

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGOẠI THƯƠNG**

-----o0o-----

LUẬN ÁN TIẾN SĨ

**NGHIÊN CỨU HOẠT ĐỘNG MUA LẠI CỔ PHIẾU
TẠI CÁC CÔNG TY TRONG
NGÀNH CÔNG NGHIỆP NIÊM YẾT
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Ngành: Kinh doanh

NGUYỄN THỊ HOA HỒNG

Hà Nội, 2019

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGOẠI THƯƠNG**

-----o0o-----

LUẬN ÁN TIẾN SĨ

**NGHIÊN CỨU HOẠT ĐỘNG MUA LẠI CỔ PHIẾU
TẠI CÁC CÔNG TY TRONG
NGÀNH CÔNG NGHIỆP NIÊM YẾT
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Ngành: Kinh doanh

Chuyên ngành: Quản trị Kinh doanh

Mã số: 62.34.01.02 (Mã số mới: 9340101)

Nghiên cứu sinh: Nguyễn Thị Hoa Hồng

Người hướng dẫn khoa học:

- 1. TS Cao Đình Kiên**
- 2. TS Hồ Hồng Hải**

Hà Nội, 2019

LỜI CAM ĐOAN

Tôi đã đọc và hiểu về các hành vi vi phạm sự trung thực trong học thuật. Tôi cam kết bằng danh dự cá nhân rằng nghiên cứu này do tôi tự thực hiện và không vi phạm yêu cầu về sự trung thực trong học thuật.

Hà Nội, ngày... tháng... năm 2019

Người hướng dẫn 1

Người hướng dẫn 2

Tác giả luận án

TS. Cao Đình Kiên

TS. Hồ Hồng Hải

NCS. Nguyễn Thị Hoa Hồng

LỜI CẢM ƠN

Luận án này được hoàn thành bằng sự nỗ lực và nghiêm túc nghiên cứu của tác giả, nhưng không thể thiếu được sự hướng dẫn, giúp đỡ nhiệt tình, trách nhiệm và động viên, chia sẻ của rất nhiều người.

Đầu tiên, tác giả muốn gửi lời tri ân sâu sắc nhất tới tập thể giáo viên hướng dẫn: TS Cao Đình Kiên đã tận tình chỉ bảo và định hướng nghiên cứu trong suốt quá trình tác giả thực hiện Luận án, TS Hồ Hồng Hải đã có những góp ý chi tiết trong quá trình tác giả hoàn thiện Luận án.

Tác giả xin bày tỏ lòng biết ơn chân thành tới Ban chủ nhiệm và các đồng nghiệp ở Khoa Quản trị Kinh doanh, đặc biệt bộ môn Quản trị Tài chính – Trường Đại học Ngoại thương đã luôn động viên, tạo điều kiện về thời gian và hỗ trợ tận tình về chuyên môn.

Tác giả cũng xin gửi lời cảm ơn đến các thầy cô Khoa Sau đại học – Trường Đại học Ngoại thương đã hỗ trợ hiệu quả về các thủ tục hành chính trong suốt quá trình tác giả học tập và bảo vệ Luận án.

Trong quá trình thực hiện Luận án, tác giả xin trân trọng cảm ơn Công ty Cổ phần StoxPlus đã cung cấp những dữ liệu cần thiết và những chuyên gia, nhà quản trị tham gia trả lời phỏng vấn.

Cuối cùng tác giả xin dành lời cảm ơn đặc biệt tới bố mẹ, chồng và em trai đã luôn động viên, chia sẻ, thông cảm và hỗ trợ những lúc tác giả khó khăn, mệt mỏi và bận rộn nhất. Sự giúp đỡ của các thành viên trong gia đình chính là động lực giúp tác giả có thể nỗ lực để hoàn thành Luận án. Tác giả muốn dành tặng lời cảm ơn tới con gái nhỏ đã đồng hành cùng trong suốt hành trình nghiên cứu và hoàn thiện Luận án này.

Tác giả luận án

NCS. Nguyễn Thị Hoa Hồng

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN

LỜI CẢM ƠN

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG VIỆT

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG ANH

DANH MỤC BẢNG

DANH MỤC BIỂU ĐỒ, HÌNH, SƠ ĐỒ

LỜI MỞ ĐẦU	1
1. Tính cấp thiết của đề tài	1
2. Mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu.....	3
3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu.....	5
4. Phương pháp nghiên cứu.....	5
5. Những đóng góp mới của luận án.....	6
6. Những hạn chế của luận án	8
7. Kết cấu của luận án.....	8
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU	9
1.1. Tổng quan các công trình nghiên cứu ở ngoài nước.....	9
1.1.1. Các nghiên cứu liên quan tới động cơ công ty mua lại cổ phiếu	9
1.1.2. Các nghiên cứu liên quan tới mối quan hệ giữa hoạt động mua lại cổ phiếu và doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu.....	12
1.1.3. Các nghiên cứu liên quan tới ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đối với nhà đầu tư	18
1.1.4. Các nghiên cứu liên quan tới ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành.....	23
1.2. Tổng quan các công trình nghiên cứu tại Việt Nam	25
1.2.1. Các nghiên cứu liên quan đến hoạt động mua lại cổ phiếu tại Việt Nam	25
1.2.2. Các nghiên cứu về các công ty trong ngành công nghiệp Việt Nam... ..	27
1.3. Khoảng trống và định hướng nghiên cứu	28

CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ HOẠT ĐỘNG MUA LẠI CỔ PHIẾU TẠI CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN.....	31
2.1. Một số khái niệm liên quan đến hoạt động mua lại cổ phiếu.....	31
2.2. Các hình thức mua lại cổ phiếu.....	33
2.2.1. <i>Mua lại cổ phiếu với giá cố định</i>	33
2.2.2. <i>Mua lại cổ phiếu theo hình thức đấu giá kiểu Hà Lan</i>	35
2.2.3. <i>Mua lại cổ phiếu trên thị trường mở</i>	36
2.2.4. <i>Mua lại cổ phiếu có khả năng chuyển nhượng từ các cổ đông tư nhân</i>	37
2.2.5. <i>Mua lại cổ phiếu liên quan đến chứng khoán phái sinh</i>	38
2.3. Động cơ mua lại cổ phiếu.....	39
2.3.1. <i>Phát tín hiệu về định giá thấp</i>	39
2.3.2. <i>Giảm chi phí đại diện cho dòng tiền tự do</i>	40
2.3.3. <i>Điều chỉnh cơ cấu vốn</i>	41
2.3.4. <i>Ngăn cản việc bị thôn tóm</i>	41
2.3.5. <i>Thay thế chi trả cổ tức</i>	42
2.3.6. <i>Điều chỉnh chỉ số EPS</i>	43
2.4. Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu	44
2.4.1. <i>Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thực hiện</i>	44
2.4.2. <i>Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn của doanh nghiệp thực hiện</i>	48
2.4.3. <i>Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến công ty trong cùng ngành</i>	53
CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	60
3.1. Thiết kế nghiên cứu.....	60
3.2. Mô tả mẫu nghiên cứu trong phương pháp nghiên cứu định lượng.....	62
3.2.1. <i>Mẫu nghiên cứu động cơ thực hiện mua lại cổ phiếu và ảnh hưởng lên hiệu quả hoạt động kinh doanh</i>	62
3.2.2. <i>Mẫu nghiên cứu ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu doanh nghiệp trong ngắn hạn</i>	63

3.2.3. <i>Mẫu nghiên cứu ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành</i>	64
3.3. Phương pháp nghiên cứu định lượng	65
3.3.1. <i>Mô hình và phương pháp nghiên cứu động cơ thực hiện mua lại cổ phiếu</i>	65
3.3.2. <i>Mô hình và phương pháp nghiên cứu ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh</i>	67
3.3.3. <i>Phương pháp nghiên cứu ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn</i>	68
3.3.4. <i>Phương pháp nghiên cứu ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành</i>	72
3.4. Phương pháp nghiên cứu định tính – phỏng vấn sâu	76
CHƯƠNG 4: PHÂN TÍCH THỰC TRẠNG HOẠT ĐỘNG MUA LẠI CỔ PHIẾU TẠI CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH CÔNG NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	79
4.1. Giới thiệu chung về các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam	79
4.2. Tổng quan về hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017	81
4.2.1. <i>Các quy định về hoạt động mua lại cổ phiếu tại Việt Nam</i>	81
4.2.2. <i>Quy trình mua lại cổ phiếu tại Việt Nam</i>	83
4.2.3. <i>Thực trạng hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017</i>	87
4.3. Phân tích động cơ và ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017	92
4.3.1. <i>Động cơ các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu</i>	92
4.3.2. <i>Ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty trong ngành</i>	96

4.3.3. Ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn của các công ty trong ngành	101
4.3.4. Ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành..	111
4.3.5. Kết quả nghiên cứu từ phương pháp phỏng vấn sâu.....	117
4.3.6. Thảo luận và đánh giá chung kết quả nghiên cứu	119
CHƯƠNG 5: GIẢI PHÁP VÀ KIẾN NGHỊ NHẪM HOÀN THIỆN HOẠT ĐỘNG MUA LẠI CỔ PHIẾU TẠI CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH CÔNG NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....	123
5.1. Định hướng phát triển của ngành công nghiệp Việt Nam trong thời gian tới	123
5.1.1. Phân bổ không gian và chuyển dịch cơ cấu ngành công nghiệp ..	124
5.1.2. Phát triển các ngành công nghiệp ưu tiên	124
5.1.3. Tạo môi trường đầu tư, kinh doanh thuận lợi cho phát triển công nghiệp	125
5.1.4. Phát triển doanh nghiệp công nghiệp	125
5.1.5. Phát triển nguồn nhân lực công nghiệp	125
5.1.6. Phát triển khoa học và công nghệ cho ngành công nghiệp.....	126
5.1.7. Khai thác tài nguyên, khoáng sản và bảo vệ môi trường trong quá trình phát triển công nghiệp.....	126
5.1.8. Nâng cao năng lực lãnh đạo của Nhà nước, quyền làm chủ của nhân dân.....	126
5.2. Một số giải pháp nhằm hoàn thiện hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam.....	127
5.2.1. Nâng cao nhận thức của doanh nghiệp khi thực hiện mua lại cổ phiếu	128
5.2.2. Đánh giá kỹ lưỡng về tình hình thị trường và hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp	129
5.2.3. Lựa chọn hình thức mua lại cổ phiếu phù hợp	132

5.2.4. <i>Cải thiện hệ thống công bố và bảo mật thông tin khi thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu</i>	133
5.3. Đề xuất cho nhà đầu tư và các công ty trong cùng ngành công nghiệp Việt Nam	135
5.4. Kiến nghị tới các cơ quan quản lý	138
5.4.1. <i>Kiến nghị với Chính phủ</i>	138
5.4.2. <i>Kiến nghị với Bộ Tài chính</i>	141
5.4.3. <i>Kiến nghị với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước</i>	143
KẾT LUẬN	147
DANH MỤC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN	149
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	150
PHỤ LỤC	

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG VIỆT

Từ viết tắt	Từ đầy đủ
BTC	Bộ Tài chính
CP	Chính Phủ
DN	Doanh nghiệp
HĐKD	Hoạt động kinh doanh
NĐ	Nghị định
NQ	Nghị quyết
TSCĐ	Tài sản cố định
TT	Thông tư
TTCK	Thị trường chứng khoán
TW	Trung ương
UBCKNN	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG ANH

