**BỘ TÀI CHÍNH**

TRƯỜNG ĐẠI HỌC TÀI CHÍNH – MARKETING

KHOA TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG

**🙣🙣🕮🙡🙡**

**QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP 2**

**CHÍNH SÁCH CỔ TỨC**

***Giảng viên hướng dẫn: Th.S Nguyễn Phú Quốc  
 Nhóm 4:***

1. Nguyễn Minh Tuấn 12DTC3
2. Lê Thị Minh Huệ 12DTC3
3. Trương Thị Thanh Hằng 12DTC3
4. Lê Thị Sương 12DTC3
5. Trần Thị Lan Anh 12DTC3
6. Nguyễn Thị Thu Hà 12DTC3
7. Nguyễn Ngọc Hoàng 12DTC3
8. Lưu Thiên Dương 12DTC3

*TP HCM, ngày 10 tháng 09 năm2015*

**MỤC LỤC**

[1. KHÁI QUÁT CHUNG: 3](#_Toc431028243)

[1.1. Các khái niệm: 3](#_Toc431028244)

[1.1.1. Cổ tức ( Dividend) 3](#_Toc431028245)

[1.1.2. Chính sách cổ tức (Dividend policy) 3](#_Toc431028246)

[1.2. Đo lường chính sách cổ tức 3](#_Toc431028247)

[1.2.1. Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (Dividend payout ratio) 3](#_Toc431028248)

[1.2.2. Tỷ suất cổ tức (Dividend Yield) 3](#_Toc431028249)

[1.2.3. Tỷ lệ bảo chứng cổ tức (Securities dividend rate) 4](#_Toc431028250)

[1.3. Quá trình chi trả cổ tức (Standard method of cash dividend payment) 4](#_Toc431028251)

[2. CÁC CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC 6](#_Toc431028252)

[2.1. Chính sách cổ tức giữ lại thụ động (chính sách trả cổ tức sau đầu tư) 6](#_Toc431028253)

[2.1.1. Khái niệm: 6](#_Toc431028254)

[2.1.2. Đặc điểm 6](#_Toc431028255)

[2.1.3. Các bước thiết lập chính sách cổ tức: 6](#_Toc431028256)

[2.2. Chính sách tiền mặt ổn định 8](#_Toc431028257)

[2.2.1. Khái niệm: 8](#_Toc431028258)

[2.2.2. Đặc điểm: 8](#_Toc431028259)

[2.3. Một số chính sách cổ tức khác: 9](#_Toc431028260)

[2.3.1. Chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đối: 9](#_Toc431028261)

[2.3.2. Chính sách chi trả một cổ tức nhỏ hàng quý cộng với cổ tức thưởng vào cuối năm. 10](#_Toc431028262)

[3. CHÍNH SÁCH CỔ TỨC VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP 11](#_Toc431028263)

[3.1. Theo lý thuyết M&M 11](#_Toc431028264)

[3.2. Những phản biện đối với lý thuyết về chính sách cổ tức 14](#_Toc431028265)

[3.2.1. Mức độ quan tâm của các cổ đông đối với thu nhập từ cổ tức ra sao? 15](#_Toc431028266)

[3.2.2. Cổ tức trong tương lai có rủi ro hơn cổ tức của ngày hôm nay không? 15](#_Toc431028267)

[3.2.3. Thị trường không hoàn hảo và hiệu ứng nhóm khách hàng (clientele effects) 16](#_Toc431028268)

[3.2.4. Chính sách thuế ảnh hưởng tới chính sách cổ tức ra sao? 16](#_Toc431028269)

[3.2.5. Liệu các nhà đầu tư có suy diễn chính sách cổ tức của công ty như là một thông điệp về sự phồn vinh của công ty trong tương lai không? 17](#_Toc431028270)

[3.3. Lời khuyên về chính sách cổ tức 17](#_Toc431028271)

[4. CÁC HÌNH THỨC CHI TRẢ CỔ TỨC 18](#_Toc431028272)

[4.1. Bằng tiền mặt 18](#_Toc431028273)

[4.1.2. Chi trả cổ tức bằng cổ phiếu 19](#_Toc431028274)

[4.2. Bằng tài sản 20](#_Toc431028275)

[4.3. Mua lại cổ phần 20](#_Toc431028276)

[5. CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC 25](#_Toc431028277)

[5.1. Các hạn chế pháp lý: 25](#_Toc431028278)

[5.2. Các điều khoản hạn chế: 26](#_Toc431028279)

[5.3. Các ảnh hưởng của thuế 26](#_Toc431028280)

[5.4. Các ảnh hưởng của khả năng thanh toán 26](#_Toc431028281)

[5.5. Khả năng vay nợ và tiếp cận thị trường vốn: 27](#_Toc431028282)

[5.6. Ổn định thu nhập: 27](#_Toc431028283)

[5.7. Triển vọng tăng trưởng: 27](#_Toc431028284)

[5.8. Lạm phát: 27](#_Toc431028285)

[5.9. Các ưu tiên của cổ đông: 28](#_Toc431028286)

[5.10. Bảo vệ chống lại khả năng mất quyền quản lý 28](#_Toc431028287)

1. KHÁI QUÁT CHUNG:
   1. Các khái niệm:
      1. Cổ tức ( Dividend)
         * 1. 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 đang nói đến ở đây là *công ty cổ phần*. Cổ tức gồm có cổ tức dành cho cổ phần ưu đãi và cổ tức dành cho cổ phần thường. Cổ tức trả cho 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 trả cho cổ phần thường được xác định căn cứ vào số lợi nhuận ròng còn lại sau khi đã trích lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư, phát triển công việc kinh doanh.
      2. Chính sách cổ tức (Dividend policy)
         * 1. Chính sách cổ tức là một trong ba chính sách tài chính quan trọng của công ty. Kết hợp cả hai quyết định đầu tư và tài trợ chính là quyết định về chính sách chi trả cổ tức.
           2. Chính sách cổ tức là chính sách ấn định phân phối giữa lợi nhuận giữ lại tái đầu tư 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. Nó ấn định mức lợi nhuận sau thuế của công ty sẽ được đem ra phân phối như thế nào, bao nhiêu phần trăm được giữ lại để tái đầu tư và bao nhiêu dùng để chi trả cổ tức cho các cổ đông. Vì thế, chính sách cổ tức sẽ có ảnh hưởng đến số lượng vốn cổ phần trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp (thông qua lợi nhuận giữ lại) và chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.
   2. Đo lường chính sách cổ tức
      1. Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (Dividend payout ratio)
         * 1. Tỷ lệ lợi nhuận 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 lợi nhuận 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 cho giai đoạn kế tiếp để phát triển bền vững trong dài hạn.
           2. Cách tính: Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức = Cổ tức / Thu nhập ròng (cùng thời kỳ)
           3. Ví dụ : Bảng lưu chuyển tiền tệ của Coca-Cola năm 2003 cho thấy rằng công ty trả cổ tức $2,166 tỷ. Bảng Kết quả kinh doanh cùng năm cho thấy thu nhập ròng $4,347 tỷ. Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức = $2.166.000.000 / $4.347.000.000 = 49,8%. Như vậy, các nhà đầu tư có thể thấy rằng Coca-Cola dành tới gần 50% lợi nhuận để trả cổ tức cho các cổ đông.
      2. Tỷ suất cổ tức (Dividend Yield)
         * 1. Tỷ suất cổ tức là một tỷ số đo lường khoản thu nhập nhận được so với giá cổ phiếu. Tỷ suất cổ tức càng cao tức là thu nhập cho nhà đầu tư càng lớn.
           2. Cách tính: Tỷ suất cổ tức = cổ tức / giá cổ phiếu hiện tại.
           3. Ví dụ: The Washington Post trả cổ tức $7 và được giao dịch với giá $910 cho mỗi cổ phần; còn Altria Group trả cổ tức hằng năm là $2,72 và được giao dịch tại giá $49,75 cho mỗi cổ phần. Bằng cách tính toán tỷ suất cổ tức, nhà đầu tư có thể so sánh số tiền mặt mà anh ta có thể kiếm được từ lợi nhuận hằng năm của mỗi cổ phiếu
           4. Tỷ suất cổ tức của Washington Post = $7 / $910 = 0,0077 hoặc 0,77%
           5. Tỷ suất cổ tức của Altria Group = $2,72 / $49,75 = 0,055 hoặc 5,5%
           6. Có thể thấy, mặc dù thực tế Washington Post trả cổ tức cao hơn cho mỗi cổ phần, nhưng nếu đầu tư $100.000 vào cổ phiếu này thì chỉ nhận được $770 thu nhập hằng năm, trong khi cùng với số tiền đó mà đầu tư vào Altria Group thì số tiền nhận được là $5.500.
      3. Tỷ lệ bảo chứng cổ tức (Securities dividend rate)
         * 1. 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.
           2. Cách tính: Tỷ lệ bảo chứng cổ tức = thu nhập mỗi cổ phần / cổ tức mỗi cổ phần.
           3. 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 giữ lại từ năm ngoái để chi trả cổ tức cho năm nay.
           4. Nếu sự chi trả này trở nên cao, trên 5, các nhà đầu tư nên hỏi liệu ban quản trị có đang nắm giữ thu nhập thặng dư mà không trả đủ tiền mặt cho cổ đông hay không. Các giám đốc tăng cổ tức có nghĩa là họ đang nói với các nhà đầu tư rằng, công ty sẽ ổn định vững chắc trong 12 tháng tới hoặc hơn nữa.
   3. Quá trình chi trả cổ tức (Standard method of cash dividend payment)
      * + 1. 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:
          2. Ngày công bố cổ tức (dividend declaration date): 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, các nhà đầu tư sẽ 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.
          3. ***Ngày xác lập quyền hưởng cổ tức:*** là ngày mà nếu các nhà đầu tư mua
          4. 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. Giá tham chiếu ngày giao dịch không hưởng quyền bằng giá đóng cửa ngày giao dịch hưởng quyền cuối cùng trừ cổ tức.
          5. Ngày chốt danh sách cổ đông hay ngày đăng ký cuối cùng (holder-of- record
          6. date): là ngày Trung tâm lưu ký đóng sổ, chốt danh sách những cổ đông được
          7. hưởng cổ tức. Ở Việt Nam, do qui chế giao dịch là T+3 nên ngày chốt danh sách cổ đông thường sau 3 ngày so với ngày giao dịch cuối cùng được hưởng quyền hay sau 2 ngày so với ngày giao dịch không hưởng quyền.
          8. Ngày thanh toán cổ tức (dividend payment date): là ngày mà các cổ đông sẽ
          9. nhận được cổ tức (thường là 2-3 tuần sau ngày chốt danh sách cổ đông).
          10. Cơ chế chi trả cổ tức của công ty có thể minh họa trên hình dưới đây.
          11. 1. Ngày công bố: Ban giám đốc tuyên bố một khoản thanh toán cổ tức (nó trở thành một nghĩa vụ nợ của công ty).

