

CỔ TỨC VÀ CÁC HÌNH THỨC CHI TRẢ CỔ TỨC

I. Các hình thức chi trả cổ tức

II. Cách thức chi trả cổ tức

III. Nhận cổ tức so với phần lãi vốn- Nhà đầu tư ưa thích hình thức nào hơn?

IV. Các khía cạnh về chính sách cổ tức

V. Thiết lập chính sách cổ tức

VI. Chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia tách cổ phiếu

VII. Mua lại cổ phiếu

Giả sử bạn đang sở hữu cổ phần của công ty cổ phần công ty sữa Vinamilk Việt nam (VNM), và như vậy bạn thích được VNM chi trả cổ tức cho bạn bằng tiền mặt hay bằng cổ phiếu? Bạn thích cổ tức hay thích phần lãi vốn? Và lý do tại sao công ty VNM quyết định thực hiện như vậy?

I. CÁC HÌNH THỨC CHI TRẢ CỔ TỨC

Thuật ngữ cổ tức (dividend) dùng để chỉ phân phối lợi nhuận kiếm được từ hoạt động của công ty. Còn việc phân phối các nguồn lợi nhuận khác không phải lợi nhuận hoạt động thì gọi là phân phối lợi nhuận (distribution) thay vì gọi là cổ tức

Có hai hình thức chi trả cổ tức phổ biến là cổ tức bằng tiền và cổ tức bằng cổ phiếu

- Công ty có thể trả cổ tức bằng tiền một lần hoặc nhiều lần trong năm, khi trả cổ tức bằng tiền sẽ làm giảm tiền và giảm lợi nhuận giữ lại trên bảng cân đối kế toán, và theo đó làm giảm thị giá mỗi cổ phần

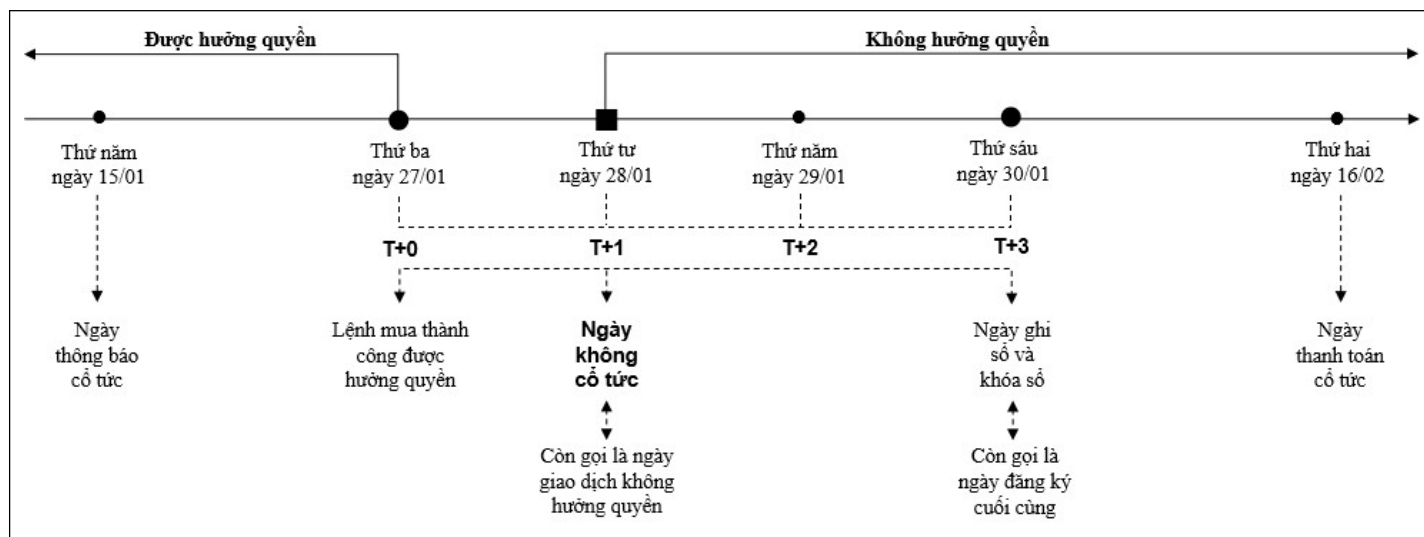
- Công ty có thể trả cổ tức bằng cổ phiếu một hoặc nhiều lần trong năm. Trên bảng cân đối kế toán, khi trả cổ tức bằng cổ phiếu không làm tiền mặt của công ty giảm mà chỉ làm gia tăng thêm số lượng cổ phần đang lưu hành và theo đó làm giảm thị giá mỗi cổ phần

II. CÁCH THỨC CHI TRẢ CỔ TỨC

Quyết định về chi trả cổ tức được đặt trong tay của hội đồng quản trị công ty. Việc chi trả cổ tức cho cổ đông được ghi nhận vào một ngày cụ thể. Khi cổ tức được công bố, nó trở thành một trách nhiệm tài chính đối với công ty và công ty không thể dễ dàng thay đổi được. Mức độ chi trả cổ tức nhiều hay ít thường được đo bằng một số chỉ tiêu như: cổ tức trên mỗi cổ phần (dividend per share - DPS), tỷ lệ chi trả cổ tức (dividend yield). Cơ chế chi trả cổ tức của công ty có thể được minh họa hình bên dưới

2 Giảng viên: HUỖNH THÁI BẢO

Hình 1: Cơ chế chi trả cổ tức của một công ty (nếu theo quy định chu kỳ thanh toán là ngày $T+3$)



Giải thích hình 1:

