

GIẢM CỔ TỨC VÀ KHẢ NĂNG SINH LỜI TƯƠNG LAI: NGHIÊN CỨU TRƯỜNG HỢP CÁC CÔNG TY PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Lê Thị Hương Lan

Viện Ngân hàng - Tài chính, Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: lanlh@neu.edu.vn

Trương Thị Thu Hương

Trường Đại học Công Nghiệp Hà Nội

Email: truongthuhuong2703@gmail.com

Ngày nhận: 12/7/2017

Ngày nhận bản sửa: 21/8/2017

Ngày duyệt đăng: 25/9/2017

Tóm tắt:

Bài viết dựa trên lý thuyết tín hiệu để kiểm định mối tương quan giữa giảm cổ tức và khả năng sinh lời tương lai của 581 công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2016. Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính với dữ liệu bảng gồm 935 quan sát giảm cổ tức. Kết quả nghiên cứu ủng hộ lý thuyết tín hiệu cho rằng giảm cổ tức có tương quan cùng chiều với khả năng sinh lời tương lai. Ngoài ra, biến cơ cấu sở hữu đã được đưa vào mô hình để đánh giá ảnh hưởng của nó đến triển vọng tương lai của doanh nghiệp và kết quả cũng tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê. Từ đó nhóm tác giả đã đưa ra khuyến nghị cho nhà đầu tư khi doanh nghiệp giảm tỷ lệ chi trả cổ tức.

Từ khóa: Cổ tức, giảm cổ tức, khả năng sinh lời, lý thuyết tín hiệu

Dividend Reduction and Future Profitability: The Case of Non-financial Listed Firms in Vietnam

Abstract

The paper applies signal theory to test the relationship between dividend reduction and future profitability in Vietnam Stock Exchange. Data were collected from 581 listed non-financial firms from 2008 to 2016. The study uses linear regression model basing on 935 observed data on dividend reduction. The results support the signal theory that dividend reductions have a positive impact on future profitability. In addition, the ownership structure variable is included in the model to assess its impact on the future prospects. The findings also show that the ownership structure has significant correlation on future profitability. Since then, some recommendations are given for investors when listed firms reduce the dividend payout ratio.

Keywords: Dividend, dividend reduction, profitability, signal theory.

1. Đặt vấn đề

Quyết định trả cổ tức là một quyết định quan trọng trong tài chính doanh nghiệp. Tuy nhiên, cho đến nay câu hỏi thông tin về cổ tức và sự thay đổi cổ tức có phải là một tín hiệu tốt cho biết khả năng sinh

lời trong tương lai vẫn đang còn nhiều tranh luận. Lý thuyết tín hiệu cổ tức đã được đưa ra như một câu trả lời cho câu hỏi đó. Một thông báo tăng cổ tức là một tín hiệu tốt về triển vọng tương lai của doanh nghiệp, làm giá cổ phiếu tăng. Ngược lại, thông báo giảm cổ tức là một tín hiệu xấu từ nhà quản lý về

triển vọng của doanh nghiệp, thị giá cổ phiếu giảm.

Một số nghiên cứu tìm ra bằng chứng ủng hộ nội dung của lý thuyết tín hiệu như nghiên cứu của Pettit (1972), Healy & Palepu (1988), Nissim & Ziv (2001), Agyei (2011), Choi & cộng sự (2011). Đặc biệt, các nghiên cứu này đã chỉ ra phản ứng tích cực với thông báo tăng cổ tức, và phản ứng tiêu cực khi cổ tức giảm. Trong khi đó, nhiều nghiên cứu lại không tìm thấy hoặc tồn tại rất ít mối tương quan giữa thay đổi cổ tức và thay đổi lợi nhuận tương lai như nghiên cứu của DeAngelo & cộng sự (1996), Benartzi & cộng sự (1997), Fukuda (2000), Grullon & cộng sự (2005) chỉ ủng hộ giả thuyết trong trường hợp mô hình tuyến tính, Lukose & Rao (2010), Reza & cộng sự (2014).

Ở Việt Nam đã có nhiều nghiên cứu về vấn đề cổ tức. Các nghiên cứu này tập trung chủ yếu vào chủ đề hoàn thiện chính sách cổ tức cho các doanh nghiệp, các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức hay đánh giá ảnh hưởng của thông báo trả cổ tức đến giá cổ phiếu trên thị trường. Ngoài ra, một vài nghiên cứu đánh giá ảnh hưởng của tỷ lệ chi trả cổ tức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nhưng chưa có một nghiên cứu nào nhằm dự báo triển vọng tương lai của doanh nghiệp dựa trên thông tin về sự thay đổi cổ tức, từ đó cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư. Vì vậy, nghiên cứu này được thực hiện nhằm làm rõ mối quan hệ giữa việc giảm cổ tức và khả năng sinh lời tương lai của doanh nghiệp, cũng như xem xét ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến dự báo lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp.