Ngày xác lập quyền hưởng cổ tức

Ngày

Ngày thanh toán

Ngày chốt sổ

Ngày công bố cổ tức

Thứ 2 ngày 16 tháng 2

Thứ 6 ngày 30 tháng 1

Thứ 4 ngày28 tháng 1

Thứ 5 ngày 15 tháng 1

* + - * 1. 2. Ngày giao dịch không cổ tức: Theo quy định của NYSE, nó sẽ xảy ra trong 2 ngày trước ngày ghi nhận. Những giao dịch (mua cổ phần) trong ngày này hoặc sau ngày này sẽ không được chi trả cổ tức.
        2. 3. Ngày ghi nhận ( ngày khóa sổ): Cổ tức tuyên bố là để chia cho người là cổ đông của hồ sơ như của ngày cụ thể này. (Ngày xác định người sở hữu cổ phiếu và họ sẽ được trả cổ tức.)
        3. 4. Ngày thanh toán: kiểm tra cổ tức được gửi đến các cổ đông

1. CÁC CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC
   1. Chính sách cổ tức giữ lại thụ động (chính sách trả cổ tức sau đầu tư)
      1. Khái niệm:
         * 1. “Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động là chính sách theo đó cổ tức chỉ được trả sau khi nhu cầu vốn cho đầu tư được đáp ứng đồng thời với việc duy trì tỉ lệ nợ-vốn như hoạch định”
      2. Đặc điểm
         * 1. Chính sách này cho 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 trong tương lai so với tỷ suất sinh lợi mong đợi mà các cổ đông đòi hỏi hiện tại, bởi lẽ việc chi trả cổ tức sẽ khiến doanh nghiệp hy sinh các cơ hội đầu tư có thể chấp nhận được hoặc phải huy động thêm số vốn cần thiết từ bên ngoài – kênh huy động tốn kém hơn nhiều so với lợi nhuận giữ lại.
           2. 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. Điều này được hiểu đơn giản rằng 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.
      3. Các bước thiết lập chính sách cổ tức:
         * 1. *Bước một*, xác định vốn đầu tư tối ưu.
           2. *Bước hai,* xác định cơ cấu vốn mục tiêu.
           3. *Bước ba,* 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.
           4. *Bước bốn,* nếu có thu nhập dư ra, thì chi trả phần còn dư dưới dạng cổ tức.
           5. 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 theo công thức sau:
           6. ***Cổ tức = Thu nhập ròng – Thu nhập giữ lại để tái đầu tư***
           7. ***= Thu nhập ròng – (Tỷ lệ vốn sở hữu \* tổng vốn đầu tư)***
2. **Ưu điểm:**
   * + - 1. 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 cho nhu cầu đầu tư.
         2. Giúp công ty giảm bớt nhu cầu huy động vốn từ bên ngoài với chi phí sử dụng vốn cao. Chính sách này đặc biệt thích hợp cho doanh nghiệp nhỏ, mới khởi sự, những doanh nghiệp này sẽ gặp khó khăn trong việc huy động vốn từ bên ngoài. Điều này sẽ làm giảm hệ số nợ, giảm rủi ro thanh toán giảm chi phí sử dụng vốn của công ty. Công ty chi thực hiện huy động vốn từ bên ngoài(phát hành cổ phiếu mới,phát hành trái phiếu,vay nợ ngắn hạn..) khi lợi nhuận giữ lại không đủ đáp ứng nhu cầu đầu tư.
         3. Làm tăng độ vững chắc về mặt tài chính của công ty. Với việc gia tăng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư sẽ làm tăng quy mô vốn chủ sở hữu, từ đó làm tăng mức độ vững chắc về tài chính, hạn chể rủi ro về khả năng thanh toán, tăng khả năng vay nợ sau này của công ty.
         4. Việc chủ đông giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư giúp công ty tránh phải phát hành thêm cổ phiếu mới, do đó giúp cổ đông hiện tại không bị 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.
3. **Nhược điểm:**
   * + - 1. Theo chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động thì tỷ lệ chi trả cổ tức thay đổi tuỳ thuộc vào các cơ hội đầu tư, hoặc tuỳ thuộc vào thu nhập hoặc cả hai. Do các cơ hội đầu tư và thu nhập chắc chắn thay đổi hằng năm, việc áp dụng chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động một cách cứng nhắc sẽ làm cho mức cổ tức không được 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 cơ hội đầu tư tốt. 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 tới tâm lý của các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư ưa thích cổ tức ổn định. Điều này ảnh hưởng xấu tới giá cổ phiếu của công ty trên thị trường cũng như hình ảnh 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 doanh nghiệp, không tận dụng được lợi ích tấm chắn thuế do vay nợ.
4. **Ví dụ minh hoạ:**
   * + - 1. Thu nhập sau thuế của công ty ACB là 12.000 (triệu đồng)
         2. Tỷ lệ nợ - vốn chủ sở hữu là 2/3 (hay là nợ 40 % ,vốn chủ sở hữu 60%) theo đó cơ câu vốn của công ty sẽ là 2/5 là nợ và 3/5 là vốn chủ sở hữu
         3. **Trường hợp 1:** nếu công ty tái đầu tư lại toàn bộ lợi nhuận và không chia cổ tức:
         4. Vốn chủ sở hữu của công ty tăng thêm 12.000
         5. Để duy trì tỷ lệ nợ-vốn công ty phải vay thêm 8.000
         6. Tổng nguồn vốn có thể tạo ra cho đầu tư mới mà không cần bán thêm cổ phiếu: 12.000+8.000 = 20.000 (triệu đồng)
         7. **Trường hợp 2:** Công ty lên kế hoạch chi cho đầu tư 15.000(triệu đồng)
         8. Nguồn vốn tối đa có thể đầu tư theo cơ cấu vốn mục tiêu bao gồm:
         9. Toàn bộ lợi nhuận là 12.000
         10. Nợ vay theo tỷ lệ nợ - vốn: 12.000 x 2/3 =8.000
         11. Tổng cộng : 12.000+8.000= 20.000
         12. Tuy nhiên, chi đầu tư cho năm tới hoạch định là 15.000 (triệu đồng) do đó:
         13. Từ lợi nhuận : 15.000 x 60%= 9.000
         14. Từ nợ vay: 15.000 x 40%=6.000
         15. Lợi nhuận còn lại dành cho chi trả cổ tức là : 12.000-9.000 = 3.000 (triệu đồng)
         16. Số tiền còn lại sau đầu tư này (3.000) sẽ được dùng để chi trả cổ tức
         17. Với chính sách này, công ty có thể thoả mãn được nhiều mục tiêu:
         18. + Vừa đáp ứng đươc nhu cầu vốn cho đầu tư
         19. + Vừa đáp ứng được nhu cầu chi trả cổ tức
         20. + Duy trì được tỷ lệ nợ-vốn mục tiêu
         21. + Không cần phát hành thêm cổ phiếu mới
         22. + Tiết kiệm chi phí vay nợ
   1. Chính sách tiền mặt ổn định
      1. Khái niệm:
         * 1. Chính sách tiền mặt ổn định là chính sách theo đó, cổ tức được chia dưới dạng tiền mặt, cố định thu nhập trên mỗi cổ phần từ năm nay qua năm khác hoặc có dao động nhưng không đáng kể.
      2. Đặc điểm:
         * 1. 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.
           2. Cổ tức chỉ tăng khi lợi nhuận giữ lại được kì vọng tăng một cách vững chãi trong nhiều năm, và chỉ giảm khi không thể ngăn chặn được sự sụt giảm kéo dài của lợi nhuận trong tương lai.
5. **Ưu điểm:**
   * + - 1. 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 sự 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 sự 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.
         2. Nhiều cổ đông cần và lệ thuộc vào một dòng cổ tức không đổi cho các nhu cầu 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 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 giúp ổn định thành phần cổ đông, 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.
         3. Việc áp dụng cổ tức tiền mặt ổn định qua nhiều năm giúp doanh nghiệp tạo được niềm tin ở ngân hàng và các chủ nợ khác, giúp nâng cao vị thế của doanh nghiệp.
6. **Nhược điểm:**
   * + - 1. Công ty không thể chủ động trong việc sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại cho tái đầu tư, do đó có thể phải huy động vốn từ bên ngoài làm tăng chi phí. Chính sách này thường không 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 trong khi 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 doanh nghiệp 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.
         2. Tạo áp lực cho nhà quản trị khi phải trả cổ tức bằng tiền mặt một cách ổn định hằng năm, có khả năng doanh nghiệp phải đi vay để trả cổ tức tạo nên rủi ro thanh toán.
   1. Một số chính sách cổ tức khác:
      1. Chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đối:
         * 1. Cổ tức được xác định bằng một tỷ lệ so với lợi nhuận giữ lại, nếu lợi nhuận giữ lại thay đổi, cổ tức cũng thay đổi theo. Các doanh nghiệp này dễ dàng chủ động giữ lại một tỷ lệ lợi nhuận không đổi mỗi năm dựa trên nhu các 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. Tuy nhiên nếu doanh nghiệp áp dụng chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi một cách cứng nhắc sẽ dẫn 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.
      2. Chính sách chi trả một cổ tức nhỏ hàng quý cộng với cổ tức thưởng vào cuối năm.
         * 1. Chính sách này đặc biệt thích hợp cho những doanh nghiệp có lợi nhuận hoặc nhu cầu tiền mặt biến động giữa năm này với năm khác, hoặc cả hai. Ngay cả khi doanh nghiệp có mức lợi nhuận thấp, các nhà đầu tư vẫn có thể trông cậy vào một mức chi trả cổ tức đều đặn của họ; còn khi lợi nhuận cao và không có nhu cầu sử dụng ngay nguồn tiền dôi ra này, các doanh nghiệp sẽ công bố một mức cổ tức thưởng cuối năm. Chính sách này giúp ban điều hành có thể linh hoạt giữ lại lợi nhuận khi cần mà vẫn thỏa mãn được nhu cầu của các nhà đầu tư là muốn nhận được một mức cổ tức “bảo đảm”.
           2. Có thể coi đây 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, đây là mức cổ tức mà các cổ đông có thể chắc chắn 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
           3. 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.
           4. Tuy vậy 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.
           5. ***KẾT LUẬN:***
           6. Có nhiều chính sách chi trả cổ tức với những đặc điểm đi kèm các ưu – nhược điểm khác nhau. Việc lựa chọn chính sách nào để phù hợp với DN phải căn cứ vào tình hình nguồn lực và quy mô hiện tại của doanh nghiệp, cũng như phụ thuộc vào mức độ linh hoạt trong cách quản trị của chủ doanh nghiệp để có thể dung hoà lợi ích nhà đầu tư song song với việc phát triển, mở rộng quy mô sản xuất, phát huy tối đa những ưu điểm của chính sách đã lựa chọn.
7. CHÍNH SÁCH CỔ TỨC VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP
   * + - 1. Tranh luận về chính sách cổ tức tác động như thế nào đến giá trị doanh nghiệp, có 3 trường phái khác nhau: *Trường phái hữu khuynh bảo thủ* tin rằng một gia tăng trong tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp; *Trường phái tả khuynh cấp tiến* tin rằng một gia tăng trong tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp; *Trường phái trung dung* lại cho rằng chính sách cổ tức không tác động gì đến giá trị doanh nghiệp. Mỗi tranh luận của các trường phái đều có những giá trị khoa học đáng trân trọng. Nhưng xét cho cùng, lập luận của Miller và Modigliani là hiện thân của trường phái trung dung sẽ có sức thuyết phục hơn. Sau đây ta cùng nhau xem xét nghiên cứu của 2 ông:
   1. Theo lý thuyết M&M
8. Các giả định của lý thuyết MM:
   * + - 1. Theo lý thuyết đoạt giải Nobel kinh tế của MM (Merton Miller và Franco Modigliani-1961) thì chính sách cổ tức *hoàn toàn không làm ảnh hưởng*đến giá trị của doanh nghiệp, mà giá trị doanh nghiệp lại tùy thuộc vào các quyết định đầu tư. Nhưng kết luận này của MM được gắn với các giả địnhcủa một thị trường vốn hiệu quả và hoàn hảo:
         2. ***Không có thuế:*** Theo giả định này, các nhà đầu tư không bận tâm về việc họ sẽ nhận được thu nhập cổ tức hay thu nhập lãi vốn.
         3. ***Không có chi phí giao dịch:*** Giả định này ngụ ý rằng các nhà 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.
         4. ***Không có chi phí phát hành:*** Nếu các doanh nghiệp không phải chi trả các chi phí phát hành cho việc phát hành chứng khoán mới, họ có thể nhận được vốn cổ phần cần thiết cùng với chi phí, không kể họ giữ lại lợi nhuận hay chi trả cổ tức. Đôi khi việc chi trả cổ tức đưa đến nhu cầu bán cổ phần mới theo định kỳ.
         5. ***Chính sách đầu tư và tài trợ cố định:*** Nghĩa là cho dù doanh nghiệp có dư tiền thì cũng không thể đem số tiền đó đi đầu tư thêm mà chỉ có thể mua lại cổ phần hoặc chia cổ tức mà thôi. Hoặc doanh nghiệp thiếu tiền thì doanh nghiệp cũng không thể đi vay thêm được mà chỉ có thể phát hành thêm cổ phần để tài trợ cho dự án mới của mình.
9. Chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp theo lý thuyết MM:
   * + - 1. MM khẳng định rằng các thay đổi quan sát được trong giá trị doanh nghiệp là kết quả của các quyết định cổ tức thật ra là do ***nội dung hàm chứa thông tin*** hay ***các tác*** ***động phát tín hiệu*** của chính sách cổ tức. Có nghĩa là các thay đổi trong chi trả cổ tức tiêu biểu một tín hiệu cho các nhà đầu tư về đánh giá của ban điều hành về lợi nhuận và dòng tiền tương lai của doanh nghiệp.
         2. Ví dụ, một cắt giảm cổ tức được xem như truyền đạt các thông tin bất lợi về triển vọng lợi nhuận của doanh nghiệp. MM cũng còn dựa vào lập luận ***hiệu ứng khách hàng*** để bảo vệ cho kết luận của mình. Theo đó, doanh nghiệp thay đổi chính sách cổ tức có thể mất một số cổ đông qua các doanh nghiệp khác có cổ tức hấp dẫn hơn. Do đó, giá cổ phần sụt giảm tạm thời. Nhưng 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 MM, các giao dịch này diễn ra tức khắc và không có tổn phí, kết quả là giá trị cổ phần giữ nguyên không đổi.