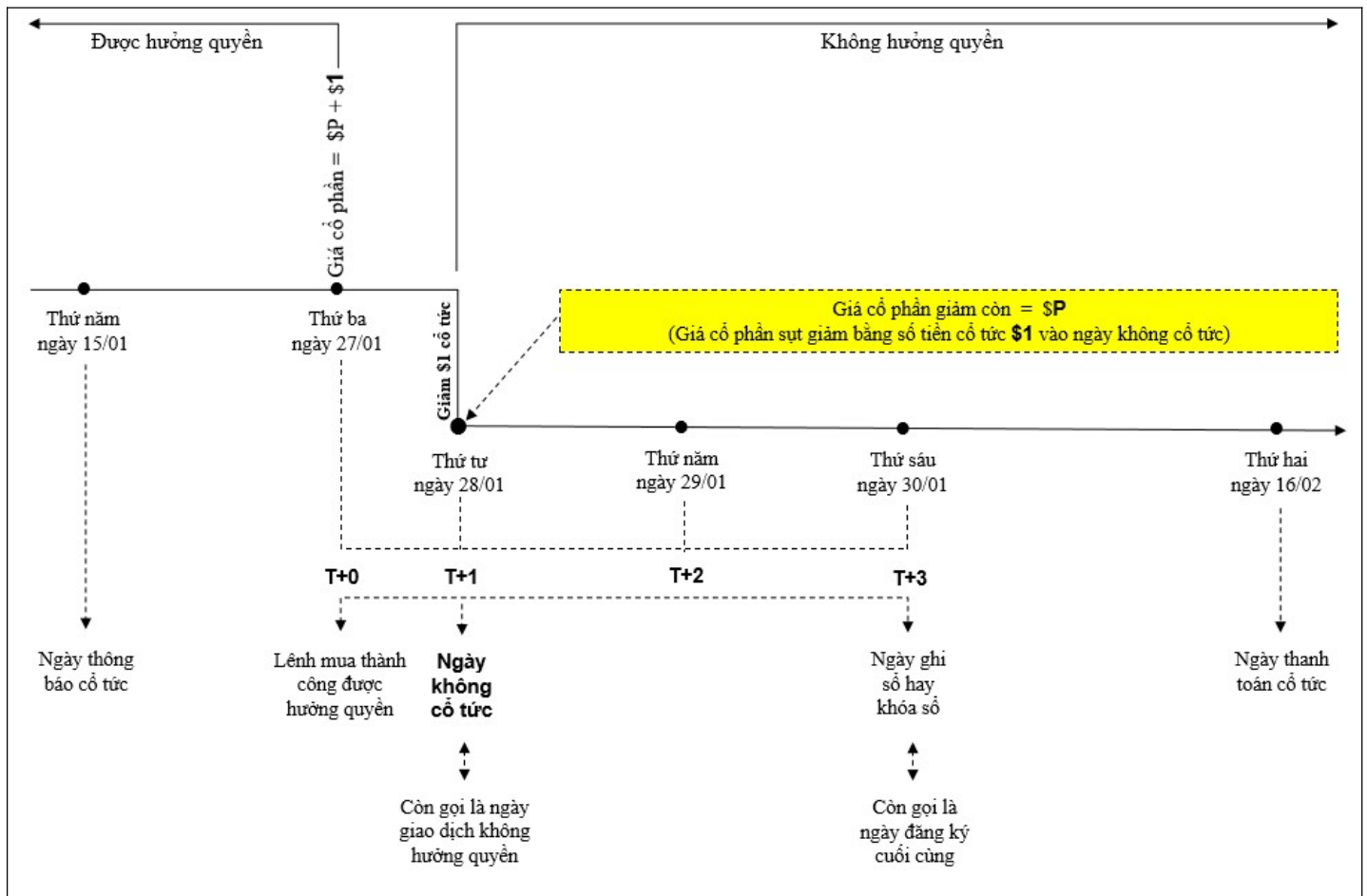
- **Ngày thông báo 15/01:** Vào ngày 15/01, hội đồng quản trị công ty thông qua nghị quyết và công bố chi trả cổ tức (giá sử) **\$1** mỗi cổ phần vào ngày 16/02 cho tất cả các cổ đông có tên trong danh sách ghi sổ vào ngày 30/01
- **Ngày ghi sổ và khóa sổ 30/01:** Vào ngày 30/01 công ty chuẩn bị một danh sách tất cả các cá nhân và tổ chức được xem là cổ đông của công ty vào ngày này (ngày 30/01 còn gọi là ngày đăng ký cuối cùng)
- **Ngày không cổ tức 28/01:** Quy trình xác định ngày ghi sổ sẽ không công bằng nếu các nhà môi giới hiệu quả gửi thông báo về những giao dịch xảy ra trong 29/01 tới công ty vào ngày 30/01, trong khi nếu giao dịch này được thực hiện bởi một nhà môi giới kém hiệu quả thì có thể không tới được công ty trước ngày 02/02. Để loại bỏ vấn đề này, tất cả nhà môi giới cung cấp tên cổ đông được nhận cổ tức nếu **mua cổ phiếu 3 ngày ($T+3$)** làm việc trước ngày ghi sổ 30/01, tính từ ngày ghi sổ lùi về trước 3 ngày. Theo ví dụ trên hình 1 ngày ghi sổ 30/01 là ($T+3$) → Ngày 29/01 là ($T+2$) → Ngày 28/01 là ($T+1$) **ngày không cổ tức** → Ngày 27/01 là ($T+0$) ngày xác lập quyền được hưởng cổ tức cho những lệnh mua thành công (kể cả những lệnh mua thành công trước ngày 27/01)
- **Ngày thanh toán cổ tức 16/02:** Vào ngày 16/02 tiền mặt (trả cổ tức bằng tiền) hoặc cổ phần (trả cổ tức bằng cổ phiếu) có trong tài khoản của chủ sở hữu có tên trong danh sách do công ty thực hiện chi trả

| Tóm lại: Nếu theo quy định chu kỳ thanh toán là ngày $T+3$ |
|--|
| Ngày 27/01 ngày ($T+0$) là ngày được hưởng quyền cổ tức nếu lệnh mua cổ phần thành công tại ngày này (và trước đó) |
| Ngày 28/01 ngày ($T+1$) là ngày không có cổ tức, hay còn gọi là ngày giao dịch không hưởng quyền cổ tức nếu lệnh mua thành công tại ngày này (và sau đó) |
| Ngày 29/01 ngày ($T+2$) |
| Ngày 30/01 ngày ($T+3$) là ngày ghi sổ hay ngày đăng ký cuối cùng |

3 Giảng viên: HUỖNH THÁI BẢO

Ngày không cổ tức 28/01 (*ngày giao dịch không hưởng quyền*) rất quan trọng, vì một nhà đầu tư mua cổ phần **trước** ngày 28/01 sẽ được nhận cổ tức. Trong khi đó, nhà đầu tư nào của cổ phần trong hoặc sau ngày 28/01 sẽ không được nhận cổ tức. Vì vậy vào ngày không cổ tức 28/01 thì giá mỗi cổ phần sẽ giảm đúng bằng số tiền cổ tức (*giả sử*) **\$1**

Hình 2: Giá cổ phần được điều chỉnh vào ngày không cổ tức 28/01 (*nếu theo quy định chu kỳ thanh toán là ngày T+3*)



Chú thích hình 2:

- Giá đóng cửa mỗi cổ phần ngày 27/01 (*ngày T+0*) là $\$(P+1) \rightarrow$ Lệnh mua thành công tại (*ngày T+0*) hoặc trước ngày này thì người mua sẽ có tên trong danh sách được hưởng cổ tức
- Nếu cổ tức mỗi cổ phần là \$1 thì giá mở cửa của cổ phần này vào ngày không hưởng quyền 28/01 (*ngày T+1*) sẽ giảm đúng bằng số tiền cổ tức \$1

$$\begin{aligned} \text{Giá mở cửa vào ngày 28/01 (ngày T+1)} &= \text{Giá đóng cửa vào ngày 27/01 (ngày T+0)} - \text{Tiền cổ tức} \\ \$P_0 &= \$(P_0 + 1) - \$1 \end{aligned}$$

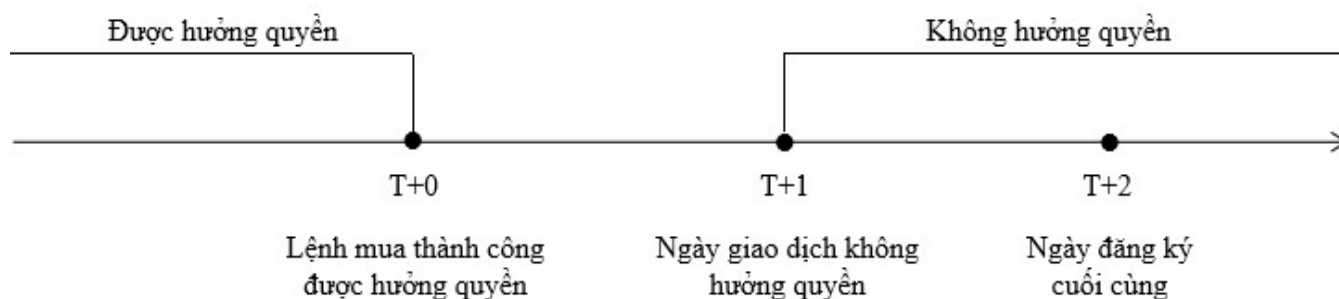
Tại sao cổ tức bằng tiền mặt không làm cho tài sản của cổ đông tăng lên? (Trong hình 2 cổ đông nhận \$1 cổ tức đúng bằng sụt giảm \$1 trong giá cổ phần). Bởi lý do nếu cổ tức bằng tiền làm giá trị tài sản của cổ đông và của công ty tăng lên thì các công ty sẽ đưa nhau chi trả cổ tức bằng tiền, **điều này rất vô lý**

Nếu nhận cổ tức không làm tài sản của cổ đông tăng lên vậy cổ đông nắm giữ cổ phần để làm gì? Nếu cổ đông nắm giữ cổ phần trong ngắn hạn (*vừa nhận cổ tức xong thì bán cổ phần đi*) khi đó giá trị tài sản của cổ đông trong ngắn hạn không thay đổi. Tuy nhiên, nếu cổ đông nắm giữ cổ phần trong dài hạn (*nhận cổ tức nhưng vẫn nắm giữ cổ phần trong dài hạn*) trong dài hạn công ty làm ăn có lãi và tiếp tục chia cổ tức cho cổ đông, sự tiếp tục này sẽ làm gia tăng nội giá của cổ phần, theo đó nắm giữ cổ phần trong dài hạn sẽ làm giá trị tài sản của cổ đông tăng lên

Chương 9 - Cổ tức và các hình thức chi trả cổ tức

Phụ lục 1: Ngày giao dịch không hưởng quyền và ngày đăng ký cuối cùng theo

Hình 3: Ngày được hưởng quyền và ngày không hưởng quyền (nếu theo quy định chu kỳ thanh toán là ngày $T+2$)



Chú thích hình 3:

Ngày giao dịch không hưởng quyền ($T+1$)

Là ngày giao dịch mà nhà đầu tư khi mua cổ phiếu sẽ không nhận được các quyền lợi của cổ đông như: quyền nhận cổ tức, quyền tham dự đại hội cổ đông, hay quyền mua cổ phiếu phát hành thêm...

Mục đích của ngày này là để doanh nghiệp chốt danh sách cổ đông (đang sở hữu cổ phiếu) để thực hiện quyền

Ngày đăng ký cuối cùng ($T+2$)

Là ngày chốt danh sách cổ đông sở hữu chứng khoán để thực hiện quyền của cổ đông. Tại ngày chốt danh sách, cổ đông có tên trong danh sách sẽ được nhận các quyền của mình như: quyền nhận cổ tức, quyền tham dự ĐHCĐ, quyền mua cổ phiếu phát hành thêm... Ngày đăng ký cuối cùng là ngày làm việc liền sau ngày giao dịch không hưởng quyền

Tại sao lại có ngày đăng ký cuối cùng và ngày giao dịch không hưởng quyền?

Theo quy định, thời hạn thanh toán là **($T+2$)** đối với các giao dịch bình thường. Tức là sau 02 ngày làm việc, thì chứng khoán hoặc tiền sẽ về tài khoản của nhà đầu tư. Như vậy, nhà đầu tư **mua cổ phiếu trong hoặc sau ngày giao dịch không hưởng quyền ($T+1$) thì sẽ không có tên trong danh sách**, vì giao dịch chưa được thanh toán, nên nhà đầu tư sẽ không được hưởng quyền. Để có tên trong danh sách cổ đông được hưởng quyền thì **nhà đầu tư phải MUA cổ phiếu TRƯỚC ngày giao dịch không hưởng quyền**

Chu kỳ thanh toán theo ngày ($T+1$) hoặc ($T+2$) hoặc ($T+3$) là theo quy định của từng thị trường chứng khoán

Ví dụ 1:

Doanh nghiệp VD1 công bố chi trả cổ tức cho các cổ đông với các thông tin sau:

Tỷ lệ trả cổ tức 15% bằng tiền mặt (tương ứng 1.500 đồng /cp)

Ngày giao dịch không hưởng quyền cổ tức là thứ 6 ngày 06/06 (ngày $T+1$)

Ngày đăng ký cuối cùng là thứ 2 ngày 09/06 (ngày $T+2$) ← Trừ ngày thứ 7, chủ nhật và các ngày lễ

Chu kỳ thanh toán theo quy định hiện hành trên thị trường chứng khoán là ngày **($T+2$)**

Như vậy, nếu một nhà đầu tư mua cổ phiếu từ ngày 06/06 trở đi thì sẽ không nhận được quyền hưởng cổ tức lần này. Muốn nhận cổ tức, nhà đầu tư phải Mua cổ phiếu trước ngày 06/06. Vì vào ngày 09/06, tất cả cổ đông có tên trong sổ đăng ký mới nhận được quyền nhận cổ tức trên

Phụ lục 2: Ngày T+0, T+1, T+2, T+3

Trong giao dịch chứng khoán, khi bạn tiến hành đặt lệnh mua hoặc bán một mã chứng khoán thành công thì ngày đó là ngày giao dịch (còn gọi là ngày T+0). Ngày sau đó gọi là ngày T+1

