

CHƯƠNG 13

CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

CHƯƠNG 13: CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

▪ Giá trị của một doanh nghiệp chịu ảnh hưởng của ba loại quyết định tài chính:

- Quyết định đầu tư
- Quyết định tài trợ
- Quyết định chi trả cổ tức

▪ Khi lập các quyết định tương quan lẫn nhau này, mục tiêu là tối đa hóa tài sản của cổ đông.

13.1 CÁC YẾU TỐ QUYẾT ĐỊNH CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

- Các hạn chế pháp lý
- Các điều khoản hạn chế
- Các ảnh hưởng của thuế
- Khả năng vay nợ và tiếp cận các thị trường vốn
- Ổn định thu nhập
- Triển vọng tăng trưởng
- Lạm phát
- Các ưu tiên của cổ đông
- Bảo vệ chống lại loãng giá

1- 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:

- Không thể dùng vốn của một doanh nghiệp để chi trả cổ tức.
- Cổ tức phải được chi trả từ lợi nhuận *ròng* hiện nay và trong thời gian qua.
- Không thể chi trả cổ tức khi doanh nghiệp mất khả năng thanh toán.

Hạn chế 1 - Không thể dùng vốn của một doanh nghiệp để chi trả cổ tức

Hạn chế này được gọi là *hạn chế suy yếu vốn*.

Tùy theo đặc điểm mỗi quốc gia, vốn được định nghĩa như sau:

- Chỉ bao gồm mệnh giá của cổ phần thường.
- *Hoặc* bao quát hơn, gồm cả vốn góp vượt quá tài khoản mệnh giá (thường được gọi là *thặng dư vốn*).

Hạn chế 1 - Không thể dùng vốn của một doanh nghiệp để chi trả cổ tức

Thí dụ, xem các tài khoản vốn sau đây trên bảng cân đối kế toán của Johnson Tooland Die Company:

Cổ phần thường (mệnh giá 5\$, 100.000 cổ phần)	\$500.000
Vốn góp cao hơn mệnh giá	400.000
Lợi nhuận giữ lại	<u>200.000</u>
Tổng vốn cổ phần thường	\$1.100.000

Hạn chế 1 - Không thể dùng vốn của một doanh nghiệp để chi trả cổ tức

- Nếu cho rằng *vốn* là giá trị mệnh giá của cổ phần thường, công ty có thể chi ra 600.000\$ cho cổ tức (1.100.000\$ - 500.000\$ giá trị mệnh giá).
- Nếu như giới hạn chi trả cổ tức chỉ từ lợi nhuận giữ lại, công ty chỉ có thể chi trả 200.000\$ cho cổ tức.

Cổ tức được chi trả từ tài khoản *tiền mặt* của doanh nghiệp với một bút toán đối ứng cho tài khoản *lợi nhuận giữ lại*.

Hạn chế 2 - Cổ tức phải được chi trả từ lợi nhuận *ròng* hiện nay và trong thời gian qua

- Hạn chế này được gọi là *hạn chế lợi nhuận ròng*, đòi hỏi một doanh nghiệp phải có phát sinh lợi nhuận *trước khi* được phép chi trả cổ tức tiền mặt.
- Điều này ngăn cản các chủ sở hữu thường rút đầu tư ban đầu của họ và làm suy yếu vị thế an toàn của các chủ nợ của doanh nghiệp

Hạn chế 3 - Không thể chi trả cổ tức khi doanh nghiệp mất khả năng thanh toán.

- Hạn chế này được gọi là *hạn chế mất khả năng thanh toán*, quy định rằng một công ty mất khả năng thanh toán có thể không chi trả cổ tức tiền mặt.
- Khi một công ty mất khả năng thanh toán, nợ nhiều hơn tài sản. Chi trả cổ tức sẽ cản trở các trái quyền ưu tiên của các chủ nợ đối với tài sản của doanh nghiệp và vì vậy bị ngăn cấm.

2- Các điều khoản hạn chế

- Các điều khoản hạn chế thường tác động nhiều đến chính sách cổ tức hơn các hạn chế pháp lý và 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.
- Các hạn chế giới hạn tổng mức cổ tức một doanh nghiệp có thể chi trả. Đôi khi, 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

2- Các điều khoản hạn chế

- Ngoài ra, các yêu cầu về quỹ dự trữ (để thanh toán nợ), quy định rằng một phần dòng tiền của doanh nghiệp phải được dành để trả nợ, cũng hạn chế việc chi trả cổ tức.
- Việc chi trả cổ tức cũng bị ngăn cấm nếu vốn luân chuyển ròng của doanh nghiệp không cao hơn một mức định sẵn nào đó.

