



## Thay thế một số quan niệm không chính xác dựa trên mệnh giá cổ phiếu thường

Thạc sĩ HỒ VIỆT TIẾN

### Mở đầu

Hầu hết các nhà đầu tư đều biết rằng mệnh giá trái phiếu và mệnh giá cổ phiếu ưu đãi rất quan trọng, ít nhất là trong tính toán lãi định kỳ hay cổ tức ưu đãi hàng năm. Mệnh giá cổ phiếu thường không có ý nghĩa đó. Tuy nhiên ở VN, mệnh giá cổ phiếu thường đột nhiên lại được sử dụng thường xuyên, coi như là một căn cứ tham chiếu cho rất nhiều tính toán. Không ít khi chúng ta nghe thấy “cổ phiếu 4 chấm, 7 chấm” với ngầm hiểu rằng giá thị trường bằng 4 lần, 7 lần mệnh giá. Trong các bản cáo bạch hoặc trên các báo đầu tư cũng thường thấy “tỷ lệ cổ tức 12%, 20%, thậm chí 30%”, ý nói rằng đó là tỷ lệ cổ tức trên mệnh giá. Cổ phiếu 7 chấm có phải là cổ phiếu có mức sinh lợi cao và tỷ lệ cổ tức 30% có phải là mức sinh lợi cổ tức cao – đó là những vấn đề mà chúng tôi muốn đề cập đến trong bài này.

### 1. Về quan niệm cổ phiếu “7 chấm”

Cách diễn đạt này thể hiện tỷ số “giá hiện hành cổ phiếu/mệnh giá cổ phiếu”.

Hãy bắt đầu bằng mẫu số. Mệnh giá cổ phiếu là 10.000 đồng. Giá trị này từ đâu ra? Bắt đầu từ khi cổ phần hóa. Trong cổ phần hóa người ta kiểm kê tài sản, định giá tài sản, rồi cộng với giá trị “lợi thế kinh doanh”, được bao nhiêu đem chia cho 100.000 đồng để được số lượng cổ phiếu. Mệnh giá này chia cho 10 trước khi niêm yết, do vậy

có giá trị mệnh giá cổ phiếu niêm yết bằng 10.000 đồng. Mệnh giá này không phản ánh giá trị thực, và càng ngày càng xa giá trị thực của doanh nghiệp mà nó đại diện, với những lý do sau đây :

**a. Lý do thứ nhất:** Đa đa số các doanh nghiệp niêm yết có nguồn gốc là doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa. Trong số đó có rất nhiều công ty được định giá trước khi cổ phần hóa bởi nhiều tầng nấc ban cổ phần hóa các cấp, từ doanh nghiệp cho đến Bộ tài chính, thêm vào đó, phương pháp định giá giản đơn, nhiều yếu tố như nhà đất, nợ còn tranh cãi xem có tính đến trong quá trình định giá hay không, và đặc biệt là vắng yếu tố đầu giá (chỉ áp dụng sau này), nên rút cục giá trị doanh nghiệp tìm ra cách khá xa giá trị thực của các công ty. Bằng chứng là nhiều công ty định giá quá rẻ, các đối tác ưu tiên mua hết cổ phần, người ngoài không thể mua nổi. Ngược lại, nhiều công ty định giá xong vài năm vẫn chưa bán hết cổ phần vì đã định giá quá cao (do tài sản nhiều mà lợi nhuận làm ra ít chẳng hạn). Như vậy ngay khi hình thành, 100.000 đồng mệnh giá cổ phần hóa đã xa thực tế rồi.

**b. Lý do thứ hai:** Thời điểm cổ phần hóa khác nhau: Công ty REE cổ phần hóa từ năm 1992, mệnh giá giữ nguyên từ bấy đến nay. Trong khi đó, trên thị trường cổ phiếu có nhiều công ty cổ phần hóa năm 2003-2004. Liệu có thể coi 100.000 đồng năm 1992 tương đương với 100.000

đồng năm 2004? Bài đầu tiên của môn “Tài chính doanh nghiệp” về giá trị thời gian của tiền bạc khuyên chúng ta không nên làm như thế. Thứ nhất, nếu đồng tiền đó đưa vào đầu tư, chỉ cần dưới dạng gửi tiết kiệm thì 100.000 đồng năm 1992 sẽ có giá hơn 100.000 đồng năm 2004. Thứ hai, lạm phát ở VN là khá lớn, có năm lên đến 8-9%, do vậy nếu không tính khả năng đầu tư thì 100.000 đồng năm 1992 lại sẽ mất giá nhiều hơn 100.000 đồng năm 2004.