Ngày làm việc tiếp theo của thị trường chứng khoán không tính ngày thứ 7, chủ nhật và các ngày lễ theo quy định được gọi là T+1. Ngày tiếp theo nữa gọi là T+2; và thêm 01 ngày sau đó nữa gọi là T+3

Theo quy định của Luật Chứng khoán hiện hành, thì sau khi mua xong bạn phải đợi đến 16h 30 phút sau 2 ngày làm việc tức là ngày T+2 thì cổ phiếu mà bạn mua mới về tài khoản và vào ngày làm việc tiếp theo (tức ngày T+3) thì bạn mới có thể bán được

Tương tự, khi bạn bán cổ phiếu, phải đợi đến 16h 30 phút ngày T+2 bạn mới nhận được tiền và đến ngày T+3 bạn mới có thể thực hiện các giao dịch khác từ số tiền này

Lưu ý: Việc tính các ngày T+1, T+2, T+3 không tính ngày thứ bảy, chủ nhật, ngày nghỉ lễ theo quy định

Để hiểu rõ hơn bạn tham khảo ví dụ:

Giao dịch **mua** cổ phiếu:

- Bạn mua cổ phiếu HPG (Công ty Cổ phần Tập Đoàn Hòa Phát) vào thứ hai (17/05/2021) ← **(T+0)**
- Bạn sẽ phải đợi đến 16h 30 phút thứ Tư (19/05/2021) thì cổ phiếu mới về tài khoản ← **(T+2)**
- Ngày thứ năm (20/05/2021) thì bạn mới được phép tiến hành giao dịch bán mã chứng khoán HPG ← **(T+3)**

Tương tự với giao dịch **bán** cổ phiếu:

- Bạn giao dịch bán thành công cổ phiếu TCB (Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam) vào ngày thứ hai (17/05/2021) ← **(T+0)**
- Đến 16h 30 phút thứ tư (19/05/2021) bạn sẽ nhận được tiền về tài khoản ← **(T+2)**
- Ngày thứ năm (20/05/2021) có thể dùng số tiền bán chứng khoán để thực hiện các giao dịch khác ← **(T+3)**

Ngày thứ hai (17/05/2021) là ngày T+0, Ngày thứ 4 (19/05/2021) là ngày T+2 còn gọi là ngày thanh toán. Ngày thứ năm (20/05/2021) là ngày T+3

Ngày thanh toán có vai trò rất quan trọng liên quan tới nhiều lợi ích khác. Đây là ngày để xác định bạn có nằm trong danh sách cổ đông nắm giữ cổ phiếu của công ty đó hay không

Khi bạn bán cổ phiếu, vào ngày T+1, công ty chốt danh sách họp đại hội đồng cổ đông thì bạn vẫn có tên trong danh sách đó và vẫn được tham dự cuộc họp và được hưởng các quyền lợi như các cổ đông khác. Chỉ khi đến ngày thanh toán T+2 bạn mới thực sự không còn quyền với cổ phiếu này

Lưu ý trong bài kiểm tra hay bài thi, xem giả thiết cho (T+2) hoặc (T+3) để tính ra ngày được hưởng cổ tức

Ví dụ 2:

Công ty cổ phần tập đoàn Hoa Sen có mã chứng khoán HSG vừa công bố thông tin đến các cổ đông công ty liên quan đến chia cổ tức như sau: Ngày đăng ký cuối cùng: Thứ 2 ngày 07/10, tỷ lệ trả cổ tức 18% bằng tiền mặt. Bạn giao dịch mua cổ phiếu HSG tại ngày nào để khi trung tâm lưu ký chứng khoán lập danh sách những người được hưởng quyền cổ tức tiền mặt của cổ phiếu HSG thì bạn vẫn được nằm trong danh sách này?

Trường hợp 1: Nếu chu kỳ thanh toán theo quy định hiện hành trên thị trường chứng khoán là ngày **(T+2)** → Lệnh mua thành công trước hoặc trong **thứ 5 ngày 03/10** (ngày T+0) người mua sẽ có tên trong danh sách được hưởng cổ tức

Trường hợp 2: Nếu chu kỳ thanh toán theo quy định hiện hành trên thị trường chứng khoán là ngày **(T+3)** → Lệnh mua thành công trước hoặc trong **thứ 4 ngày 02/10** (ngày T+0) người mua sẽ có tên trong danh sách được hưởng cổ tức

III. NHẬN CỔ TỨC SO VỚI PHẦN LÃI VỐN - NHÀ ĐẦU TƯ ƯA THÍCH HÌNH THỨC NÀO HƠN?

Khi quyết định cổ tức cho các cổ đông thì phải dựa vào tỷ lệ trả cổ tức mục tiêu và dựa vào phần lớn các nhà đầu tư ưa thích cổ tức hay lãi trên vốn. Sự ưa thích này của nhà đầu tư được xem xét trong mô hình định giá cổ phần có cổ tức tăng trưởng đều

$$\text{Giá cổ phần thường} = \frac{\text{Cổ tức sẽ chia trong năm tới}}{\text{Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng của cổ đông} - \text{Tốc độ cổ tức tăng trưởng đều}} = \frac{D_1}{K_s - g} = V_0 \quad [1]$$

• Nếu công ty tăng tỷ lệ trả cổ tức (*tỷ lệ phần trăm mục tiêu chi lợi nhuận sau thuế dưới dạng cổ tức*) → Điều này sẽ làm D_1 tăng → Làm giá cổ phần V_0 tăng nếu các yếu tố khác không đổi

• Tuy nhiên, nếu D_1 tăng, làm giảm lượng tiền dùng để tái đầu tư → Làm giảm tỷ lệ tăng trưởng kỳ vọng của cổ tức → Làm giảm giá cổ phần V_0

Như vậy bất kỳ sự thay đổi nào trong chính sách cổ tức sẽ có hai ảnh hưởng ngược chiều, do đó **chính sách cổ tức tối ưu** phải đảm bảo sự cân bằng giữa mức cổ tức hiện hành và sự tăng trưởng trong tương lai để giữ giá cổ phiếu ở mức cao nhất

III.1. Lý thuyết về sự độc lập của cổ tức của M&M:

Theo M&M (*Merton Miller & Franco Modigliani*) cho rằng chính sách cổ tức không ảnh hưởng gì đến giá cổ phiếu và chi phí sử dụng vốn công ty, tức chính sách cổ tức độc lập. M&M đã phát triển lý thuyết này dựa trên hàng loạt giả định chặt chẽ như (không có thuế, không có chi phí giao dịch, thị trường tài chính hoàn hảo...)