2. Tổng quan nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

2.1. Tổng quan nghiên cứu

Nội dung của lý thuyết tín hiệu dựa trên quan điểm về bất cân xứng thông tin và cho rằng các nhà quản lý thường dễ dàng tiếp cận thông tin về doanh nghiệp hơn cổ đông bên ngoài. Họ thường có được các thông tin về lợi nhuận hay khả năng sinh lời của doanh nghiệp nhưng giá cổ phiếu trên thị trường lại không phản ánh được điều đó, vì nhà đầu tư chỉ biết được các thông tin được công bố. Sự bất cân xứng thông tin này sẽ dẫn đến thị trường không thể đánh giá được giá trị thực của công ty. Do đó, giá trị thị trường của cổ phiếu thường được hình thành từ dòng tiền mà cổ phiếu đem lại cho cổ đông, dẫn đến cổ tức trở thành một công cụ hữu hiệu để truyền tải thông tin của cấp quản lý đến thị trường. Đây chính là lý thuyết thông tin hay hiệu ứng phát tín hiệu của cổ

tức. Căn cứ vào lý thuyết phát tín hiệu, nhà đầu tư có thể rút ra được thông tin về triển vọng của doanh nghiệp thông qua quyết định cổ tức. Một sự gia tăng trong cổ tức sẽ cho thấy khả năng sinh lời tốt của doanh nghiệp (tín tốt), dẫn đến giá cổ phiếu sẽ biến động tích cực, và ngược lại, giảm cổ tức là một tín hiệu xấu về triển vọng của doanh nghiệp.

Trong mô hình nghiên cứu của Lintner (1956) về chính sách cổ tức đã nhấn mạnh rằng các doanh nghiệp chỉ tăng cổ tức khi những nhà quản lý tin rằng thu nhập tăng, nghĩa là việc tăng cổ tức truyền tải sự phân phối thu nhập. Năm 1972, Pettit cũng thực hiện một nghiên cứu về chính sách cổ tức và khẳng định cổ tức nói lên thông tin tích cực về hiệu quả của doanh nghiệp, làm thị giá tăng đáng kể và ngược lại. Ông cũng nhận xét “thông báo cổ tức có thể truyền tải lượng thông tin nhiều hơn đáng kể so với thông báo thu nhập” (Pettit, 1972).

Healy & Palepu (1988) sử dụng mẫu nghiên cứu gồm 131 doanh nghiệp trả cổ tức lần đầu hoặc lại tiếp tục trả cổ tức sau khi ngừng chi trả ít nhất 10 năm và 172 công ty không trả cổ tức lần nào hoặc không trả cổ tức sau khi trả liên tục ít nhất 10 năm. Kết quả nghiên cứu khẳng định các công ty trả cổ tức lần đầu (hoặc không trả cổ tức) có thu nhập tăng (hoặc giảm) ít nhất 1 năm trước và 1 năm sau khi thay đổi cổ tức, trong khi các công ty không trả cổ tức sẽ có lợi nhuận giảm. Những kết quả này gợi ý rằng các nhà đầu tư có thể dựa vào các thông báo trả cổ tức lần đầu hay không trả cổ tức làm dấu hiệu dự báo thay đổi thu nhập trong quá khứ, hiện tại và tương lai của doanh nghiệp.

DeAngelo & cộng sự (1996) trong nghiên cứu về nội dung tín hiệu từ quyết định chi trả cổ tức của 145 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán NYSE - Mỹ thời gian từ năm 1980 đến 1987. Nghiên cứu đã sử dụng một số mô hình và định nghĩa về tín hiệu cổ tức, tuy nhiên các tác giả gần như không tìm thấy minh chứng ủng hộ quan điểm cho rằng cổ tức nói lên thông tin về lợi nhuận trong tương lai.

Nghiên cứu của Benartzi & cộng sự (1997) đã mở rộng mẫu nghiên cứu lên 1025 công ty. Trong đó, lợi nhuận được đo bằng sự thay đổi thu nhập so với giá trị thị trường của cổ phiếu tại thời điểm đầu năm thông báo trả cổ tức $(E_t - E_{t-1})/P_{t-1}$. Sự thay đổi cổ tức được đo bằng sự chênh lệch giữa cổ tức quý 4 năm này với cổ tức quý 4 năm trước. Sau đó tiến hành xem xét sự thay đổi về thu nhập trong năm trả cổ tức và 2 năm tiếp theo. Kết quả cho thấy các doanh

nghiệp tăng cổ tức thường tăng lợi nhuận trong năm trước và năm trả cổ tức, nhưng không dự đoán được lợi nhuận trong các năm tiếp theo. Ngoài ra, mức độ tăng cổ tức không dự đoán được lợi nhuận trong tương lai. Các doanh nghiệp giảm cổ tức thường giảm lợi nhuận trong năm trước và ngay năm trả cổ tức, nhưng những doanh nghiệp này lại có dấu hiệu tăng lợi nhuận trong năm sau đó.