Từ viết tắt	Nghĩa Tiếng Anh	Nghĩa Tiếng Việt
AMEX	American Stock Exchange	Sở Giao dịch Chứng khoán Hoa Kỳ
AR	Abnormal Return	Lợi nhuận bất thường
ACAR	Average Cumulative Abnormal Return	Lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình
ASEAN	Association of South East Asian Nations	Hiệp hội các Quốc gia Đông Nam Á
CAR	Cumulative Abnormal Return	Lợi nhuận bất thường tích lũy
CEO	Chief Executive Officer	Giám đốc điều hành
CFO	Chief Financial Officer	Giám đốc tài chính
EBIT	Earnings before interest and tax	Thu nhập trước thuế và lãi vay
EPS	Earnings Per Share	Thu nhập trên một cổ phiếu
EVA	Economic Value Added	Giá trị kinh tế tăng thêm
FEM	Fixed Effect Model	Mô hình tác động cố định
HNX	Hanoi Stock Exchange	Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội
HOSE	Ho Chi Minh City Stock Exchange	Sở Giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh
ICB	Industry Classification Benchmark	Tiêu chuẩn phân ngành
IMF	International Monetary Fund	Quỹ tiền tệ quốc tế
NPV	Net Present Value	Giá trị hiện tại ròng
NYSE	The New York Stock Exchange	Sở Giao dịch Chứng khoán New York
OLS	Ordinary Least Square	Phương pháp bình phương thông thường nhỏ nhất
OTC	Over The Counter	Thị trường phi tập trung
ROA	Return on Asset	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản
ROE	Return on Equity	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu
ROIC	Return of Invested Capital	Hệ số thu nhập trên vốn đầu tư
VCCI	Vietnam Chamber of Commerce and Industry	Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam
WB	World Bank	Ngân hàng thế giới
WTO	World Trade Organization	Tổ chức Thương mại Thế giới

DANH MỤC BẢNG

Bảng 3.1: Thống kê số lượng 2 nhóm nghiên cứu theo số lượng cổ phiếu công ty thực hiện mua lại	64
Bảng 3.2: Thống kê số lượng thông báo mua lại cổ phiếu và các công ty trong cùng ngành công nghiệp tại Việt Nam giai đoạn 2011 – 2017	65
Bảng 3.3: Định nghĩa các biến trong mô hình Tobit.....	66
Bảng 3.4: Định nghĩa các biến trong mô hình FEM	68
Bảng 3.5: Định nghĩa các biến trong mô hình OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến CAR (-1, 1) của doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu.....	72
Bảng 3.6: Định nghĩa các biến trong mô hình OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến ACAR (-1, 1) của các công ty trong cùng ngành công nghiệp tại Việt Nam.....	75
Bảng 4.1: Các lĩnh vực kinh doanh trong ngành công nghiệp Việt Nam và thống kê số lượng các công ty công nghiệp niêm yết theo phân loại ngành	80
Bảng 4.2: Thống kê số lượng các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX.....	81
Bảng 4.3: Tình hình thông báo mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp trên HOSE và HNX tại Việt Nam giai đoạn 2010-2017	90
Bảng 4.4: Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy Tobit	92
Bảng 4.5: Tương quan Pearson giữa các biến trong mô hình hồi quy Tobit	93
Bảng 4.6: Kết quả hồi quy Tobit giải thích động cơ các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu giai đoạn 2010-2017	94
Bảng 4.7: Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy tác động cố định	96
Bảng 4.8: Tương quan Pearson giữa các biến trong mô hình hồi quy tác động cố định.....	97
Bảng 4.9: Kiểm định sự tự tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình hồi quy tác động cố định	98
Bảng 4.10: Kết quả hồi quy tác động cố định phân tích ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh trong các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010-2017	99

Bảng 4.11: So sánh kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả HĐKD với giả thuyết ban đầu.....	101
Bảng 4.12: Lợi nhuận bất thường tích lũy của các doanh nghiệp có hoạt động mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp tại Việt Nam giai đoạn 2010 - 2017	102
Bảng 4.13: Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng tới CAR (-1, 1) của các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam có hoạt động mua lại cổ phiếu	105
Bảng 4.14: Kết quả hồi quy OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường tích lũy 3 ngày xung quanh ngày kết thúc mua lại cổ phiếu	107
Bảng 4.15: Kết quả hồi quy OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường tích lũy trong 3 ngày xung quanh ngày thông báo kết quả mua lại cổ phiếu	110
Bảng 4.16: Lợi nhuận bất thường tích lũy của doanh nghiệp thông báo và lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty trong cùng ngành công nghiệp tại Việt Nam giai đoạn 2010 – 2017.....	112
Bảng 4.17: Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng tới ACAR (-1, 1) của các công ty trong cùng ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam.....	114
Bảng 4.18: Kết quả hồi quy OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến ACAR (-1, 1) của các công ty trong cùng ngành công nghiệp Việt Nam xung quanh các chương trình mua lại cổ phiếu.....	115

DANH MỤC BIỂU ĐỒ, HÌNH, SƠ ĐỒ

Biểu đồ 4.1: Tình hình thông báo mua lại cổ phiếu tại Việt Nam 2010 - 2017.....	88
Biểu đồ 4.2: Tình hình thông báo mua lại cổ phiếu tại Việt Nam theo ngành trong giai đoạn 2010-2017.....	89
Biểu đồ 4.3: Tình hình thông báo mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp tại Việt Nam giai đoạn 2010-2017.....	90
Biểu đồ 4.4: Tỷ lệ thực hiện mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp tại Việt Nam giai đoạn 2010-2017.....	91
Hình 2.1: Mua lại cổ phiếu với giá cố định.....	34
Hình 2.2: Mua lại cổ phiếu theo hình thức đấu giá kiểu Hà Lan.....	35
Hình 3.1: Thiết kế nghiên cứu.....	60
Sơ đồ 2.1: Các đối tượng tham gia thị trường tài chính liên quan tới hoạt động mua lại cổ phiếu.....	32
Sơ đồ 3.1: Khung dự báo và khung sự kiện sử dụng trong bài nghiên cứu.....	69
Sơ đồ 4.1: Quy trình mua lại cổ phiếu tại Việt Nam.....	84
Sơ đồ 5.1: Sơ đồ các giải pháp cho các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện nhằm hoàn thiện hoạt động mua lại cổ phiếu.....	127