***Làm rõ hơn lập luận của MM***

* + - * 1. Tình huống giả định:
        2. Khi bàn đến chính sách cổ tức, các nhà nghiên cứu luôn tranh luận với nhau về hai quan điểm:
        3. Chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến giá trị công ty
        4. Chính sách cổ tức chẳng có ảnh hưởng gì cả.
        5. Cụ thể, các lý thuyết này sẽ cho ta thấy 2 điều:
        6. *Một là,* Nếu không tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài - tức công ty không thể huy động vốn bằng cách đi vay hay tăng vốn chủ sở hữu (một điều kiện rất vô lý, không tồn tại trong thực tế) – thì chính sách cổ tức sẽ phát huy tác dụng làm tăng giá trị của công ty một khi công ty có cơ hội đầu tư mới có suất sinh lợi trên vốn đầu tư (ROI) lớn hơn suất sinh lợi hiện hành mà cổ đông đòi hỏi.
        7. *Hai là****,*** Nếu tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài (tức khác với tình huống 1) thì chính sách cổ tức sẽ chẳng có tác động gì đến giá trị của công ty.Nói cách khác, chính sách cổ tức khi đó sẽ chẳng có ý nghĩa gì cả
        8. Rõ ràng, cả hai tình huống lý thuyết trên đều dẫn đến một kết luận chung là ***chính sách cổ tức, về mặt lý thuyết, là chẳng có ý nghĩa gì cả*** (thực tế không như vậy).
        9. **Bây giờ chúng ta sẽ lần lượt chứng minh các điều nêu trên.**
        10. Trường hợp 1: Nếu không tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài
        11. *Tình huống 1: Toàn bộ dòng tiền ròng (lợi nhuận) được dùng để trả cổ tức.*
        12. Giả dụ công ty A tạo ra một dòng tiền ròng vĩnh viễn là 1.000 USD/năm. Công ty quyết định sử dụng toàn bộ dòng tiền ròng này để trả cổ tức là DIV (CF = DIV), nếu tỷ suất sinh lợi mà cổ đông đòi hỏi là rE = 10%, khi đó, giá trị của vốn chủ sở hữu theo mô hình chiết khấu cổ tức sẽ là:
        13. V0 = = = 10.000 USD.
        14. *Tình huống 2: 50% của lợi nhuận được giữ lại để tái đầu tư.*
        15. **1**.Nếu ROI = rE = 10%
        16. V0 =  =  = 10.000
        17. (Với b là tỷ lệ lợi nhuận giữ lại)
        18. **2**.Nếu ROI = 15% rE = 10%
        19. V0 ==  =20.000
        20. 3. Nếu ROI = 5% rE = 10%
        21. V0 == = 6.666
        22. Rõ ràng, với chính sách cổ tức không đổi, tức giữ lại 50% lợi nhuận ròng, trả cổ tức 50% phần còn lại, cái làm cho giá trị của vốn chủ sở hữu tăng hay giảm chính là suất sinh lợi từ đầu tư vào dự án mới (ROI) bằng nguồn lợi nhuận giữ lại. Nếu ROI của dự án mới bằng suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông thì giá trị của vốn chủ sở hữu không đổi. Nếu ROI của dự án mới lớn hơn suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông thì giá trị của vốn chủ sở hữu sẽ tăng. Nếu ROI của dự án mới nhỏ hơn suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông thì giá trị của vốn chủ sở hữu sẽ giảm. Như vậy, cái làm thay đổi giá trị của vốn chủ sở hữu là ***quyết định đầu tư*** chứ không phải chính sách cổ tức. Như vậy là tình huống thứ nhất của lý thuyết đã được chứng minh.
        23. Trường hợp 2: Nếu tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài
        24. Giả dụ rằng cơ hội đầu tư mới đòi hỏi công ty A phải chi đầu tư 1.000 USD vào năm nay, và nhận được lợi nhuận ròng là 200 USD/năm từ năm tới cho đến vĩnh viễn, biết suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông là 10%, khi ấy NPV của dự án sẽ là:
        25. NPV = -1,000 +  = +1,000 USD
        26. *Tình huống 1*: Nếu công ty A giữ lại toàn bộ lợi nhuận ròng của năm nay để đầu tư vào dự án mới và như vậy đồng nghĩa với việc cổ đông của công ty A sẽ không nhận được cổ tức trong năm nay, khi đó, giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu sẽ là:
        27. V0 = Cổ tức năm nay + (PV của cổ tức từ hoạt động hiện hành) + (PV của cổ tức từ đầu tư mới) = 0 +  + = 12,000 USD
        28. *Tình huống 2*: Chi phí đầu tư 1.000 USD cho dự án mới được huy động từ việc phát hành cổ phiếu mới, khi đó:
        29. V0 = Cổ tức năm nay + (PV của cổ tức từ hoạt động hiện hành) + (PV của cổ tức từ đầu tư mới) – (Chi phí đầu tư cho dự án mới có được từ phát hành cổ phiếu mới)   
             = 1,000 + (1,000 / 0.1) + – 1,000 = 12,000 USD
        30. Rõ ràng, nếu có sự tồn tại của nguồn vốn bên ngoài, thì dù ban quản trị của công ty A có sử dụng chính sách cổ tức kiểu nào đi nữa: không trả cổ tức (tình huống 1) hay vẫn trả cổ tức (tình huống 2) thì giá trị của vốn chủ sở hữu cũng không đổi.   
            ***Tóm lại,*** lý thuyết về chính sách cổ tức cho ta thấy hai điều:
        31. Một là, nếu không tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài – tức công ty không thể huy động vốn bằng cách đi vay hay tăng vốn chủ sở hữu (một điều kiện rất vô lý, không tồn tại trong thực tế) – thì chính sách cổ tức sẽ phát huy tác dụng làm tăng giá trị của công ty chỉ khi công ty có cơ hội đầu tư mới có suất sinh lợi trên vốn đầu tư (ROI) lớn hơn suất sinh lợi hiện hành, tức lớn hơn tỷ suất sinh lợi mà cổ đông đòi hỏi. Nói cách khác, chính quyết định đầu tư chứ không phải chính sách cổ tức có tác động đến giá trị của vốn chủ sở hữu.
        32. Hai là, nếu tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài thì chính sách cổ tức sẽ chẳng có tác động gì đến giá trị của công ty. Nói cách khác, chính sách cổ tức khi đó sẽ chẳng có ý nghĩa gì cả. Kết luận chung là chính sách cổ tức, về mặt lý thuyết, là chẳng có ý nghĩa gì cả nhưng thực tế thì không như vậy.
  1. Những phản biện đối với lý thuyết về chính sách cổ tức
     + - 1. Bây giờ chúng ta sẽ khảo sát qua những lập luận không tán thành với kết luận được đưa ra từ lý huyết về chính sách cổ tức khi cho rằng chính sách cổ tức không hề có tác động gì đến giá trị thị rường của công ty và của vốn chủ sở hữu. Để hiểu rõ chúng ta sẽ cùng nhau khám phá những nhân tố quan trọng mà trên thực tế những nhà quản trị tài chính cần cân nhắc kỹ lưỡng trước khi đưa ra các quyết định liên quan đến chính sách cổ tức
         2. • Mức độ quan tâm mà các cổ đông dành cho thu nhập từ cổ tức như thế nào?
         3. • Liệu thu nhập từ cổ tức trong tương lai có rủi ro hơn thu nhập từ cổ tức của ngày hôm nay không?
         4. • Một thị trường không hoàn hảo có phải là nhân tố quan trọng khiến cho các công ty lựa chọn chính sách cổ tức nhằm thỏa mãn mối quan tâm của một nhóm khách hàng cụ thể riêng biệt không?
         5. • Chính sách thuế ảnh hưởng tới chính sách cổ tức ra sao?
         6. • Liệu các nhà đầu tư có suy diễn chính sách cổ tức của công ty như là một thông điệp về sự phồn vinh của công ty trong tương lai không?
         7. Sau đây chúng ta sẽ lần lượt xem xét chi tiết hơn những vấn đề vừa nêu trên.
     1. Mức độ quan tâm của các cổ đông đối với thu nhập từ cổ tức ra sao?
        + 1. Những cổ đông như người già, quỹ hưu bổng, công ty bảo hiểm… thường kế hoạch hóa và kỳ vọng có dòng tiền thu nhập tương lai ổn định và đáng tin cậy từ cổ tức. Họ là những cổ đông rất quan tâm đến sự thay đổi chính sách cổ tức đột ngột của một 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.
          2. Lý thuyết cho rằng trong một thị trường hoàn hảo, thì việc cắt giảm cổ tức như thế sẽ không làm thiệt hại gì đến quyền lợi của các đông, cho dù họ thuộc nhóm nào đi nữa, bởi vì quyền lợi của họ sẽ nhanh chóng được đền bù nhờ sự tăng giá thị trường của cổ phiếu mà họ đang nắm giữ trước thông tin về dự án đầu tư mới. Nhưng thực tế không đơn giản như thế.
          3. **Thứ nhất**, trước một sự sụt giảm đột ngột trong thu nhập từ cổ tức như thế, những cổ đông quan tâm đến thu nhập cố định và chắc chắn sẽ nhận ra rằng mô thức ngân lưu mục tiêu (patern of cashflow) mà họ đã lên kế hoạch đã bị bóp méo không như mong đợi. Để tái lập lại mô thức này, họ phải thay đổi lại danh mục đầu tư của họ và như thế sẽ rất tốn kém. Liệu sự tăng giá cổ phiếu hiện hành có đủ bù đắp được cho tổng thiệt hại gây ra từ sự sụt giảm trong thu nhập cổ tức hiện hành và sự tốn kém khi thay đổi danh mục đầu tư hiện hành của họ hay không?
