

THAY ĐỔI CỔ TỨC VÀ LỢI NHUẬN TƯƠNG LAI: NGHIÊN CỨU TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Trương Thị Thu Hương
Đại học Công nghiệp Hà Nội
Email: truongthuhuong2703@gmail.com

Lê Thị Hương Lan
Viện Ngân hàng Tài chính, Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: thai_lan_duc@yahoo.com

Ngày nhận: 06/7/2018
Ngày nhận bản sửa: 07/8/2018
Ngày duyệt đăng: 05/9/2018

Tóm tắt:

Bài viết kiểm định mối quan hệ giữa thay đổi cổ tức và lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp nhưng có kiểm soát đến hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường. Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS) và mô hình tác động cố định (FEM) dựa trên dữ liệu của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2008 đến năm 2016. Kết quả nghiên cứu cho thấy tăng (giảm) cổ tức của các doanh nghiệp không có hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường là một thông tin tích cực (tiêu cực) về lợi nhuận năm tiếp theo. Tuy nhiên, các doanh nghiệp giảm cổ tức thì khả năng lợi nhuận sẽ tăng trở lại 2 năm sau. Từ đó, nhóm tác giả đưa ra khuyến nghị cho nhà đầu tư khi doanh nghiệp thay đổi cổ tức.

Từ khóa: Cổ tức, lợi nhuận, mua lại cổ phiếu, lý thuyết tín hiệu.

Dividend Changes and Future Earnings: The Case of Vietnam Stock Exchange

Abstract:

The paper analyses the signal theory through the dividend changes to share repurchase activity under control condition in the market. The study applies ordinary least squares (OLS) and the fixed-effects model (FEM) to the data of non-financial firms listed on Vietnam's stock market from 2008 to 2016. The results show that increase (decrease) in dividends not associated with stock buyback activity will provide positive (negative) information about earnings for next year. However, if listed firms reduce their dividends, the profitability will increase again two years later. Based on the findings, we give some recommendations to investors in case of the dividend changes in the company.

Keywords: Dividend, earning, share repurchase, signal theory.

1. Đặt vấn đề

Các nghiên cứu lý thuyết của Pettit (1972), Bhattacharya (1979), Miller & Rock (1985) hàm ý rằng thay đổi cổ tức chứa đựng thông tin về lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp: Tăng cổ tức cho biết thông tin tích cực về lợi nhuận hiện tại và tương lai, ngược lại giảm cổ tức là một thông tin tiêu cực về triển vọng tương lai của doanh nghiệp. Nhiều

nghiên cứu thực nghiệm đã tìm ra bằng chứng ủng hộ quan điểm trên như: Healy & Palepu (1988) kết luận thu nhập của doanh nghiệp tăng 1 năm sau khi doanh nghiệp trả cổ tức lần đầu và giảm 1 năm sau khi không trả cổ tức; Nissim & Ziv (2001) cho rằng thay đổi cổ tức có tương quan tích cực với thay đổi khả năng sinh lời trong 2 năm tiếp theo; Harada & Nguyen (2005) tìm thấy bằng chứng về mối tương

quan giữa thay đổi cổ tức và thay đổi lợi nhuận các năm tiếp theo; Reza & cộng sự (2014) cũng khẳng định tăng cổ tức sẽ dẫn đến khả năng tăng lợi nhuận trong 2 năm tiếp theo. Bên cạnh đó, nhiều nghiên cứu lại tìm thấy rất ít hoặc không có tương quan nào giữa thay đổi cổ tức và thay đổi lợi nhuận của doanh nghiệp như DeAngelo (1996), Benartzi & cộng sự (1997), Jensen & cộng sự (2010), Grullon & cộng sự (2005) chỉ ủng hộ trong trường hợp mô hình tuyến tính.

Tuy nhiên, các nghiên cứu trên chủ yếu tập trung vào hình thức phân phối lợi nhuận bằng trả cổ tức tiền mặt. Trong khi, hoạt động doanh nghiệp mua lại cổ phiếu đang lưu hành trên thị trường cũng được xem là một cơ chế phân phối lợi nhuận cho cổ đông, vì cổ đông sẽ nhận được một khoản tiền từ việc bán cổ phiếu cho doanh nghiệp. Mua lại cổ phiếu được xem là một sự thay thế tốt cho hình thức trả cổ tức bằng tiền. Do đó, nếu một công ty vừa lựa chọn hình thức trả cổ tức bằng tiền và mua lại cổ phiếu đang lưu hành trên thị trường thì mức cổ tức tiền mặt thường thấp hơn so với trường hợp công ty không mua lại cổ phiếu. Vì vậy, hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường trong năm thay đổi cổ tức có thể làm giảm thông tin về lợi nhuận của doanh nghiệp. Nghiên cứu này được thực hiện nhằm nghiên cứu mối quan hệ giữa thay đổi cổ tức và thay đổi lợi nhuận tương lai, nhưng có kiểm soát đến hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường trong năm thay đổi cổ tức.

2. Tổng quan nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

2.1. Tổng quan nghiên cứu

Mối quan hệ giữa thay đổi cổ tức và lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp được đề cập trong lý thuyết tín hiệu. Nội dung của lý thuyết này cho rằng thay đổi cổ tức chứa đựng nội dung thông tin về lợi nhuận hay khả năng sinh lời tương lai của doanh nghiệp và các nhà quản lý sử dụng thay đổi cổ tức để truyền tải thông tin về dòng tiền tới các nhà đầu tư. Một sự tăng (giảm) cổ tức cho biết thông tin tích cực (tiêu cực) về lợi nhuận hiện tại, cũng như triển vọng lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp. Nói cách khác, tăng cổ tức biểu hiện việc tăng lợi nhuận tương lai, còn giảm cổ tức đi kèm là sự giảm lợi nhuận.

