chi phí giao dịch.
* Chi phí vay giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư là như nhau.
* Nhà đầu tư có tất cả các thông tin và không phải mất phí.

*Chứng minh:*

 Trường hợp 1: Không tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài

Lợi nhuận ròng: $P\_{r}$

Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại: y

=> Tỷ lệ chia cổ tức: 1 - y

Lãi suất kỳ vọng: $r\_{e}$

Tỷ lệ sinh lời của vốn đầu tư mới: ROI

Tốc độ tăng trưởng kỳ vọng: g = y\*ROI

* Công ty thực hiện chính sách chia toàn bộ lợi nhuận, thì giá trị công ty:

$$P\_{0}=^{P\_{r}}/\_{r\_{e}}$$

* Công ty chia cổ tức theo tỷ lệ (1 – y) thì giá trị công ty:

$$P\_{0}=\frac{(1-y)P\_{r}}{r\_{e}-y\*ROI}$$

**Nếu ROI =** $r\_{e}$**:**

$$P\_{0}=\frac{(1-y)P\_{r}}{r\_{e}-y\*r\_{e}}=\frac{(1-y)P\_{r}}{r\_{e}(1-y)}=\frac{P\_{r}}{r\_{e}}$$

=> Giá trị công ty không đổi khi ROI = $r\_{e}$

**Nếu ROI >** $r\_{e}$ **thì**$ $**ROI =** $r\_{e}$**+ f**

Ta có: $r\_{e}-y\*ROI=r\_{e}-y\*\left(r\_{e}+f\right)<r\_{e}-y\*r\_{e}$ => $P\_{0}$ tăng

=> Giá trị công ty tăng khi ROI > $r\_{e}$

**Nếu ROI <**$ r\_{e}$ **thì ROI**$ =r\_{e}-f$

Ta có: $r\_{e}-y\*ROI=r\_{e}-y\*\left(r\_{e}-f\right)>r\_{e}-y\*r\_{e}$ => $P\_{0}$ giảm

=> Giá trị công ty giảm khi ROI < $r\_{e}$

*Vậy giá trị công ty có để lại cổ tức phụ thuộc và ROI chứ không phải chính sách cổ tức.*

 Trường hợp 2: Tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài

 $P\_{r}$ = 1.000 (cố định vĩnh viễn),$ r\_{e}=10\%$, giả định cơ hội đầu tư mới cần khoản chi 1.000 vào năm nay và dòng tiền ròng từ năm tới là 200/năm cho đến vĩnh viễn.

* Công ty giữ lại toàn bộ lợi nhuận ròng để đầu tư vào dự án mới, giá trị công ty:

$$P\_{0}=0+\frac{1000}{10\%}+\frac{200}{10\%}=12.000$$

* Công ty chia cổ tức bằng toàn bộ lợi nhuận ròng và phát hành thêm cổ phiếu, giá trị công ty:

$$P\_{0}=1.000+\frac{1.000}{10\%}+\frac{200}{10\%}-1.000=12.000$$

 Trên thực tế, thị trường không hoàn hảo như lý thuyết MM đã giả định, và chính sách cổ tức tác động đến giá trị doanh nghiệp thông qua các yếu tố sau:

* + Mức độ quan tâm của cổ đông dành cho cổ tức
	+ Mức độ rủi ro của cổ tức hiện tại và tương lai khác nhau
	+ Hiệu ứng nhóm khách hàng
	+ Chính sách thuế
	+ Sự suy diễn chính sách cổ tức như một thông điệp của công ty trong tương lai
1. Chính sách cổ tức ở Việt Nam và thế giới:
2. Chính sách cổ tức ở Việt Nam:

 Ở Việt Nam, các công ty niêm yết thường chia cổ tức thành 2 đợt:

Đợt 1: (thường là vào tháng 7, 8) các công ty sau khi có kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm thường tạm ứng cổ tức cho các cổ đông dựa vào chỉ tiêu kế hoạch và kết quả thực tế đã đạt được.

Đợt 2: (thường là vào tháng 3, 4 năm sau): đây là thời điểm sau khi kết thúc năm tài chính, các công ty có kết quả của kiểm toán và công bố kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của cả năm.

 Ngoài ra, trong một số trường hợp kết quả kinh doanh thuận lợi hoặc có khoản thu nhập bất thường, doanh nghiệp có thể chi trả thêm cổ tức đặc biệt (cổ tức chỉ có 1 lần duy nhất) hoặc cổ tức bổ sung.

 Tình hình chia cổ tức của các doanh nghiệp Việt Nam:



 Theo biểu đồ trên, ta thấy doanh nghiệp tăng trưởng rất mạnh qua các năm (từ 23.157 tỷ đồng vào năm 2005 lên 81.739 tỷ đồng vào năm 2010). Với sự tăng trưởng này doanh nghiệp cần xây dựng một chính sách cổ tức hợp lý nhằm đáp ứng nguồn vốn cho tăng trưởng.