          4. **Thứ hai**, nếu có sự tồn tại của thuế lợi vốn (tax on capital gains), mà thực tế là có, thì cho dù trường hợp một không xảy ra, thì họ vẫn phải chịu một khoản thuế lợi vốn từ việc bán đi cổ phiếu hiện đang nắm giữ. Lợi ích mang lại từ sự gia tăng giá trị cổ phiếu do có thông tin của dự án đầu tư mới vì thế sẽ giảm đi và vấn đề là phần lợi ích còn lại liệu có đủ đền bù cho những thiệt hại mà các cổ đông gánh chịu từ sự thay đổi đột ngột trong chính sách cổ tức hay không.
          5. **Như vậy**, khác với lý thuyết cho rằng quyền lợi của cổ đông không hề bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi trong chính sách cổ tức, thực tế cho thấy quyền lợi của họ có bị ảnh hưởng và điều này đã xảy ra.
     2. Cổ tức trong tương lai có rủi ro hơn cổ tức của ngày hôm nay không?
        + 1. Myron Gordon trong một nghiên cứu của mình đã đưa ra một lập luận thách thức với những lập luận của lý thuyết M&M là 1$ thu nhập cổ tức hôm nay thì lớn hơn 1$ lợi nhuận được giữ lại ngày hôm nay để đầu tư vào dự án mới, vì sự thành bại của dự án mới trong tương lai vẫn còn là một câu hỏi mở, do đó, cổ tức được chia trong tương lai cho dù có lớn hơn nhưng rủi ro hơn (vì tính không chắc chắn) do đó sẽ được chiết khấu ở một suất chiết khấu cao hơn2. Kết luận này nói lên điều gì? Nó nói lên rằng các nhà đầu tư thích nhận cổ tức ngay bây giờ hơn là chuyển nó vào trong tương lai. Vì vậy một chính sách giữ lại lợi nhuận cao hơn, đồng nghĩa với tỉ lệ trả cổ tức thấp hơn, mặc dù có thể không làm gia tăng rủi ro, nhưng các nhà đầu tư thì không nghĩ như thếvà họ sẽ diễn giải điều này như là một tín hiệu không thuận lợi, và do đó, giá cổ phiếu của công ty sẽ giảm chứ không tăng như lập luận trong lý thuyết. Như vậy, nhận thức của nhà đầu tư về rủi ro đối với thời điểm được chi trả cổ tức đã làm cho kết luận có được từ nghiên cứu lý thuyết bị phá sản.
     3. Thị trường không hoàn hảo và hiệu ứng nhóm khách hàng (clientele effects)
        + 1. Giống lập luận trong phần **a**, nhưng thêm vào các chi phí cụ thể mà nhà đầu tư phải gánh chịu, những chi phí này chính là hệ quả tất yếu của một thị trường không hoàn hảo (trong khi lập luận lý thuyết thì dựa trên giả định về một thị trường hoàn hảo). Cụ thể nhà đầu phải gánh chịu những chi phí như sau:
          2. • Phí môi giới nhà đầu tư phải chịu khi chào bán cổ phiếu mà họ đang nắm giữ
          3. • Phí giao dịch khác, ví dụ như chi phí tìm kiếm một nhà môi giới lấy hoa hồng thấp
          4. • Mất lãi trong quá trình chờ bán cổ phiếu
          5. • Chi phí phát sinh do việc thay đổi danh mục đầu tư
          6. • Thuế lợi vốn …
          7. Nếu nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phiếu của một công ty nhỏ, chưa lên sàng thì chi phí từng loại sẽ còn cao hơn. Thực tế, có những nhóm cổ đông, ví dụ như người già, công ty bảo hiểm, quỹ hưu bổng … thích những công ty có chính sách cổ tức phù hợp với mô thức ngân lưu được thiết kế cho riêng mục tiêu của họ, thậm chí họ sẵn sàng trả giá cao hơn để nắm giữ cổ phiếu của các công ty này. Sở dĩ họ làm vậy là vì họ muốn có được sự đảm bảo cho một dòng ngân lưu cố định, ổn định và đáng tin cậy. Một trong những sự lựa chọn cho loại ngân lưu cố định, ổn định và đáng tin cậy này chính là cổ tức được chia từ việc nắm giữ cổ phiếu của các công ty có chính sách cổ tức ổn định và ít thay đổi. Hiểu được điều này, các công ty cũng cố gắng theo đuổi chính sách cổ tức ổn định, đáng tin cậy nhằm huy động vốn từ các cổ đông này cho sự tăng trưởng của công ty.
          8. ***Hiện tượng này được gọi là hiệu ứng nhóm khách hàng (Clientele effects).*** Thế nhưng hiệu ứng này, với hệ quả của nó là một chính sách cổ tức ổn định và nhất quán, có tác động đến giá trị của công ty hay không? Câu trả lời là có, vì việc đeo đuổi chính sách cổ tức ổn định và nhất quán sẽ khiến cho công ty phải gánh chịu các chi phí như: (1) công ty có thể sẽ phải bỏ qua các cơ hội đầu tư tốt, làm tăng giá trị của công ty trong tương lai vì theo đuổi chính sách cổ tức này, (2) nếu không muốn bỏ qua cơ hội đầu tư tốt này, công ty hoặc là phải đi vay, hoặc là phải phát hành thêm cổ phiếu mới. Chi phí của việc đi vay là lãi suất vay và sự gia tăng rủi ro tài chính mà công ty phải gánh chịu, còn chi phí của việc phát hành cổ phiếu mới chính là chi phí phát hành và nguy cơ mất quyền kiểm soát.
     4. Chính sách thuế ảnh hưởng tới chính sách cổ tức ra sao?
        + 1. Nếu thuế lợi vốn cao hơn thuế thu nhập đóng trên cổ tức thì cổ đông sẽ thích chính sách cổ tức cao hơn là chính sách cổ tức thấp, và ngược lại. Khi đó chính sách cổ tức mà công ty đeo đuổi sẽ có ảnh hưởng rất lớn đến quyết định của các nhà đầu tư là liệu có nên nắm giữ cổ phiếu của công ty hay không. Và rồi quyết định có nên nắm giữ cổ phiếu hay không khiến nhà đầu tư phản ứng bằng cách giữ hoặc bán cổ phiếu, từ đó, tác động đến giá trị cổ phiếu của công ty.
     5. Liệu các nhà đầu tư có suy diễn chính sách cổ tức của công ty như là một thông điệp về sự phồn vinh của công ty trong tương lai không?
        + 1. Sự thay đổi chính sách cổ tức của công ty có thể được các nhà đầu tư suy diễn như là một thông điệp mà ban quản trị muốn gởi đến cho các nhà đầu tư về sự phồn vinh của công ty trong tương lai. Ví dụ, nếu bây giờ, công ty tuyên bố sẽ tăng tỉ lệ trả cổ tức hay phát hành cổ phiếu thưởng (Scrip shares), các nhà đầu tư sẽ xem đây như là một thông điệp là ban quản trị công ty tự tin là hoạt động kinh doanh của công ty trong tương lai sẽ tạo đủ khả năng tiền mặt để công ty có thể tiếp tục duy trì việc trả cổ tức ở mức vừa mới ban bố. Trong tương lai gần cũng như xa, thông điệp này gián tiếp sẽ là công ty sẽ phát triển phồn vinh trong tương lai, và với suy diễn như thế, giá cổ phiếu của công ty sẽ tăng.
          2. Ở những nước thị trường chứng khoán mới phát triển như Việt Nam, do thông tin bất cân xứng nên nhà đầu tư thường dựa vào mức chi trả cổ tức như là “tín hiệu” cho thấy triển vọng của công ty trong tương lai. Công ty trả cổ tức cao thường được nhà đầu tư suy diễn đồng nghĩa với triển vọng tốt và ngược lại. Do vậy, ở những nước này chính sách cổ tức càng có tác động đến giá trị cổ phiếu.
  2. Lời khuyên về chính sách cổ tức
     + - 1. Như đã trình bày trong phần trên, chính sách cổ tức trên thực tế có tác động đến giá trị công ty và giá cổ phiếu. Do đó theo đuổi chính sách cổ tức như thế nào là một trong những quyết định quan trọng của ban quản lý. Việc đưa ra chính sách cổ tức như thế nào tùy thuộc vào hoàn cảnh cụ thể của từng công ty. Nhìn chung lời khuyên cho chính sách cổ tức như sau:
         2. • Nên theo đuổi một chính sách cổ tức ổn định, nhất quán, tránh gây ra những thay đổi đột ngột trong chính sách cổ tức nếu chưa cân nhắc một cách kỹ lưỡng tác hại của sự thay đổi này trong dài hạn đối với giá trị của công ty.
         3. • Nên theo đuổi một chính sách cổ tức an toàn, đảm bảo sự ổn định, nhất quán của chính sách cổ tức 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. Chính sách cổ tức thấp đồng nghĩa vớiviệc tăng tỉ lệ lợi nhuận giữ lại, nếu quỹ tiền mặt tích lũy từ lợi nhuận giữ lại quá lớn sẽ :
         4. Một là, khiến cho nhà đầu tư suy diễn là công ty bế tắc trong sự tăng trưởng.
         5. Hai là, công ty vô tình sẽ trở thành mục tiêu của một sự thao túng mua (take over).
         6. Ba là, lãng phí do giữ tiền mặt quá nhiều.
         7. Tất cả những điều này đều có ảnh hưởng không tốt lên giá trị cổ phiếumcủa công ty.
         8. • Một chính sách cổ tức an toàn là một chính sách cổ tức có tỉ lệ chia cổ tức hợp lý sao cho vừa thoả mãn được nhu cầu có một nguồn thu nhập ổn định, nhất quán của cổ đông (hiệu ứng nhóm khách hàng) vừa đảm bảo một tỉ lệ lợi nhuận giữ lại đủ để tài trợ cho những nhu cầu đầu tư bình thường nhằm duy trì sự tăng trưởng bền vững của công ty.
         9. • Tránh tối đa việc cắt giảm cổ tức, cho dù công ty đang có một cơ hội đầu tư tuyệt vời. Trongtrường 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, để tối thiểu hoá những hậu quả gây ra từ một sự cắt giảm cổ tức đột ngột.

