

BỘ GIÁO DỤC & ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH



BÙI THỊ HÀ LINH

**HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC TẠI CÁC CÔNG TY ĐƯỢC
NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Người hướng dẫn khoa học

1. PGS, TS. Hoàng Văn Quỳnh

2. TS. Nguyễn Quốc Bình

HÀ NỘI – 2018

**Công trình được hoàn thành
tại Học viện Tài chính**

Người hướng dẫn khoa học

1. PGS,TS. Hoàng Văn Quỳnh

2. TS. Nguyễn Quốc Bình

Phản biện 1:

Phản biện 2:

Phản biện 3:

**Luận án sẽ được bảo vệ tại Hội đồng chấm luận án
cấp Học viện, họp tại Học viện Tài chính
vào hồi ... giờ ..., ngày ... tháng ... năm 2018**

Có thể tìm hiểu luận án tại:

- Thư viện Quốc gia
- Thư viện Học viện Tài chính

MỞ ĐẦU

Trong thời điểm nào, ngành Dược cũng có một vai trò hết sức quan trọng trong việc chăm sóc và bảo vệ sức khỏe cho người dân góp phần phát triển nền kinh tế của đất nước. Đặc biệt, xã hội ngày càng phát triển, có nhiều ứng dụng khoa học – kỹ thuật, nhiều phương pháp chữa bệnh mới được áp dụng nhưng bên cạnh đó, sự xuất hiện ngày càng nhiều của các loại bệnh lạ, khó chữa trị ảnh hưởng nghiêm trọng đến sức khỏe của người dân và tình hình kinh tế – xã hội của đất nước thì vai trò của ngành Dược lại càng được thể hiện rõ ràng hơn bao giờ hết.

Trong những năm gần đây, nền kinh tế - xã hội phát triển, mức sống của người dân được nâng cao, người dân ngày càng quan tâm đến vấn đề sức khỏe, do đó chi tiêu cho tiền thuốc hàng năm cũng tăng lên. Với lợi thế dân số đông và trẻ, Việt Nam là một thị trường tiêu thụ tiềm năng đối với các doanh nghiệp sản xuất thuốc trong nước. Bên cạnh đó những ưu thế về hệ thống phân phối sẵn có cùng các ưu đãi hiện tại về giá cả, thuế suất... của Chính phủ, các doanh nghiệp dược trong nước có thể tận dụng thời cơ này tập trung đầu tư xây dựng hệ thống nhà xưởng, mua máy móc thiết bị sản xuất, cải tiến công nghệ, đồng thời mở rộng thị phần không chỉ trong nước mà còn trên thị trường quốc tế.

Nắm bắt được thời cơ, hầu hết các doanh nghiệp dược trong nước hiện nay đã thực hiện chuyển đổi sang hình thức công ty cổ phần và nhiều doanh nghiệp đã tiến hành niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Tuy ngành Dược nói chung và các công ty dược niêm yết nói riêng có sự phát triển nhưng lĩnh vực công nghiệp dược vẫn còn nhiều tồn tại, phát triển chậm, thiếu định hướng và chưa chủ động được thuốc sản xuất trong nước. 90% nguyên liệu của ngành dược vẫn phải nhập khẩu, công nghiệp dược Việt Nam hiện nay chủ yếu vẫn là công nghiệp bào chế đơn giản, hàm lượng kỹ thuật thấp. Nhiều doanh nghiệp sản xuất dược phẩm trong nước còn phát triển tự phát, đầu tư trùng lặp, thiếu định hướng. Đứng trước tình hình như vậy để có thể cạnh tranh và phát triển đòi hỏi các công ty dược phải có những quyết định đúng đắn, đặc biệt là các quyết định tài chính khi nhu cầu về vốn lớn trong khi

nguồn tiền mặt nhàn rỗi lại khan hiếm, các công ty được cần có chiến lược phù hợp trong cả ba quyết định đầu tư, tài trợ và chi trả cổ tức.

Ở Việt Nam hiện nay, các công ty được nói chung mới chỉ chú trọng vào chính sách đầu tư và chính sách tài trợ, còn chính sách cổ tức (CSCT) dường như vẫn chưa được quan tâm đúng mức. Mặc dù có một số công ty cổ phần được niêm yết có xây dựng CSCT nhưng nhìn chung vẫn chưa hình dung rõ nét về chính sách cổ tức, chưa nhận thức đúng tầm quan trọng, mức độ ảnh hưởng của chính sách cổ tức tới sự phát triển của doanh nghiệp dẫn đến việc trả cổ tức còn mang tính tự phát, lúc trả rất cao lúc trả thấp, chưa gắn với nhu cầu đầu tư, chưa có chính sách cổ tức hợp lý trong từng giai đoạn và chưa có tính chiến lược dài hạn. Chính sách cổ tức ở nhiều công ty gây ảnh hưởng không tốt đến hình ảnh của công ty cũng như giá cổ phiếu trên thị trường.

Chính vì vậy, cần thiết phải có những công trình nghiên cứu làm rõ về chính sách cổ tức đối với các công ty được phẩm niêm yết để từ đó các công ty có cái nhìn hoàn thiện hơn về chính sách cổ tức và hoạch định cho mình chính sách phù hợp. Xuất phát từ thực trạng trên, tác giả đã lựa chọn nghiên cứu đề tài “***Hoàn thiện chính sách cổ tức tại các công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam***”.

Đối tượng nghiên cứu của luận án: là CSCT của các công ty Được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Phạm vi nghiên cứu của luận án: Luận án nghiên cứu CSCT của 18 công ty Được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, số liệu dựa trên báo cáo tài chính của 18 công ty hoạt động trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh các sản phẩm Được tại Việt Nam trong khoảng thời gian từ năm 2009 – 2016.

Phương pháp nghiên cứu của luận án:

Phương pháp nghiên cứu được sử dụng trong luận án bao gồm:

Phương pháp nghiên cứu định tính: Luận án sử dụng các phương pháp như diễn giải, quy nạp, phân tích, tổng hợp, so sánh để mô tả số liệu thống kê về CSCT của các công ty Được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Ngoài ra, nghiên cứu định tính được sử dụng để lựa chọn các biến trong nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến CSCT dựa trên các nghiên cứu đã được công bố về CSCT của công ty.

Phương pháp khảo sát: Luận án sử dụng phương pháp khảo sát bằng bảng hỏi đối với các công ty cổ phần Dược niêm yết về các vấn đề liên quan tới chính sách cổ tức.

Phương pháp nghiên cứu định lượng: Luận án sử dụng phần mềm Stata trong phân tích định lượng để xây dựng mô hình hồi quy dữ liệu bảng (panel data). Mô hình hồi quy được xây dựng để xác định mối quan hệ giữa các nhân tố bên trong đến CSCT của các công ty Dược niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Các kết quả nghiên cứu của luận án

- *Về mặt khoa học*, luận án hệ thống hóa và làm rõ thêm cơ sở lý luận về cổ tức và CSCT bao gồm khái niệm, các lý thuyết về CSCT, xác định các nhân tố ảnh hưởng đến CSCT và tác động của CSCT tới doanh nghiệp. Bên cạnh đó, luận án cũng trình bày quan điểm, nội dung, trình tự xây dựng CSCT, cũng như kinh nghiệm của nước ngoài về hoạch định CSCT của các công ty cổ phần.