**c. Lý do thứ ba:** Những người nắm giữ cổ phiếu các công ty từ khi cổ phần hóa có thể lấy mệnh giá là mẫu số cho hoạt động đầu tư của mình. Nhưng họ ngày càng trở thành thiểu số tối thiểu, nhất là khi độ thanh khoản tương đối của thị trường cổ phiếu lên đến trên 60%, nghĩa là trung bình các cổ phiếu đổi chủ sau 2 năm. Với hầu hết các nhà đầu tư mua cổ phiếu trên thị trường thứ cấp, họ phải bỏ ra một lượng tiền thường là nhiều hơn mệnh giá vài lần, và khi tính toán hiệu quả họ phải lấy giá hiện hành chia giá mua vào. Mệnh giá đâu có can dự gì vào đây.

Về từ số: “Giá trông vậy mà không phải vậy”.

**d. Lý do thứ tư:** Trong quá trình phát triển, nhiều công ty đã phát hành thêm cổ phiếu thu tiền hoặc chia nhỏ cổ phiếu. Các nghiệp vụ đó hoàn toàn không phản ánh vào trong mệnh giá nhưng cổ đông có nhiều cổ phiếu hơn. Đôi khi nếu chỉ nhìn vào giá chúng ta không thấy được rằng thay vì có nhiều lợi nhuận do tăng giá, cổ đông có nhiều lợi nhuận do sở hữu nhiều cổ phiếu hơn. Ví dụ, nếu công ty A sau 2 lần chia nhỏ cổ phiếu (từ 1 cổ phiếu sau 2 lần chia nhỏ đã có 4 cổ phiếu) mà giá vẫn còn 80.000 đồng thì cổ đông sở hữu cổ phiếu công ty A sẽ được lợi hơn là sở hữu cổ phiếu công ty B có giá 300.000 đồng (với điều kiện cùng thời điểm mua vào). Do vậy chỉ nhìn giá trên thị trường chưa thể kết luận rằng công ty đó có mức sinh lợi về vốn nhiều hay ít. Lấy REE làm một ví dụ. Cuối năm thứ 6, giá của REE là 71.000 đồng, nghĩa là “cổ phiếu 7 chấm 1”. Tuy nhiên trong suốt 6 năm REE đã có 3 lần phát hành: 2 lần chia nhỏ cổ phiếu (thưởng 1 cổ phiếu mới cho 2 cổ phiếu cũ và phân phối cổ tức bằng cổ phiếu mới) và 1 lần phát hành cổ phiếu mới với giá 32.000 đồng. Do vậy, cổ đông nhận được một khoản lợi về lượng (thay vì về giá) từ những đợt phát hành này. Nếu không có những đợt phát hành này thì giá của REE cuối năm thứ 6 đã lên đến 126.454 đồng (thay vì 71.000 đồng), nghĩa là “cổ phiếu 12 chấm 6”.

Quan niệm thay thế - tỷ số P/BV :

Để đánh giá khả năng sinh lợi về vốn, quan niệm thông dụng là tỷ suất sinh lợi về vốn (giá cuối kỳ trừ giá đầu kỳ rồi chia cho giá đầu kỳ), tuy nhiên có một cách tiếp cận khác khá giống với tỷ số trên nhưng chính xác hơn là tỷ số giá thị trường và giá trị sổ sách (Price to Book Value – P/BV hay Market to Book Value – M/BV). Tỷ số P/BV là tỷ số giữa giá thị trường và giá trị sổ sách của công ty. Tỷ số này lấy giá trị của tử số và mẫu số vào cùng điểm, nên không gặp các nhược điểm kể trên. Có thể dùng tỷ số này

để xem thị trường cổ phiếu đánh giá như thế nào về công ty đang niêm yết. Trong thời kỳ lạc quan tỷ số sẽ cao và ngược lại, trong thời kỳ khủng hoảng tỷ số sẽ thấp. Tuy nhiên tỷ số này rất khác nhau ở các ngành công nghiệp khác nhau. Các ngành có tài sản cố định cao, như công nghiệp nặng chẳng hạn, thường có tỷ số P/BV thấp, ngược lại tỷ số này cao đối với những ngành công nghệ cao hoặc các công ty kinh doanh dịch vụ cần ít tài sản.