Mô hình nghiên cứu của Lintner's (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. Không lâu sau, Miller & Modigliani (1961) gợi ý rằng trong thị trường hoàn hảo, cổ tức có thể truyền tải thông tin về dòng tiền ở tương lai. 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).

Các mô hình lý thuyết về tín hiệu cổ tức nổi tiếng được biết đến bởi Bhattacharya (1979), Miller & Rock (1985), John & Williams (1985). Các mô hình này cho thấy khi nhà quản lý dự báo triển vọng hoạt động trong các năm sau của doanh nghiệp tốt hơn, họ sẽ gửi tín hiệu này đến thị trường bằng cách trả cổ tức bởi tin rằng nhu cầu vốn của doanh nghiệp có thể được tài trợ bởi thu nhập trong tương lai. Ngược lại, khi các nhà quản lý không kỳ vọng vào sự cải thiện lợi nhuận trong tương lai sẽ không chia cổ tức.

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã được thực hiện nhằm kiểm định nội dung lý thuyết tín hiệu. Một số nghiên cứu ủng hộ mạnh mẽ lý thuyết tín hiệu, nhưng một số nghiên cứu không tìm thấy minh chứng hoặc cho kết luận ngược lại. Healy & Palepu (1988) tập trung vào các công ty trả cổ tức lần đầu và không trả cổ tức. Mẫu nghiên cứu gồm 131 doanh nghiệp trả cổ tức lần đầu 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 rằng 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.

Nghiên cứu của Benartzi & cộng sự (1997) đã mở rộng mẫu nghiên cứu lên 1025 công ty. Kết quả cho thấy các doanh nghiệp tăng cổ tức thường là tăng lợi nhuận trong năm trước và năm trả cổ tức, nhưng không dự đoán được lợi nhuận trong các năm tiếp theo. 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.

Nghiên cứu của Nissim & Ziv (2001) 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 thay đổi cổ tức có tương quan tích cực với sự thay đổi lợi nhuận trong 2 năm tiếp theo (Nissim & Ziv, 2001). Kato & cộng sự (2002) kiểm định lý thuyết tín hiệu trên thị

trường chứng khoán Nhật Bản. Kết quả chỉ ra rằng thông báo thu nhập có tương quan tích cực với thay đổi cổ tức và tỷ lệ Tobin's Q. Đặc biệt, các tác giả còn khẳng định thay đổi cổ tức không chỉ là tín hiệu về thu nhập quá khứ và hiện tại, mà còn cho biết thu nhập trong tương lai.

Nghiên cứu của Grullon & cộng sự (2005) chỉ ra hạn chế trong mô hình nghiên cứu của Nissim & Ziv (2001) là giả định tỷ lệ thu nhập tuyến tính. Theo các tác giả điều này không phải đúng trong mọi trường hợp. Fama & French (2000) đã chứng minh được rằng thu nhập doanh nghiệp là hàm phi tuyến tính. Do đó, ông đã kiểm tra lại mô hình với giả định là phi tuyến tính. Mô hình tuyến tính cho kết quả tồn tại mối tương quan tích cực giữa tăng cổ tức và thay đổi lợi nhuận 2 năm tiếp theo, nhưng không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa trong trường hợp cổ tức giảm. Tuy nhiên, mô hình phi tuyến tính lại không tìm thấy mối tương quan nào giữa thay đổi cổ tức và thay đổi lợi nhuận các năm sau. Kết luận này cũng được Reza & cộng sự (2014) tìm thấy khi thực hiện thực hiện tại các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Trung Quốc.

Lie (2005) đã tập trung vào doanh nghiệp giảm cổ tức và không trả cổ tức. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu hiệu quả hoạt động và cổ tức theo quý của các doanh nghiệp Mỹ từ năm 1980 đến 1998. Tác giả tìm thấy ít bằng chứng về thay đổi lợi nhuận từ 661 quan sát giảm cổ tức và 484 quan sát không trả cổ tức.

Nghiên cứu của Choi & cộng sự (2011) đã vận dụng mô hình tuyến tính của Nissim & Ziv (2001) và mô hình phi tuyến tính của Grullon & cộng sự (2005) để đánh giá nội dung thông tin từ cổ tức trên thị trường chứng khoán Hàn Quốc giai đoạn trước khủng hoảng kinh tế Mỹ từ năm 1991 đến năm 2007. Kết quả chỉ ủng hộ lý thuyết tín hiệu trong trường hợp cổ tức giảm với mô hình tuyến tính, mà chưa khẳng định được khi cổ tức tăng. Kết quả của mô hình phi tuyến tính cũng tương đồng với kết quả của Grullon & cộng sự (2005) là không tìm thấy minh chứng ủng hộ lý thuyết tín hiệu.