- *Về mặt thực tiễn*, luận án đi sâu vào xem xét thực trạng CSCT của các công ty Dược niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam; qua đó chỉ ra những kết quả đạt được và những hạn chế trong CSCT của các công ty Dược niêm yết. Tìm hiểu nguyên nhân dẫn đến hạn chế trong CSCT của các công ty Dược niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đây là cơ sở cho việc đề xuất các giải pháp hoàn thiện CSCT tại các công ty Dược niêm yết theo hướng nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh, tối đa hóa giá trị công ty.

Kết cấu của luận án: Ngoài phần mở đầu, kết luận, tài liệu tham khảo, phụ lục thì nội dung chính của luận án gồm 3 chương như sau:

Chương 1: Lý luận chung về cổ tức và chính sách cổ tức của công ty cổ phần

Chương 2: Thực trạng chính sách cổ tức tại các công ty dược niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Chương 3: Giải pháp hoàn thiện chính sách cổ tức tại các công ty Dược niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Chương 1

LÝ LUẬN CHUNG VỀ CỔ TỨC VÀ CHÍNH SÁCH

CỔ TỨC CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN

1.1. Tổng quan về cổ tức của công ty cổ phần

1.1.1. Khái niệm cổ tức của công ty cổ phần

Các CTCP sau khi kết thúc một chu kỳ kinh doanh có được doanh thu. Sau khi bù đắp các khoản chi phí đã bỏ ra để thực hiện hoạt động kinh doanh và nộp thuế thu nhập doanh nghiệp theo luật định phần còn lại là lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp. Về cơ bản, lợi nhuận sau thuế được phân phối và sử dụng cho hai mục đích: một phần dành cho mục đích tiêu dùng, một phần để tái đầu tư cho các chu kỳ kinh doanh tiếp theo. Đối với công ty cổ phần, việc phân phối và sử dụng lợi nhuận sau thuế của công ty hoàn toàn do Đại hội đồng cổ đông quyết định. Nhìn chung, lợi nhuận sau thuế của công ty cổ phần được chia thành hai phần:

- Một phần dành để chia cho các cổ đông hiện hành của công ty được gọi là cổ tức;
- Một phần được giữ lại nhằm mục đích tái đầu tư được gọi là lợi nhuận giữ lại tái đầu tư;

Vậy cổ tức được hiểu là phần lợi nhuận sau thuế đã thực hiện của công ty cổ phần dành để chi trả cho các cổ đông (chủ sở hữu công ty).

1.1.2. Các hình thức chi trả cổ tức của công ty cổ phần

Có ba hình thức chi trả cổ tức mà công ty có thể chọn lựa là: Trả cổ tức bằng tiền mặt, trả cổ tức bằng cổ phiếu và trả cổ tức bằng tài sản khác. Mỗi hình thức đều có những ưu, nhược điểm nhất định.

1.1.3. Quy trình chi trả cổ tức của công ty cổ phần

Về cơ bản trình tự trả cổ tức bằng tiền được diễn ra với các mốc thời gian như sau:

- Ngày thông báo cổ tức,
- Ngày giao dịch không hưởng quyền,
- Ngày chốt danh sách cổ đông,
- Ngày thanh toán cổ tức.

1.2. Chính sách cổ tức của công ty cổ phần

1.2.1. Khái niệm chính sách cổ tức của công ty cổ phần

Trên thực tế, có rất nhiều quan niệm khác nhau về chính sách cổ tức của công ty cổ phần. Trên cơ sở nghiên cứu xem xét các nghiên cứu trên lý thuyết và thực tế, tác giả đưa ra khái niệm về CSCT như sau:

Chính sách cổ tức là chính sách thể hiện quyết định giữa việc chi trả cổ tức cho cổ đông thường so với việc giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư.

1.2.2. Nội dung chính sách cổ tức của công ty cổ phần

Nội dung chủ yếu của CSCT được thể hiện thông qua các vấn đề sau: Căn cứ pháp lý, tình hình kinh doanh, mức chi trả cổ tức, hệ số chi trả cổ tức, quy trình chi trả cổ tức, hình thức chi trả cổ tức, mô hình chính sách cổ tức của các công ty.

1.2.3. Các mô hình chính sách cổ tức của công ty cổ phần

Mô hình chính sách ổn định cổ tức

Mô hình chính sách thặng dư cổ tức

Mô hình chính sách hệ số cổ tức ổn định

Mô hình chính sách cổ tức cố định ở mức thấp và chia thêm cổ tức vào cuối năm

1.2.4. Tác động của chính sách cổ tức tới công ty cổ phần

Tác động của chính sách cổ tức tới giá cổ phiếu của công ty.

Tác động của chính sách cổ tức tới tỷ lệ tăng trưởng nội sinh của công ty.

Tác động của chính sách cổ tức tới các mối quan hệ trong nội bộ công ty.

1.2.5. Các chỉ tiêu đánh giá chính sách cổ tức

Để đánh giá CSCT của công ty cổ phần, người ta thường sử dụng các chỉ tiêu sau:

Cổ tức một cổ phần thường (DPS),

Hệ số chi trả cổ tức (Payout Ratio),

Tỷ suất cổ tức (Dividend Yield).

Chỉ số bảo chứng cổ tức (Dividend Coverage Ratio)

1.2.6. Các nhân tố ảnh hưởng tới chính sách cổ tức của CTCP

Các nhân tố bên ngoài: Các quy định về pháp lý, chính sách thuế, lạm phát và lãi suất, tâm lý của nhà đầu tư, chi phí giao dịch và chi phí phát hành cổ phần mới, chi phí đại diện.

Các nhân tố bên trong: Cơ hội đầu tư và nhu cầu vốn đầu tư, đòn bẩy tài chính, thời gian hoạt động của công ty, quyền kiểm soát công ty, thu nhập trên cổ phiếu thường và khả năng sinh lời, khả năng tăng trưởng, tình hình dòng tiền, quy mô kinh doanh và tính chất ngành nghề kinh doanh, cổ tức trong quá khứ.

1.2.7. Tầm quan trọng của chính sách cổ tức trong công ty cổ phần

Ảnh hưởng đến thu nhập hiện tại và tương lai của các cổ đông, ảnh hưởng tới sự tăng trưởng và phát triển của công ty trong tương lai, là dấu hiệu thể hiện ra bên ngoài về hiệu quả hoạt động của công ty.

1.3. Kinh nghiệm về chính sách cổ tức của các công ty ở một số nước trên thế giới và bài học kinh nghiệm rút ra cho Việt Nam

1.3.1. Kinh nghiệm về chính sách cổ tức của một số công ty ở Mỹ

1.3.2. Kinh nghiệm về chính sách cổ tức ở một số công ty ở các nước thuộc Châu Âu

1.3.3. Bài học kinh nghiệm rút ra cho Việt Nam

Thứ nhất, các công ty cổ phần có cơ hội đầu tư nên trả cổ tức theo mô hình cổ tức ổn định ở mức thấp, điều này vừa đảm bảo một phần thu nhập hiện tại của cổ đông vừa có nguồn tích lũy tái đầu tư.