LỜI MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Hoạt động mua lại cổ phiếu tại các doanh nghiệp đã xuất hiện từ rất lâu trên thế giới như một công cụ nhằm thực hiện các mục tiêu chiến lược khác nhau của doanh nghiệp. Mua lại cổ phiếu là hoạt động khi một doanh nghiệp tiến hành mua lại cổ phiếu do chính mình phát hành trước đây. Bên cạnh các quyết định như quyết định đầu tư dài hạn, quyết định tài trợ và quyết định về quản trị vốn lưu động, quyết định mua lại cổ phiếu cũng được coi là quyết định tài chính quan trọng, đặc biệt là khi doanh nghiệp đang bị định giá thấp, có lượng tiền mặt nhàn rỗi nhiều, muốn thay đổi cấu trúc vốn, điều chỉnh chỉ số thu nhập trên một cổ phiếu (Earnings Per Share – EPS), thay thế chi trả cổ tức bằng tiền mặt hay khi doanh nghiệp đang có nguy cơ bị thâm tóm (Dittmar, 2000). Mỗi doanh nghiệp sẽ có những động cơ khác nhau khi thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu như làm tăng giá cổ phiếu, giảm chi phí đại diện cho dòng tiền tự do, quản trị thu nhập, hạn chế nguy cơ bị thâm tóm hay nâng cao giá trị cổ đông (Grullon và Michaely, 2002; Bens và cộng sự, 2003; Brav và cộng sự, 2005; Hribar và cộng sự, 2006; Gong và cộng sự, 2008). Tuy nhiên, các chương trình mua lại cổ phiếu không chỉ mang lại ảnh hưởng tới chính doanh nghiệp thực hiện mua lại như nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh mà còn có tác động tới các đối tượng khác nhau tham gia trên thị trường tài chính bao gồm các nhà đầu tư và các công ty trong cùng ngành (Lie, 2005; Ginglinger và Hamon, 2007; Akhigbe và Madura, 1999). Trên thế giới chủ đề mua lại cổ phiếu không chỉ thu hút sự quan tâm của doanh nghiệp, nhà đầu tư, cơ quan quản lý mà còn với các nhà nghiên cứu. Đã có rất nhiều nghiên cứu ở nước ngoài đưa ra kết luận về động cơ và những ảnh hưởng khác nhau của hoạt động mua lại cổ phiếu trong các môi trường kinh doanh khác nhau như Mỹ, các nước châu Âu, Úc hay các nước châu Á.

Tại Việt Nam, hoạt động mua lại cổ phiếu đã xuất hiện từ năm 2005, trong khi đó những nghiên cứu về mua lại cổ phiếu mới chỉ dừng lại ở lý thuyết chung hay những tác động của sự kiện này đến chính doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu như Nguyễn Thu Thủy (2011), Từ Thị Kim Thoa và cộng sự (2015), Nguyễn Thị Hoa Hồng và cộng sự (2017), Cao Đình Kiên và cộng sự (2018)... Để thực hiện

được nghiệp vụ này, các cơ quan quản lý nhà nước Việt Nam đã ban hành các văn bản pháp luật điều chỉnh hoạt động mua lại cổ phiếu, trong đó quy định về tài liệu báo cáo, quy trình nộp hồ sơ để Ủy ban Chứng khoán Nhà nước duyệt, thời gian công bố công tin hay cách thức hạch toán cổ phiếu quỹ. Theo số liệu được cung cấp bởi Công ty Cổ phần StoxPlus, trong giai đoạn 2010-2017 các doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu nhiều nhất vào năm 2011, 2012, trong đó ngành công nghiệp là ngành có số lượng giao dịch mua lại cổ phiếu cao thứ hai tại Việt Nam trong giai đoạn này, chỉ sau ngành Tài chính. Điều này cho thấy, so sánh với các ngành khác trong nền kinh tế thì các công ty trong ngành công nghiệp có thể thường sử dụng hoạt động mua lại cổ phiếu như là một công cụ để đạt được các mục tiêu của mình.

Ngành công nghiệp được đánh giá là một ngành sản xuất quan trọng trong nền kinh tế tại Việt Nam. Trình độ phát triển của ngành công nghiệp là một trong những tiêu chuẩn đánh giá trình độ phát triển kinh tế của một quốc gia. Nghị quyết số 23-NQ/TW về Định hướng xây dựng chính sách phát triển công nghiệp quốc gia đến năm 2030, tầm nhìn năm 2045 đã nêu rõ “Mục tiêu đến năm 2030, Việt Nam hoàn thành mục tiêu công nghiệp hoá, hiện đại hoá, cơ bản trở thành nước công nghiệp theo hướng hiện đại; thuộc nhóm 3 nước dẫn đầu khu vực ASEAN về công nghiệp, trong đó ngành công nghiệp có sức cạnh tranh quốc tế và tham gia sâu vào chuỗi giá trị toàn cầu. Đến năm 2045, Việt Nam trở thành nước công nghiệp phát triển hiện đại”. Với tầm quan trọng của mình, các giao dịch trong ngành công nghiệp cũng thường chiếm tỷ lệ lớn hơn so với các ngành khác và giao dịch mua lại cổ phiếu cũng không phải là một ngoại lệ với 174 thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở trong giai đoạn 2010-2017 (StoxPlus, 2017). Nghiên cứu của Born và cộng sự (2004) cho rằng mỗi ngành đều có những đặc điểm đặc trưng khác nhau, ngành nào càng có sự quản lý chặt chẽ thì các giao dịch diễn ra trong ngành sẽ ảnh hưởng đến tiềm năng phát triển của ngành. Vì vậy, với số liệu giao dịch lớn, đặc trưng ngành không quá riêng biệt và đặc thù như ngành tài chính thì việc đánh giá hoạt động mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp – ngành có số lượng giao dịch mua lại cổ phiếu cao thứ hai là rất cần thiết không chỉ với sự phát triển của ngành mà còn ảnh hưởng đến nền kinh tế.