Tuy nhiên, hoạt động doanh nghiệp mua lại cổ phiếu đang lưu hành trên thị trường cũng được xem là một cơ chế phân phối lợi nhuận cho cổ đông, do cổ đông sẽ nhận được một khoản tiền từ việc bán cổ phiếu cho doanh nghiệp. Cho nên, chính sách mua lại cổ phiếu có thể là một sự thay thế tốt cho hình thức trả cổ tức bằng tiền bởi nhà đầu tư sẽ giảm được các thiệt hại do ảnh hưởng của thuế cổ tức, vì thuế

cổ tức ở hầu hết các quốc gia thường cao hơn thuế trên lãi vốn và thuế trên lãi vốn chỉ phải nộp khi nhà đầu tư bán cổ phiếu. Đối với doanh nghiệp, mua lại cổ phiếu linh hoạt hơn so với trả cổ tức.

Một số nghiên cứu của Dann (1981), Ofer & Thakor (1987), Ikenberry & cộng sự (1995), Grullon & Michael (2004) đã tìm ra bằng chứng thực nghiệm rằng việc mua lại cổ phiếu trên thị trường cũng là một thông tin tích cực từ phía doanh nghiệp. Khi nhà quản lý tin rằng giá cổ phiếu của doanh nghiệp đang bị định giá thấp hơn so với giá trị thật, họ sẽ tiến hành mua lại cổ phiếu trên thị trường. Tín hiệu này sẽ được truyền đến các nhà đầu tư, từ đó làm tăng nhu cầu nắm giữ cổ phiếu doanh nghiệp, dẫn đến giá cổ phiếu tăng. Vì vậy, khi thanh khoản của cổ phiếu trên thị trường giảm hoặc giá cổ phiếu trên thị trường thấp hơn giá trị thực, các doanh nghiệp có lợi nhuận sẽ ưu tiên hình thức mua lại cổ phiếu hơn trả cổ tức bằng tiền.

Brav & cộng sự (2005) đã thực hiện cuộc khảo sát 384 giám đốc tài chính và phỏng vấn sâu 23 giám đốc để xác định các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức và mua lại cổ phiếu. Kết quả phỏng vấn cho thấy việc duy trì mức cổ tức được các nhà quản lý coi trọng như quyết định đầu tư, nhưng hoạt động mua lại cổ phiếu được thực hiện từ dòng tiền còn lại sau hoạt động đầu tư. Ngoài ra, nghiên cứu còn cho thấy mối quan hệ giữa cổ tức và thu nhập không còn mạnh như trước. Nhiều nhà quản lý đã ủng hộ hình thức mua lại cổ phiếu và coi đây là một hình thức phân phối lợi nhuận quan trọng bởi vì nó linh hoạt hơn trả cổ tức và có thể được sử dụng để tăng thu nhập trên mỗi cổ phiếu.

Tóm lại, các nghiên cứu trên cho thấy mua lại cổ phiếu trên thị trường sẽ ảnh hưởng đến quyết định trả cổ tức. Vì vậy, nếu một doanh nghiệp vừa trả cổ tức bằng tiền và mua lại cổ phiếu sẽ ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa thay đổi cổ tức và khả năng sinh lời tương lai. Balachandran & cộng sự (2012) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa giảm cổ tức và nội dung thông tin nhưng có kiểm soát hoạt động mua lại cổ phiếu tại thị trường chứng khoán Australia. Kết quả cho thấy giảm cổ tức nhưng không đi kèm mua lại cổ phiếu thì tồn tại mối tương quan có ý nghĩa với lợi nhuận bất thường trong tương lai. Nghiên cứu sử dụng phương pháp kiểm định giá trị trung bình của lợi nhuận bất thường của 2 nhóm (Nhóm 1: giảm cổ tức và mua lại cổ phiếu; nhóm 2: giảm cổ tức và không mua lại cổ phiếu), từ đó đưa ra

Bảng 1: Kỳ vọng mối tương quan giữa giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc

Biến phụ thuộc	Biến độc lập			
	DPC. Δ DIV ₀	DNC. Δ DIV ₀	ROE _{t-1}	(E ₀ - E ₋₁)/B ₋₁
(E _t - E _{t-1})/B ₋₁	+	+	-	+

kết luận. Tuy nhiên, nghiên cứu chưa thực hiện hồi quy để làm rõ hơn ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến tín hiệu cổ tức. Ngoài ra, bài viết mới thực hiện trong trường hợp cổ tức giảm. Hơn nữa, phần lớn các doanh nghiệp Australia trả cổ tức 2 lần trong năm (một phần nhỏ hơn được trả vào nửa đầu năm và phần lớn hơn trả vào cuối năm). Trong khi tại Việt Nam, số lượng các doanh nghiệp trả cổ tức một lần vẫn chiếm đa số, cho nên kết quả nghiên cứu có thể không phù hợp với điều kiện thị trường Việt Nam.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Mô hình nghiên cứu

Mối quan hệ giữa thay đổi cổ tức và thay đổi lợi nhuận tương lai của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được kiểm định bằng việc sử dụng 2 mô hình tuyến tính được đưa ra bởi Nissim & Ziv (2001):

$$MH1: (E_t - E_{t-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \varepsilon_t$$

Nissim & Ziv (2001) cũng chỉ ra rằng mối quan hệ giữa thay đổi cổ tức và thay đổi lợi nhuận tương lai không tương đồng giữa trường hợp cổ tức tăng và trường hợp cổ tức giảm. Do đó, tác giả đề xuất mô hình phân tách giữa 2 nhóm này như sau:

$$MH2: (E_t - E_{t-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 DPC \cdot \Delta DIV_0 +$$

$$\alpha_2 DNC \cdot \Delta DIV_0 + \alpha_3 ROE_{t-1} + \alpha_4 (E_0 - E_{-1})/B_{-1} + \varepsilon_t$$