1. CÁC HÌNH THỨC CHI TRẢ CỔ TỨC
   1. Bằng tiền mặt
      * + 1. 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.Chi trả cổ tức bằng tiền mặt là hình thức trả cổ tức mà công ty cổ phần lấy tiền từ lợi nhuận sau thuế có được ra chia cho các cổ đông dưới dạng tiền mặt hoặc chuyển khoản.
          2. Cổ tức tiền mặt được trả tính trên cơ sở mỗi cổ phiếu, được tính bằng phần trăm mệnh giá.
          3. Ví dụ:
          4. Mệnh giá của mỗi cổ phiếu là 10.000 đồng. Tỉ lệ chi trả 10%.
          5. Nghĩa là mồi cổ phiếu sẽ nhận được cổ tức là:
          6. 10.000 x 10%= 1.000 đồng
          7. Cổ đông sở hữu 100 cổ phiếu sẽ nhận được lợi tức là :
          8. 1000 x 100 =100.000 đồng
          9. *Ưu điểm:*
          10. - Cổ tức tiền mặt có tính thanh khoản rất cao , vì một số nhà đầu tư vào cổ phiếu sợ rủi ro nên các cổ đông này 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
          11. - Có thể phát tín hiệu tốt cho thị trường vì các công ty chi trả cổ tức bằng tiền mặt thì chứng tỏ khả năng thanh toán của công ty rất tốt, đặc biệt là tình hình hoạt động của công ty
          12. - Việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt có thể khẳng định khả năng quản lý tốt của ban điều hành quản lí doanh nghiệp . Ngoài ra, có thể đào thải những nhà quản lí kém cõi
          13. *Nhược điểm :*
          14. - Nguồn vốn của công ty 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
          15. - Giá cổ phiếu của công ty bị giảm đúng bằng lượng cổ tức được chia
          16. - Có khả năng công ty phải gia tăng thêm nợ, làm tăng chi phí kiệt quệ tài chính và rủi ro của các dự án đầu tư khi tỷ trọng tiền vay ở mức lớn
          17. - Sức ép từ việc chi trả bằng tiền mặt làm việc kinh doanh của một số doanh nghiệp kém hiệu quả , thua lỗ nhưng vẫn cố chi trả cổ tức cho cổ đông
      1. Chi trả cổ tức bằng cổ phiếu
         * 1. Đây là hình thức kết hợp của việc phân chia lợi nhuận với việc huy động vốn của công ty. Nó liên quan đến việc chuyển từ tài khoàn lợi nhuận giữ lại sang các tài khoản vốn cổ phần thường khác của cổ đông
           2. 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 .
           3. Về bản chất cổ đông sẽ nhận được nhiều cổ phiếu hơn nhưng giá thị trường của cổ phiếu sẽ bị điều chỉnh giảm để đảm bảo nguyên tắc công bằng với các cổ đông mua vào ngày hoặc sau ngày giao dịch không hưởng quyền trả cổ tức bằng cổ phiếu.
           4. Ví dụ :
           5. Doanh nghiệp trả cổ phiếu 10% /năm. Nghĩa là cổ đông hiện hành sở hữu 100 cổ phiếu sẽ có thêm 10 cổ phiếu nữa.
           6. Điều này làm vốn điều lệ của công ty sẽ tăng lên và số lượng cổ phiếu lưu hành sẽ nhiều hơn. Luồng tiền mặt không hề bị di chuyển ra khỏi doanh nghiệp.Tuy nhiên việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu được các chuyên gia khuyến nghị nên áp dụng cho các doanh nghiệp đang làm ăn tốt và có thị giá cổ phiếu cao.
           7. *Ưu điểm* :
           8. Hạn chế lượng tiền mặt ra khỏi doanh nghiệp,đẩy mạnh quá trình tái đầu tư mở rộng sản xuất, tạo cơ hội tăng tỉ lệ tăng trưởng lợi nhuận của công ty , từ đó làm tăng tỉ lệ tăng trưởng cổ tức .
           9. Không phải chịu áp lực tăng nợ vay, giảm thiểu rủi ro thanh toán.
           10. *Nhược điểm* :
           11. Làm số lượng cổ phiếu đang lưu hành của công ty tăng lên, do đó có thể làm giá cổ phiếu giảm do các chỉ số tài chính.
           12. Tạo áp lực cho việc chi trả cổ tức trong tương lai.
           13. Việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu ở tỉ lệ cao sẽ dẫn tới chi phí cổ tức ỏ các năm sau tăng lên buộc công ty phải sử dụng vốn huy động một cách có hiệu quả.
           14. Phương thức chi trả này khó có thể thực hiện một cách liên tục.
           15. So sánh giữa 2 phương thức:

|  |  |
| --- | --- |
| **Cổ tức tiền mặt** | **Cổ tức cổ phần** |
| Làm giảm tài sản nên giảm vốn lợi nhuận dẫn đến giảm vốn cổ phần cổ đông | Giảm vốn lợi nhuận và tăng vốn góp cổ phần vì đã vốn hoá phần vốn lợi nhuận |
| Khoản thanh toán cổ tức tiền mặt như một khoản nợ thanh toán ngắn hạn |  |

* 1. Bằng tài sản
     + - 1. Ngoài 2 phương thức chi trả bằng tiền mặt và cổ phiếu. Thì Doanh Nghiệp có thể chi trả trái phiếu hay chứng khoán khác của công ty hay thậm chí có thể là tài sản của chính công ty như hàng hóa,bất động sản (nhà đất), hàng tồn kho. Doanh Nghiệp chỉ thực hiện phương thức này khi doanh nghiệp thực sự gặp khó khăn về tiền mặt. Nhưng chỉ trong thời gian ngắn, chứ không phải lâm vào tình trang kiệt quệ về tài chính. Thực tế này thì ít gặp.
  2. Mua lại cổ phần
     + - 1. Mua lại cổ phần 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.
         2. Việc mua lại cổ phần được thực hiện 1 trong 3 cách sau đây:
         3. -Đầu tiên, các công ty có thể dễ dàng mua lại cổ phiếu của họ như bất cứ ai có thể mua cổ phần của một cổ phiếu cụ thể. Trong thị trường mở đó, công ty không để lộ họ là người mua. Do đó, người bán không biết là cổ phần đã được bán lại cho công ty hay chỉ là bán cho mọt nhà đầu tư khác.
         4. -Thứ hai, công ty có thể tiến hành đề nghị mua. Công ty sẽ thông báo cho tất cả các cổ đông của họ rằng công ty sẵn lòng mua một lượng cổ phần nhất định với mức giá cụ thể.
         5. +Ví dụ, trường hợp của công ty Arts and Crafts (A&C) có 1 triệu cổ phiếu đang lưu hành, với giá thị trường là 50 USD/CP. Công ty thực hiện mời thầu mua lại 300,000 cổ phần với mức giá 60USD/CP. Thực tế, nếu mức giá mời thầu đủ cao, các cổ đông có thể rất muốn bán hơn 300,000 cổ phần. Trong trường hơp đặc biệt khi mà tất cả cổ phần đều được thầu, A&C sẽ mua lại 3 trong 10 cổ phần mà cổ đông nắm giữ.
         6. -Cuối cùng, các công ty có thể mua lại cổ phần từ những cổ đông cụ thể. Phương pháp này được gọi là mua lại cổ phiếu mục tiêu.
         7. + Ví dụ, tập đoàn International Biotechnology đã mua khoảng 10% lượng cổ phiếu lưu hành của công ty Prime Robotics (P-R Co.) trong tháng 4 với giá khoảng 38USD/cp. Vào thời điểm đó, International Biotechnology đã thông báo cho Ủy ban chứng khoán và hối đoái rằng công ty có thể cố gắng để chiếm quyền kiểm soát của P-R Co. Tháng 5, P-R Co. đã mua lại số cổ phiếu mà International Biotechnology đang nắm giữ với giá 48USD/cp, cao hơn nhiều so với giá thị trường ở thời điểm đó. Lời đề nghị này đã không được đưa ra với các cổ đông khác.
         8. Từ những ví dụ trên, ta thấy rằng phương thức mua lại cổ phần cũng quan trọng không kém gì việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Vậy hai phương thức này có điểm gì vượt trội và có tác động như thế nào đến các cổ đông, đến thị trường ? Sau đây chúng ta cùng làm rõ hơn hai phương thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt và mua lại cổ phần.
         9. Giả sử một công ty có toàn bộ vốn chủ sở hữu như bảng sau:

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Bảng cân đối giá trị thị trường  (trước khi trả tiền mặt vượt mức qui định) | | | |
| TM vượt mức qui định | $300.000 | Nợ | $0 |
| Các tài sản khác | 700.000 | Vốn cổ phần | 1.000.000 |
| Tổng cộng | $1.000.000 | Tổng cộng | $1.000.000 |

* + - * 1. Nhìn vào bảng, trước khi xét 2 TH bằng 2 phương thức chi trả tiền mặt và mua lại cổ phần, ta thấy công ty có $300.000 tiền mặt và các tài sản khác thì trị giá $700.000. Vậy tổng giá trị của công ty là $1.000.000. Hiện tại, công ty có 100.000 cổ phiếu trên thị trường, giả sử mỗi cổ đông có 100 cổ phiếu, thu nhập ròng là $49.000. Lúc này:
        2. Giá của mỗi cổ phiếu là:
        3. Thu nhập trên cổ phần (EPS) bằng 49.000/100.000 = $0,49
        4. Vậy, P/E = $10/$0,49 = $20,4
        5. Nếu hoa hồng, tiền thuế, những điểm không hoàn hảo khác bị bỏ qua trong ví dụ này thì cổ đông không quan tâm lựa chọn nào sẽ được chọn, vì tổng giá trị cổ phiếu mà cổ đông nắm giữ là như nhau trong việc chi trả bằng tiền mặt cũng như việc mua lại cổ phần. Điều này thấy rõ trong 2 trường hợp công ty trả cổ tức bằng tiền mặt và mua lại cổ phần được xét dưới đây:
        6. Xét trường hợp công ty trả cổ tức bằng tiền mặt:

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Bảng cân đối giá trị thị trường  (sau khi trả tiền mặt vượt mức qui định) | | | |
| TM vượt mức qui định | $0 | Nợ | $0 |
| Các tài sản khác | 700.000 | Vốn cổ phần | 700.000 |
| Tổng cộng | $700.000 | Tổng cộng | $700.000 |