Bảng 1 mô tả tình hình các công ty niêm yết trong 6 năm đầu tiên (7.2000-7.2006). Chỉ có năm thứ nhất là khá bất thường khi thị trường “bán công ty” với giá cao gấp 5 lần giá trị sổ sách. Các năm sau có xu hướng thấp, chỉ từ 1,27 đến 1,9. Đáng lưu ý là có một số công ty bị bán với giá “sale-off”, khi tỷ số P/BV năm thứ 5 dưới 1, như HAP, DPC, BBC và VF1. Trong đó chỉ có DPC và BBC là đang có khó khăn thực sự về kinh doanh. Trong khi đó, công ty BTC năm thứ 5 đang lỗ nặng vẫn có tỷ số P/BV ở mức 1,6 cho thấy tỷ số P/BV cũng có hạn chế trong giải thích các công ty. Năm thứ 6 tất các công ty đều được thị trường đánh giá cao hơn giá trị sổ sách, dù là công ty đang lãi lớn hay công ty đang mất mát méo ranh giới lãi-lỗ.

Bảng 1: Tỷ số P/BV của các công ty qua 6 năm (2000-2006)

S T T	Tên công ty	P/BV						Trung bình
		Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6	
1	REE	6.47	1.27	1.01	1.85	1.87	3.97	2.74
2	SAM	4.96	2.36	1.88	3.20	2.65	4.09	3.19
3	HAP	5.38	2.98	1.01	1.27	0.67	1.42	2.12
4	TMS	6.43	2.40	1.53	1.48	1.76	2.33	2.65
5	LAF	4.16	1.25	1.22	1.21	1.21	1.18	1.70
6	SGH	2.88	1.32	1.01	1.08	1.06	2.80	1.69
7	CAN		1.95	1.19	1.16	1.10	1.71	1.42
8	DPC		1.35	0.88	0.88	0.94	1.22	1.06
9	BBC		1.34	0.68	1.11	1.09	1.84	1.21
10	TRI		1.81	1.28	1.36	1.71	1.99	1.63
11	GIL		2.29	1.21	2.03	1.36	1.37	1.65
12	BTC		1.61	1.43	1.58	1.60	2.63	1.81
13	BPC		1.62	1.17	1.37	1.07	1.43	1.33
14	BT6		1.71	1.16	2.07	1.80	2.41	1.83
15	GMD		2.75	1.92	2.28	1.92	2.43	2.26
16	AGF		2.30	1.53	2.15	1.47	3.03	2.09
17	SAV		1.80	1.01	1.95	1.57	1.88	1.64
18	TS4			1.26	1.25	1.20	1.37	1.40
19	KHA			1.42	2.12	2.12	1.45	1.77
20	HAS			1.26	1.60	1.17	1.43	1.37
21	VTC			1.56	2.30	1.55	2.05	1.87
22	PMS				1.46	1.23	2.03	1.57
23	BBT				1.14	0.98	1.23	1.12
24	DHA				1.95	2.01	2.30	2.09
25	SFC					1.54	1.95	1.74

26	VF1					0.85	1.66	1.26
27	NKD					2.46	2.88	2.67
28	SSC					2.41	2.81	2.61
29	MHC					1.41	1.71	1.56
30	PNC					1.30	2.00	1.65
31	TNA					1.71	3.03	2.37
32	KDC						3.40	3.40
33	NHC						2.52	2.52
34	HTV						1.69	1.69
35	VNM						5.16	5.16
36	TYA						2.95	2.95
37	CII						2.48	2.48
38	RHC						2.35	2.35
39	UNI						2.14	2.14
40	SJS						1.40	1.40
41	BMP						3.44	3.44
42	STB						4.54	4.54
43	VSH						2.86	2.86
44	VFC						2.09	2.09
45	FPC						3.12	3.12
	Trung bình	5.05	1.90	1.27	1.66	1.51	2.13	2.25

Nguồn : Tính toán từ số liệu tập hợp từ <http://www.chungkhoandenhat.com>, <http://www.vCBS.com.vn>.

Nếu so sánh với các thị trường mới nổi tại Bảng 2 thì có thể thấy thị trường VN tương đương với các nước này ở những năm cuối (3, 4, 5 và 6). Tính trung bình, tỷ số P/BV của VN (2,25) thì cũng cao hơn các thị trường này một chút (1,45-2,38) nhưng điều đó chủ yếu là do ảnh hưởng của làn sóng đầu cơ cuối năm thứ nhất.