Mặt khác, thị trường chứng khoán Việt Nam tuy đã có những cải tiến và phát triển với việc được nâng hạng lên thị trường mới nổi hạng hai năm 2018 nhưng vẫn còn một số điều kiện chưa được thỏa mãn như các thị trường tiên tiến trên thế giới nên hoạt động mua lại cổ phiếu có thể có những phản ứng khác biệt so với kết quả của các nghiên cứu nước ngoài. Trong khi đó, tại Việt Nam, vẫn chưa có một nghiên cứu thực nghiệm nào đánh giá hoạt động mua lại cổ phiếu trong một ngành cụ thể như ngành công nghiệp cũng như đưa ra những giải pháp hay kiến nghị cho các công ty trong ngành công nghiệp thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu một cách hiệu quả nhất. Vì vậy, tác giả đã quyết định chọn đề tài “***Nghiên cứu hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam***” cho luận án tiến sĩ của mình. Luận án sẽ là cơ sở để các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam và các cơ quan quản lý đưa ra nhận định và cách thức thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu nhằm mang lại thành công cho doanh nghiệp cũng như nâng cao được vai trò quản lý trong hoạt động mua lại cổ phiếu.

2. Mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu

Luận án tập trung nghiên cứu động cơ thực hiện mua lại cổ phiếu và những ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam, qua đó đưa ra các giải pháp giúp các công ty này thực hiện mua lại cổ phiếu một cách hiệu quả hơn. Bên cạnh đó, luận án cũng phân tích ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu trong các công ty công nghiệp niêm yết lên các đối tượng khác nhau tham gia thị trường tài chính bao gồm các nhà đầu tư và các công ty trong cùng ngành.

Để thực hiện được những mục tiêu nghiên cứu trên, các nhiệm vụ cụ thể của luận án bao gồm:

Thứ nhất, luận án tìm hiểu cơ sở lý luận về hoạt động mua lại cổ phiếu như khái niệm, động cơ, các hình thức mua lại cổ phiếu và những ảnh hưởng của hoạt động này tới các đối tượng khác nhau tham gia thị trường tài chính bao gồm doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu, nhà đầu tư và các công ty trong cùng ngành thông qua phân tích những ảnh hưởng lên hiệu quả hoạt động kinh doanh, giá cổ phiếu của doanh nghiệp thực hiện mua lại trong ngắn hạn và các công ty trong cùng

ngành. Dựa trên khung lý thuyết, luận án sẽ phân tích thực trạng hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2017. Qua phân tích thực trạng, luận án đánh giá những kết quả đạt được và những hạn chế khi các công ty trong ngành công nghiệp thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu.

Thứ hai, luận án đánh giá các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới và tại Việt Nam về động cơ thực hiện mua lại cổ phiếu và những ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu trong doanh nghiệp và lên các đối tượng khác nhau tham gia thị trường tài chính như nhà đầu tư, công ty cùng ngành, từ đó xây dựng mô hình và phương pháp nghiên cứu phù hợp nhằm phân tích được động cơ thực hiện mua lại cổ phiếu và những tác động của hoạt động mua lại cổ phiếu trong các công ty niêm yết trong ngành công nghiệp Việt Nam lên các đối tượng khác nhau tham gia thị trường tài chính bao gồm doanh nghiệp thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu, các doanh nghiệp cùng ngành và các nhà đầu tư trên thị trường.

Thứ ba, với mô hình và số liệu có thể thu thập được, luận án sẽ thực hiện phân tích những tác động của hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017 bao gồm động cơ thực hiện mua lại cổ phiếu, những tác động lên hiệu quả kinh doanh, giá cổ phiếu của công ty thực hiện và các công ty cùng ngành.

Thứ tư, dựa trên kết quả phân tích, luận án đề xuất những giải pháp cho các công ty công nghiệp niêm yết có hoạt động mua lại cổ phiếu và kiến nghị tới các cơ quan quản lý nhằm hoàn thiện hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Các câu hỏi chính mà luận án sẽ trả lời bao gồm:

(1) Động cơ để các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017 thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu là gì?

(2) Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn và hiệu quả hoạt động kinh doanh tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017 như thế nào?

(3) Hoạt động mua lại cổ phiếu có tác động gì đến các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017?

(4) Các giải pháp và kiến nghị nhằm hoàn thiện hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam là gì?

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của luận án là hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017.

Phạm vi nội dung của luận án là động cơ thực hiện mua lại cổ phiếu và những ảnh hưởng của hoạt động này lên chính doanh nghiệp thực hiện mua lại qua hiệu quả hoạt động kinh doanh, các nhà đầu tư qua giá cổ phiếu trong ngắn hạn của doanh nghiệp và giá cổ phiếu các công ty cùng ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Phạm vi không gian của luận án là các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Phạm vi thời gian của luận án là giai đoạn 2010-2017.

4. Phương pháp nghiên cứu

Luận án sẽ sử dụng các phương pháp nghiên cứu sau:

Phương pháp thống kê mô tả để đưa ra những nhận định về thực trạng hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017.

Phương pháp nghiên cứu định lượng:

- Để đánh giá động cơ mà các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017 thực hiện mua lại cổ phiếu, tác giả sử dụng mô hình hồi quy Tobit.

- Để đánh giá những ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010-2017, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy tác động cố định (Fixed Effect Model - FEM).