 Đường màu vàng thể hiện nguồn vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp qua các năm, nhận thấy rằng các năm 2005, 2006, 2008, 2009 và 2010 đường vốn chủ sở hữu luôn nằm phía bên dưới đường tài sản, thể hiện nguồn vốn tài trợ cho tăng trưởng của doanh nghiệp gồm vốn chủ sở hữu và vốn vay. Tuy nhiên vào năm 2007, đường vốn chủ sở hữu tăng nhanh hơn đường tăng trưởng của doanh nghiệp và nằm phía bên trên, vốn chủ sở hữu lớn hơn tài sản dài hạn của doanh nghiệp, phải chăng vào năm 2006 và 2007 thị trường chứng khoán phát triển tốt, các doanh nghiệp dễ dàng huy động vốn thông qua tăng vốn điều lệ bằng cách phát hành cổ phần mới, mà không chú ý tới việc ổn định cơ cấu vốn mục tiêu. Điều này làm gia tăng vốn chủ sở hữu ồ ạt trong khi tốc độ tăng trưởng không theo kịp, dẫn đến áp lực về cổ tức tăng cao. Năm 2008, với ảnh hưởng của nền kinh tế thế giới, thị trường chứng khoán sụt giảm, huy động vốn chủ sở hữu thông qua thị trường chứng khoán bị hạn chế, đường vốn chủ sở hữu dần trở về phía dưới đường tăng trưởng tài sản dài hạn, dần thiết lập lại cơ cấu vốn mục tiêu. Như vậy có thể nói rằng các doanh nghiệp Việt Nam chưa chú trọng đến việc thiết lập một cơ cấu vốn hợp lý, huy động vốn chủ sở hữu ồ ạt, làm ảnh hưởng đến giá trị cổ phiếu. Thay vì với tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp , doanh nghiệp nên xác định một cơ cấu vốn mục tiêu của mình, từ đó xây dựng một chính sách cổ tức hợp lý, giữ lại phần lớn lợi nhuận để tái đầu tư thay vì chia cổ tức cao rồi lại phát hành cổ phần mới tăng vốn, làm cho phí phí sử dụng vốn chủ sở hữu tăng cao.

 Lợi nhuận sau thuế doanh nghiệp tăng ổn định qua các năm 2005 đến 2007 với tốc độ tăng trưởng trung bình 50%/năm, tuy nhiên vào năm 2008, lợi nhuận sau thuế giảm xuống do tác động khủng hoảng kinh tế thế giới. Năm 2009 lợi nhuận tăng trở lại, tuy nhiên năm 2010 lợi nhuận lại suy giảm => tính ổn định lợi nhuận các doanh nghiệp Việt Nam không cao, lợi nhuận luôn biến động mạnh, cụ thể tăng trong năm 2005, 2006, 2007 nhưng giảm trong năm 2008, quay ngược tăng trong năm 2009 và bắt đầu giảm vào năm 2010.

 Dòng tiền chi trả cổ tức tăng điều qua các năm, một điểm hết sức chú ý là vào năm 2008, tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp tăng mạnh nhưng lợi nhuận của doanh nghiệp đã sụt giảm, với áp lực chi trả cổ tức giữa các doanh nghiệp nên các doanh nghiệp tiếp tục chi trả cổ tức cao, đường chi trả cổ tức cho thấy hầu hết lợi nhuận có được điều đem chi trả cổ tức cho cổ đông. Doanh nghiệp sẽ bị áp lực về dòng tiền trong các năm suy giảm kinh tế tiếp theo. Rõ ràng là lợi nhuận doanh nghiệp biến động nhưng dòng tiền chi trả cổ tức lại ít biến động, điều này phù hợp với thông lệ quốc tế, tuy nhiên ở Việt Nam, các doanh nghiệp duy trì một tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức quá cao, nên trong những năm lợi nhuận giảm sút (năm 2008) thì áp lực nguồn để chi trả cổ tức là rất lớn thậm chí là không có khả năng để duy trì chính sách cổ tức hiện tại. Đường dòng tiền của doanh nghiệp là ổn định qua các năm, tuy nhiên năm 2010, dòng tiền hoạt động đột ngột giảm mạnh, giảm xuống dưới đường dòng tiền chi trả cổ tức. Do khủng hoảng kinh tế thế giới, dòng tiền thu về của các doanh nghiệp bị ảnh hưởng nghiêm trọng. Tiền dùng để chi trả cổ tức được lấy từ tiền đi vay hoặc tiền thu từ tăng vốn điều lệ. Điều đáng chú ý là các doanh nghiệp thực hiện chính sách cổ tức không ổn định qua các năm, tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức luôn thay đổi theo nhiều xu hướng khác nhau ở một mức cao, thể hiện qua đường dòng tiền chi trả cổ tức và đường lợi nhuận.

1. Chính sách cổ tức trên thế giới:
2. Tình hình chi trả cổ tức của các nước châu Âu:

 Số lượng các doanh nghiệp thực hiện chi trả cổ tức ngày càng nhiều. Mặc dù bên cạnh đó vẫn có những công ty thực hiện chính sách cổ tức bằng cách không chi trả mà giữ lại 100% lợi nhuận, hoặc đang chi trả cổ tức bỗng ngừng việc chi trả, kể cả không chi trả cổ tức cho cổ đông. Nguyên nhân của việc từ chối chi trả cổ tức này có thể từ nhiều phía, có thể ở thị trường các nước này có rất nhiều cơ hội đầu tư mang lại lợi nhuận cao, hoặc cũng có thể các nhà đầu tư ở đây thích lãi vốn hơn do tỷ suất thuế trên cổ tức quá cao…Tuy nhiên, việc chi trả diễn ra không ổn định ở các nước này.

1. Tình hình chi trả cổ tức ở các nước G7

 Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức qua các năm ở các doanh nghiệp trong khối G7 thay đổi không lớn lắm, có thể được xem là ổn định. Các nhà đầu tư mua cổ phần của các công ty này bởi vì đây thường là những công ty lớn, ổn định và có thương hiệu mạnh. Do vậy, đây là những khoản đầu tư có rủi ro thấp. Hơn thế nữa, các công ty này lại có khuynh hướng duy trì việc chi trả cổ tức đều đặn. Đây có vẻ là nơi an toàn mà nhà đầu tư tìm kiếm để đa dạng hóa đầu tư vào thị trường vốn cổ phần mà không có rủi ro cao như khi đầu tư vào các công ty tăng trưởng.