**2. Về quan niệm “Tỷ lệ cổ tức 30%”**

Một số công ty kiểm toán, ngân hàng và công ty chứng khoán giữ vai trò tư vấn và bảo lãnh cho các công ty niêm yết khi soạn bản cáo bạch đã sử dụng thành ngữ “tỷ lệ cổ tức” (cổ tức trên mệnh giá) một cách hỗn nhiên. Vì hầu hết các công ty đều có giá cao hơn nhiều mệnh giá nên “tỷ lệ cổ tức” tạo ra một “ảo giác” cho nhà đầu tư. Nói khác đi đây là một “thủ thuật” của các công ty niêm yết và các công ty chứng khoán: Các công ty thường xuyên công bố tỷ lệ cổ tức 15%, 20%, 30%, thậm chí 40%... và nhà đầu tư yên tâm rằng đầu tư cổ phiếu có mức sinh lợi cao hơn thị trường trái phiếu và cao hơn thị trường tiền gửi ngân hàng [1]. Chỉ có những nhà đầu tư ngây thơ mới tin như vậy.

Trở lại lý do thứ ba trên đây, có rất ít người mua được cổ phiếu với mệnh giá nên tỷ lệ trên không có nghĩa gì. Với

Bảng 2: Tỷ số P/BV của các thị trường mới nổi giai đoạn 2000-2006

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2005				2006	
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Argentina	1.0	0.9	1.2	1.8	2.2	3.1	2.5	2.4	3.5	3.1	3.3	3.1
Brazil	1.2	1.1	1.2	1.8	1.8	2.4	1.8	1.8	2.2	2.4	2.4	2.4
Chile	1.5	1.4	1.1	1.6	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1	1.9	2.0	1.9
China	2.8	1.9	1.3	2.2	2.0	2.1	2.0	2.0	2.1	2.1	2.5	2.3
Colombia	0.5	0.5	1.2	1.3	1.9	3.4	1.9	1.9	2.3	3.4	3.4	2.6
Czech Republic	1.0	0.8	0.8	1.1	1.6	2.5	1.9	1.9	2.4	2.5	2.6	2.4
Egypt	2.3	1.4	1.1	2.2	3.9	8.0	5.4	6.4	7.2	8.0	5.5	3.2
Hong Kong SAR	1.7	1.4	1.1	1.5	1.7	1.6	1.5	1.6	1.7	1.6	1.7	1.7
Hungary	2.3	2.0	1.9	2.0	2.6	3.0	3.0	2.8	3.4	3.0	3.1	2.8
India	2.7	2.1	2.1	3.8	3.6	4.4	3.5	3.6	4.2	4.4	4.8	4.1
Indonesia	1.0	2.7	2.2	2.3	3.1	3.1	3.3	3.0	2.9	3.1	3.5	3.2
Israel	3.0	2.2	1.7	2.5	2.6	3.1	2.5	2.4	2.7	3.1	2.8	2.4
Jordan	1.0	1.4	1.3	2.0	3.0	4.7	3.9	4.9	5.4	4.7	3.3	2.9
Korea	0.8	1.3	1.2	1.5	1.4	1.9	1.4	1.4	1.7	1.9	1.8	1.7
Malaysia	1.6	1.8	1.5	1.8	1.9	1.8	1.8	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9
Mexico	1.9	2.0	1.8	2.2	2.6	3.3	2.4	2.5	3.0	3.3	3.2	3.1
Morocco	2.6	1.8	1.4	1.5	2.4	2.7	2.3	2.5	2.5	2.7	3.6	3.6
Pakistan	1.4	0.9	2.0	2.3	2.4	3.6	2.7	3.0	3.2	3.6	4.0	3.1
Peru	1.1	1.3	1.8	2.8	2.3	2.9	2.4	2.2	2.9	2.9	2.9	3.4
Philippines	1.3	1.1	0.9	1.4	1.6	2.0	1.8	1.9	1.8	2.0	2.1	2.0
Poland	2.1	1.3	1.4	1.7	2.1	2.6	2.2	2.2	2.6	2.6	2.5	2.5
Russia	0.9	1.3	1.2	1.3	1.1	2.4	1.4	1.7	2.2	2.4	2.6	2.6
Singapore	2.1	1.6	1.3	1.6	1.7	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9	1.8
South Africa	2.7	1.8	1.7	2.0	2.4	3.2	2.5	2.5	3.0	3.2	3.6	3.5
Sri Lanka	0.6	0.8	1.2	1.5	1.4	1.9	1.6	1.8	2.2	1.9	2.2	2.0
Taiwan Province of China	1.9	2.0	1.5	2.1	1.9	2.0	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0	1.8
Thailand	1.5	1.7	1.8	2.9	2.4	2.4	2.3	2.2	2.4	2.4	2.3	2.0
Turkey	2.7	3.8	1.8	2.0	1.9	2.2	1.8	1.9	1.8	2.2	2.3	1.9
Venezuela	0.7	0.5	0.9	1.4	1.6	1.0	1.6	1.2	1.0	1.0	1.4	1.4
Emerging Markets	1.6	1.6	1.4	1.9	1.9	2.4	1.9	2.0	2.2	2.4	2.4	2.3
EM Asia	1.5	1.7	1.4	2.0	1.8	2.1	1.8	1.8	2.0	2.1	2.2	2.0
EM Latin America	1.4	1.3	1.4	1.9	2.1	2.6	2.0	2.0	2.5	2.6	2.6	2.5
EM Europe & Middle East	2.2	1.7	1.4	1.7	1.8	2.6	2.0	2.1	2.4	2.6	2.6	2.5
ACWI Free	3.5	2.7	2.1	2.5	2.5	2.6	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5