Thứ hai, các công ty cổ phần tránh thay đổi mức cổ tức đột ngột, nên duy trì cổ tức ổn định. Khi thu nhập biến động mạnh thì công ty cố gắng giữ cổ tức không bị dao động quá lớn. Cụ thể, không nên cắt giảm cổ tức bất thường nếu như lợi nhuận sụt giảm không liên tục. Vì bất cứ sự sụt giảm cổ tức nào cũng đều là dấu hiệu bất ổn trong hoạt động kinh doanh và thường làm cho giá cổ phiếu bị sụt giảm. Công ty cũng không nên trả cổ tức ở mức cao khi chưa có sự chắc chắn về mức tăng lợi nhuận ổn định trong dài hạn. Để làm được điều đó, cần có chiến lược

dài hạn và tính toán các khả năng về mức thu nhập một cổ phần từ đó xác định mức cổ tức hợp lý.

Thứ ba, ngành nghề kinh doanh và chu kỳ vận động của ngành ảnh hưởng rất lớn tới CSCT của công ty cổ phần. Do đó, tùy vào lĩnh vực, ngành nghề của từng công ty, khi xem xét việc chi trả cổ tức cần cân nhắc xem công ty đang ở giai đoạn nào, tình hình cạnh tranh và dòng tiền ra sao để từ đó xác định khả năng chi trả cổ tức là cao hay thấp.

Thứ tư, công ty có thể xem xét việc mua lại cổ phần như là một hình thức phân phối lại cho các cổ đông thay cho việc chi trả cổ tức. Điều này có thể tránh cho cổ đông bị đánh thuế thu nhập. Tuy nhiên, để thực hiện phương thức này thì cần căn cứ vào quy định của các cơ quan quản lý Nhà nước trong mỗi thời kỳ.

CHƯƠNG 2

THỰC TRẠNG CHÍNH SÁCH CỔ TỨC TẠI CÁC CÔNG TY ĐƯỢC NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

2.1. Tổng quan về ngành Dược và các công ty Dược niêm yết ở Việt Nam

2.1.1. Quá trình hình thành và phát triển ngành dược ở Việt Nam

Tính đến hết năm 2017, có khoảng 180 công ty dược phẩm hoạt động tại Việt nam. Doanh thu dược phẩm có mức độ tăng trưởng khá từ 3,3 tỷ USD năm 2013 lên đến 5,2 tỷ USD năm 2017, tốc độ tăng trưởng hàng năm là khoảng 14%.

2.1.2. Đặc điểm sản xuất kinh doanh của các công ty Dược ở Việt Nam

Đặc điểm ngành nghề kinh doanh là một yếu tố có tác động không nhỏ đến các chính sách tài chính trong công ty, trong đó có chính sách cổ tức. Đối với các CTCP Dược ở Việt Nam hiện nay, đặc điểm hoạt động kinh doanh thể hiện ở những điểm chủ yếu sau:

(1) *Đặc điểm về sản phẩm dược (dược phẩm)*: Dược phẩm là loại sản phẩm có liên quan trực tiếp đến sức khỏe và tính mạng của con người. Do vậy việc nghiên cứu ra một loại thuốc mới cũng như để hoàn

thiện một sản phẩm thì đòi hỏi một quá trình lâu dài. Chính vì vậy nhu cầu về vốn đầu tư vào dây chuyền sản xuất cũng như nghiên cứu và phát triển sản phẩm đòi hỏi các công ty dược sản xuất cần ưu tiên giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư. Ngoài ra, quy mô tiêu thụ các sản phẩm dược phụ thuộc trực tiếp vào sự phát triển của dịch bệnh. Vì thế kết quả SXKD nhiều khi không ổn định, chính sách cổ tức cần tính đến đặc điểm này nếu không muốn gây nên sự biến động lớn về mức cổ tức các năm.

(2) *Thị trường nguyên liệu đầu vào*: Thực tế công nghệ hóa dược ở Việt Nam hiện nay vẫn chưa phát triển, do đó hầu hết nguyên liệu sản xuất dược phẩm tại Việt Nam đều phải nhập khẩu. Như vậy, rủi ro về sự biến động giá nguyên liệu đầu vào sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến kết quả SXKD, các công ty dược cần tính đến điều này khi đưa ra chính sách cổ tức để tránh cho mức cổ tức bị dao động quá nhiều giữa các năm.

(3) *Hệ thống phân phối*: Ở Việt Nam hiện nay số lượng công ty phân phối lớn hơn hẳn so với lượng công ty sản xuất, nhưng hệ thống phân phối của Việt Nam còn nhỏ lẻ, chưa đủ mạnh để cạnh tranh với các công ty phân phối đa quốc gia. Để có thể cạnh tranh được với các đối thủ ngoại trong lĩnh vực dược thì các công ty dược trong nước chuyên về lĩnh vực phân phối cần chú trọng đầu tư xây dựng mạng lưới tiêu thụ mạnh.

(4) *Thị trường tiêu thụ*: Nhu cầu sử dụng các sản phẩm dược có sự chênh lệch giữa các vùng, miền tương ứng với thu nhập và mức sống của dân cư. Chính vì vậy, kết quả SXKD của các công ty dược ở các vùng, miền có sự chênh lệch nên không thể áp dụng rập khuôn chính sách cổ tức của 1 công ty này vào 1 công ty khác.

Xuất khẩu dược phẩm ở Việt Nam vẫn chưa phát triển mạnh.

(5) *Công nghệ và nghiên cứu phát triển (R&D)*: Trình độ kỹ thuật, công nghệ sản xuất thuốc còn thấp và chưa được đầu tư đúng hướng. Các công ty trong nước chưa chú trọng việc nghiên cứu và phát triển các sản phẩm về chiều sâu mà hiện tại chỉ mới tập trung ở nhóm những sản phẩm tương tự nhau, dẫn đến sản xuất trùng lặp, nhái mẫu mã gần như phổ biến, chất lượng chưa cao, làm mất uy tín công ty và ảnh hưởng đến thị phần của thuốc nội. Điều này còn dẫn đến hiệu quả sản

xuất kinh doanh thấp và mất khả năng cạnh tranh.

2.1.3. Khái quát về các công ty Dược niêm yết ở Việt Nam

Như vậy, tính đến ngày 31/08/2017 có khoảng hơn 20 CTCP Dược phẩm và thiết bị y tế đang niêm yết trên TTCKVN. Tuy nhiên, trong số khoảng 25 công ty này thì có một số công ty vừa niêm yết vào thời điểm tháng 5/2017 như Tổng công ty Dược Việt Nam (DVN) hay CTCP Dược phẩm trung ương 2 (DP2) vì thế thông tin về Báo cáo tài chính không được đầy đủ cho giai đoạn từ năm 2009 đến 2016 hoặc có những công ty tuy niêm yết lâu nhưng tình hình tài chính và kết quả kinh doanh có nhiều bất thường nên tác giả không chọn vào mẫu nghiên cứu. Do đó, với việc lựa chọn các CTCP Dược phẩm niêm yết đảm bảo tính thống nhất về mặt thời gian niêm yết và đầy đủ thông tin về tình hình tài chính trong giai đoạn từ 2009 đến 2016 tác giả lựa chọn ra được 18 công ty.