- Để đánh giá những tác động của hoạt động mua lại cổ phiếu đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017 và các công ty cùng ngành, tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện (Event Study) và kiểm định t-test để tính toán về lợi nhuận bất

thường tích lũy của doanh nghiệp thông báo và lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty cùng ngành xung quanh thời điểm doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu và doanh nghiệp công bố kết quả giao dịch mua lại cổ phiếu, sau đó sử dụng phương pháp hồi quy bình phương thông thường nhỏ nhất (Ordinary Least Square - OLS) để đánh giá những nhân tố tác động tới lợi nhuận bất thường tích lũy và lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình xung quanh hai ngày trên.

Phương pháp nghiên cứu định tính: tác giả sử dụng phương pháp phỏng vấn sâu các nhà quản trị của các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam có hoạt động mua lại cổ phiếu và các chuyên gia trong lĩnh vực tài chính nhằm đưa ra những nhận định và đánh giá từ phía góc nhìn của họ với hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Phương pháp so sánh cũng sẽ được sử dụng để phân tích những điểm tương đồng và khác biệt xung quanh vấn đề nghiên cứu của luận án và các nghiên cứu trước trên thế giới và Việt Nam, qua đó luận án đưa ra các giải pháp và đề xuất tới cơ quan quản lý để nhằm hoàn thiện hoạt động mua lại cổ phiếu của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Luận án tổng hợp, mô tả dữ liệu sơ cấp từ các phiếu phỏng vấn sâu cũng như dữ liệu thứ cấp được tác giả tự thu thập và cung cấp bởi Công ty Cổ phần StoxPlus và được xử lý thông qua phần mềm xử lý dữ liệu Stata 13 để phân tích một cách chính xác thực trạng hoạt động mua lại cổ phiếu của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam.

5. Những đóng góp mới của luận án

5.1. Những đóng góp về mặt lý luận

Thứ nhất, luận án đã hệ thống hóa được những vấn đề lý luận về hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán. Đặc biệt, luận án đã làm rõ khung lý thuyết và tổng hợp các giả thuyết nhằm giải thích những ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh, giá cổ phiếu trong ngắn hạn của doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu và các công ty trong cùng ngành.

Thứ hai, luận án đã kiểm định mô hình nghiên cứu trong bối cảnh Việt Nam, trong đó tập trung phân tích vào những ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu xung quanh

ngày các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu và ngày công bố kết quả giao dịch mua lại. Kết quả từ mô hình nghiên cứu cho thấy giá cổ phiếu có xu hướng tăng lên trong khoảng thời gian ba ngày trước khi doanh nghiệp kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu, còn lại hầu như giá cổ phiếu không có phản ứng xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu. Đối với công ty cùng ngành, sự kiện mua lại cổ phiếu có ảnh hưởng tích cực tới giá cổ phiếu của công ty cùng ngành trong khoảng thời gian một ngày trước và sau khi doanh nghiệp kết thúc thực hiện mua lại cổ phiếu.

Thứ ba, luận án đã sử dụng phương pháp phỏng vấn sâu các nhà quản trị doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu và các chuyên gia tài chính để bổ sung thêm cho các kết quả nghiên cứu định lượng cũng như làm rõ góc nhìn từ phía họ về hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam, trong khi đó các nghiên cứu trước chưa tác giả nào sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính cho vấn đề mua lại cổ phiếu.

5.2. Những đóng góp về mặt thực tiễn

Thứ nhất, kết quả của luận án đã mang lại những đánh giá về thực trạng hoạt động mua lại cổ phiếu cho các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam, từ đó các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp sẽ có giải pháp để sử dụng mua lại cổ phiếu nhằm mang lại lợi ích tích cực cho doanh nghiệp như đánh giá kỹ lưỡng thời điểm thị trường, phát huy những nhân tố ảnh hưởng tới giá cổ phiếu có ý nghĩa thống kê từ mô hình nghiên cứu, nâng cao nhận thức về mua lại cổ phiếu và pháp luật Việt Nam điều chỉnh hoạt động này.

Thứ hai, kết quả nghiên cứu của luận án cũng đóng góp giá trị cho các nhà đầu tư, công ty cùng ngành, các cơ quan quản lý và xã hội như đề xuất những giải pháp và kiến nghị nhằm hoàn thiện hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam và nâng cao được vai trò quản lý nhà nước trong hoạt động mua lại cổ phiếu như bổ sung trách nhiệm cho Trung tâm Lưu ký Chứng khoán, Sở Giao dịch Chứng khoán và các công ty chứng khoán nhằm minh bạch thị trường chứng khoán cũng như hoàn thiện hệ thống khuôn khổ pháp luật điều chỉnh hoạt động mua lại cổ phiếu tại Việt Nam.

6. Những hạn chế của luận án

Bên cạnh những đóng góp mới thì luận án vẫn còn những hạn chế nhất định. Những hạn chế trên sẽ là gợi ý cho các hướng nghiên cứu tiếp theo trong tương lai.

Thứ nhất, phạm vi nghiên cứu mới chỉ dừng lại ở các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam, vì vậy kết quả nghiên cứu có thể chưa phản ánh được đầy đủ về thực trạng hoạt động mua lại cổ phiếu của các công ty trong ngành công nghiệp Việt Nam.

Thứ hai, số liệu được thu thập trong luận án còn chưa đủ để phân tích được các ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên tính thanh khoản, công cụ chống thâm tóm hay mối liên hệ với cấu trúc sở hữu và những ảnh hưởng trong dài hạn của mua lại cổ phiếu.

7. Kết cấu của luận án

Ngoài lời mở đầu, kết luận và danh mục tài liệu tham khảo, luận án bao gồm năm chương:

Chương 1: Tổng quan tình hình nghiên cứu

Chương 2: Cơ sở lý luận về hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu

Chương 4: Phân tích thực trạng hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2017

Chương 5: Giải pháp và kiến nghị nhằm hoàn thiện hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU

1.1. Tổng quan các công trình nghiên cứu ở ngoài nước

1.1.1. Các nghiên cứu liên quan tới động cơ công ty mua lại cổ phiếu

Quyết định mua lại cổ phiếu được coi là quyết định chiến lược của các nhà quản lý, nhằm mang lại những lợi ích nhất định cho doanh nghiệp. Vì vậy, mua lại cổ phiếu luôn là chủ đề thu hút sự quan tâm không chỉ với các doanh nghiệp mà còn với các nhà nghiên cứu. Từ những năm 1960, hoạt động mua lại cổ phiếu đã rất phổ biến tại Mỹ.