Nguồn : International Monetary Fund, 2006, Global Financial Stability Report, Market Developments and Issues 9/2006, Washington D.C., USA, tr.121, xem <http://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFSR/2006/02/index.htm>.

người mua cổ phiếu trên thị trường thứ cấp, mức sinh lợi cổ tức phải là cổ tức tính bằng tiền chia cho giá mua vào.

Ví dụ, năm 2005, "tỷ lệ cổ tức" của REE là 14% (chính xác là 1.400 đồng /cổ phiếu [2]). Thực ra ai mua cổ phiếu công ty REE ngày 31.12.2004 với giá 23.800 đồng, một năm sau nhận được 1.400 đồng thì suất sinh lợi cổ tức là 5,88% mà thôi. Tỷ lệ 5,88% đã là quá cao rồi. Với sự tăng giá cổ phiếu trong năm 2005 và 2006, tỷ suất sinh lợi cổ tức của REE chắc chắn sẽ không còn được mức đó nữa.

Quan niệm thay thế: Thực ra môn "Tài chính doanh nghiệp" đã sử dụng tỷ suất sinh lợi cổ tức (cổ tức bằng tiền / giá hiện hành) như là một tiêu chí duy nhất để đánh giá chính sách cổ tức của công ty. Vấn đề là tại sao trên thị trường chứng khoán VN người ta không sử dụng mà lại sử dụng "tỷ lệ cổ tức".

Sử dụng tỷ suất sinh lợi cổ tức tại thị trường VN chúng tôi có được kết quả sau :

**Bảng 3: Suất sinh lợi cổ tức của các công ty niêm yết qua 6 năm (7.2000 – 7.2006)**

STT	Tên công ty	Suất sinh lợi cổ tức						Trung bình
		Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6	
1	REE	2.12%	6.88%	9.84%	5.11%	5.06%	1.97%	5.16%
2	SAM	2.36%	5.46%	8.21%	4.21%	4.22%	1.99%	4.41%
3	HAP	3.36%	8.38%	10.34%	8.24%	4.37%	6.56%	6.88%
4	TMS	2.00%	4.80%	7.83%	6.81%	4.92%	3.33%	4.95%
5	LAF	1.71%	7.28%	8.22%	7.27%	5.45%	6.29%	6.04%
6	SGH	2.00%	3.77%	7.14%	4.35%	6.12%	2.94%	4.39%
7	CAN		7.37%	11.33%	3.87%	3.10%	5.21%	6.18%
8	DPC		6.29%	9.43%	3.00%	0.00%	7.74%	5.29%
9	BBC		6.09%	0.00%	8.05%	7.74%	3.97%	5.17%
10	TRI		6.72%	9.68%	7.89%	6.44%	5.56%	7.26%
11	GIL		7.46%	13.33%	7.10%	5.16%	4.16%	7.44%
12	BTC		5.36%	7.19%	0.00%	0.00%	0.00%	2.51%
13	BPC		6.88%	9.74%	7.69%	9.62%	6.98%	8.18%
14	BT6		6.24%	9.32%	4.75%	5.03%	3.41%	5.75%
15	GMD		7.18%	9.67%	4.44%	2.45%	1.79%	5.11%
16	AGF		6.25%	9.96%	6.32%	5.84%	1.15%	5.90%
17	SAV		4.59%	9.82%	5.08%	5.56%	4.40%	5.89%
18	TS4			9.20%	7.06%	6.49%	4.35%	6.77%
19	KHA			9.36%	8.13%	7.45%	8.37%	8.33%
20	HAS			7.18%	5.08%	5.62%	4.12%	5.50%
21	VTC			6.59%	3.70%	4.19%	3.42%	4.47%
22	PMS				7.55%	8.51%	5.00%	7.02%
23	BBT				7.25%	0.00%	0.00%	2.42%
24	DHA				9.84%	5.62%	5.36%	6.94%
25	SFC					7.94%	4.50%	6.22%
26	VF1					1.74%	4.21%	2.97%
27	NKD					6.35%	2.73%	4.54%
28	SSC					5.51%	4.00%	4.75%
29	MHC					6.00%	5.77%	5.88%
30	PNC					7.14%	4.71%	5.92%
31	TNA					7.69%	2.56%	5.13%