Ngoài ra, nghiên cứu sử dụng mô hình phi tuyến tính được đưa ra bởi Grullon & cộng sự (2005):

$$MH3: (E_t - E_{t-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 DPC \cdot \Delta DIV_0 + \alpha_2 DNC \cdot \Delta DIV_0 + (\beta_1 + \beta_2 NDFED_0 + \beta_3 NDFED_0 \cdot DFE_0 + \beta_4 PDFED_0 \cdot DFE_0) \cdot DFE_0 + (\lambda_1 + \lambda_2 NCED_0 + \lambda_3 NCED_0 \cdot CE_0 + \lambda_4 PCED_0 \cdot CE_0) \cdot CE_0 + \varepsilon_t$$

Trong đó:

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

ΔDIV_0 là thay đổi cổ tức năm 0 so với năm -1, được đo lường theo phương trình: $\Delta DIV_0 = (DIV_0 - DIV_{-1})/DIV_{-1}$

E₀: Lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp trong năm thay đổi cổ tức (năm 0).

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 khi thay đổi cổ tức.

DPC (DNC): Biến giả nhận giá trị bằng 1 nếu cổ tức tăng (giảm) và nhận giá trị bằng 0 trong các

Bảng 2: Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

Biến	Mean	Std.Dev	Min	Max
Bảng A: Cổ tức tăng (N= 657)				
ΔDIV_0	0,649622	0,770919	0,1	5
logSIZE	26,76029	1,526033	20,72016	31,9056
MTB	0,827282	1,248674	0,045662	49,75124
ROE	0,143316	0,201485	-2,16785	4,655722
Bảng B: Cổ tức giảm (N= 893)				
ΔDIV_0	-0,52315	0,334967	-1	-0,1
logSIZE	26,91765	1,390015	23,40907	31,92203
MTB	0,654477	0,547082	0,065114	4,624554
ROE	0,112496	0,122919	-0,71439	1,015535
Bảng C: Cổ tức không đổi (N= 643)				
LogSIZE	26,87998	1,33577	23,40154	31,01134
MTB	0,730009	0,709786	0,061643	10,98446
ROE	0,17301	0,091593	-0,00477	0,642945

Nguồn: Tính toán của tác giả.

trường hợp khác.

$DFE_0 = ROE_0 - E[ROE_0]$, với $E[ROE_0]$ là giá trị kỳ vọng của ROE_0 được xác định bằng cách hồi quy phương trình: $E[ROE_0] = \alpha_0 + \alpha_1 \log(SIZE_{-1}) + \alpha_2 \log(MTB_{-1}) + \alpha_3 ROE_{-1} + \varepsilon_t$.

$SIZE_{-1}$: Tổng tài sản năm -1.

MTB_{-1} : Giá trị thị trường/giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu năm -1.

$CE_0 = (E_0 - E_{-1})/B_{-1}$.

$NDFED_0$ ($PDFED_0$) là biến giả nhận giá trị bằng 1 nếu DFE_0 âm (dương) và nhận giá trị bằng 0 trong trường hợp còn lại.

$NCED_0$ ($PCED_0$) là biến giả nhận giá trị bằng 1 nếu CE_0 âm (dương) và nhận giá trị bằng 0 trong trường hợp còn lại.

Để xem xét hoạt động mua lại cổ phiếu trong năm thay đổi cổ tức có ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa thay đổi cổ tức và thay đổi lợi nhuận tương lai, nghiên cứu thực hiện hồi quy các mô hình trên với 2 bộ dữ liệu riêng biệt:

Dữ liệu 1, các quan sát thay đổi cổ tức và không mua lại cổ phiếu (No MLCP) trên thị trường.

Dữ liệu 2, các quan sát thay đổi cổ tức và đồng thời mua lại cổ phiếu (MLCP) trên thị trường.

2.2.2. Mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu bao gồm các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội giai đoạn 2008-2017, vì các công ty tài chính có cấu trúc báo cáo tài chính khác và đòn bẩy cao so với các ngành còn lại nên loại khỏi mẫu nghiên cứu. Để dự báo khả năng sinh lời 2 năm sau khi thay đổi cổ tức, dữ liệu cổ tức tiền mặt được thu thập từ năm 2008 đến năm 2016. Các công ty được chọn vào mẫu nghiên cứu đảm bảo các yêu cầu sau:

- Đang còn giao dịch trên thị trường chứng khoán tính đến ngày 31 tháng 12 năm 2017.

- Thực hiện trả cổ tức bằng tiền mặt ít nhất 2 năm liên tiếp để tính toán được thay đổi cổ tức.

- Công ty không có thông báo trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc chia tách cổ phiếu giữa 2 năm liên tiếp trả cổ tức bằng tiền mặt.

- Loại khỏi mẫu nghiên cứu trường hợp thay đổi cổ tức quá cao (trên 500%) (Choi & cộng sự, 2011) và trường hợp thay đổi cổ tức quá thấp (dưới 10%) (Fairchild & cộng sự, 2014).

Các thông tin về cổ tức tiền mặt, cổ tức bằng cổ phiếu, mua lại cổ tức và các chỉ tiêu tài chính của doanh nghiệp (lợi nhuận sau thuế, thu nhập trên vốn chủ sở hữu - ROE, giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu, giá trị thị trường/giá trị sổ sách của cổ phiếu, tổng tài sản) được triết xuất từ nguồn dữ liệu của StockPlus. Mẫu nghiên cứu cuối cùng bao gồm 657 quan sát cổ tức tăng, 893 quan sát cổ tức giảm và 643 quan sát cổ tức không đổi.