3- Các ảnh hưởng của thuế

- Thu nhập cổ tức và thu nhập lãi vốn dài hạn đều phải chịu thuế
- Tùy theo mỗi quốc gia mà có sự khác biệt hay không giữa thuế suất đánh trên thu nhập cổ tức và thuế suất đánh trên thu nhập lãi vốn.
- Tùy theo mỗi quốc gia thu nhập cổ tức bị đánh thuế ngay (trong năm hiện hành), còn thu nhập lãi vốn có thể được hoãn đến các năm sau.
- Có xu hướng khuyến khích các doanh nghiệp giữ lại lợi nhuận, nhưng các quy định của cơ quan thuế lại có một tác động ngược lại.

4- Các ảnh hưởng của khả năng thanh khoản

- Chi trả cổ tức là các dòng tiền chi ra. Vì vậy, khả năng thanh khoản của doanh nghiệp càng lớn, doanh nghiệp càng có nhiều khả năng chi trả cổ tức
- Khả năng thanh khoản thường trở thành một vấn đề trong giai đoạn kinh doanh 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 thường thấy khó khi phải vừa duy trì đủ thanh khoản vừa chi trả cổ tức cùng một lúc.

5- Khả năng vay nợ và tiếp cận các thị trường vốn

- Khả năng thanh khoản rất cần cho doanh nghiệp, nó bảo vệ hữu hiệu cho doanh nghiệp trong trường hợp khủng hoảng tài chính và cung cấp một khả năng linh hoạt cần thiết để tận dụng các cơ hội đầu tư và tài chính bất thường.
- Các doanh nghiệp lớn có uy tín có thể vay tiền với thời hạn báo trước ngắn hoặc có thể dễ dàng phát hành trái phiếu hay bán thương phiếu thì càng thuận lợi tiếp cận với các nguồn vốn bên ngoài, càng có nhiều khả năng chi trả cổ tức.

6- Ổn định thu nhập, Triển vọng tăng trưởng và Lạm phát

- 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.
- Các công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức cao nhất thường có tỷ lệ tăng trưởng thấp nhất và ngược lại.
- Trong một môi trường lạm phát, 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, để duy trì vị thế vốn luân chuyển giống như trước khi có lạm phát..

Bảng 13.1 Các tỷ lệ chi trả cổ tức và tỷ lệ tăng trưởng gần đây của các công ty được chọn

Công ty	Tỷ lệ chi trả cổ tức 2002 (%)	Tỷ lệ tăng trưởng EPS 10 năm (%)
Idaho Power	97,4	3,0
Boston Edison	96,3	3,0
Kansas Power and Light	80,0	4,5
Sears	76,1	4,5
Exxon	62,4	4,5
K-Mart	48,6	7,5
TNT	46,1	6,0
Hershey Foods	45,6	12,0
Merck	41,9	15,5
Coca-Cola	39,2	11,0
McDonald's	15,4	15,5
Hewlett-Packard	13,7	14,0
Wal-Mart Stores	12,2	37,0
Cray Research	0,0	39,0

Các ưu tiên của cổ đông, Bảo vệ chống lại loăng giá

- Trong một doanh nghiệp được kiểm soát chặt chẽ với tương đối ít cổ đông, ban điều hành có thể ấn định mức cổ tức theo ưu tiên của các cổ đông.
- Đối với một doanh nghiệp lớn có cổ phần được nắm giữ rộng rãi, giám đốc tài chính hầu như không thể tính đến các ưu tiên của cổ đông khi quyết định chính sách cổ tức
- Một vài doanh nghiệp chọn cách giữ lại lợi nhuận nhiều hơn và chi trả cổ tức thấp hơn để tránh rủi ro loăng giá.

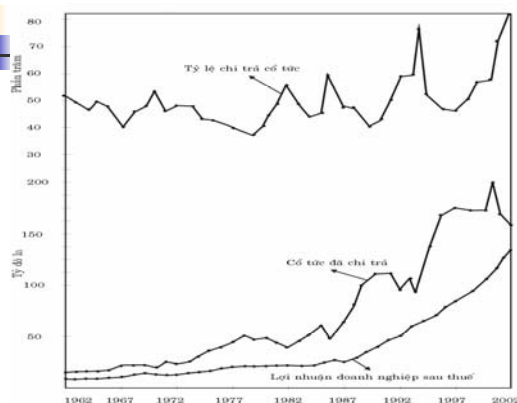
13.4 CÁC CHÍNH SÁCH CỔ TỨC TRONG THỰC TIỄN

- Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động
- Chính sách cổ tức tiền mặt ổn định
- Các chính sách chi trả cổ tức khác

Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động

- Một doanh nghiệp nên giữ lại lợi nhuận khi nào mà doanh nghiệp có các cơ hội đầu tư hứa hẹn các tỷ suất sinh lợi cao hơn tỷ suất lợi nhuận đòi hỏi
- Như vậy mức chi trả cổ tức thay đổi từ năm này sang năm khác và tùy thuộc vào các cơ hội đầu tư có sẵn.
- Hầu hết các doanh nghiệp cố gắng duy trì một chi trả cổ tức tương đối ổn định theo thời gian.
- Công ty tăng trưởng nên chia cổ tức ở mức thấp hơn các công ty sung mãn. (Bảng 13.1)

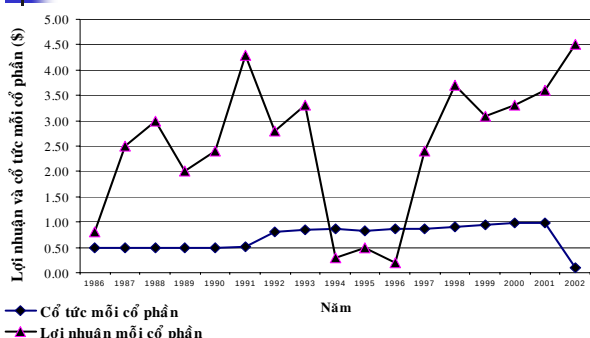
Hình 13.3 Mô hình lịch sử lợi nhuận và cổ tức của các doanh nghiệp Mỹ



Chính sách cổ tức tiền mặt ổn định

- Có nhiều bằng chứng cho thấy rằng hầu hết các doanh nghiệp và các cổ đông thích chính sách cổ tức tương đối ổn định. (hình 13.4)
- 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.
- Ngoài ra, nhiều cổ đông cần và lệ thuộc vào một dòng cổ tức không đổi cho các nhu cầu lợi nhuận tiền mặt của mình
- Và cuối cùng, cổ tức ổn định là một đòi hỏi mang tính pháp lý.

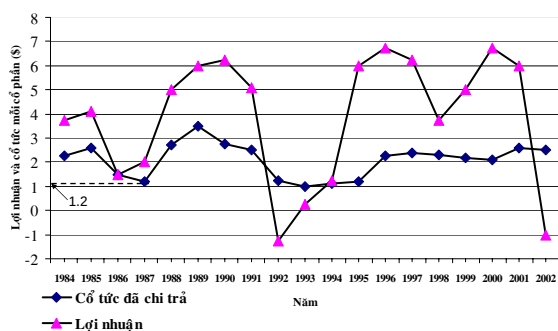
Chính sách cổ tức tiền mặt ổn định



Các chính sách chi trả cổ tức khác

- Chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi:**
 Nếu lợi nhuận doanh nghiệp thay đổi nhiều từ năm này sang năm khác, cổ tức cũng dao động theo. (hình 13.3)
- Chính sách chi trả một cổ tức nhỏ hàng quý cộng với cổ tức thường thêm vào cuối năm.**
 Thích hợp cho một doanh nghiệp có lợi nhuận biến động, và nhu cầu tiền mặt biến động giữa năm này với năm khác, hay cả hai. (hình 13.5)

Hình 13.5 Cổ tức và lợi nhuận của Dragon

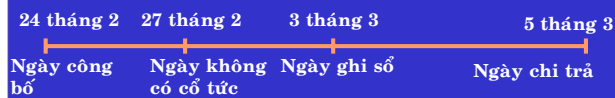


Vấn đề doanh nghiệp nhỏ: Chính sách cổ tức

- Tỷ lệ chi trả cổ tức bình quân của các DN lớn vượt quá 40%, trong khi tỷ lệ chi trả cổ tức bình quân của các DN nhỏ thường dưới 3%
- Lý do của sự khác biệt là gì?
 - ✓ Nhiều DN nhỏ đang ở trong giai đoạn tăng trưởng nhanh của chu kỳ kinh doanh của mình, DN thường thiếu vốn để tài trợ các đầu tư dự định và gia tăng vốn luân chuyển.
 - ✓ DN nhỏ do chỉ một hay một vài chủ sở hữu nắm giữ, và chính sách cổ tức của các DN này thường phản ánh ưu tiên lợi nhuận của các cá nhân này.

13.5 CỔ TỨC ĐƯỢC CHI TRẢ NHƯ THẾ NÀO

- Hầu hết các doanh nghiệp áp dụng thể thức thông báo và chi trả cổ tức. Thể thức này thường xoay quanh một *ngày công bố*, *ngày không có cổ tức*, *ngày ghi sổ*, và *ngày chi trả*.