* + - * 1. Công ty sẽ lấy số tiền mặt đang có là 300.000$ để trả cổ tức. Vậy lúc này, giá trị của công ty chỉ còn $700.000 và vẫn còn 100.000 cổ phiếu trên thị trường. Vậy mỗi cổ phiếu lúc này sẽ có giá trị là $7 ($700.000/100.000). Cổ tức mỗi cổ đông nhận được bằng tiền mặt là $3 ($300.000/100.000) cho 1 cổ phiếu. Mỗi cổ đông nắm giữ tổng giá trị cổ phiếu là:

* + - * 1. Xét trường hợp công ty mua lại cổ phần:

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Bảng cân đối giá trị thị trường  ( sau khi mua lại cổ phiếu) | | | |
| TM vượt mức qui định | $0 | Nợ | $0 |
| Các tài sản khác | 700.000 | Vốn cổ phần | 700.000 |
| Tổng cộng | $700.000 | Tổng cộng | $700.000 |

* + - * 1. Công ty lấy $300.000 tiền mặt để mua lại 30.000 cổ phiếu, trên thị trường chỉ còn lại 70.000 cổ phiếu. Vậy lúc này giá trị của công ty còn lại $700.000, nên mỗi cổ phiếu trị giá 10$ ($700.000/70.000). Vậy mỗi cổ đông cũng có tồng giá trị cổ phiếu là $1000.
        2. Tuy nhiên, có 1 yếu tố thay đổi theo chính sách cổ tức của công ty, đó là thu nhập mỗi cổ phần (EPS). Giả sử, thu nhập ròng của công ty là $49.000, ta có:
        3. Trường hợp công ty trả cổ tức bằng tiền mặt: vì tổng thu nhập và số lượng cổ phiếu đang lưu hành không thay đổi nên EPS vẫn là $0,49. Giá mỗi cổ phiếu là $7. Vậy, P/E = $7/$0,49=$14,3.
        4. Trường hợp công ty mua lại cổ phần: vì tổng thu nhập vẫn như cũ trong khi số lượng cổ phiếu giảm từ 100.000 xuống còn 70.000 cổ phiếu, nên thu nhập trên cổ phần (EPS) tăng lên 49.000/70.000 = $0,7, giá mỗi cổ phiếu là $10. Tuy vậy, hệ số P/E vẫn không thay đổi và bằng $10/$0,7=$14,3.
        5. Vậy xét trong thị trường vốn hiệu quả và hoàn hảo, không có sự chi phối của các yếu tố khác thì dù trả hay không trả cổ tức, trả bằng tiền mặt hay mua lại cổ phần thì cổ đông cũng có tổng giá trị cổ phiếu đang nắm giữ là $1000. Nói cách khác, ví dụ này minh hoạ cho điểm quan trọng đó, nếu không có những điểm không hoàn hảo, cổ tức bằng tiền mặt và mua lại cổ phiếu về cơ bản là giống nhau. Đây là một lập luận khác của tính chất không phù hợp của chính sách cổ tức khi không có thuế hay những điểm không hoàn hảo khác.
        6. Qua ví dụ trên, ta có thể so sánh 2 phương thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt và mua lại cổ phần cũng có một số điểm tương đồng như : trong thị trường hiệu quả và hoàn hảo, giá trị chi trả cổ tức của hai phương pháp này như nhau và hai phương pháp này cũng làm giảm tiền mặt trong công ty.
        7. Ngoài điểm tương đồng, 2 phương pháp này cũng có những điểm khác nhau như sau:

|  |  |
| --- | --- |
| Cổ tức bằng tiền mặt | Mua lại cổ phần |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành không đổi | Số lượng cổ phiếu lưu hành giảm đi |
| Trả cổ tức bằng tiền mặt làm giảm lượng tiền mặt dẫn đến giảm tài sản và giảm lợi nhuận giữ lại trên bảng cân đối kế toán, tức giảm nguồn vốn chủ sở hữu | Ban điều hành dự kiến có lợi nhuận và dòng tiền cao hơn trong tương lai, tăng lợi nhuận giữ lại |
| Giá cổ phiếu của công ty giảm một lượng đúng bằng cổ tức được chia | Giá cổ phiếu tăng |
| Công ty hướng về chính sách cổ tức là giữ lại lợi nhuận ít và chia cổ tức nhiều. | Công ty hướng về chính sách cổ tức là giữ lại lợi nhuận nhiều để tái đầu tư phục vụ cho các hoạt động kinh doanh của công ty |
| Các cổ đông nhận được cổ tức tiền mặt sẽ phải đóng thuế trên giá trị được chia đó, do vậy giá trị được nhận cuối cùng sẽ ít hơn mức cổ tức công bố. | Mua lại cổ phiếu công ty đã phát hành sẽ đáp ứng được mong muốn của cổ đông không phải nộp thuế thu nhập cá nhân (đánh trên phần thu nhập từ cổ tức). |

* + - * 1. Tác dụng của mua lại vốn cổ phần
        2. Tác dụng đầu tiên có thể thấy là làm gia tăng lợi nhuận cho nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phiếu đó. Công ty chỉ mua lại cổ phần khi kết quả kinh doanh tốt và dư giả tiền mặt. Việc mua lại cổ phần sẽ giới hạn số cổ đông được chia [cổ tức](http://vi.wikipedia.org/wiki/C%E1%BB%95_t%E1%BB%A9c), làm cho số [cổ tức](http://vi.wikipedia.org/wiki/C%E1%BB%95_t%E1%BB%A9c) được chia tăng lên, tức [lợi nhuận trên mỗi cổ phần](http://vi.wikipedia.org/w/index.php?title=L%E1%BB%A3i_nhu%E1%BA%ADn_tr%C3%AAn_m%E1%BB%97i_c%E1%BB%95_ph%E1%BA%A7n&action=edit&redlink=1) ([EPS](http://vi.wikipedia.org/wiki/T%E1%BB%89_su%E1%BA%A5t_l%E1%BB%A3i_nhu%E1%BA%ADn_tr%C3%AAn_c%E1%BB%95_ph%E1%BA%A7n)) cũng tăng lên.
        3. Nhìn từ góc độ kỹ thuật, việc mua lại sẽ giúp cải thiện một số chỉ số tài chính cơ bản của công ty. Mua lại sẽ làm giảm lượng tiền mặt, trong khi đó tiền mặt cũng chính là một [tài sản](http://vi.wikipedia.org/wiki/T%C3%A0i_s%E1%BA%A3n), điều này dẫn đến [suất sinh lợi trên tổng tài sản](http://vi.wikipedia.org/w/index.php?title=Su%E1%BA%A5t_sinh_l%E1%BB%A3i_tr%C3%AAn_t%E1%BB%95ng_t%C3%A0i_s%E1%BA%A3n&action=edit&redlink=1) ([ROA](http://vi.wikipedia.org/wiki/T%E1%BB%B7_s%E1%BB%91_l%E1%BB%A3i_nhu%E1%BA%ADn_tr%C3%AAn_t%C3%A0i_s%E1%BA%A3n)) tăng lên đáng kể.
        4. Nếu cùng lúc nhiều công ty niêm yết mua lại cổ phiếu sẽ làm giảm đáng kể khối lượng cổ phiếu đang lưu hành, từ đó giảm áp lực pha loãng cổ phiếu do các đợt phát hành cổ phiếu ồ ạt gây ra. Điều này có thể góp phần hữu hiệu giảm bớt nguồn cung chứng khoán trên thị trường nói chung, làm giá cổ phiếu có xu hướng tăng lên.
        5. Do các tác động trên, thực tế còn nảy sinh cả tác động tốt về mặt tâm lý với nhà đầu tư khi có tin về việc mua lại cổ phần.
        6. Kết luận
        7. Việc mua lại cổ phiếu cho phép các nhà đầu tư quyết định xem họ muốn dòng tiền hiện tại với những hệ quả về thuế đi kèm.
        8. Các nhà đầu tư chịu những khoản thuế đánh trên lợi tức vốn thay vì thuế thu nhập thông thường ( thuế suất thấp hơn )
        9. Trong cơ cấu thuế hiện tại của chúng ta, việc mua lại cổ phiếu có thể đáng mong đợi hơn do các quyền chọn dành cho các cổ đông
        10. Cục thuế nội địa ( IRS ) cũng nhận thấy điều này sẽ không cho phép một đợt mua lại cổ phiếu chỉ vì mục đích duy nhất là giúp các nhà đầu tư tránh thuế .
        11. ***Ưu điểm*:** Hình thức mua lại cổ phiếu thường diễn ra lúc thị trường có dấu hiệu suy yếu, giá cổ phiếu tụt giảm. 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.
        12. Đây cũng là cách 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 (Outstanding Shares), làm EPS tăng lên.Nếu chỉ số P/E trước khi công ty mua lại cổ phiếu không đổi, do EPS tăng do đó thị giá cổ phiếu cũng tăng theo.
        13. ***Nhược điểm:***
        14. Nhược điểm đầu tiên là nhà đầu tư có thể chịu thuế đầu tư vốn (capital gain) khi bán lại cổ phiếu cho doanh nghiệp. Thuế suất đánh vào các khoản lợi nhuận chênh lệch đầu tư vốn hiện nay ở Việt Nam là 20%.
        15. Nhược điểm thứ 2: 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. Ngoài ra, một vấn đề lưu ý khác là cổ đông có thể đang bị ban lãnh đạo, điều hành của công ty “qua mắt” nếu việc công bố thông tin mua lại cổ phiếu có thể phục vụ mục đích trục lợi cho họ (ví dụ: công bố mua giá cao, sau đó bán cổ phiếu mình đang sở hữu lại cho doanh nghiệp, rồi tuyên bố từ nhiệm).

1. CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC
   1. Các hạn chế pháp lý:
      * + 1. Khi ấn định chính sách cổ tức của mình thì các doanh nghiệp đều phải cân nhắc các hạn chế sau:
          2. **Hạn chế suy yếu vốn:**
          3. Tức là 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 bao gồm mệnh giá cổ phần thường và thặng dư vốn .
          4. **Hạn chế lợi nhuận ròng:**
          5. Tức là cổ tức phải được chi trả từ lợi nhuận ròng hiện nay 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 doanh nghiệp .
          6. **Hạn chế mất khả năng thanh toán:**
          7. Tức là không thể chi trả cổ tức khi doanh nghiệp mất khả năng thanh toán   
             (nợ nhiều hơn tài sản), nhằm đảm bảo quyền ưu tiên của chủ nợ đối với tài sản   
             của doanh nghiệp .
   2. Các điều khoản hạn chế:
      * + 1. Các điều khoản hạn chế thường tác động nhiều đến chính sách cổ tức hơn các   
             hạn chế pháp lý như vừa trình bày.Các điều khoản này nằm trong các giao kèo trái phiếu, điều khoản vay, thỏa thuận vay ngắn hạn, hợp đồng thuê tài sản, và các thỏa thuận cổ phần ưu đãi .Về cơ bản, các hạn chế này giới hạn tổng mức cổ tức của một doanh nghiệp có thể chi trả.Đôi khi, các điều khoản này có thể quy định không thể chi trả cổ tức cho đến khi nào lợi nhuận của doanh nghiệp đạt được một mức ấn định nào đó Ngoài ra, các yêu cầu về quỹ dự trữ (để thanh toán nợ), quy định rằng một phần nào đó của dòng tiền của doanh nghiệp phải được dành để tài trợ, đôi khi cũng hạn chế việc chi trả cổ tức.Việc chi trả cổ tức cũng bị ngăn cấm nếu vốn luân chuyển hay tỷ lệ nợ hiện hành của doanh nghiệp không cao hơn một mức định sẵn nào đó.
   3. Các ảnh hưởng của thuế
      * + 1. Hầu hết các nhà kinh tế đều cho rằng trong một thế giới không có thuế thì các   
             nhà đầu tư sẽ bàng quan với việc nhận cổ tức hay lãi vốn. Nhưng trong thực tế, thu nhập từ cổ tức bị đánh thuế cao hơn nhiều so với thu nhập từ lãi vốn. Ngoài ra, thu nhập cổ tức bị đánh thuế ngay (trong năm hiện hành), còn thu nhập lãi vốn có thể hoãn đến các năm sau. Vì thế sẽ rất logic khi rút ra kết luận là các nhà đầu tư có thể không thích nhận cổ tức. Điều này sẽ được phản ánh trong giá cổ phiếu. Những yếu tố khác không đổi, giá cổ phiếu của các công ty trả cổ tức sẽ thấp hơn giá cổ phiếu của các công ty giữ lại thu nhập để tái đầu tư. Khi quyết định chi trả cổ tức, doanh nghiệp sẽ cân nhắc đến sự chênh lệch giữa thuế suất đánh trên thu nhập lãi vốn và thu nhập cổ tức.
          2. Rõ ràng các yếu tố vừa trìnhbày có xu hướng như khuyến khích doanh nghiệp giữ lại lợi nhuận nhiều, tuy nhiên nếu doanh nghiệp giữ lại lợi nhuận nhiều với mục đích bảo vệ các cổ đông khỏi phải chi trả thuê thu nhập cá nhân trên cổ tức sẽ đi ngược lại mục tiêu tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp
   4. Các ảnh hưởng của khả năng thanh toán
      * + 1. 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 một   
             doanh nghiệp có một thành tích quá khứ tái đầu tư lợi nhuận cao, đưa đến một số dư lợi nhuận giữ lại lớn, 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 một 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 các cơ hội đầu tư sinh lợi cũng thường thấy khó khi phải vừa duy trì đủ thanh khoản vừa chi trả cổ tức cùng một lúc.
          2. Về nguyên tắc, các doanh nghiệp không được chi trả cổ tức bằng tiền khi chưa trả được nợ cho các chủ nợ.
   5. Khả năng vay nợ và tiếp cận thị trường vốn:
      * + 1. 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 khoản linh hoạt và tận dụng các cơ hội đầu tư. Ngược lại, đối với các doanh nghiệp nhỏ, mới thành lập, chưa có uy tín, chỉ có vốn cổ phần hay các doanh nghiệp có tinh hình tài chính kém, có lợi nhuận bất ổn định, có độ rủi ro lớn hơn trong mắt các nhà đầu tư thường khó vay ở ngân hàng, khó tiếp cận thị trường vốn, khả năng vận dụng vốn tự có hay nợ vay của họ trên thị trường vốn bị giới hạn nên họ thường giữ lại lợi nhuận nhiều hơn để tài trợ cho các hoạt động.
   6. Ổn định thu nhập:
      * + 1. Cổ tức chia cho cổ đông là từ lợi nhuận, do đó nếu lợi nhuận bất ổn định, không đoán trước được lợi nhuận trong tương lai có thể thế nào thì doanh nghiệp sẽ có khuynh hướng giữ lại một tỉ lệ khá cao lợi nhuận để có thể duy trì mức cổ tức bình thường ở những năm mà lợi nhuận sút giảm nhằm đảm bảo việc chia cổ tức đều đặn trong tương lai, đảm bảo khả năng thanh khoản…
          2. 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, một doanh nghiệp có một lịch sử lợi nhuận ổn định thường sẵn lòng chi trả cổ tức cao hơn một doanh nghiệp có thu nhập không ổn định. Một doanh nghiệp có các dòng tiền tương đối ổn định qua nhiều năm có thể tự tin về tương lai hơn, và thường phản ánh sự tin tưởng này trong việc cho trả cổ tức cao hơn so với doanh nghiệp có thu nhập bất ổn
   7. Triển vọng tăng trưởng:
      * + 1. 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 và sau đó cố gắng bán cổ phần mới để huy động vốn cổ phần cần thiết, doanh nghiệp thuộc loại này thường giữ lại một phần lớn lợi nhuận và tránh bán cổ phần mới ra công chúng vừa tốn kém vừa bất tiện. Các công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức cao nhất thường có tỷ lệ tăng trưởng thấp nhất và ngược lại
   8. Lạm phát:
      * + 1. Trong một môi trường lạm phát, 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. Trong trường hợp này, một doanh nghiệp có thể buộc phải giữ lại một tỷ lệ lợi nhuận cao hơn để duy trì năng lực hoạt động cho tài sản của mình.   
             Lạm phát cũng có một tác động trên nhu cầu vốn luân chuyển của doanhnghiệp.   
             Trong một môi trường giá cả tăng, số tiền thực tế đầu tư vào kho hàng và các khoản phải thu có chiều hướng tăng để hỗ trợ cho cùng một khối lượng hiện vật kinh doanh. Do số tiền của các tài khoản phải trả đòi hỏi các khoản chi tiền mặt lớn, thường cao do giá cả tăng cho nên nhu cầu chi thường cũng phải tăng. Như vậy, lạm phát có thể buộc một doanh nghiệp giữ lại lợi nhuận nhiều hơn để duy trì vị thế vốn luân chuyển giống như trước khi có lạm phát để doanh nghiệp hoạt động bình thường.
   9. Các ưu tiên của cổ đông:
      * + 1. Một doanh nghiệp được kiểm soát chặt chẽ với tương đối ít cổ đông thì ban điều hành có thể ấn định mức cổ tức theo ưu tiên của các cổ đông (tức là mục tiêu, sở thích của cổ đông). Còn các doanh nghiệp có số lượng cổ đông lớn, rộng rãi thì không thể tính đến các ưu tiên của cổ đông khi quyết định chi trả cổ tức mà chỉ có thể xem xét các yếu tố cơ hội đầu tư, nhu cầu dòng tiền, tiếp cận thị trường tài chính và các yếu tố liên quan khác..
   10. Bảo vệ chống lại khả năng mất quyền quản lý
       * + 1. Nếu một doanh nghiệp thực hiện chính sách chi trả cổ tức cao, thì khi cần vốn doanh nghiệp phải phát hành thêm cổ phần mới để tăng vốn cho đầu tư vào các dự án có tiềm năng sinh lợi. Nếu các cổ đông hiện hữu của doanh nghiệp không mua hay không thể mua một tỷ lệ cân xứng cổ phần mới phát hành ( theo quyền tiên mãi), tỷ lệ phần trăm của họ trong doanh nghiệp sẽ bị giảm, có khả năng không còn giữ được tỷ lệ cổ phiếu khống chế và như thế mất quyền quản lý. Một doanh nghiệp trong giai đoạn phát triển, thường có nhu cầu đầu tư cao nên chọn cách giữ lại lợi nhuận nhiều hơn và chi trả cổ tức thấp hơn để tránh rủi ro mất quyền quản lý.