2.2.3. Phương pháp nghiên cứu

Phương pháp nghiên cứu thường được sử dụng về chủ đề nội dung thông tin từ cổ tức trong các nghiên cứu trước là hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS). Dữ liệu được sử dụng là dữ liệu bảng, nhưng theo Greene (2007) mô hình mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) cho phép khắc phục được một số hạn chế của mô hình hồi quy OLS. Để lựa chọn giữa mô hình FEM hay REM tác giả sử dụng kiểm định Hausman. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy mô hình FEM phù hợp hơn mô hình REM. Do đó, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy OLS và FEM để kiểm định các mô hình trên.

3. Kết quả và thảo luận

Bảng A gồm các doanh nghiệp có cổ tức tăng, bảng B gồm các doanh nghiệp có cổ tức giảm, bảng C gồm các doanh nghiệp có cổ tức không đổi. Qua số liệu Bảng 2 cho thấy mức cổ tức tăng trung bình là 65%, so với mức cổ tức giảm trung bình là 52%.

Bảng 3: Ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu đến tín hiệu cổ tức trong mô Hình 1

Biến	T=1				T=2			
	OLS		FEM		OLS		FEM	
	MLCP	No MLCP	MLCP	No MLCP	MLCP	No MLCP	MLCP	No MLCP
ΔDIV_0	0,0200* (0,0110)	0,0230*** (0,00558)	0,0229* (0,0132)	0,0249*** (0,00553)	0,0234 (0,0153)	-0,00631 (0,00663)	0,00871 (0,00900)	-0,00897 (0,00699)
ROE_{t-1}	0,00357 (0,0719)	-0,200*** (0,0501)	-1,452** (0,596)	-0,602*** (0,0675)	-0,256* (0,134)	-0,155*** (0,0598)	-0,824*** (0,135)	-0,646*** (0,0888)
Hằng số	-0,00899 (0,0165)	0,0377*** (0,00716)	0,245** (0,104)	0,0988*** (0,0103)	0,0303 (0,0183)	0,0298*** (0,00863)	0,114*** (0,0192)	0,0983*** (0,0125)
Số quan sát	214	1,980	214	1,980	194	1,706	194	1,706
R^2	0,008	0,034	0,363	0,156	0,086	0,018	0,500	0,161

Robust standard errors in parentheses *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.
Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 4: Ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu đến tín hiệu cổ tức trong mô Hình 2

Biến	T=1				T=2			
	OLS		FEM		OLS		FEM	
	MLCP	No MLCP	MLCP	No MLCP	MLCP	No MLCP	MLCP	No MLCP
$DPC_{it} \Delta DIV$	0,0182 (0,0111)	0,0174** (0,00733)	0,0218 (0,0164)	0,0175** (0,00692)	0,0182 (0,0168)	0,00159 (0,00898)	0,0222*** (0,00768)	0,00876 (0,0104)
$DNC_{it} \Delta DIV$	0,0602 (0,0389)	0,0432*** (0,0125)	-0,0165 (0,0476)	0,0387*** (0,0145)	0,0614 (0,0424)	-0,00672 (0,0139)	-0,0710* (0,0380)	-0,0350** (0,0150)
ROE_{t-1}	0,0841 (0,170)	-0,161*** (0,0427)	-1,699** (0,660)	-0,677*** (0,0709)	-0,260* (0,145)	-0,121* (0,0700)	-0,824*** (0,150)	-0,613*** (0,0968)
$(E_0 - E_{-1})/B_{-1}$	-0,282 (0,330)	-0,0945 (0,0776)	0,291 (0,351)	0,0710 (0,0833)	-0,0844 (0,123)	-0,119 (0,0801)	0,0831 (0,0974)	-0,0996 (0,0614)
Hằng số	-0,0104 (0,0376)	0,0379*** (0,00735)	0,276** (0,111)	0,114*** (0,0119)	0,0407* (0,0210)	0,0243** (0,0109)	0,0938*** (0,0237)	0,0855*** (0,0137)
Số quan sát	214	1,979	214	1,979	194	1,705	194	1,705
R ²	0,026	0,040	0,373	0,159	0,094	0,024	0,525	0,171

Robust standard errors in parentheses *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Như vậy, các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có mức cổ tức tăng hàng năm cao hơn mức cổ tức giảm trong giai đoạn 2008-2016. Kết quả này cũng tương đồng với một số thị trường chứng khoán khác, được thể hiện thông qua nghiên cứu của Choi & cộng sự (2011) tại thị trường chứng khoán Hàn Quốc với mức cổ tức tăng là 41,39%, trong khi mức cổ tức giảm là 27,28%; hay nghiên cứu của Grullon & cộng sự (2005) tại thị trường chứng khoán Mỹ với mức tăng (giảm) là 45,5% (17,9%). Ngoài ra, tại các doanh nghiệp trong nhóm có cổ tức tăng thì lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), giá trị thị trường/giá trị sổ sách (MTB) cao hơn tại các doanh nghiệp có cổ tức giảm.