Fukuda (2000) kiểm định giả thuyết dấu hiệu cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Tokyo Nhật Bản từ năm 1990 đến năm 1994. Điều kiện là các doanh nghiệp này trả cổ tức ít nhất 2 năm liên tiếp trước khi thay đổi cổ tức. Mẫu nghiên cứu gồm 348 quan sát thay đổi cổ tức được chia thành 4 nhóm: nhóm các doanh nghiệp tăng cổ tức, giảm cổ tức, trả cổ tức lần đầu và không trả cổ tức. Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy, trong đó biến phụ thuộc là thay đổi thu nhập các năm 0, năm 1, năm 2 khi thay đổi cổ tức. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu lại tìm thấy ít minh chứng ủng hộ giả thuyết tín hiệu.

Trong nghiên cứu của Nissim & Ziv (2001), nhóm tác giả đã lý giải nguyên nhân làm cho nghiên cứu của Benartzi & cộng sự (1997) không thể tìm ra mối tương quan tích cực giữa thay đổi cổ tức và thay đổi lợi nhuận trong các năm sau là do lỗi về mô hình, đặc biệt là biến độc lập. Sau khi điều chỉnh lại mô hình, tác giả đã kiểm định giả thuyết tín hiệu cổ tức với dữ liệu từ các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán New York từ năm 1964-1997. Kết quả sự thay đổi cổ tức có tương quan tích cực với sự thay đổi lợi nhuận trong 2 năm tiếp theo (Nissim & Ziv, 2001).

Nghiên cứu của Grullon & cộng sự (2005) bàn luận nghiên cứu của Nissim & Ziv (2001) và cho rằng kết quả này bị ảnh hưởng bởi hạn chế trong mô hình áp dụng do giả định tỷ lệ thu nhập tuyến tính. Theo Grullon điều này không phải đúng trong mọi trường hợp. Do đó, ông đã kiểm tra lại mô hình với giả định là phi tuyến tính. Đồng thời, nghiên cứu cũng xem xét mối liên hệ giữa sự thay đổi cổ tức và ROA. Kết quả không tìm thấy mối tương quan giữa sự thay đổi cổ tức và lợi nhuận trong tương lai. Tuy nhiên, lại có mối quan hệ ngược chiều giữa thay đổi cổ tức và ROA. Cuối cùng, Grullon & cộng sự (2005) đã kiểm tra mối tương quan giữa ROE và thay đổi cổ tức. Mô hình tuyến tính cho kết quả giống như Nissim & Ziv (2001) là tồn tại mối quan hệ giữa 2 nhân tố trên, nhưng mô hình phi tuyến tính

lại không tìm thấy bất kỳ mối tương quan nào giữa thay đổi cổ tức và ROE.

Năm 2010, Jensen và cộng sự đã nghiên cứu việc công ty giảm cổ tức sẽ cho biết các thông tin gì (Jensen & cộng sự, 2010). Dữ liệu bao gồm các công ty của Mỹ có thông báo giảm cổ tức trên 20% từ năm 1967 đến 2006. Nghiên cứu kiểm định mối quan hệ giữa ROA và giảm cổ tức, cũng như mối tương quan giữa giảm cổ tức và thu nhập cổ phiếu trong giai đoạn thông báo (một ngày trước và sau khi thông báo giảm cổ tức). Kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường phản ứng tiêu cực với giảm cổ tức, nhưng lợi nhuận của doanh nghiệp bật lại sau năm đó. Kết luận này ngược lại với lý thuyết tín hiệu là lợi nhuận sẽ giảm sau khi giảm cổ tức.

Dựa trên mô hình nghiên cứu về giả thuyết tín hiệu từ cổ tức của Nissim & Ziv (2001) và Grullon & cộng sự (2005) đã có một số nghiên cứu thực nghiệm ủng hộ quan điểm thông tin trong cổ tức như Agyei (2011) trên thị trường chứng khoán Nam Phi, Choi & cộng sự (2011) trên thị trường chứng khoán Hàn Quốc đều tìm ra mối tương quan tích cực giữa thay đổi cổ tức và thay đổi khả năng sinh lời tương lai. Nghiên cứu của Liu & Chen (2015) cũng kiểm định giả thuyết tín hiệu. Kết quả cho thấy các nhà quản lý thay đổi cổ tức là dấu hiệu về triển vọng lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE).