2.1.4. Khái quát tình hình tài chính tại các công ty Dược niêm yết

Quy mô vốn của các công ty dược niêm yết ngày càng tăng, cơ cấu tài sản có sự khác nhau giữa các nhóm công ty, hệ số nợ cũng không giống nhau ở từng nhóm tuy nhiên hầu như các công ty dùng nhiều nợ ngắn hạn, khả năng thanh toán của các công ty dược niêm yết khá tốt trừ một số công ty có kết quả kinh doanh không tốt và dòng tiền bấp bênh. Hiệu quả kinh doanh bị phân hóa rõ rệt, các công ty dược lớn có kết quả tốt hơn các công ty có quy mô nhỏ, lĩnh vực thiết bị y tế có kết quả kém khả quan nhất.

2.2. Thực trạng chính sách cổ tức tại các công ty Dược niêm yết

2.2.1. Những căn cứ pháp lý cho việc thực hiện CSCT của các công ty Dược niêm yết ở Việt Nam

Những quy định về việc chi trả cổ tức trong điều lệ của các công ty dược niêm yết cũng đảm bảo tính thống nhất với các quy định của pháp luật về việc chi trả cổ tức.

Qua xem xét thực tế việc công bố và chi trả cổ tức của các công ty Dược trong giai đoạn nghiên cứu có thể thấy tất cả các công ty đều tuân thủ đúng những quy định của Pháp Luật, chưa có công ty Dược nào vi phạm những quy định đề ra.

2.2.2. Quy trình chi trả cổ tức

Các công ty Dược niêm yết tiến hành trả cổ tức theo đúng quy định, đúng trình tự. Tuy nhiên, hầu như các công ty không công bố thông tin về kế hoạch cổ tức dài hạn.

2.2.3. Hình thức chi trả cổ tức

Nhìn chung, các công ty ngành dược vẫn chủ yếu áp dụng hình thức trả cổ phiếu bằng tiền mặt. Chỉ một số công ty thuộc nhóm các công ty đầu ngành như CTCP Dược Hậu Giang, CTCP Nhập khẩu Y tế DOMESCO, CTCP Traphaco là chú trọng xem xét vấn đề trả cổ tức bằng cổ phiếu một cách thường xuyên. Hầu hết các công ty trong ngành dược chưa thật sự có một chiến lược ổn định và cụ thể về CSCT.

2.2.4. Mức chi trả cổ tức

Mức chi trả cổ tức bình quân của các CTCP dược niêm yết trong giai đoạn nghiên cứu là khá ổn định. Tuy nhiên, mức chi trả cổ tức của các nhóm CTCP dược có sự khác nhau đáng kể. Ngoại trừ nhóm CTCP dược chuyên về TBVT trả cổ tức khá thất thường do kết quả kinh doanh không tốt thì các nhóm còn lại có mức chi trả cổ tức là khá cao.

2.2.5. Hệ số chi trả cổ tức

Phần lớn các công ty trong ngành dược đang lựa chọn chiến lược chi trả cổ tức ở mức thấp và dành phần lớn lợi nhuận của mình để tái đầu tư tài trợ cho nhu cầu gia tăng tài sản của mình.

2.2.6. Xây dựng mô hình chính sách cổ tức tại các công ty dược niêm yết

Các công ty dược niêm yết mặc dù hoạt động trong lĩnh vực dược nói chung nhưng bản thân mỗi công ty lại có sự khác nhau đáng kể về quy mô, về hiệu quả hoạt động... khiến CSCT theo đó cũng có sự khác biệt. Ngay cả đối với một công ty thì CSCT cũng có thể thay đổi theo từng giai đoạn. Với cách phân loại theo quy mô kinh doanh và lĩnh vực hoạt động thì mỗi nhóm công ty lại có mô hình CSCT không giống nhau, cụ thể:

Nhóm 1: Những CTCP dược sản xuất có quy mô lớn

Các công ty trong nhóm công ty đứng đầu ngành luôn cố gắng duy trì mức chi trả cổ tức thấp để tích lũy cho tái đầu tư cả về chiều rộng và

chiều sâu. Tuy nhiên, mức tích lũy có xu hướng giảm đi khi hệ số chi trả cổ tức 2 năm gần đây đang tăng dần.

Nhóm 2: Những CTCP được sản xuất có quy mô vừa và nhỏ

Trong giai đoạn 2009-2016, đi ngược lại với chiến lược tài chính của các công ty đầu ngành, các công ty được sản xuất có quy mô vừa và nhỏ trong ngành lại có CSCT chi trả cao.

Nhóm 3: Những công ty được chuyên về phân phối và các công ty được chuyên về thiết bị y tế

CSCT của các CTCP được chuyên về phân phối là duy trì mức trả cổ tức cao. Chính sách này lúc đầu có thể tạo được niềm tin và thu hút các nhà đầu tư, song về dài hạn thì chính sách này gây ra những bất ổn không nhỏ cho các công ty thuộc nhóm này do những áp lực về khả năng thanh toán, bởi lẽ một trong những đặc điểm thuộc nhóm CTCP được này là đang duy trì hệ số nợ quá cao, rủi ro của CTCP là quá lớn.

Nhóm các công ty được chuyên về TBYT nhìn chung chưa định hình được CSCT rõ ràng, khi các công ty này còn đang loay hoay tìm cách thoát khỏi cảnh thua lỗ triền miên thì CSCT là điều mà họ chưa thể xây dựng lúc này.

2.2.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty Dược niêm yết

Các nhân tố bên ngoài

CSCT của các công ty dược niêm yết chịu ảnh hưởng của các nhân tố bên ngoài như chính sách thuế, đặc biệt là thuế thu nhập cá nhân; ngoài ra CSCT còn chịu tác động của lạm phát và lãi suất trong giai đoạn 2009-2016.

Các nhân tố bên trong

Để phân tích ảnh hưởng của các nhân tố nội tại tới quyết định chi trả cổ tức của các công ty Dược niêm yết trên TTCK Việt Nam, luận án sử dụng phương pháp khảo sát và phương pháp ước lượng hồi quy đa biến.

Phương pháp khảo sát được tiến hành để xem xét tác động của nhân tố cơ hội đầu tư và quyền kiểm soát công ty.

Các công ty Dược niêm yết đều cân nhắc đến nhu cầu đầu tư cho các dự án mới trước khi tiến hành chi trả cổ tức, tuy nhiên kết quả khảo sát cũng cho thấy các công ty Dược sẽ sử dụng linh hoạt cả nguồn lợi nhuận để lại và phát hành cổ phần mới để tài trợ cho các dự án. Điều đó có nghĩa là trong số các công ty Dược niêm yết thì việc sử dụng toàn bộ lợi nhuận để tài trợ cho dự án mới không hẳn là sự ưu tiên trong mọi tình huống mà sẽ có sự cân nhắc kết hợp với các yếu tố khác nữa.

Thêm vào đó, kết quả khảo sát và số liệu công bố cho thấy có mối liên hệ giữa quyền kiểm soát (thông qua tỷ lệ sở hữu vốn của các cổ đông) với chính sách cổ tức. Nhóm công ty có tỷ lệ sở hữu của Nhà nước và Nhóm công ty có tỷ lệ sở hữu nước ngoài lớn có đặc điểm chung là quy mô kinh doanh lớn, mức cổ tức tương đối cao và ổn định, tuy nhiên đây là những công ty có chiến lược tốt, tình hình tài chính lành mạnh, kinh doanh hiệu quả nên so với thu nhập thì mức cổ tức này vẫn chiếm nhỏ hơn so với phần để lại tái đầu tư. Nhóm công ty còn lại là những công ty có cổ đông cá nhân chiếm đa số. Đây là phần là những công ty có quy mô vốn hóa nhỏ, thị phần nhỏ, chiến lược chưa rõ ràng, mức cổ tức phụ thuộc vào kết quả kinh doanh và thông thường chia cổ tức tiền mặt nhiều hơn phần tái đầu tư.