13.5 CỔ TỨC ĐƯỢC CHI TRẢ NHƯ THẾ NÀO

Các phương án tái đầu tư cổ tức

- Có hai loại phương án tái đầu tư cổ tức:
- Mua cổ phần đang lưu hành : được thực hiện thông qua một ngân hàng, ngân hàng đóng vai như một người được ủy thác mua cổ phần trên thị trường tự do và phân bổ số cổ phần này theo tỷ lệ cho các cổ đông tham gia.
 - Mua cổ phần mới phát hành : cổ tức tiền mặt của người tham dự được dùng để mua cổ phần mới phát hành, thường với một chiết khấu nhỏ (khoảng 5%) từ giá thị trường.

13.6 CỔ TỨC CỔ PHẦN VÀ CHIA NHỎ CỔ TỨC

Cổ tức cổ phần : là chi trả thêm cổ phần thường cho các cổ đông thường, chuyển tiền từ tài khoản lợi nhuận giữ lại sang các tài khoản vốn cổ phần thường khác của các cổ đông.

Thí dụ, Công ty Colonial Copies có vốn cổ phần của các cổ đông nắm giữ cổ phần thường sau đây:

13.6 CỔ TỨC CỔ PHẦN VÀ CHIA NHỎ CỔ TỨC

Vốn cổ phần của các cổ đông nắm giữ cổ phần thường trước cổ tức cổ phần

Cổ phần thường (mệnh giá 5\$, 100.000 cổ phần)	500.000\$
Vốn đã góp cao hơn mệnh giá (thặng dư vốn)	1.000.000
Lợi nhuận giữ lại	<u>5.000.000</u>
Tổng vốn cổ phần của cổ đông nắm giữ cổ phần thường	6.500.000\$

13.6 CỔ TỨC CỔ PHẦN VÀ CHIA NHỎ CỔ TỨC

Giả dụ công ty công bố một cổ tức cổ phần 10%, Vốn cổ phần của các cổ đông nắm giữ cổ phần thường sau cổ tức cổ phần: (giá thị trường 20\$/cp)

Cổ phần thường (mệnh giá 5\$, 110.000 cổ phần)	550.000\$
Vốn đã góp cao hơn mệnh giá (thặng dư vốn)	1.150.000\$
Lợi nhuận giữ lại	<u>4.800.000\$</u>
Tổng vốn cổ phần của cổ đông nắm giữ cổ phần thường	6.500.000\$

13.6 CỔ TỨC CỔ PHẦN VÀ CHIA NHỎ CỔ TỨC

Giá thị trường của mỗi cổ phần sẽ giảm theo tương xứng với số cổ phần mới phát hành.

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

$$\text{Giá sau cổ tức cổ phần} = \frac{20\$}{1 + 0,10} = 18,18\$$$

Nếu tài sản của một cổ đông trước cổ tức là 2.000\$ (100 cổ phần x 20\$/cổ phần), tài sản sau cổ tức cổ phần vẫn là 2.000\$ (110 cổ phần x 18,18\$/cổ phần).

13.7 MUA LẠI CỔ PHẦN TƯƠNG TỰ NHƯ LÀ CÁC QUYẾT ĐỊNH CỔ TỨC

Trong phần này bao gồm các nội dung sau:

- Thể thức mua lại cổ phần
- Thí dụ về mua lại cổ phần
- Các tác động của thuế
- Các tác động phát tín hiệu

Thể thức mua lại cổ phần

Các doanh nghiệp thực hiện các chương trình mua lại cổ phần theo một số cách thức.

- Mua trực tiếp từ các cổ đông của mình bằng một cách đưa ra một *giá đệm* (thường cao hơn giá thị trường),
- Mua cổ phần ở thị trường tự do, hay có thể thương lượng riêng để mua lại từ những người nắm giữ lượng lớn các cổ phần như là các định chế chẳng hạn.

Thế thức mua lại cổ phần

- Cổ phần được mua lại được gọi là *cổ phần ngân quỹ*.
- Cổ phần ngân quỹ thường được sử dụng để làm cho các hoạt động sáp nhập và mua lại công ty dễ dàng hơn;
- Việc mua lại cổ phần làm tăng lợi nhuận mỗi cổ phần cho số cổ phần đang lưu hành còn lại và cũng làm tăng giá cổ phần,

Các tác động phát tín hiệu

- Giống như các tác động phát tín hiệu của gia tăng cổ tức, mua lại cổ phần cũng có thể có một tác động tích cực cho tài sản cổ đông.
- Mua lại cổ phần có thể tiêu biểu cho một tín hiệu với các nhà đầu tư là ban điều hành dự kiến doanh nghiệp có lợi nhuận và dòng tiền cao hơn trong tương lai.