Lukose & Rao (2010) đã tiến hành nghiên cứu thực nghiệm tại các doanh nghiệp sản xuất của Ấn Độ và Feragen (2014) thực hiện tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Na Uy nhưng kết quả nghiên cứu chỉ tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa thay đổi cổ tức với lợi nhuận của năm hiện hành mà không có mối quan hệ giữa thay đổi cổ tức với thay đổi về thu nhập kỳ vọng trong tương lai. Nghiên cứu của Reza & cộng sự (2014) được thực hiện tại các công ty được niêm yết trên sàn chứng khoán Trung Quốc lại cho thấy việc tăng cổ tức sẽ dẫn đến tăng lợi nhuận trong 2 năm tiếp theo, nhưng mối quan hệ này không tìm thấy trong trường hợp cổ tức giảm.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu bao gồm cổ tức bằng tiền và các chỉ tiêu tài chính của 581 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) thời gian từ 2008 đến 2016. Trong đó 336 doanh nghiệp niêm yết trên sàn HNX và 245

Bảng 1: Ký hiệu và cách xác định các biến trong mô hình

Ký hiệu	Cách tính toán	Giải thích ký hiệu
ΔDIV_0	$\Delta DIV = (DIV_0 - DIV_{-1})/DIV_{-1}$	Thay đổi cổ tức
ΔE_0	$\Delta E_0 = (E_0 - E_{-1})/B_{-1}$	Thay đổi lợi nhuận so với năm trước khi thay đổi cổ tức
ΔE_1	$\Delta E_1 = (E_1 - E_0)/B_{-1}$	Thay đổi lợi nhuận 1 năm sau khi thay đổi cổ tức (với t = 1)
ΔE_2	$\Delta E_2 = (E_2 - E_1)/B_{-1}$	Thay đổi lợi nhuận 2 năm sau khi thay đổi cổ tức (với t = 2)
ROE_0		Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu của năm thay đổi cổ tức (với t = 1)
ROE_1		Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu 1 năm sau khi thay đổi cổ tức (với t = 2)
SOHUU	Nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp có sở hữu Nhà nước Nhận giá trị 0 nếu doanh nghiệp không có sở hữu Nhà nước	Cơ cấu sở hữu

doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE. Các chỉ tiêu tài chính được thu thập gồm: lợi nhuận sau thuế, giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu, thu nhập trên vốn chủ sở hữu (ROE) và thông tin về cơ cấu cổ đông. Dữ liệu nghiên cứu cần đảm bảo tiêu chí sau:

- Thứ nhất, doanh nghiệp được niêm yết ít nhất 3 năm, có báo cáo tài chính được công bố đầy đủ trong giai đoạn 2008-2016 và thực hiện chia trả cổ tức bằng tiền mặt tối thiểu 2 năm liên tiếp;

- Thứ hai, doanh nghiệp không được hủy niêm yết và cổ phiếu phải được giao dịch liên tục trong thời gian thực hiện nghiên cứu.

Dựa trên các tiêu chí trên thì có 935 quan sát giảm cổ tức thỏa mãn yêu cầu. Trong đó, 676 quan sát giảm cổ tức là của các doanh nghiệp có sở hữu của Nhà nước, 259 quan sát giảm cổ tức là của các doanh nghiệp chỉ có sở hữu của tư nhân.

2.2.2. Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Giả thuyết nghiên cứu được xác định dựa trên lý thuyết tín hiệu như sau:

H0: Giảm cổ tức có tương quan thuận với thay đổi lợi nhuận trong tương lai của doanh nghiệp

Để kiểm định giả thuyết trên, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy OLS được đưa ra bởi Nissim & Ziv (2001) và sau đó được Grullon & cộng sự (2005)

phát triển như sau:

$$\text{Mô hình 1: } (E_t - E_{t-1})/B_{-1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_0 + \varepsilon_t$$

$$\text{Mô hình 2: } (E_t - E_{t-1})/B_{-1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_0 + \beta_2 ROE_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\text{Mô hình 3: } (E_t - E_{t-1})/B_{-1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_0 + \beta_2 ROE_{t-1} + \beta_3 (E_0 - E_{-1})/B_{-1} + \varepsilon_t$$

Ngoài ra, để đánh giá ảnh hưởng của cơ cấu sở hữu đến mối tương quan trên, nghiên cứu bổ sung thêm biến kiểm soát là cơ cấu sở hữu (SOHUU) vào mô hình.