Phương pháp hồi quy đa biến được sử dụng để xem xét ảnh hưởng của các nhân tố nội tại còn lại.

Bằng việc sử dụng phương pháp hồi quy dạng bảng, kết quả phần mềm stata đưa ra như sau: Các nhân tố ảnh hưởng mạnh đến quyết định chi trả cổ tức của các công ty Dược niêm yết là mức cổ tức của năm liền trước (DPS1), thu nhập trên một cổ phần (EPS), khả năng sinh lời (ROA) và tỷ lệ tăng trưởng doanh thu (Growthsales), cụ thể: các nhân tố như DPS1, EPS và ROA tác động thuận chiều đến mức chi trả cổ tức, tức là nếu như mức trả cổ tức năm trước cao, thu nhập trên một cổ phần năm nay tốt, khả năng sinh lời của đồng vốn tốt thì các công ty Dược niêm yết sẽ trả cổ tức cao và ngược lại. Nhân tố Growthsales lại có tác động ngược chiều tới mức chi trả cổ tức, kết quả này có hàm ý rằng trong giai đoạn nghiên cứu các công ty Dược niêm yết đang có tỷ lệ tăng trưởng tốt, có nhiều cơ hội nên sẽ ưu tiên giữ lợi nhuận lại để tái đầu tư hơn là chi trả cổ tức.

Bên cạnh đó, kết quả còn cho thấy trong giai đoạn nghiên cứu các nhân tố còn lại như đòn bẩy tài chính (LEV), quy mô công ty (SIZE), dòng tiền thuần hoạt động (CFall) và thời gian hoạt động (AGE) ảnh hưởng không nhiều đến quyết định chi trả cổ tức của các công ty Dược niêm yết. Điều này cũng có nghĩa là các yếu tố này tác động không mạnh mẽ đến các quyết định chi trả cổ tức trong giai đoạn 2009-2016 với mẫu nghiên cứu của luận án.

2.2.4. Đánh giá tác động của chính sách cổ tức tới các công ty cổ phần Dược niêm yết

Tác động của chính sách cổ tức tới tốc độ tăng trưởng nội sinh của các công ty cổ phần Dược niêm yết

Qua đánh giá tác động của các quyết định chi trả cổ tức tới tỷ lệ tăng trưởng nội sinh của các CTCP dược niêm yết tác giả nhận thấy với việc trả cổ tức tiền mặt đang có xu hướng tăng cao đang làm giảm tỷ lệ tăng trưởng nội sinh của ngành Dược. Đây có lẽ sẽ là vấn đề mà các CTCP ngành Dược nên cân nhắc bởi với CSCT chi trả cổ tức tiền mặt tăng dần như hiện nay sẽ làm giảm nguồn lợi nhuận để lại tái đầu tư, buộc các công ty phải thực hiện huy động thêm vốn từ những nguồn khác như vay nợ hay phát hành cổ phần thường mới.

Tác động của chính sách cổ tức tới khả năng thanh toán của các công ty dược niêm yết

Nhóm các công ty Dược sản xuất có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khá ổn định và luôn đảm bảo dòng tiền thu về từ hoạt động kinh doanh lớn hơn dòng tiền chi ra. Trong nhóm các công ty Dược chuyên về phân phối thì trừ LDP và DHT có dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh dương thì hai công ty còn lại là VMD và DBT dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chính chủ yếu là âm nhưng mức chi trả cổ tức vẫn khá cao, việc duy trì cổ tức ở mức cao khiến khả năng thanh toán tức thời của công ty không tốt khi vay nợ của các công ty này luôn ở mức từ 80-90% nguồn vốn và so với các công ty Dược khác thì khả năng thanh toán của hai công ty này thuộc hàng thấp nhất.

Tác động của chính sách cổ tức tới giá cổ phần của các công ty cổ phần dược niêm yết

Những công ty cổ phần nào có kết quả kinh doanh khả quan, có triển vọng kinh doanh tốt và đặc biệt là có chính sách cổ tức ổn định ở mức thấp thì giá cổ phiếu của các công ty này đều tăng cao và nhanh như các mã chứng khoán DHG, DMC, TRA, IMP,...

Ngược lại, những công ty có hiệu quả kinh doanh thấp, trả cổ tức không ổn định thì giá cổ phiếu ở mức thấp so với thị trường và có xu hướng ngày càng giảm trong những năm gần đây mặc dù họ chi trả cổ tức ở mức rất cao, điển hình như các mã chứng khoán DCL, DHT, DBT, PMC...

Ảnh hưởng của CSCT đến giá cổ phiếu còn khá rõ nét khi có những công ty dược như SPM mặc dù có lợi nhuận nhưng trong suốt giai đoạn nghiên cứu hầu như không trả cổ tức thì giá cổ phiếu vẫn giảm.

Tác động của chính sách cổ tức tới chi phí sử dụng vốn của các công ty cổ phần dược niêm yết

Qua xem xét về CSCT của các công ty Dược niêm yết, có thể thấy tới 10/18 công ty có nhu cầu tăng vốn nhưng lại tiến hành chi trả cổ tức cho các cổ đông với thời gian khá sát nhau, có những công ty trả cổ tức với tỷ lệ khá cao. Thay vì sử dụng nguồn vốn nội sinh này để tài trợ cho nhu cầu tăng vốn với chi phí thấp thì các công ty này lại chi trả cổ tức bằng tiền rồi lại tiến hành huy động vốn bằng cách phát hành cổ phiếu với chi phí sử dụng vốn cao hơn.

2.3. Đánh giá thực trạng chính sách cổ tức tại các công ty cổ phần Dược niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

2.3.1. Kết quả đạt được

Thứ nhất: Các công ty Dược niêm yết trong mẫu đều tuân thủ đúng các quy định của Pháp luật về việc công bố thông tin, thời hạn và quy trình chi trả cổ tức cho cổ đông. Không có công ty Dược niêm yết nào bị phạt vì chậm hoặc không trả cổ tức cho các cổ đông sau khi đã công bố thông tin trả cổ tức.

Thứ hai: Phần lớn các công ty cổ gắng duy trì trả cổ tức hàng năm

Trong suốt giai đoạn 2009 – 2016, các công ty Dược niêm yết đều cố gắng thực hiện chi trả cổ tức một cách đều đặn mặc dù nền kinh tế có những thăng trầm nhất định. Có thể nhận thấy hầu hết các công ty

trong mẫu nghiên cứu đều trả cổ tức hằng năm (bằng cổ phiếu hoặc bằng tiền mặt). Việc cắt giảm cổ tức là điều mà các công ty không muốn (nhất là những công ty được lớn) vì nó phát đi tín hiệu chứng tỏ công ty đó đang lâm vào tình trạng khó khăn, điều này sẽ gây mất niềm tin của nhà đầu tư vào công ty.