Dựa vào số liệu Bảng 3 cho thấy cả 2 nhóm trên đều ủng hộ lý thuyết tín hiệu với T=1, nhưng mức độ ý nghĩa khác nhau và kết quả thống nhất giữa mô hình OLS và mô hình FEM. Cụ thể với T=1, trường hợp doanh nghiệp thay đổi cổ tức, nhưng đồng thời có mua lại cổ phiếu trên thị trường trong năm đó thì hệ số Beta dương (0,02 với mô hình OLS và 0,0229 với mô hình FEM) nhưng mức ý nghĩa là 10%. Tuy nhiên, trường hợp doanh nghiệp thay đổi cổ tức và không mua lại cổ phiếu trên thị trường thì hệ số Beta cũng dương (0,0230 với mô hình OLS và 0,0249 với mô hình FEM) nhưng mức ý nghĩa là 1%. Như vậy, khả năng thay đổi lợi nhuận 1 năm sau khi thay đổi cổ tức của các doanh nghiệp không có hoạt động mua lại cổ phiếu cao hơn doanh nghiệp có mua lại cổ phiếu trên thị trường trong năm thay đổi cổ tức. Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường trong năm thay đổi cổ tức đến tín hiệu cổ tức được thấy rõ khi hồi quy mô hình 2 với trường hợp tăng cổ tức và giảm cổ tức.

Số liệu Bảng 4 cho thấy khi T=1 các doanh nghiệp thay đổi cổ tức và có mua lại cổ phiếu trên thị trường thì trường hợp cổ tức tăng có tương quan cùng chiều

với thay đổi lợi nhuận, trong khi các doanh nghiệp giảm cổ tức lại có mối tương quan dương trong mô hình OLS (0,0602), với mô hình FEM lại có mối tương quan ngược chiều (-0,0165), nhưng các mối tương quan này đều không có ý nghĩa thống kê. Ngược lại, với các doanh nghiệp thay đổi cổ tức và không thực hiện mua lại cổ phiếu trên thị trường thì đều có mối tương quan cùng chiều và có ý nghĩa thống kê với thay đổi lợi nhuận trong cả hai trường hợp cổ tức tăng và cổ tức giảm. Cụ thể, hệ số Beta trong trường hợp cổ tức tăng trong mô hình OLS là 0,0174, mô hình FEM là 0,0175 và đều có ý nghĩa ở mức 5%; trong khi trường hợp cổ tức giảm hệ số Beta trong mô hình OLS và FEM lần lượt là 0,0432 và 0,0387 với mức ý nghĩa là 1%. Điều này có nghĩa là nghiên cứu chỉ ủng hộ lý thuyết tín hiệu khi doanh nghiệp thay đổi cổ tức, nhưng không có hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường trong năm đó. Đối với các doanh nghiệp thay đổi cổ tức và đồng thời có hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường thì không tìm thấy minh chứng ủng hộ lý thuyết này.

Ngoài ra, số liệu từ Bảng 4 còn cho thấy khi T=2, mô hình OLS không ủng hộ lý thuyết tín hiệu đối với cả 2 nhóm trên, nhưng mô hình FEM lại tồn tại mối quan hệ tích cực giữa tăng cổ tức và thay đổi lợi nhuận của doanh nghiệp (hệ số Beta là 0,0222). Trong khi các doanh nghiệp giảm cổ tức lại có mối quan hệ ngược chiều với lợi nhuận 2 năm sau khi giảm cổ tức. Với doanh nghiệp giảm cổ tức và có mua lại cổ phiếu thì mức ý nghĩa là 10% (hệ số Beta là -0,0710), còn doanh nghiệp giảm cổ tức và không có mua lại cổ phiếu trên thị trường thì mức ý nghĩa là 5% (hệ số Beta là -0,0350). Điều này nghĩa là khả năng lợi nhuận của doanh nghiệp giảm cổ tức sẽ tăng trở lại 2 năm sau khi thay đổi cổ tức. Kết quả này ngược với lý thuyết tín hiệu rằng tăng (giảm) cổ tức sẽ dự báo lợi nhuận của doanh nghiệp tăng

Bảng 5: Ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu đến tín hiệu cổ tức trong mô Hình 3