Một trong những nghiên cứu đầu tiên chỉ ra động cơ tại sao công ty mua lại cổ phiếu là của Stewart (1976) với bài viết “*Should a corporation repurchase its own stock?*” (tạm dịch là Doanh nghiệp có nên mua lại cổ phiếu của chính mình hay không?). Tác giả đã tính toán chỉ số giá bằng cách lấy giá trung bình vào cuối năm thực hiện mua lại cổ phiếu với chỉ số đầu tiên và giá đóng cửa vào cuối năm những năm tiếp theo của các doanh nghiệp trong giai đoạn 1954 - 1973 (trong đó loại bỏ các doanh nghiệp có số lượng cổ phiếu mua lại ít hơn 0,25% so với số cổ phiếu đang lưu hành). Các doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu được chia ra thành 6 nhóm: (1) Số cổ phiếu mua lại trong khoảng 0,25% - 1,24%; (2) Trong khoảng 1,25% - 2,24%; (3) Trong khoảng 2,25% - 3,24%; (4) Trong khoảng 3,25% - 4,24%; (5) Trong khoảng 4,25% - 5,24% và (6) Số cổ phiếu mua lại nhiều hơn 5,25%. Kiểm định phi tham số Wilcoxon được sử dụng để so sánh chỉ số giá của các doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu với chỉ số giá của các doanh nghiệp không thực hiện mua lại cổ phiếu đã đưa ra kết luận doanh nghiệp mua lại cổ phiếu có chỉ số giá cao hơn các doanh nghiệp không thực hiện mua lại cổ phiếu. Qua nghiên cứu, Stewart cũng đưa ra động cơ chính mà các doanh nghiệp có quyết định mua lại cổ phiếu xuất phát từ khả năng của các nhà quản lý doanh nghiệp khi họ phát hiện được giá trị thực của cổ phiếu doanh nghiệp thấp hơn so với giá cổ phiếu trên thị trường hoặc khi doanh nghiệp có dư thừa lượng tiền mặt, qua đó doanh nghiệp quyết định mua lại cổ phiếu để điều chỉnh lại mức giá cổ phiếu của doanh nghiệp trở về giá trị thực của nó.

Trong nghiên cứu “*Why Do Firms Repurchase Stock?*” (tạm dịch là Tại sao doanh nghiệp mua lại cổ phiếu?) của Dittmar (2000), tác giả sử dụng mô hình hồi quy Tobit để kiểm định các doanh nghiệp có thông báo mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 1977-1996 và đưa ra kết luận, động cơ chính mà các doanh nghiệp quyết định mua lại cổ phiếu trong suốt cả giai đoạn này là cổ phiếu của doanh nghiệp đang bị định giá thấp và trong nhiều giai đoạn là do doanh nghiệp thông qua mua lại cổ phiếu để phân phối vốn vượt mức của mình. Bên cạnh đó, trong một vài năm cụ thể trong giai đoạn 1977-1996, doanh nghiệp mua lại cổ phiếu để thay đổi chỉ số đòn bẩy, nhằm tránh thâm thối và tránh tình trạng pha loãng của quyền chọn cổ phiếu.

Trùng lặp với những kết luận từ nghiên cứu của Dittmar (2000), nghiên cứu “*What Do We Know About Stock Repurchases?*” (tạm dịch là Chúng ta biết những gì về mua lại cổ phiếu?) của hai tác giả Grullon và Ikenberry (2000) đã tổng hợp lại từ những nghiên cứu trước những giả thuyết được coi là động cơ mà doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu bao gồm (1) Giả thuyết phát tín hiệu về việc doanh nghiệp bị định giá thấp, (2) giả thuyết chi phí đại diện của dòng tiền tự do, (3) giả thuyết mua lại cổ phiếu để phân phối vốn từ doanh nghiệp hoạt động kém với cơ hội đầu tư ít ỏi cho những doanh nghiệp có triển vọng đầu tư hơn, (4) giả thuyết thay thế cổ tức và (5) giả thuyết điều chỉnh cơ cấu vốn.

Kế thừa năm giả thuyết về động cơ mua lại cổ phiếu của Grullon và Ikenberry (2000), Baker và cộng sự (2003) đã tiến hành nghiên cứu “*Why companies use open-market repurchases: A managerial perspective*” (tạm dịch là Tại sao doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu trên thị trường mở: Quan điểm từ phía các nhà quản lý) thực hiện khảo sát 642 nhà quản lý tài chính cấp cao để đánh giá quan điểm của họ về động cơ doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu từ tháng 1/1998 đến tháng 9/1999. Dựa trên 194 phiếu trả lời từ các nhà quản lý cấp cao của doanh nghiệp có thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở, Baker và cộng sự đã chỉ ra rằng, lý do quan trọng nhất mà doanh nghiệp mua lại cổ phiếu là khi doanh nghiệp muốn phát tín hiệu về cổ phiếu đang bị định giá thấp. Những câu trả lời được lựa chọn về động cơ mua lại cổ phiếu trong phiếu khảo sát bao gồm “Nhằm sử dụng tốt nhất tiền mặt nhàn rỗi”, “Nhằm tăng giá cổ phiếu”, “Nhằm tăng thu nhập trên một cổ phiếu (Earnings Per Share – EPS)”.