M&M cho rằng bất kỳ cổ đông nào cũng có thể xây dựng một chính sách cổ tức cho riêng mình. Ví dụ, nếu một công ty không trả cổ tức, một cổ đông nếu muốn mức cổ tức 10% có thể “tạo” ra khoản cổ tức này bằng cách bán ra lượng cổ phiếu đang sở hữu để thu về số tiền tương đương 10% cổ tức. Ngược lại nếu công ty trả cổ tức cao hơn so với mức nhà đầu tư mong muốn, nhà đầu tư có thể sử dụng khoản thu nhập không mong muốn này để mua thêm cổ phiếu của công ty

Để bảo vệ cho lý thuyết của mình, M&M lưu ý rằng rất nhiều cổ phiếu được sở hữu bởi các nhà đầu tư là tổ chức có tiềm lực tài chính mạnh và hưởng nhiều lợi thế khác so với các nhà đầu tư nhỏ lẻ nên họ gánh chịu chi phí về thuế, chi phí về giao dịch rất thấp. Và như vậy chính sách cổ tức gần như không ảnh hưởng đến những nhà đầu tư tổ chức này

III.2. Các lý do một số nhà đầu tư ưa thích cổ tức hơn

Gordon-Lintner chỉ trích vào lý thuyết về sự độc lập của cổ tức của M&M và cho rằng rằng K_s giảm đi khi cổ tức tăng lên do các nhà đầu tư thích nhận ngay một khoản cổ tức chắc chắn hơn là một khoản lãi không vốn không chắc chắn trong tương lai

M&M tranh luận rằng K_s độc lập với chính sách cổ tức, nghĩa là các nhà đầu tư không phân biệt giữa cổ tức là lợi tức vốn (*tức giữa D_1/V_0 và g*). M&M gọi lập luận của Gordon-Lintner là nguy hiểm **chú chim trong lồng bàn tay** bởi vì, theo M&M hầu hết các nhà đầu tư đều đặt kế hoạch tái đầu tư cổ tức của họ vào cổ phiếu công ty đó hoặc công ty tương tự, và trong bất kỳ trường hợp nào, rủi ro của dòng tiền công ty đối với nhà đầu tư về dài hạn được quyết định bởi rủi ro của dòng tiền thu từ hoạt động kinh doanh, không phải bởi chính sách cổ tức

III.3. Các lý do một số nhà đầu tư ưa thích phần lãi vốn hơn

Trong khi cổ tức làm giảm chi phí giao dịch cho các nhà đầu tư đang tìm kiếm thu nhập ổn định từ các khoản đầu tư của mình, cổ tức cũng làm tăng chi phí giao dịch cho những nhà đầu tư khác ít quan tâm hơn tới thu nhập trong ngắn hạn mà muốn tiết kiệm tiền trong dài hạn. Các nhà đầu tư dài hạn muốn tái đầu tư cổ tức của họ, và điều này sẽ làm tăng chi phí giao dịch

Ngoài ra chính sách thuế cũng ảnh hưởng lớn đến thái độ của nhà đầu tư trong vấn đề ưa thích cổ tức hay ưa thích phần lãi vốn. Chính phủ có thể khuyến khích công ty dùng lợi nhuận tái đầu tư để tạo ra thêm công ăn việc làm nên gia tăng mức thuế đánh trên cổ tức cao hơn so với mức thuế đánh trên phần lãi vốn trong dài hạn. Hơn nữa, nhà đầu tư phải nộp tiền thuế đánh trên cổ tức trong năm cổ tức được chia, trong khi tiền thuế trên phần lãi vốn được trì hoãn và chỉ nộp khi cổ phiếu được bán đi

Do ảnh hưởng của thời giá tiền tệ, một đồng tiền thuế trả trong tương lai có giá trị hiệu lực thấp hơn so với một đồng tiền thuế trả ngày hôm nay. Dẫn đến một số nhà đầu tư ưa thích công ty giữ lại hầu hết các khoản lợi nhuận để tái đầu tư, và các nhà đầu tư này có thể sẵn lòng trả cao hơn cho các công ty có chính sách cổ tức thấp hơn so với các công ty tương tự với chính sách cổ tức cao

IV. CÁC KHÍA CẠNH VỀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

IV.1. Khía cạnh mang tính chiến lược

Nếu công ty sử dụng nhiều lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư cho dự án mới làm ảnh hưởng đến việc chi trả cổ tức cho cổ đông, chính sách này sẽ làm nản lòng những nhà đầu tư (*như quỹ hưu bổng, quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm*) mà mối quan tâm của họ chủ yếu là cổ tức chứ không phải phần lãi vốn → Họ sẽ bán cổ phần của công ty và làm sụt giảm thị giá cổ phiếu và làm mâu thuẫn với mục tiêu tối đa hóa giá trị công ty

Còn nếu công ty thực hiện chi trả cổ tức cao và giữ lại phần ít lợi nhuận cho tái đầu tư, dẫn đến công ty cần phát hành thêm cổ phần tài trợ cho dự án mới → Chi phí gia tăng do tốn kém chi phí phát hành và quyền kiểm soát của cổ đông hiện hành có thể bị đe dọa

IV.2. Khía cạnh mang tính pháp lý

Mặc dù cổ đông là người chịu rủi ro cao nhất, nhưng đối tượng khác như chủ nợ và người lao động cũng phải gánh chịu rủi ro. Để đảm bảo quyền lợi cho chủ nợ và người lao động, hệ thống pháp lý hạn chế việc công ty chi trả cổ tức vượt quá lợi nhuận tích lũy

Ngoài ra các điều khoản áp đặt bởi các chủ nợ cũng hạn chế phần nào quyền quyết định chia cổ tức của công ty. Chẳng hạn như, trước khi cho vay, chủ nợ yêu cầu công ty không được trả cổ tức trong một khoảng thời gian nhất định nhằm hạn chế việc công ty dồn rủi ro sang cho chủ nợ

V. THIẾT LẬP CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

V.1. Chính sách cổ tức trả sau đầu tư

Như đã phân tích ở trên, nếu tỷ lệ chi trả cổ tức cao buộc công ty phải thường xuyên phát hành thêm cổ phần thường mới tài trợ cho dự án mới. Điều này đưa đến kết quả: (i) làm thay đổi cấu trúc vốn của công ty và (ii) chi phí sử dụng vốn tăng do tốn kém chi phí phát hành cổ phần mới. Muốn tránh hai điều này, công ty nên trả cổ tức sau khi nhu cầu vốn đầu tư dự án mới của công ty đã được đáp ứng. Chính sách như vậy gọi là 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 mới đã được đáp ứng đồng thời với việc duy trì tỷ lệ $\frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$ như hoạch định