Thứ ba: Hình thức chi trả cổ tức đã có sự linh hoạt hơn khi khá nhiều công ty đã kết hợp khéo léo hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt và hình thức chi trả cổ tức bằng cổ phiếu. Sự kết hợp này một mặt sẽ tạo ra được sự hấp dẫn cho các nhà đầu tư bằng nguồn thu nhập thực, mặt khác hình thức cổ tức cổ phiếu sẽ giúp công ty tránh được áp lực về nhu cầu tiền mặt, đồng thời giúp pha loãng được giá cổ phiếu, tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu trên thị trường.

Thứ tư: Một số công ty Được sản xuất lớn bước đầu đã chi trả cổ tức theo một xu hướng nhất định. Mặc dù chưa rõ nét, do tính ổn định của cổ tức mới kéo dài trong một vài năm gần đây, tuy nhiên có thể coi đây là một dấu hiệu của việc hoạch định CSCT ổn định. Việc theo đuổi một CSCT có tính chiến lược sẽ giúp các công ty chủ động được nguồn vốn, đồng thời có khả năng phát tín hiệu thị trường tốt.

Thứ tư: CSCT được điều chỉnh khá phù hợp với sự thay đổi của các nhân tố bên ngoài như chính sách thuế, lạm phát và lãi suất. Ngoài ra CSCT còn được xây dựng trên cơ sở cân nhắc đến các nhân tố nội tại như thu nhập trên một cổ phần, khả năng sinh lời, khả năng tăng trưởng và cổ tức trong quá khứ.

Thứ năm: CSCT thường xuyên, ổn định của một số công ty Được niêm yết đã tạo ra được hiệu ứng tốt trên thị trường chứng khoán.

Cổ tức phát tín hiệu về nguồn thu nhập của cổ đông, khi các công ty tăng mức chi trả cổ tức và duy trì được việc trả cổ tức đều đặn thì đều có tác động tích cực làm tăng giá cổ phiếu của các công ty đó trên thị trường.

1.3.2. Những hạn chế

Thứ nhất: Phần lớn các công ty Được niêm yết còn lại chưa có một chiến lược ổn định, dài hạn mà vẫn còn phụ thuộc nhiều vào yếu tố môi trường và kết quả kinh doanh.

Thứ hai: Hệ số chi trả cổ tức đang có xu hướng gia tăng, ảnh hưởng đến quá trình tích lũy và phát triển trong tương lai.

Thứ ba: Mặc dù khi xây dựng CSCT, các công ty Dược niêm yết đã cân nhắc nhiều nhân tố bên ngoài và bên trong nhưng rất nhiều nhân tố nội tại quan trọng như đòn bẩy tài chính, quy mô kinh doanh, dòng tiền, thời gian hoạt động lại chưa được coi trọng. Nhiều công ty tỷ lệ vay nợ rất cao (lên tới trên 0.7), dòng tiền bấp bênh nhưng vẫn trả cổ tức và mức trả cổ tức khá cao so với thu nhập.

Thứ tư: Nhiều công ty Dược niêm yết tình hình tài chính kém ổn định nhưng lại có hệ số chi trả cổ tức ở mức quá cao so với kết quả kinh doanh hoặc mức trả cổ tức quá biến động, điều này ảnh hưởng tới khả năng thanh toán, chi phí sử dụng vốn cũng như giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán.

Thứ năm: CSCT của nhiều công ty Dược chưa hướng tới một cơ cấu nguồn vốn an toàn.

Đặc trưng của ngành dược phẩm là có rủi ro kinh doanh khá cao, do phải đầu tư lớn vào hoạt động nghiên cứu phát triển và phụ thuộc lớn vào nguồn nguyên liệu và thuốc nhập khẩu. Việc nhiều công ty chia cổ tức bằng tiền ở mức cao (40-60%), sau đó lại đi vay (hệ số nợ trên 0.7) khiến rủi ro tài chính gia tăng và làm khuếch đại rủi ro của công ty, đặc biệt là những CTCP dược chuyên về phân phối và những CTCP dược có quy mô vừa và nhỏ.

Thứ sáu: CSCT dựa quá nhiều vào yếu tố thị trường

Thực tế là thời điểm vừa qua, khi thị trường có sự giảm sút đáng kể, các nhà đầu tư chỉ mong bán cổ phiếu hiện có của mình để chờ thị trường phục hồi còn các đợt phát hành mới thì trong tình trạng ế ẩm. Và khi đó các công ty lại quay ra trả cổ tức bằng tiền như thường lệ. Tuy vậy, CSCT không thể dựa dẫm vào yếu tố thị trường để chạy theo nó như trước đây được nữa. Với hoàn cảnh mới, các công ty cần phải tận dụng nội lực của mình chứ không trông chờ, ỷ lại vào nguồn lực từ thị trường để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như các dự án của mình.

1.3.3. Nguyên nhân của những hạn chế

Một là, nhiều công ty Dược chưa nhận thức được tầm quan trọng của CSCT và sự ảnh hưởng của CSCT đến mục tiêu tối đa hóa giá trị tài sản cho chủ sở hữu. Nhiều công ty không thấy được sự tác động qua lại giữa CSCT với chính sách đầu tư và chính sách tài trợ.

Hai là, các chính sách đầu tư, chính sách tài trợ vốn, các kế hoạch tài chính chưa được xây dựng một cách khoa học và dài hạn khiến cho CSCT cũng bị chi phối. Trong từng giai đoạn thì mỗi chính sách tài chính lại có tầm quan trọng khác nhau đối với sự phát triển của công ty, tuy nhiên để có thể xây dựng được CSCT thì các chính sách còn lại phải phát huy được hiệu quả tốt. Tuy nhiên thực tế cho thấy một số công ty Dược niêm yết tình hình tài chính thiếu lành mạnh, kết quả kinh doanh không tốt thì tất yếu không thể xây dựng được CSCT hợp lý được.

Ba là, nhiều công ty Dược niêm yết chưa xây dựng quy trình chi trả cổ tức hợp lý, không xem xét đến các nhân tố, bao gồm các nhân tố thuộc về nội tại công ty và cả các nhân tố thuộc về môi trường ảnh hưởng như thế nào đến CSCT. CSCT hiện nay chịu tác động nhiều từ chủ trương của Hội đồng quản trị, chính vì vậy, CSCT sẽ được xây dựng để hướng tới lợi ích nhóm cổ đông được Hội đồng quản trị ưu tiên. Đây là nguyên nhân dẫn đến CSCT có thể không phù hợp với những điều kiện hiện tại của công ty, không hướng tới mục tiêu dài hạn và sự phát triển bền vững của công ty.

Bốn là, nhiều công ty Dược niêm yết coi CSCT là một công cụ đánh bóng công ty hơn là một quyết định tài chính chiến lược. Các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam đa phần là nhà đầu tư cá nhân, do tồn tại hiện tượng bất cân xứng thông tin kết hợp với tâm lý bầy đàn cũng như hạn chế về kỹ năng phân tích thông tin nên mục tiêu đầu tư ngắn hạn, trước khi đưa ra quyết định đầu tư ngoài việc đánh giá tiềm năng thì họ còn xem xét lịch sử chi trả cổ tức của các công ty. Đối với các nhà đầu tư này, nắm giữ cổ phiếu trong khi chưa có cơ hội bán ra để hưởng phần chênh lệch giá thì cổ tức được chia là phần lợi nhuận họ mong đợi. Mức cổ tức càng cao thì nhà đầu tư càng có lợi, ngược lại mức cổ tức không cao thì có thể cổ phiếu của công ty sẽ bị đánh giá thấp và có tính thanh khoản kém. Với không ít cách nhìn nhận chưa đầy

đủ như vậy thì đa số các nhà đầu tư trên thị trường đã khiến cho các nhà quản trị công ty sử dụng CSCT như một công cụ đánh bóng hình ảnh.