Biến	T=1				T=2			
	OLS		FEM		OLS		FEM	
	MLCP	No MLCP	MLCP	No MLCP	MLCP	No MLCP	MLCP	No MLCP
$DPC_0, \Delta DIV$	0,0227 (0,0166)	0,0230*** (0,00777)	0,0365 (0,0231)	0,0260*** (0,00802)	0,00725 (0,0154)	0,00214 (0,00919)	0,0276*** (0,00997)	0,0104 (0,0104)
$DNC_0, \Delta DIV$	0,0433 (0,0495)	0,0321*** (0,0108)	-0,0585 (0,0557)	0,0230 (0,0140)	0,0243 (0,0331)	-0,0192 (0,0143)	-0,0798* (0,0419)	-0,0558*** (0,0157)
β_1	0,498 (1,198)	0,0843 (0,226)	-2,703*** (0,990)	-0,420 (0,352)	0,363 (0,321)	0,286 (0,174)	-0,0660 (0,347)	-0,277 (0,206)
β_2	-1,029 (1,439)	-0,230 (0,310)	1,676 (1,250)	-0,796** (0,395)	-0,0895 (0,655)	-0,282 (0,350)	-0,602 (0,932)	-0,515 (0,415)
β_3	-0,0650 (1,153)	1,252*** (0,412)	2,482 (3,005)	0,580 (0,595)	1,114* (0,581)	0,977* (0,544)	1,582 (2,552)	0,191 (0,745)
β_4	3,510 (3,173)	0,117 (1,183)	8,914*** (3,106)	0,00585 (1,379)	-1,736*** (0,384)	-0,863* (0,443)	-1,240*** (0,423)	-0,268 (0,627)
λ_1	-1,003 (1,395)	-0,0674 (0,165)	0,784 (0,626)	0,102 (0,219)	0,314 (0,353)	-0,216 (0,160)	-0,0805 (0,427)	-0,280** (0,127)
λ_2	1,824 (1,740)	0,0838 (0,211)	1,772 (1,742)	0,485** (0,235)	-0,441 (0,504)	0,462* (0,277)	-0,0549 (0,672)	0,563* (0,303)
λ_3	0,668 (2,120)	-0,419** (0,208)	5,256 (8,021)	-0,190 (0,302)	0,114 (0,732)	1,158** (0,587)	-0,433 (0,705)	2,047** (0,959)
λ_4	-2,075 (2,757)	-0,289 (0,419)	-3,950* (2,060)	-0,205 (0,495)	-2,273 (1,402)	-0,00872 (0,162)	-0,845 (1,623)	-0,0363 (0,149)
Hằng số	0,0179 (0,0262)	0,00701 (0,00524)	0,0500 (0,0370)	0,00858 (0,00667)	-0,00654 (0,0207)	0,00577 (0,00833)	-0,0447* (0,0241)	-0,00484 (0,0110)
Số quan sát	205	1,875	205	1,875	194	1,677	194	1,677
R ²	0,150	0,077	0,689	0,148	0,301	0,057	0,595	0,164

Robust standard errors in parentheses *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

(giảm) trong tương lai.

Kết quả hồi quy trong Bảng 3 và Bảng 4 còn cho thấy khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của năm trước (ROE_{t-1}) có ảnh hưởng ngược đến thay đổi lợi nhuận trong tương lai của doanh nghiệp trong cả 2 nhóm, nghĩa là khi ROE tăng thì lợi nhuận của năm sau có xu hướng giảm và ngược lại. Nghiên cứu của Nissim & Ziv (2001), Grullon & cộng sự (2005) và nhiều nghiên cứu khác 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. Biến thay đổi lợi nhuận của năm hiện tại ($E_0 - E_{-1}$)/ B_{-1} không có tương quan ý nghĩa với thay đổi lợi nhuận các năm sau.

Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy theo mô hình phi tuyến tính (MH3). Số liệu từ Bảng 5 cho thấy ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến mối quan hệ giữa thay đổi cổ tức và thay đổi khả năng sinh lời tương lai trong mô hình 3 cũng tương đồng với kết quả mô hình tuyến tính 2 đó là: Các doanh nghiệp tăng (giảm) cổ tức nhưng không có hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường thì khả năng lợi nhuận năm tiếp theo sẽ tăng (giảm) rất cao ở mức ý nghĩa 1%, trong khi chưa khẳng định được thay đổi lợi nhuận 1 năm sau đối với các doanh nghiệp tăng (giảm) cổ tức và đồng thời mua lại cổ phiếu trên thị trường. Ngược lại, khả năng lợi nhuận của các doanh nghiệp giảm cổ tức sẽ bật tăng trở lại sau 2 năm với cả doanh nghiệp có mua lại cổ phiếu trên thị

trường và doanh nghiệp không mua lại cổ phiếu trên thị trường tại năm thay đổi cổ tức.

4. Kết luận và khuyến nghị

Chính sách cổ tức là một vấn đề quan trọng trong tài chính doanh nghiệp. Đến nay, chủ đề nhân tố nào ảnh hưởng đến chính sách cổ tức và sự thay đổi mức cổ tức có phải là một tín hiệu cho biết lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp vẫn đang còn nhiều tranh luận. Bài viết đã kiểm định mối quan hệ giữa thay đổi cổ tức và khả năng sinh lời tương lai của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2008 đến năm 2017. Qua kết quả hồi quy 3 mô hình trên cho thấy: (1) Thay đổi cổ tức là một thông tin tích cực để dự báo lợi nhuận năm tiếp theo; (2) Mối tương quan có sự khác nhau giữa trường hợp cổ tức tăng và cổ tức giảm; (3) Không có sự khác biệt đáng kể giữa mô hình tuyến tính (MH2) và mô hình phi tuyến tính (MH3) như tại các thị trường khác trên thế giới. Như vậy, mô hình nghiên cứu mối quan hệ giữa thay đổi cổ tức và lợi nhuận tương lai phù hợp nhất trên thị trường chứng khoán Việt Nam là mô hình tuyến tính 2 (MH2).

Kết quả nghiên cứu trong mô hình 2 ủng hộ lý thuyết tín hiệu với $T=1$ trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nghĩa là thay đổi cổ tức là một thông tin hữu ích cho nhà đầu tư để dự báo khả năng sinh lời trong năm tiếp theo. Tuy nhiên, hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường trong năm thay đổi cổ tức làm giảm tín hiệu cổ tức. Cụ thể, nghiên cứu chỉ

ủng hộ lý thuyết tín hiệu khi doanh nghiệp thay đổi cổ tức nhưng không có hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường trong năm thay đổi cổ tức. Đối với các doanh nghiệp thay đổi cổ tức và đồng thời có hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường, thì không tìm thấy minh chứng về mối quan hệ giữa thay đổi cổ tức và khả năng sinh lời tương lai. Kết quả này được giải thích như sau: Nếu nhà quản lý nhận thấy khả năng lợi nhuận năm sau của doanh nghiệp tăng (hoặc giảm) thì doanh nghiệp sẽ tăng (hoặc giảm) phần lợi nhuận phân phối cho cổ đông. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp lựa chọn phân phối lợi nhuận bằng cách trả cổ tức tiền mặt và mua lại cổ phiếu thì làm giảm phần lợi nhuận dành để chi trả cổ tức. Do đó, mức biến động cổ tức thấp hơn so với trường hợp doanh nghiệp dành toàn bộ lợi nhuận phân phối cho cổ đông để trả cổ tức. Vì vậy, tín hiệu cổ tức khi doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu trên thị trường trong năm thay đổi cổ tức là không đáng kể.