Ví dụ 3:

Công ty VD3 trong năm báo cáo 20X1 có tài liệu sau:

- Lợi nhuận sau thuế \$1.000.000
- Cấu trúc vốn mục tiêu $= \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} = \frac{1}{2} \rightarrow \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng giá trị công ty}} = \frac{1}{3}$

Trường hợp 1- ví dụ 3:

- Năm kế hoạch 20X2 công ty cần số vốn \$1.500.000 để đầu tư một dự án mới
- Để cấu trúc vốn trong năm kế hoạch 20X2 không đổi khi đầu tư dự án mới thì \$1.000.000 lợi nhuận sau thuế công ty không chia cổ tức, (*giữ lại toàn bộ lợi nhuận sau thuế để tái đầu tư*) và vay thêm \$500.000, khi đó cơ cấu vốn mục tiêu của công ty trong năm kế hoạch 20X2 vẫn giữ nguyên là $\frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} = \frac{1}{2}$

Trường hợp 2- ví dụ 3:

- Năm kế hoạch 20X2 công ty cần số vốn \$900.000 để đầu tư một dự án mới
- Để cơ cấu vốn mục tiêu năm kế hoạch 20X2 không đổi, công ty cần tài trợ vốn như sau:

$$\square \text{ Nợ vay tài trợ} = \$900.000 * \frac{1}{3} = \$300.000$$

$$\square \text{ Vốn chủ sở hữu tài trợ} = \$900.000 * \frac{2}{3} = \$600.000 \leftarrow \text{Dùng lợi nhuận sau thuế tài trợ}$$

- Số tiền cổ tức trả cho các cổ đông để đạt cơ cấu vốn mục tiêu $= \$1.000.000 - \$600.000 = \$400.000$
- Để cấu trúc vốn trong năm kế hoạch 20X2 không đổi khi đầu tư dự án mới thì \$1.000.000 lợi nhuận sau thuế công ty chia cổ tức \$400.000, (*giữ lại \$600.000 lợi nhuận sau thuế để tái đầu tư*) kết hợp vay thêm \$300.000, khi đó cơ cấu vốn mục tiêu của công ty trong năm kế hoạch 20X2 vẫn giữ nguyên là

$$\frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} = \frac{1}{2}$$

Trường hợp 3- ví dụ 3:

- Năm kế hoạch 20X2 công ty cần số vốn \$1.800.000 để đầu tư một dự án mới
- Để cơ cấu vốn mục tiêu năm kế hoạch 20X2 không đổi, công ty cần tài trợ vốn như sau:

$$\square \text{ Nợ vay tài trợ} = \$1.800.000 * \frac{1}{3} = \$600.000$$

$$\square \text{ Vốn chủ sở hữu tài trợ} = \$1.800.000 * \frac{2}{3} = \$1.200.000 \leftarrow \text{Dùng lợi nhuận sau thuế tài trợ \$1.000.000,}$$

phần thiếu \$200.000 còn lại phát hành cổ phần mới

- Để cấu trúc vốn trong năm kế hoạch 20X2 không đổi khi đầu tư dự án mới thì \$1.000.000 lợi nhuận sau thuế công ty không chia cổ tức, (*giữ lại toàn bộ lợi nhuận sau thuế để tái đầu tư*) kết hợp vay thêm \$500.000 và phát hành thêm \$200.000 cổ phần thường mới, khi đó cơ cấu vốn mục tiêu của công ty trong

$$\text{năm kế hoạch 20X2 vẫn giữ nguyên là } \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} = \frac{1}{2}$$

V.2. Chính sách trả cổ tức ổn định

Chính sách trả cổ tức sau khi đã chi cho đầu tư có nhược điểm là dẫn đến bất ổn trong chính sách cổ tức. Do chi đầu tư thường không ổn định (*có năm chi đầu tư nhiều nhưng có năm chi đầu tư ít*) và do lợi nhuận sau thuế có thể không ổn định (*có năm lợi nhuận sau thuế nhiều nhưng có năm công ty bị lỗ*)

Để tránh tình trạng này, công ty có thể thiết lập chính sách cổ tức ổn định theo một trong hai mô thức:

- Thứ nhất, chính sách cổ tức ổn định theo kết quả kinh doanh có tính chu kỳ của công ty: là chính sách trả cổ tức tùy thuộc vào kết quả kinh doanh, năm nào lợi nhuận làm ra nhiều thì chia cổ tức nhiều và ngược lại
- Thứ hai, chính sách cổ tức ổn định theo tỷ lệ cổ tức cố định: là chính sách trả cổ tức theo một tỷ lệ cổ tức tối thiểu nào đó và duy trì tỷ lệ này ổn định trong suốt chu kỳ dài

V.3. Chính sách trả cổ tức thỏa hiệp

Chính sách cổ tức nào cũng có mặt trái của nó, nên trong thực tế nhiều công ty thường thích theo đuổi chính sách trả cổ tức thỏa hiệp, tức là chính sách nhằm dung hòa nhiều mục tiêu khác nhau. Các mục tiêu có thể cần quan tâm trong một năm nào đó là:

- Tránh cắt giảm đầu tư cho những dự án có NPV dương để dành tiền chi trả cổ tức
- Tránh cắt giảm cổ tức để dành tiền cho đầu tư
- Tránh phát hành thêm cổ phần mới để huy động thêm vốn
- Duy trì tỷ lệ trả cổ tức mục tiêu
- Duy trì tỷ lệ $\frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$ mục tiêu

VI. CHI TRẢ CỔ TÚC BẰNG CỔ PHIẾU VÀ CHIA TÁCH CỔ PHIẾU

Chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia tách cổ phiếu đều đưa đến cùng một kết quả là làm số lượng cổ phần của công ty tăng lên, trong khi giá trị tài sản, lợi nhuận tạo ra, rủi ro và tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà đầu tư không thay đổi

VI.1. Phân biệt trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia tách cổ phiếu

Sự khác biệt trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia tách cổ phiếu là cách xử lý về mặt kế toán. Với chi trả cổ tức bằng cổ phiếu, trị giá cổ tức được chuyển từ tài khoản lợi nhuận giữ lại sang tài khoản vốn cổ phần

Ví dụ 4:

Công ty VD4 trong kỳ có tài liệu sau:

Bảng 1- Ví dụ 4: Trích bảng cân đối kế toán năm 20X1 **trước** khi trả cổ tức bằng cổ phần (*ngày T+0*)