$$\text{Mô hình 4: } (E_t - E_{t-1})/B_{-1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_0 + \beta_2 ROE_{t-1} + \beta_3 (E_0 - E_{-1})/B_{-1} + \beta_4 SOHUU + \varepsilon_t$$

Với t=1 và t=2

Trong đó:

DIV: Cổ tức bằng tiền mặt trên một cổ phiếu hàng năm

E_0 : Lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp trong năm thay đổi cổ tức

E_{-1} : Lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp 1 năm trước khi thay đổi cổ tức

E_t : Lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp t năm sau khi thay đổi cổ tức

ROE: Thu nhập trên vốn chủ sở hữu

B_{-1} : Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu năm trước

Bảng 2: Thống kê mô tả mẫu các biến trong mô hình

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
$\Delta E1$	935	-0.0075	0.1383	-0.9123	0.9822
ΔDIV_0	935	-0.5131	0.3448	-1	-0.0081
$ROE0$	935	0.1215	0.1232	-0.6712	1.0155
$\Delta E0$	935	-0.0303	0.115	-0.6412	1.5807
SOHUU	935	0.7230	0.4478	0	1
$\Delta E2$	815	0.0176	0.1452	-0.7912	0.9727
$ROE1$	815	0.0972	0.1375	-0.9697	0.7451

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên dữ liệu của Stoxplus và phần mềm thống kê Stata.

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình với $t = 1$

	$\Delta E1$	ΔDIV_0	$ROE0$	$\Delta E0$	SOHUU
$\Delta E1$	1.0000				
ΔDIV_0	0.0096	1.0000			
$ROE0$	-0.2128	0.3652	1.0000		
$\Delta E0$	-0.2340	0.1723	0.6397	1.0000	
SOHUU	-0.0093	0.1531	0.0142	0.0134	1.0000

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên dữ liệu của Stoxplus và phần mềm thống kê Stata

khi thay đổi cổ tức

3. Kết quả và thảo luận

3.1. Thống kê mô tả

Từ bộ số liệu thu thập và xử lý dữ liệu theo các biến được lựa chọn trong mô hình, kết quả thống kê mô tả cụ thể như tại bảng 2.

Bảng thống kê mô tả cho thấy các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giảm cổ tức thường giảm lợi nhuận trong chính năm đó và 1 năm sau khi giảm cổ tức (Giá trị trung bình của $\Delta E0 = -0.0303$ và $\Delta E1 = -0.0075$). Tuy nhiên, 2 năm sau khi giảm cổ tức thì lợi nhuận có xu hướng tăng (Giá trị trung bình của $\Delta E2 = 0.0176$).

Bảng 4: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình với $t = 2$

	$\Delta E2$	ΔDIV_0	$ROE1$	$\Delta E0$	SOHUU
$\Delta E2$	1.0000				
ΔDIV_0	-0.0663	1.0000			
$ROE1$	-0.2963	0.3534	1.0000		
$\Delta E0$	-0.1020	0.1612	0.3373	1.0000	
SOHUU	-0.1066	0.1606	0.0515	0.0109	1.0000

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên dữ liệu của Stoxplus và phần mềm thống kê Stata

Bảng 5: Hệ số phóng đại phương sai (VIF) giữa các biến độc lập

t = 1			t = 2		
	VIF	1/VIF		VIF	1/VIF
Δ DIV0	1.91	0.5226	Δ DIV0	1.26	0.7944
ROE0	1.71	0.5862	ROE1	1.17	0.8527
Δ E0	1.19	0.8382	Δ E0	1.13	0.8840
SOHUU	1.03	0.9742	SOHUU	1.03	0.9740

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên dữ liệu của Stoxplus và phần mềm thống kê Stata

Bảng 6: Kết quả hồi quy các mô hình nghiên cứu

	VARIABLES	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
t = 1	Δ DIV0	0.0038 (-0.0131)	0.0404*** (-0.0137)	0.0360*** (-0.0137)	0.0373** (-0.0167)
	ROE0		-0.280*** (0.0384)	-0.163*** (-0.0491)	-0.165** (-0.068)
	Δ E0			-0.188*** (-0.0496)	-0.187* (-0.0961)
	SOHUU				-0.0060 (-0.0116)
	Constant	-0.0056 (-0.0081)	0.0472*** (-0.0107)	0.0251** (-0.0121)	0.0303 (-0.0195)
	Observations	935	935	935	935
	R-squared	0	0.054	0.068	0.069
	VARIABLES	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
t = 2	Δ DIV0	-0.0279* (-0.0147)	0.0184 (-0.0151)	0.0185 (-0.0151)	0.0254* (-0.0152)
	ROE1		-0.329*** (-0.0378)	-0.328*** (-0.0397)	-0.328*** (-0.0395)
	Δ E0			-0.0055 (-0.0441)	-0.0073 (-0.0439)
	SOHUU				-0.0326*** (-0.011)
	Constant	0.00322 (-0.0091)	0.0591*** (-0.0108)	0.0589*** (-0.0111)	0.0861*** (-0.0143)
	Observations	815	815	815	815
	R-squared	0.004	0.089	0.09	0.099

Robust standard errors in parentheses: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên dữ liệu của Stoxplus và phần mềm thống kê Stata.