32	KDC							2.29%	2.29%
33	NHC							5.58%	5.58%
34	HTV							5.51%	5.51%
35	VNM							2.43%	2.43%
36	TYA							0.00%	0.00%
37	CII							4.00%	4.00%
38	RHC							5.57%	5.57%
39	UNI							4.48%	4.48%
40	SJS							2.10%	2.10%
41	BMP							3.03%	3.03%
42	STB							2.04%	2.04%
43	VSH							4.14%	4.14%
44	VFC							5.75%	5.75%
45	FPC							5.13%	5.13%
	<b>Trung bình</b>	<b>2.26%</b>	<b>6.29%</b>	<b>8.73%</b>	<b>5.95%</b>	<b>5.20%</b>	<b>3.97%</b>	<b>5.40%</b>	

Nguồn : Tính toán từ số liệu tập hợp từ <http://www.chungkhoandenhat.com>, <http://www.vCBS.com.vn>.

So sánh suất sinh lợi cổ tức của thị trường VN với các thị trường mới nổi khác tại Bảng 4 ta thấy: Năm 2001, suất sinh lợi cổ tức của thị trường VN tương đương với đa số các thị trường trong mẫu tham chiếu, và tương đương với mức trung bình trong mẫu, nghĩa là vào khoảng 2-3%/năm. Năm 2002 và 2003, tỷ suất sinh lợi cổ tức của VN đạt mức 6,29% và 8,73%, cao hơn hầu hết các nước trong mẫu, chỉ trừ có mỗi trường hợp Pakistan, với 2 năm lần lượt là 10,95% và 8,63%. Cuối năm 2005, thị trường VN vẫn đứng thứ tư về trả cổ tức, chỉ sau Pakistan, Peru và Venezuela. Về phương diện nào đó, thu nhập như thế là đáng lạc quan. Tuy nhiên, tình hình đó có thể do giá cổ phiếu VN những năm thứ 4-5 đang ở mức tương đối thấp so với cổ tức mà các cổ phiếu này mang lại. Cũng có thể để làm yên lòng các cổ đông, lãnh đạo các công ty niêm yết đã phân phối tương đối nhiều lợi nhuận dưới dạng cổ tức bằng tiền. Tính chung cho giai đoạn 2000-2006, tại thị trường mới nổi, tỷ suất sinh lợi cổ tức chỉ vào khoảng 2,0-2,9%/năm. Mức trung bình 5,4% của VN cao gấp hơn 2 lần thị trường mới nổi khác. Điều đó cho thấy các công ty niêm yết VN trả quá nhiều cổ tức. Chính sách lấy lòng cổ đông ngắn hạn đang chiếm ưu thế so với chiến lược tái đầu tư vì tăng trưởng dài hạn.

### 3. Mệnh giá cổ phiếu thường ngày càng mất dần ý nghĩa

Trước đây, vào đầu thế kỷ 20, mệnh giá cổ phiếu khá cao, thường là 100 USD, đại diện cho một phần vốn điều lệ khi công ty mới thành lập. Tuy nhiên do chính quyền một số nơi, như tại một vài bang của Mỹ quy định một số khoản phí tỷ lệ với mệnh giá nên mệnh giá có xu hướng giảm dần (R.J.Teweles, E.S. Bradley, 1998, The Stock Market, John Wiley and son Inc, USA, tr. 30) xuống một vài USD hay thậm chí một vài cents. Mặt khác, chính quyền một số bang của Mỹ trước đây còn quy định trách nhiệm của cổ đông căn cứ vào mệnh giá. Nếu mệnh giá 100 USD mà giá thị trường cổ phiếu là 90 USD, khi công ty bị thanh lý, cổ

Bảng 4: Suất sinh lợi cổ tức của một số thị trường cổ phiếu mới nổi trên thế giới giai đoạn 2000-2006