(*đơn vị: đồng*)

| Tài sản | Số tiền | Nguồn vốn | Số tiền |
|---------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|
| 1. Tài sản ngắn hạn | 15.000.000.000 | 3. Tổng nợ phải trả | 5.000.000.000 |
| 2. Tài sản dài hạn | 10.000.000.000 | 4. Nguồn vốn chủ sở hữu | |
| | | +Vốn cổ phần thường | 10.000.000.000 |
| | | +Thặng dư vốn cổ phần | 4.000.000.000 |
| | | +Lợi nhuận giữ lại | 6.000.000.000 |
| Tổng tài sản | 25.000.000.000 | Tổng nguồn vốn | 25.000.000.000 |

10 Giảng viên: HUỖNH THÁI BẢO

Chú thích bảng 1- ví dụ 4:

- Mệnh giá mỗi cổ phần thường = 10.000 đồng
- Số lượng cổ phần thường đang lưu hành = 1.000.000 cổ phần
- Vốn cổ phần thường = 1.000.000 cp * Mệnh giá 10.000 đ/cp = 10.000.000.000 đồng
- Thặng dư vốn cổ phần thường = 1.000.000cp *(Thị giá - Mệnh giá) = 6.000.000.000 đồng

Theo nghị quyết của hội đồng quản trị, công ty sẽ chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 20%, theo đó nếu cổ đông sở hữu 100 cổ phiếu thì sẽ được nhận 20 cổ phiếu

Biết thị giá mỗi cổ phần vào ngày thị trường đóng cửa (ngày $T+0$) là 24.000 đ/cp

Yêu cầu:

Câu a: Bảng cân đối kế toán của công ty thay đổi như thế nào sau khi trả cổ tức bằng cổ phần thường?

Câu b: Thị giá mỗi cổ phần vào ngày thị trường mở cửa (ngày $T+1$), ngày không cổ tức, được điều chỉnh còn bao nhiêu?

Câu c: Giả định công ty không trả cổ tức bằng cổ phiếu mà tách cổ phiếu theo tỷ lệ 1 cổ phiếu cũ bằng 2 cổ phiếu mới. Kết quả bảng cân đối kế toán của công ty sẽ thay đổi như thế nào?

Giải bài ví dụ 4:

Câu a- Ví dụ 4: Bảng cân đối kế toán của công ty thay đổi như thế nào sau cổ tức cổ phần thường

Bảng 2- Ví dụ 4: Trích bảng cân đối kế toán năm 20X1 sau khi trả cổ tức bằng cổ phần (ngày $T+1$)

(đơn vị: đồng)

| Tài sản | Số tiền | Nguồn vốn | Số tiền |
|---------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|
| 1. Tài sản ngắn hạn | 15.000.000.000 | 3. Tổng nợ phải trả | 5.000.000.000 |
| 2. Tài sản dài hạn | 10.000.000.000 | 4. Nguồn vốn chủ sở hữu | |
| | | +Vốn cổ phần thường | 12.000.000.000 |
| | | +Thặng dư vốn cổ phần | 6.800.000.000 |
| | | +Lợi nhuận giữ lại | 1.200.000.000 |
| Tổng tài sản | 25.000.000.000 | Tổng nguồn vốn | 25.000.000.000 |

Chú thích bảng 2- Ví dụ 4:

- Số lượng cổ phần thường phát hành thêm để trả cổ tức là 200.000 cp (= Tỷ lệ cổ tức 20% * 1.000.000cp)
- Tổng số lượng cổ phần sau khi phát hành cổ phần trả cổ tức là 1.200.000cp (= 1.000.000cp + 200.000cp)
- Vì kế toán cổ tức trả bằng cổ phần dựa theo thị giá (ngày $T+0$), nên tổng giá trị trả cổ tức bằng cổ phiếu là 4.800 triệu (= 200.000 cp phát hành trả cổ tức * Thị giá 24.000 đ/cp)
- Lợi nhuận giữ lại trên bảng cân đối kế toán sau khi trả cổ tức bằng cổ phiếu là 1.200 triệu (= 6.000tr - 4.800tr)
- Vốn cổ phần thường trên bảng cân đối kế toán sau khi trả cổ tức bằng cổ phiếu là 12.000 triệu (= 1.200.000cp * Mệnh giá 10.000 đ/cp)
- Do thị giá lớn hơn mệnh giá là 14.000 đ/cp (= 24.000 đ/cp - 10.000 đ/cp), nên thặng dư vốn cổ phần trên bảng cân đối kế toán sau khi trả cổ tức bằng cổ phiếu là 6.800 triệu (= 4.000 triệu + 200.000cp * Giá chênh lệch 14.000 đ/cp)

11 Giảng viên: HUỖNH THÁI BẢO

Câu b- Ví dụ 4: Thị giá mỗi cổ phần vào ngày thị trường mở cửa (ngày $T+1$), ngày không cổ tức được điều chỉnh còn bao nhiêu?

$$\text{Thị giá mỗi cổ phần ngày không cổ tức (ngày } T+1) = \frac{\text{Thị giá mỗi cổ phần (ngày } T+0)}{1 + \text{Tỷ lệ trả cổ tức bằng cổ phần}} \quad [2]$$

$$20.000 \text{ đ/cp} = \frac{24.000 \text{ đ/cp}}{1 + 20\%}$$

Câu c- Ví dụ 4: Giả định công ty không trả cổ tức bằng cổ phiếu mà tách cổ phiếu theo tỷ lệ 1 cổ phiếu cũ bằng 2 cổ phiếu mới. Kết quả bảng cân đối kế toán của công ty sẽ thay đổi như thế nào?

Bảng 3- Ví dụ 4: Trích bảng cân đối kế toán năm 20X1 sau khi tách 1cp cũ = 2cp mới (ngày $T+1$)

(đơn vị: đồng)

| Tài sản | Số tiền | Nguồn vốn | Số tiền |
|---------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|
| 1. Tài sản ngắn hạn | 15.000.000.000 | 3. Tổng nợ phải trả | 5.000.000.000 |
| 2. Tài sản dài hạn | 10.000.000.000 | 4. Nguồn vốn chủ sở hữu | |
| | | +Vốn cổ phần thường | 10.000.000.000 |
| | | +Thặng dư vốn cổ phần | 4.000.000.000 |
| | | +Lợi nhuận giữ lại | 6.000.000.000 |
| Tổng tài sản | 25.000.000.000 | Tổng nguồn vốn | 25.000.000.000 |

Chú thích bảng 3- ví dụ 4:

- Chỉ thay đổi số lượng cổ phần thường, tổng số lượng cổ phần thường bây giờ là 2.000.000 cổ phần
- Số lượng cổ phần tăng lên gấp đôi nhưng mệnh giá và thị giá mỗi cổ phần bị sụt giảm 1/2 → Nên không làm thay đổi giá trị vốn cổ phần thường, thặng dư vốn cổ phần thường và lợi nhuận giữ lại trên bảng cân đối kế toán