Năm là, chưa chú trọng vào quản trị công ty. Một công ty hấp dẫn được các nhà đầu tư phải là một công ty có tình hình tài chính lành mạnh, có chiến lược bài bản, định hướng đúng đắn, điều này chỉ có thể đạt được khi năng lực quản trị công ty phải ngày càng được cải thiện, phù hợp với sự phát triển của ngành. Mặc dù Luật Doanh Nghiệp 2014 đã quy định nhiều nội dung về quản trị công ty nhưng năng lực quản trị ở nhiều công ty Dược niêm yết còn yếu kém, chưa nhận thức đúng đắn về tầm quan trọng của quản trị công ty đối với sự phát triển bền vững của công ty mà chỉ chú trọng vào lợi ích ngắn hạn.

CHƯƠNG 3

GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC TẠI CÁC CÔNG TY DƯỢC NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

3.1. Bối cảnh kinh tế - xã hội và định hướng phát triển của ngành Dược trong những năm tới

3.1.1. Bối cảnh kinh tế - xã hội trong nước và quốc tế

3.1.2. Triển vọng và định hướng phát triển của ngành Dược trong những năm tới

Những hỗ trợ từ phía Nhà nước

Việt Nam có tốc độ tăng trưởng dân số nhanh

Nhận thức về sức khỏe ngày càng cao

Ngành Dược ngày càng phát triển mạnh

Phát triển và ổn định sản xuất trong nước

Các CTCP ngành dược cần chú trọng nâng cao chất lượng thuốc và dịch vụ

Các CTCP ngành dược được khuyến khích phát triển hoạt động R&D bao gồm nghiên cứu cơ bản, ứng dụng, triển khai và sản xuất thử nghiệm

3.2. Các quan điểm cần quán triệt khi hoàn thiện chính sách cổ tức

(1) CSCT phải dựa trên cơ sở những quy định pháp lý của nhà nước; (2) CSCT cần căn cứ vào khả năng tiếp cận các thị trường vốn và đảm bảo duy trì hệ số nợ tối ưu; (3) Không có CSCT nào là tối ưu cho tất cả các công ty ở mọi thời điểm ; (4) CSCT phải gắn với nhu cầu đầu tư , hài hoà lợi ích trước mắt và lợi ích lâu dài; (5) CSCT phải được xem xét trên cơ sở lợi nhuận và dòng tiền thực tế của công ty , tránh cắt giảm cổ tức một cách đột ngột; (6) Đa dạng hóa các phương thức chi trả cổ tức.

3.3. Giải pháp hoàn thiện chính sách cổ tức tại các Công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

3.3.1. Chính sách cổ tức cần phù hợp với chu kỳ vận động

Mặc dù hình thành từ rất sớm nhưng cho đến thời điểm hiện nay ngành dược của nước ta vẫn đang trong giai đoạn đầu của thời kỳ phát triển. Do vậy, CSCT cần được xây dựng dựa trên nhu cầu vốn đang gia tăng mạnh mẽ, do vậy tỷ lệ cổ tức cần được duy trì ổn định ở mức thấp cho đến trung bình (tránh không chi trả cổ tức cho các cổ đông), nhằm đảm bảo nguồn vốn phục vụ cho nhu cầu đầu tư mở rộng trong tương lai và vẫn thu hút được các nhà đầu tư.

3.3.2. Cần thiết kế chính sách cổ tức mang tính chiến lược, nhất quán, ổn định

Việc các công ty được niêm yết nên làm là giảm dần tỷ lệ trả cổ tức kết hợp với việc trả cổ tức bằng cổ phiếu, một mặt điều này giúp các công ty tích lũy được nguồn vốn nội sinh, mặt khác nó giúp công ty đề phòng trong các trường hợp gặp rủi ro trong kinh doanh, bị giảm sút lợi nhuận thì cũng không gây ảnh hưởng lớn đến mức cổ tức trả cho cổ đông, và chỉ thực hiện tăng tỷ lệ chi trả khi có dấu hiệu rõ ràng, chắc chắn về nguồn lợi nhuận tăng trưởng trong tương lai.

3.3.3. Hoàn thiện quy trình ra quyết định chi trả cổ tức

Cần xác định cơ cấu vốn mục tiêu, với lĩnh vực Dược phẩm, rủi ro về lãi suất do phần lớn nguồn nguyên liệu là nhập khẩu, rủi ro về chính sách; hơn nữa việc đầu tư về ngành dược là đầu tư lâu dài, vốn đầu tư lớn vì những sản phẩm này liên quan trực tiếp đến sức khỏe người tiêu dùng.

Cần xác định nhu cầu vốn trong bản kế hoạch dài hạn, ít nhất là 5 năm.

Sau khi lên được kế hoạch nhu cầu vốn dài hạn cho ít nhất 5 năm tới thì cần ước tính nhu cầu về các nguồn tài trợ, nguồn vay và nguồn vốn chủ sở hữu.

Sau đó hệ số chi trả cổ tức cần được thiết lập trên cơ sở ưu tiên nhu cầu vốn cho đầu tư đối với các công ty sản xuất, đối với các công ty phân phối thì cần quan tâm tới dòng tiền.

3.3.4. Xây dựng chính sách cổ tức phù hợp với nhu cầu đầu tư phát triển của từng nhóm công ty

Các công ty được sản xuất có quy mô lớn: Theo kinh nghiệm trên thế giới, đối với những công ty có nhiều cơ hội đầu tư trong tương lai (ngành dược như đã phân tích thì tiềm năng tăng trưởng là rất lớn) thì chỉ nên dành 20-30% lợi nhuận ròng để chi trả cổ tức, việc tái đầu tư lợi nhuận vào các cơ hội đầu tư sẽ tạo điều kiện để gia tăng thu nhập và cổ tức của cổ đông trong tương lai.

Các CTCP có quy mô vừa và nhỏ: Nên duy trì một CSCT ổn định ở mức thấp, một mặt vừa đảm bảo chi trả cho các cổ đông, duy trì tính thanh khoản cũng như giá cổ phiếu, mặt khác việc giữ lại phần lớn hơn trong thu nhập để tái đầu tư chính là tiền đề cho các công ty này tích lũy được nguồn vốn nội sinh để có những đột phá về đầu tư cho tương lai.

Các CTCP được chuyên về phân phối: như VMD, DHT, DBT và LDP sẽ xây dựng CSCT nghiêng về chi trả cổ tức bằng tiền mặt nhiều hơn là tích lũy là hợp lý. Tuy nhiên, ngoài việc xem xét nhu cầu đầu tư thì việc xây dựng chính sách của nhóm công ty này còn cần căn cứ vào dòng tiền thực cũng như nhu cầu hoàn trả nợ vay để đưa ra mức chi trả cổ tức phù hợp nhất với tình hình của mỗi công ty.