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2005				2006	
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Argentina	4.6	5.2	3.4	1.1	1.0	1.7	0.9	1.4	1.0	1.7	1.4	1.1
Brazil	3.2	4.9	5.5	3.5	4.4	3.9	3.7	4.1	3.3	3.9	3.5	3.2
Chile	2.3	2.3	2.8	1.8	3.0	3.0	3.1	2.9	2.7	3.0	2.9	2.7
China	1.0	1.9	2.4	2.2	2.3	2.7	2.3	2.8	2.8	2.7	2.3	2.3
Colombia	11.1	5.6	4.8	3.9	2.5	1.7	2.6	2.8	2.3	1.7	1.7	2.4
Czech Republic	0.9	2.3	2.4	6.9	4.3	1.3	3.6	1.8	1.5	1.3	1.2	2.3
Egypt	5.7	6.5	7.5	4.7	2.0	1.4	1.4	1.4	1.6	1.4	1.2	2.9
Hong Kong SAR	2.6	3.2	3.9	2.8	2.7	3.2	3.1	3.1	3.0	3.2	3.1	3.0
Hungary	1.5	1.3	1.4	0.9	2.0	2.2	1.7	2.4	1.9	2.2	2.0	2.8
India	1.6	2.0	1.8	1.5	1.5	1.3	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1	1.3
Indonesia	3.1	3.6	4.2	3.8	3.2	3.3	3.1	3.2	3.5	3.3	2.8	2.9
Israel	2.3	2.2	1.5	1.1	1.4	2.0	1.9	2.0	1.9	2.0	2.0	2.3
Jordan	4.5	3.5	3.8	2.4	1.6	1.1	1.2	1.1	1.0	1.1	1.3	3.1
Korea	2.1	1.5	1.4	1.8	2.4	1.7	2.6	2.6	1.9	1.7	1.7	1.8
Malaysia	1.7	1.9	2.0	2.4	2.2	2.9	2.4	2.8	2.6	2.9	2.8	2.8
Mexico	1.6	2.0	2.3	1.8	1.9	1.6	2.0	2.0	1.7	1.6	1.5	1.5
Morocco	3.6	4.0	4.8	4.2	3.6	3.8	3.8	4.6	4.1	3.8	2.8	3.9
Pakistan	5.1	16.0	11.0	8.6	7.0	5.0	6.1	5.8	5.5	5.0	4.2	4.7
Peru	3.4	3.2	2.4	1.7	3.3	5.1	3.4	6.1	4.5	5.1	5.6	5.9
Philippines	1.4	1.4	2.0	1.4	1.6	2.2	1.8	2.1	2.2	2.2	2.3	2.5
Poland	0.7	1.9	1.8	1.3	1.3	2.7	1.2	3.0	2.7	2.7	2.7	4.1
Russia	0.9	1.1	1.9	2.4	3.1	1.6	2.2	2.3	1.6	1.6	1.2	1.4
Singapore	1.4	1.8	2.3	2.0	2.2	2.6	2.3	2.6	2.7	2.6	2.4	2.8
South Africa	2.7	3.5	3.8	3.2	2.6	2.5	3.0	3.1	2.6	2.5	2.3	2.4
Sri Lanka	5.6	4.8	3.3	2.5	2.6	1.7	2.0	2.1	1.6	1.7	1.4	1.9
Taiwan Province of China	1.7	1.4	1.6	1.9	2.9	3.9	3.1	3.5	4.2	3.9	3.9	3.8
Thailand	2.1	2.0	2.5	1.7	3.0	3.7	3.9	3.8	3.7	3.7	3.8	4.1
Turkey	1.9	1.1	1.4	0.9	1.9	2.0	2.1	3.1	2.6	2.0	2.1	3.1
Venezuela	5.1	3.9	2.4	3.7	5.8	7.3	5.6	6.3	7.3	7.3	5.0	6.7
Emerging Markets	2.1	2.3	2.4	2.3	2.6	2.5	2.6	2.9	2.6	2.5	2.4	2.5
EM Asia	1.7	1.7	1.8	2.0	2.5	2.6	2.6	2.9	2.8	2.6	2.4	2.5
EM Latin America	2.7	3.4	3.6	2.6	3.3	3.0	3.0	3.3	2.7	3.0	2.8	2.7
EM Europe & Middle East	1.8	1.7	1.7	1.8	2.2	1.9	2.0	2.4	1.9	1.9	1.7	2.1
ACWI Free	1.5	1.7	2.2	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.2