Kết luận: Chia cổ tức bằng cổ phiếu hoặc tách cổ phiếu chỉ khác nhau về mặt kế toán, giá trị công ty vẫn không thay đổi

VI.2. Lý do vì sao công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc chia tách cổ phiếu

- Thứ nhất: Doanh nghiệp muốn giữ lại phần lợi nhuận từ việc **chia tách cổ phiếu** để tiếp tục tái đầu tư thay vì chia số lợi nhuận đó cho cổ đông
- Thứ hai: Chia tách cổ phiếu hay chia cổ tức bằng cổ phiếu nhằm tăng lượng cổ phiếu lưu hành. Qua đó, giúp làm cho thanh khoản mua bán của cổ phiếu đó tăng lên và tốt cho doanh nghiệp sau này có muốn phát hành cổ phiếu thêm cũng sẽ có người mua
- Thứ ba: Doanh nghiệp bị thiếu hụt dòng tiền hay muốn giữ lại với mục đích cá nhân, ban quản trị sẽ chia cổ phiếu cho cổ đông thay vì phải chia tiền. Bằng cách này, cổ đông sẽ ngộ nhận là mình được nhận thêm cổ phiếu nhưng thực chất là mình chẳng được gì

Các sai lầm trong suy nghĩ về trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc chia tách cổ phiếu

- Thứ nhất: Chia cổ tức bằng cổ phiếu chứng tỏ doanh nghiệp có thêm nguồn vốn (vì tăng thêm số lượng cổ phiếu) và doanh nghiệp sẽ dùng vốn đó để phát triển kinh doanh
- Thứ hai: Chia tách cổ phiếu và nhận cổ phiếu thưởng làm cho tôi sở hữu được nhiều cổ phiếu hơn, tài sản của tôi vì thế cao hơn, quyền cổ đông của tôi nhiều hơn, cổ tức cũng sẽ nhận nhiều hơn. Nhưng sự thật là tài sản không tăng như phần trên đã nói. Quyền cổ đông cũng không hề tăng vì anh nhận được bao nhiêu thì người khác cũng vậy. Về bản chất chỉ là ban đầu anh có một quả táo, về sau anh có hai nửa quả táo

Chương 9 - Cổ tức và các hình thức chi trả cổ tức

12 Giảng viên: HUỖNH THÁI BẢO

• Thứ ba: Tỷ lệ sở hữu của tôi tăng lên do tôi sở hữu nhiều cổ phiếu hơn. Giả sử toàn doanh nghiệp có 1.000.000 cổ phiếu chẳng hạn, bạn nắm giữ 1.000 cổ phiếu tương ứng với tỷ lệ sở hữu 0,1%. Khi công ty **chia tách cổ phiếu** theo tỷ lệ 1:1 (*1 cổ phiếu cũ được nhận thêm 1 cổ phiếu mới*), như vậy tôi sẽ nắm giữ tới 2.000 cổ phiếu sau khi chia tách. Nhưng đồng thời tổng cổ phiếu lưu hành của doanh nghiệp cũng tăng lên 2.000.000 cổ phiếu. Như vậy, tỷ lệ sở hữu của tôi vẫn là 0,1% như ban đầu

VII. MUA LẠI CỔ PHIẾU

Mua lại cổ phiếu xảy ra khi một công ty nào đó mua lại cổ phiếu của chính nó và kết quả là làm giảm đi số lượng cổ phần đang lưu hành. Những lý do khiến công ty mua lại cổ phiếu:

- Mua lại cổ phiếu là phương tiện cung cấp cơ hội đầu tư nội bộ
- Mua lại cổ phiếu là một cách thức thay đổi cơ cấu vốn của công ty
- Mua lại cổ phiếu có tác dụng làm cải thiện chỉ tiêu EPS
- Mua lại cổ phiếu để giảm quyền sở hữu của một nhóm cổ đông nào đó
- Mua lại cổ phiếu để giảm thiểu sự pha loãng cổ phiếu nhằm tránh nguy cơ thao túng quyền kiểm soát công ty

Ví dụ 5:

Công ty VD5 trong năm 20X0 có tài liệu sau:

- Số lượng cổ phần thường đang lưu hành 1.000.000 cổ phần
- Lợi nhuận sau thuế \$7.500.000
- Cổ tức dự kiến 4 \$/cp
- Giá thị trường trước khi trả cổ tức (ngày T+0) = 64 \$/cp
- Giá thị trường sau khi trả cổ tức (ngày T+1) = 64 \$/cp - 4 \$/cp = 60 \$/cp

Công ty đang xem xét hai phương án (i) trả cổ tức 4 \$/cp tương ứng với tổng số tiền cổ tức là \$4.000.000 hoặc (ii) dùng \$4.000.000 tiền trả cổ tức để mua lại cổ phần của chính công ty

Phương án 1: Trả cổ tức 4 \$/cp

- Tổng số tiền trả cổ tức = 1.000.000 cổ phần * 4 \$/cp = \$4.000.000
- $EPS_1 = \frac{\$7.500.000}{1.000.000 \text{ cp}} = 7,5 \text{ $/cp}$
- Tỷ số P/E₁ = $\frac{60 \text{ $/cp}}{7,5 \text{ $/cp}} = 8$

Phương án 2: Dùng \$4.000.000 tiền trả cổ tức để mua thu hồi trở lại cổ phần theo thị giá trước khi chia cổ tức (*nghĩa là do không trả cổ tức 4 \$/cp nên thị giá cổ phần vẫn là 64 \$/cp, không có điều chỉnh giá*)

- Số lượng cổ phần mua trở lại = $\frac{\$4.000.000}{64 \text{ $/cp}} = 62.500 \text{ cổ phần}$
- Số lượng cổ phần thường lưu hành sau khi mua lại cổ phiếu = 1.000.000cp - 62.500cp = 937.500cp
- $EPS_2 = \frac{\$7.500.000}{937.500 \text{ cp}} = 8 \text{ $/cp}$
- Tỷ số P/E₂ = $\frac{64 \text{ $/cp}}{8 \text{ $/cp}} = 8$

Kết luận: Trả cổ tức 4\$/cp hoặc dùng \$4.000.000 tiền trả cổ tức mua lại 62.500cp đều cho kết quả như nhau đối với cổ đông. Nếu cổ đông sở hữu 1 cổ phần thì giá trị tài sản của cổ đông vẫn là \$64 ở cả hai phương án

Chương 9 - Cổ tức và các hình thức chi trả cổ tức