Giá trị trung bình của ROE trong năm thay đổi cổ tức là 12,15%, dao động trong khoảng từ -67,12% đến 101,55%. Trong khi, giá trị trung bình của ROE một năm sau đó là 9,72%, dao động trong khoảng -96,97% đến 74,51%, nghĩa là một năm sau khi giảm cổ tức, ROE của doanh nghiệp thường giảm. Bình quân cổ tức giảm 51,31%. Giá trị trung bình của biến SOHUU là 0,7230 cho thấy các công ty có vốn nhà nước chiếm tỷ lệ lớn hơn so với các công ty chỉ có sở hữu của tư nhân.

3.2. Kiểm định mối quan hệ tương quan và hệ số phóng đại phương sai của các biến

Hệ số tương quan của các biến trong mô hình đầy đủ nhất (mô hình 4) và hệ số phóng đại phương sai của các biến độc lập trong 2 trường hợp $t = 1$ và $t = 2$ được đưa ra trong bảng 3, bảng 4 và bảng 5.

Kết quả trong bảng 3, bảng 4 và bảng 5 cho thấy hiện tượng đa cộng tuyến khó xảy ra trong mô hình nghiên cứu vì hệ số tương quan giữa các cặp biến với nhau đều có giá trị tuyệt đối nhỏ hơn 0,7 và hệ số phóng đại phương sai (VIF) của các biến độc lập đều nhỏ hơn 10. Do đó, việc loại biến nghiên cứu là không cần thiết và mô hình là hợp lý.

3.3. Kết quả ước lượng mô hình

Bảng 6 trình bày kết quả kiểm định giả thuyết tín hiệu từ thông tin giảm cổ tức với thay đổi lợi nhuận của 2 năm tiếp theo. Dựa vào mức ý nghĩa của hệ số Beta của các biến độc lập trong các mô hình cho thấy:

Kết quả hồi quy cho thấy trong mô hình 1, giảm cổ tức không có tương quan có ý nghĩa thống kê với thay đổi lợi nhuận trong năm tiếp theo, nhưng lại có tương quan ngược chiều với lợi nhuận 2 năm sau đó ở mức ý nghĩa 10% với hệ số Beta là -0.0279. Kết quả này ngược lại với giả thuyết tín hiệu cho rằng thay đổi cổ tức có tương quan thuận chiều với lợi nhuận của doanh nghiệp trong tương lai.

Kết quả hồi quy mô hình 2 lại cho kết quả ngược lại, việc giảm cổ tức có tương quan tích cực với thay đổi lợi nhuận của năm tiếp theo ở mức ý nghĩa thống kê là 1% với hệ số Beta là 0.0404, nhưng lại không có tương quan có ý nghĩa thống kê với lợi nhuận của 2 năm sau đó. Điều này hàm ý khi doanh nghiệp giảm cổ tức là một tín hiệu cho biết lợi nhuận của doanh nghiệp năm tiếp theo sẽ có xu hướng giảm. Như vậy, kết quả nghiên cứu thực nghiệm ủng hộ lý thuyết tín hiệu với trường hợp $t = 1$ nhưng không ủng hộ giả thuyết tín hiệu khi $t = 2$. Kết quả này có sự khác biệt với kết quả trong nghiên cứu của

Nissim & Ziv (2001) là thay đổi cổ tức có tương quan dương và có ý nghĩa thống kê với thay đổi lợi nhuận trong 2 năm tiếp theo. Ngoài ra, hệ số tương quan của biến ROE_{t-1} trong mô hình hồi quy cho thấy khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của năm trước có ảnh hưởng lớn đến thay đổi lợi nhuận trong tương lai của doanh nghiệp (mức ý nghĩa thống kê đều là 1%). Cụ thể, với hệ số Beta của biến ROE_{t-1} với $t = 1$ và $t = 2$ lần lượt là -0.280 và -0.329 cho thấy các doanh nghiệp giảm cổ tức thì ROE của năm trước có tương quan ngược chiều với thay đổi lợi nhuận của năm tiếp theo, nghĩa là khi ROE tăng thì lợi nhuận của năm sau có xu hướng giảm. Nghiên cứu của Nissim & Ziv (2001) và Grullon & cộng sự (2005) cũng đều tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa biến ROE_{t-1} với sự thay đổi lợi nhuận của năm tiếp theo sau khi thay đổi cổ tức.