Nguồn : International Monetary Fund, 2006, Global Financial Stability Report, Market Developments and Issues 9/2006, Washington D.C., USA, tr.120, xem <http://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFSR/2006/02/index.htm>.

mệnh giá và giá thị trường... (J... Downes, J.E. Goodman, 2005, Dictionary of Finance and Investment Terms, Ed. Barron's, USA, tr. 466-467). Một khi không có mệnh giá thì những khái niệm "tỷ lệ cổ tức" và "cổ phiếu 3 chấm" của VN sẽ không thể sử dụng được (vì số

đồng có trách nhiệm đóng thêm 10 USD (P.P. Peterson, 1994, Financial Management and Analysis, McGrawHill, USA, tr. 502). Tình hình đó khuyến khích công ty phát hành cổ phiếu có mệnh giá nhỏ, 1 USD, 1 cent hay không có mệnh giá (no-par stock).

Tại Canada, tình hình còn đi xa hơn thế nhiều: Năm 1975, Luật mới về các công ty thương mại Canada (L.S.C.C.) quy định rằng các cổ phiếu có mệnh giá không được phát hành nữa, và các công ty có thời gian 5 năm để chuyển các cổ phiếu có mệnh giá sang cổ phiếu không có mệnh giá. Hầu hết các tỉnh bang của Canada đã áp dụng luật này. Việc chuyển đổi từ cổ phiếu có mệnh giá sang không mệnh giá mất khá nhiều thời gian, nhưng hiện nay, đại đa số công ty Canada chỉ có cổ phiếu không mệnh giá (L. Ménard, M. Chlala, 1991, Comptabilité Intermédiaire, Editions du Nouveau Pédagogique, Canada, tr. 844-845).

Những lý do chính phát hành cổ phiếu không mệnh giá là :

- Về phía công ty, việc này làm giảm các chi phí tính trên mệnh giá xuống mức tối thiểu;
- Các công ty không phải xử lý các vấn đề phát sinh từ liên hệ giữa vốn cổ phần (capital stock) và thặng dư vốn khi phát hành (capital surplus) cũng như không cần quy định cách thức sử dụng khoản capital surplus (như không được phân phối cổ tức từ nguồn này chẳng hạn)...
- Về phía các nhà đầu tư không có sự lẫn lộn giữa

học nói rằng chia một số cho số 0 cho kết quả vô nghĩa).

### Kết luận

Tất cả các cuốn sách trích dẫn ở trên đều có nhận định "không có liên hệ nào giữa mệnh giá và giá thị trường của cổ phiếu". Như vậy cả phân tích thực tế VN lẫn kinh nghiệm các nước đều cho thấy việc hình thành các quan niệm đánh giá hiệu quả đầu tư dựa trên mệnh giá tại VN là không chính xác, cần thay thế vào đó hai tỷ số thông dụng trong tài chính doanh nghiệp và phân tích đầu tư là tỷ số P/BV và suất sinh lợi cổ tức (dividend yield). Cần trở lại quan niệm thông dụng, tuy truyền thống nhưng chính xác ■

### Chú thích:

[1] Có một quan niệm không chính thức ở VN theo đó, lãi suất trái phiếu phải cao hơn gửi tiết kiệm còn suất sinh lợi cổ tức phải cao hơn lãi suất trái phiếu. Điều đó không đúng, bởi thu nhập của cổ phiếu không chỉ là cổ tức và thậm chí không phải chủ yếu là cổ tức mà do tăng giá trong dài hạn.

[2] Ở các nước cổ tức công bố dưới dạng giá trị tuyệt đối, nghĩa là nên công bố cổ tức 1.400 VND, thay vì 14%.

### Tài liệu tham khảo

1. Downes, J. và J.E. Goodman, 2005, Dictionary of Finance and Investment Terms, Ed. Barron's, USA.
2. <http://www.chungkhoandenhat.com>, <http://www.vcb.com.vn>.
3. International Monetary Fund, 2006, Global Financial Stability Report, Market Developments and Issues 9/2006, Washington D.C., USA, xem <http://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFSR/2006/02/index.htm>.
4. Ménard, L. và M. Chlala, 1991, Comptabilité Intermédiaire, Editions du Nouveau Pédagogique, Canada.
5. Peterson, P.P., 1994, Financial Management and Analysis, Ed. McGrawHill, USA.
6. Teweles, R.J. và E.S. Bradley, 1998, The Stock Market, Ed. John Wiley and son Inc, USA.