Tuy nhiên, khả năng sinh lời của các doanh nghiệp giảm cổ tức có thể bật tăng trở lại sau 2 năm với cả doanh nghiệp có mua lại cổ phiếu trên thị trường và doanh nghiệp không mua lại cổ phiếu trên thị trường (Bảng 4). Như vậy, ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến tín hiệu cổ tức chỉ thể hiện rõ trong

thời gian 1 năm sau khi doanh nghiệp thay đổi cổ tức.

Dựa vào kết quả này, nhóm tác giả đưa ra khuyến nghị cho các nhà đầu tư có thể dựa vào thay đổi cổ tức của các doanh nghiệp không mua lại cổ phiếu trên thị trường để dự báo lợi nhuận của doanh nghiệp trong năm tiếp theo. Tuy nhiên, trong dài hạn nhà đầu tư có thể dựa vào chỉ tiêu tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của năm trước để dự báo khả năng sinh lời năm sau của doanh nghiệp, vì ROE_{t-1} có mối quan hệ ngược chiều với thay đổi lợi nhuận của doanh nghiệp năm tiếp theo. Trên thực tế, có trường hợp các doanh nghiệp sử dụng cổ tức như một công cụ để “đánh bóng” doanh nghiệp và thu hút các nhà đầu tư. Vì vậy, khi nghiên cứu chính sách cổ tức của doanh nghiệp, các nhà đầu tư cần phân tích thận trọng, nhìn vào dữ liệu cổ tức trong quá khứ để nhận định chính xác hơn. Nhà đầu tư cần lưu ý, nếu doanh nghiệp tăng cổ tức đột biến chưa hẳn đã tốt, mà cần tìm hiểu kỹ nguyên nhân tăng cổ tức để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp. Ngoài ra, khi doanh nghiệp công bố kế hoạch chi trả (hoặc không chi trả) cổ tức, nhà đầu tư nên tìm hiểu kế hoạch này có phù hợp với tình hình kinh doanh và triển vọng của doanh nghiệp hay không.

Tài liệu tham khảo:

- 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.
- Bhattacharya, S. (1979), ‘Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy’, *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C. & Michaely, R. (2005), ‘Payout policy in the 21st century’, *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
- 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.
- Dann, L. (1981), ‘Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders’, *Journal of Financial Economics*, 9, 113-138.
- 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.
- Fairchild, R., Guney, Y. & Thanatawee, Y. (2014), ‘Corporate dividend policy in Thailand: Theory and evidence’, *International Review of Financial Analysis*, 31(0), 129-151.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2000), ‘Forecasting profitability and earnings’, *Journal of Business*, 73, 161-75.
- Greene, J.C. (2007), *Mixed Methods in Social Inquiry*, Wiley, San Francisco.
- Grullon, G. & Michaely, R. (2004), ‘The information content of share repurchase programs’, *Journal of Finance*, 59, 651-680.
- 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.
- Harada, Kimie & Nguyen, Pascal (2005), 'Dividend change context and signaling efficiency in Japan', *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 504-522.
- Healy, P.M. & Palepu, K.G. (1988), 'Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions', *Journal of Financial Economics*, 21(2), 149-175.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J. & Vermaelen, T. (1995), 'Market underreaction to open market share repurchases', *Journal of Financial Economics*, 39, 181-208.
- Jensen, G.R, Lundstrum, L.L & Miller, R.E (2010), 'What do dividend reductions signal?', *Journal of Corporate Finance*, 16, 736-747.
- John, K. & Williams, J. (1985), 'Dividends, dilution and taxes: A signalling equilibrium', *The Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070.
- Kato, H.K., Loewenstein, U. & Tsay, W. (2002), 'Dividend policy, cash flow, and investment in Japan', *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(4), 443-473.
- Lie, E. (2005), 'Operating performance following dividend decreases and omissions', *Journal of Corporate Finance*, 12(1), 27-53.
- Lintner, J. (1956), 'Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes', *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Miller, M.H. & Modigliani, F. (1961), 'Dividends policy, growth, and the valuations of shares', *Journal of Business*, 34(4), 41-433.
- Miller, M.H. & Rock, K. (1985), 'Dividend policy under asymmetric information', *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Nissim, D. & Ziv, A. (2001), 'Dividend changes and future profitability', *Journal of Finance*, 56, 2111-2133.
- Ofer, A. & Thakor, A. (1987), 'A theory of stock price response to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends', *Journal of Finance*, 42, 365-394.
- Pettit, R.R. (1972), 'Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency', *The Journal of Finance*, 27, 993-1007.
- Reza, H., Chowdhury, M.M. & Jenny, Z. (2014), 'Information content of dividends: a case of an emerging financial market', *Studies in Economics and Finance*, 31(3), 272-290.