Kết quả hồi quy mô hình 3 cho kết quả giống với mô hình 2 là ủng hộ giả thuyết tín hiệu với $t = 1$, nhưng không ủng hộ giả thuyết khi $t = 2$. Khi doanh nghiệp giảm cổ tức sẽ là tín hiệu cho thấy lợi nhuận của doanh nghiệp năm sau sẽ giảm (hệ số Beta của biến $\Delta DIV_0 = 0.0360$). Kết quả này có sự khác biệt với kết quả nghiên cứu của mô hình hồi quy tuyến tính của Grullon & cộng sự (2005) là chỉ ủng hộ giả thuyết tín hiệu nếu cổ tức tăng, nhưng lại không tìm thấy mối tương quan nào giữa thay đổi cổ tức và thay đổi lợi nhuận khi cổ tức giảm. Bên cạnh đó, kết quả mô hình cũng cho thấy thay đổi lợi nhuận trong năm thay đổi cổ tức (ΔE_0) có tương quan ngược chiều và có ý nghĩa thống kê với thay đổi lợi nhuận của năm sau với hệ số Beta của biến ΔE_0 là -0.188 (với $t = 1$), ngược lại ΔE_0 lại không ảnh hưởng đến lợi nhuận 2 năm sau đó (với $t = 2$). Qua đây có thể nhận thấy khi doanh nghiệp giảm lợi nhuận sẽ có xu hướng giảm chi trả cổ tức trong năm đó, điều này sẽ giúp cho doanh nghiệp cải thiện được lợi nhuận trong năm tiếp theo. Biến ROE của năm trước (năm $t-1$) cho kết quả tương tự mô hình 2 là ảnh hưởng tiêu cực đến sự thay đổi lợi nhuận của doanh nghiệp 2 năm tiếp theo.

Mô hình 4 đưa thêm biến kiểm soát cơ cấu sở hữu vào mô hình để đánh giá ảnh hưởng của cơ cấu sở hữu đến việc dự báo lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp khi có thông tin về chi trả cổ tức. Kết quả hồi quy từ bảng 6 có thể nhận thấy cơ cấu sở hữu không có mối tương quan có ý nghĩa thống kê trong việc dự báo lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp 1 năm sau khi thay đổi cổ tức. Tuy nhiên, nó lại ảnh hưởng ngược chiều đến thay đổi lợi nhuận 2 năm sau đó

với hệ số Beta bằng -0.0861, ở mức ý nghĩa thống kê 1%. Điều này cho thấy khi dự báo lợi nhuận 2 năm tiếp theo của doanh nghiệp dựa trên thông tin về giảm giảm cổ tức thì kết quả có sự khác biệt giữa doanh nghiệp có sở hữu Nhà nước và doanh nghiệp không có sở hữu Nhà nước. Đây là điều mà các nhà đầu tư cần lưu ý khi nhận được thông báo trả cổ tức của doanh nghiệp. Một điểm khác biệt trong kết quả hồi quy mô hình 4 so với 3 mô hình đầu là đều tìm thấy minh chứng ủng hộ giả thuyết tín hiệu trong cả 2 trường hợp $t = 1$ và $t = 2$ với hệ số Beta của biến ΔDIV_0 lần lượt là 0.0373 và 0.0254, nghĩa là giảm cổ tức có tương quan cùng chiều với giảm lợi nhuận 2 năm tiếp theo. Từ hệ số hồi quy của biến ΔE_0 và biến ROE_{t-1} cho kết quả tương đồng với kết quả mô hình 3 nghĩa là ROE của năm trước có ảnh hưởng ngược chiều với thay đổi lợi nhuận năm sau, trong khi việc thay đổi lợi nhuận trong năm thay đổi cổ tức chỉ có ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận của 1 năm sau đó.

4. Kết luận và khuyến nghị

Lý thuyết tín hiệu là một lý thuyết cơ bản trong tài chính doanh nghiệp. Mặc dù, lý thuyết này đã ra đời từ lâu nhưng đến nay vẫn còn nhiều tranh luận. Vì vậy, việc nghiên cứu để làm rõ nội dung của lý thuyết tín hiệu để hiểu được lý do tại sao các doanh nghiệp chi trả cổ tức và khi các nhà quản trị đưa ra quyết định thay đổi tỷ lệ trả cổ tức hằng năm sẽ nói lên điều gì về triển vọng tương lai của doanh nghiệp, từ đó giúp cho nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn là điều rất cần thiết.