3.3.5. Chính sách cổ tức cần căn cứ vào tình hình dòng tiền thực tế

Dòng tiền từ hoạt động của công ty sẽ tiến hành phân chia như sau:

Bước 1: Dòng tiền từ hoạt động của công ty trước hết ưu tiên trả các khoản nợ đến hạn và lãi vay (nếu có) căn cứ theo hợp đồng. Phần

dòng tiền còn lại sẽ là dòng tiền dành cho chủ sở hữu do chủ sở hữu quyết định phương thức sử dụng.

Bước 2: Xác định các dự án đầu tư và hiệu quả của chúng để làm cơ sở ưu tiên quyết định đầu tư vào dự án kinh doanh mới.

Bước 3: Xác định số dư tiền mặt hợp lý phục vụ vốn lưu động. Dòng tiền còn lại trước hết phục vụ cho mục đích này.

Bước 4: Xác định ưu tiên hay sở thích của cổ đông làm cơ sở thực hiện mua lại cổ phần hay chi trả cổ tức tiền mặt.

3.3.6. Thực hiện linh hoạt các hình thức trả cổ tức

3.3.7. Xem xét kỹ lưỡng ảnh hưởng của các nhân tố tác động trước khi đưa ra chính sách cổ tức

- CSCT cần cân nhắc đến vấn đề thuế thu nhập cá nhân
- CSCT và cơ cấu nguồn vốn tối ưu
- CSCT và cơ cấu sở hữu
- CSCT và vấn đề phát tín hiệu

3.3.8. Có thể xem xét một số hình thức phân phối lợi nhuận khác

So với nhận cổ tức bằng tiền mặt thì cách thức mua lại cổ phiếu quỹ cổ đông sẽ có lợi hơn khi không bị chịu thuế thu nhập cá nhân, trong khi nhận cổ tức bằng tiền mặt thì phải chịu thuế TNCN là 5%. Tuy nhiên, hiện nay thông tư 162/2015/TT – BTC về mua bán cổ phiếu quỹ đã có những quy định chặt chẽ hơn về vấn đề này, theo đó những CTCP có đủ điều kiện mới có thể áp dụng hình thức này. Mặc dù, đây cũng là một cách thức phân phối lại thu nhập cho các cổ đông thay vì trả cổ tức bằng tiền mặt nhưng không phải công ty nào cũng có thể áp dụng. Tuy nhiên, các CTCP có đủ điều kiện thì cần cân nhắc thêm cách thức này để phân phối lại thu nhập và đảm bảo lợi ích cao hơn cho các cổ đông.

3.4. Một số giải pháp kiến nghị

(*) Hoàn thiện hệ thống pháp lý, tạo cơ sở cho việc ra quyết định của công ty

(*) Đẩy mạnh minh bạch hóa và công khai thông tin

- (*) Nâng cao chất lượng quản trị công ty
- (*) Nâng cao nhận thức về quyền và nghĩa vụ của các cổ đông
- (*) Tăng cường bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của cổ đông thiểu số

KẾT LUẬN

Mặc dù đã có nhiều công trình khoa học nghiên cứu về chính sách cổ tức cả về lý thuyết và thực tiễn, tuy nhiên việc nhận thức tầm quan trọng của chính sách này vẫn còn rất hạn chế trong các doanh nghiệp ở nước ta. Chính sách cổ tức là một trong những chính sách tài chính quan trọng trong quản trị tài chính doanh nghiệp nhưng nhiều công ty trên thực tế vẫn chưa thực sự xem xét đúng vai trò của chính sách này, hoặc có quan tâm thì cũng chưa thực sự thấu đáo.

Mục đích nghiên cứu của luận án là đánh giá thực trạng chính sách cổ tức của các công ty Dược niêm yết, từ đó đưa ra được những đề xuất để hoàn thiện chính sách cổ tức của các công ty này. Luận án sử dụng kết hợp các phương pháp nghiên cứu định tính như diễn giải, quy nạp, phân tích, tổng hợp, so sánh để đánh giá chính sách cổ tức của các công ty Dược niêm yết phân loại theo quy mô vốn và theo từng loại hình kinh doanh cụ thể. Phương pháp phân tích định lượng bằng mô hình hồi quy dữ liệu về các công ty Dược niêm yết, luận án đã làm rõ các nhân tố tác động đến chính sách cổ tức của các công ty Dược niêm yết, đồng thời luận án còn xem xét các tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu, khả năng thanh toán, chi phí sử dụng vốn, khả năng tăng trưởng của DN.

Kết quả phân tích cho thấy chính sách cổ tức của các công ty Dược niêm yết ở Việt Nam còn nhiều bất cập, thể hiện ở những điểm chủ yếu: Chưa có một chiến lược ổn định, dài hạn mà vẫn còn phụ thuộc nhiều vào yếu tố môi trường và kết quả kinh doanh; Hệ số chi trả cổ tức đang có xu hướng gia tăng, ảnh hưởng đến quá trình tích lũy và phát triển trong tương lai; Bỏ qua nhiều nhân tố quan trọng khi xây dựng CSCT; Hệ số chi trả cổ tức cao ảnh hưởng đến khả năng thanh toán và chi phí sử dụng vốn; Chưa hướng tới cơ cấu nguồn vốn an toàn; CSCT dựa quá nhiều vào yếu tố thị trường. Luận án còn chỉ ra nguyên nhân dẫn đến những hạn chế trong CSCT của các công ty Dược niêm yết. Đây chính là cơ sở để đưa ra hệ thống các giải pháp hoàn thiện CSCT của các công ty Dược niêm yết. Các giải pháp cụ thể được đưa ra trên cơ sở xây dựng những nguyên tắc trong chi trả cổ tức và định hướng của Đảng và Nhà nước trong phát triển ngành Dược đến năm 2030.

Với các kết quả nghiên cứu đạt được, luận án đã góp thêm bằng chứng, bổ sung cho những nghiên cứu về chính sách cổ tức trong công ty cổ phần. Luận án có ý nghĩa thiết thực đối với các công ty Dược niêm yết ở Việt Nam trong việc nhận thức đầy đủ hơn về chính sách cổ tức, góp phần ngày càng hoàn thiện chính sách cổ tức hơn nữa nhằm mục tiêu lành mạnh hóa tình hình tài chính, nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh và khả năng cạnh tranh của các DN.

Mặc dù trong quá trình nghiên cứu, luận án còn nhiều hạn chế nhưng cũng đã góp phần đưa ra được những giải pháp góp phần hoàn thiện chính sách cổ tức của các công ty Dược niêm yết nói riêng cũng như là những gợi ý mang tính định hướng cho các DN nói chung. Những hạn chế trong luận án sẽ là cơ sở gợi ý cho những nghiên cứu tiếp theo./.

**DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU KHOA HỌC
ĐÃ CÔNG BỐ CỦA TÁC GIẢ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN**

STT	Tên bài, đề tài	Tên tạp chí, đơn vị nghiệm thu	Số
1.	Chính sách cổ tức: Nhìn từ thực tiễn các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam	Tạp chí Tài chính doanh nghiệp	Số tháng 10/2015
2.	Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của các công ty dược niêm yết trên TTCK Việt Nam.	Tạp chí Khoa học đào tạo Ngân hàng	Số tháng 6/2016
3.	Improving the competitiveness of the pharmaceutical industry in Vietnam	Journal of Finance & Accounting	Số 2/2017
4.	Đề tài khoa học cấp Học Viện: Vận dụng mô hình hồi quy ngưỡng để nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến giá trị của các CTCP Dược phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam	Học viện Tài chính	11/2017