Bài viết đã kiểm định giả thuyết tín hiệu từ thông báo giảm cổ tức của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ

năm 2008 đến năm 2016. Bằng việc sử dụng các mô hình hồi quy tuyến tính được kế thừa từ các nghiên cứu trước đó trên thế giới và có sự điều chỉnh với đặc thù của các doanh nghiệp Việt Nam là tồn tại nhiều doanh nghiệp có sở hữu của Nhà nước. Kết quả các mô hình hồi quy đều tìm ra bằng chứng ủng hộ giả thuyết tín hiệu cổ tức tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, từ kết quả mô hình 2, mô hình 3 và mô hình 4 cho thấy lợi nhuận của doanh nghiệp chỉ được phản ánh rõ một năm sau khi thay đổi cổ tức, từ năm thứ hai tín hiệu trên không còn tìm thấy. Nghĩa là, cổ tức là một công cụ được các nhà quản lý doanh nghiệp sử dụng để truyền tải thông tin dự báo về triển vọng lợi nhuận của doanh nghiệp năm tiếp theo sau khi giảm cổ tức và không còn được sử dụng để dự báo lợi nhuận trong thời gian xa hơn. Bên cạnh đó, lợi nhuận của doanh nghiệp hai năm tiếp theo đều có tương quan rất mạnh với khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của năm liền trước. Do đó, nhóm tác giả khuyến nghị nhà đầu tư có thể sử dụng thông tin về giảm cổ tức để dự báo lợi nhuận của doanh nghiệp trong ngắn hạn (một năm sau), còn về trung hạn nhà đầu tư nên sử dụng chỉ tiêu ROE để dự báo về sự thay đổi lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp khi đưa ra quyết định đầu tư nhằm mang lại hiệu quả cao nhất. Ngoài ra, cấu trúc sở hữu cũng có ảnh hưởng đến việc dự báo lợi nhuận của các doanh nghiệp 2 năm sau khi giảm cổ tức nên khi có thông tin về giảm cổ tức thì tín hiệu này cũng có sự khác biệt giữa doanh nghiệp có sở hữu Nhà nước và doanh nghiệp không có sở hữu Nhà nước. Vì vậy, nhà đầu tư cần tìm hiểu thông tin về cơ cấu cổ đông của doanh nghiệp có thông báo giảm cổ tức để đưa ra đánh giá phù hợp.

Tài liệu tham khảo:

- Agyei, S.K (2011), 'Dividend Policy and Bank Performance in Ghana', *International Journal of Economics and Finance*, 3(4), 202 –207.
- Benartzi, S., Michaely, R. & Thaler.R. (1997), 'Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?', *The Journal of Finance*, 52(3), 1007-1034.
- Choi, Y.M., Ju, H.K. & Park, Y.K. (2011), 'Do dividend changes predict the future profitability of firms?', *Accounting and Finance*, 51(4), 869-891.
- Chowdhury, Reza H., Min, Maung & Zhang, Jenny (2014), 'Information content of dividends: a case of an emerging financial market', *Studies in Economics and Finance*, 31(3), 272-290.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Skinner, D. (1996), 'Reversal of fortune: Dividend policy and the disappearance of sustained earnings growth', *Journal of Financial Economics*, 40(2), 341-371.
- Feragen, Alexander (2014), 'Are Dividends a Signal of Future Firm Performance? An Empirical Test of the Dividend

- Signaling Hypothesis among Norwegian Listed Firms', Master dissertation, Buskerud and Vestfold University College, Norway.
- Fukuda, Atsuo (2000), 'Dividend changes and earnings performance in Japan', *Pacific-Basin finance journal*, 8(1), 53–66.
- Grullon, G., Michaely, R., Bernartzi, S. & Thaler, H.R. (2005), 'Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability', *Journal of Business*, 78, 1659-1682.
- Healy, P.M. & Palepu, K.G. (1988), 'Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions', *Journal of Financial Economics*, 21(2), 149-175.
- Jensen, G.R., Lundstrum, L.L. & Miller, R.E. (2010), 'What do dividend reductions signal?', *Journal of Corporate Finance*, 16, 736–747.
- Lintner, J. (1956), 'Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes', *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Liu, Chinpiao & Chen, An-Sing (2015), 'Do firms use dividend changes to signal future profitability? A simultaneous equation analysis', *International Review of Financial Analysis*, 37, 194–207.
- Lukose, Jijo & Rao, Narayan (2010), 'Dividend Changes and Profitability: An Empirical Study of Indian Manufacturing Firms', *The IUP Journal of Applied Finance*, 16(1), 5-26.
- Nissim, D. & Ziv, A. (2001), 'Dividend Changes and Future Profitability', *Journal of Finance*, 56, 2111-2133.
- Pettit, R.R. (1972), 'Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency', *The Journal of Finance*, 27, 993-1007.