Nghiên cứu của hai tác giả Jagannathan và Stephens (2003) trong “*Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs*” (tạm dịch là Những động cơ cho các chương trình mua lại cổ phiếu trên thị trường mở) đã chỉ ra sự khác biệt trong động cơ và đặc điểm doanh nghiệp ảnh hưởng đến quyết định mua lại cổ phiếu giữa hai nhóm doanh nghiệp trong giai đoạn 1986 – 1996: nhóm 1 - doanh nghiệp thực hiện chương trình mua lại cổ phiếu thường xuyên (ít nhất hai lần trong vòng 5 năm) và nhóm 2 - doanh nghiệp thỉnh thoảng mới thực hiện chương trình mua lại cổ phiếu (lần đầu tiên thực hiện mua lại cổ phiếu trong 5 năm). Kết quả chỉ ra rằng các chương trình mua lại cổ phiếu của nhóm 1 thường có quy mô lớn hơn và ít ảnh hưởng tới các chỉ số hiệu quả hoạt động kinh doanh, vì vậy các doanh nghiệp này thường sử dụng mua lại cổ phiếu thường xuyên như phương thức thay thế chi trả cổ tức. Đối với nhóm doanh nghiệp 2, chương trình mua lại cổ phiếu được thực hiện vì cổ phiếu doanh nghiệp đang bị định giá thấp do xảy ra sự bất cân xứng thông tin. Thêm vào đó các doanh nghiệp trong nhóm này có lợi nhuận hoạt động không ổn định, tỷ lệ sở hữu tổ chức đặc biệt thấp hơn còn tỷ lệ sở hữu của các nhà quản lý cao hơn và chỉ số giá trị thị trường-ghi sổ thấp hơn, điều này cho thấy giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp nhóm này đang bị đánh giá thấp. Đây cũng là lý do mà các doanh nghiệp nhóm 2 thực hiện mua lại cổ phiếu.

Nghiên cứu gần đây nhất về nguyên nhân doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu thuộc về “*Why do Firms Repurchase Stock?*” (tạm dịch là Tại sao các doanh nghiệp mua lại cổ phiếu?), được công bố trên tạp chí *Major Themes in Economics* của tác giả Voss (2012). Nghiên cứu đã chỉ ra rằng nguyên nhân chính mà các doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu xuất phát từ sự bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý doanh nghiệp và các nhà đầu tư, vì vậy mua lại cổ phiếu là hành động phát tín hiệu tới thị trường về việc doanh nghiệp đang bị định giá thấp. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng đưa ra một số lý do khác mà doanh nghiệp mua lại cổ phiếu bao gồm: tận dụng lợi thế về thuế khi sử dụng mua lại cổ phiếu thay thế chi trả cổ tức bằng tiền mặt, kích lệ nhà quản lý, tăng chỉ số EPS)¹

¹ Ngoài ra, cũng có nhiều nghiên cứu khác về động cơ mua lại cổ phiếu như: Masulis (1980), Cudd và cộng sự (1996), Ikenberry và Vermaelen (1996), Chan và cộng sự (2004) ...

1.1.2. Các nghiên cứu liên quan tới mối quan hệ giữa hoạt động mua lại cổ phiếu và doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu

❖ Ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh

Nhiều nghiên cứu trên thế giới đã chỉ ra rằng mua lại cổ phiếu có tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của chính doanh nghiệp mua lại.

Nghiên cứu của Nohel và Tarhan (1998) “*Share repurchases and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow*” (tạm dịch là Hoạt động mua lại cổ phiếu và hiệu quả hoạt động kinh doanh: Bằng chứng mới dựa trên những chi phí đại diện của dòng tiền tự do) trên 242 doanh nghiệp có thông báo mua lại cổ phiếu từ năm 1978 đến năm 1991 với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo bằng tỷ lệ giữa dòng tiền và giá trị thị trường của tài sản tạo ra dòng tiền đó. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng có một sự khác biệt đáng kể về hiệu quả hoạt động trước và sau khi doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu, chủ yếu đến từ những doanh nghiệp có hoạt động kém trước thời điểm thực hiện mua lại cổ phiếu, vì vậy doanh nghiệp muốn sử dụng mua lại cổ phiếu như một công cụ để khai thác hiệu quả hơn nguồn tài sản hiện có của mình thay vì đầu tư mới.

Nghiên cứu của hai tác giả Gup và Nam (2001) “*Stock Buybacks, Corporate Performance, and EVA*” (tạm dịch là Hoạt động mua lại cổ phiếu, hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp và giá trị kinh tế tăng thêm) đã chứng minh do tác động của việc mua lại cổ phiếu lên lượng tiền mặt dư thừa nên có sự khác biệt rất lớn về giá trị kinh tế tăng thêm (Economic Value Added – EVA) giữa những công ty không thực hiện mua lại cổ phiếu với những công ty thực hiện mua lại cổ phiếu của mình. Mẫu nghiên cứu trong bài bao gồm 122 công ty không thực hiện mua lại cổ phiếu và 73 công ty mua lại cổ phiếu trong năm 1995, qua đó nhóm tác giả đo lường hiệu quả hoạt động qua hệ số thu nhập trên vốn đầu tư (Return of Invested Captial – ROIC) và EVA vào các năm trước khi mua lại (năm 1994), năm mua lại (năm 1995) và sau khi mua lại cổ phiếu (năm 1996). Kết quả nghiên cứu cho thấy, những công ty mua lại cổ phiếu có kết quả hoạt động kinh doanh tốt hơn trong năm 1996 (tức là năm sau khi mua lại cổ phiếu) so với những công ty không thực hiện mua lại cổ phiếu.

Nghiên cứu của Lie (2005) “*Operating performance following open market share repurchase announcements*” (tạm dịch là Hiệu quả hoạt động kinh doanh sau những thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở) phân tích hiệu quả kinh doanh giữa công ty thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở nhưng không thực hiện và công ty có thông báo và thực hiện mua lại cổ phiếu. Nghiên cứu tập trung vào 4729 thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở trong giai đoạn 1981-2000. Kết quả nghiên cứu sử dụng dữ liệu theo quý cho thấy những doanh nghiệp thông báo và thực hiện mua lại cổ phiếu có hiệu quả kinh doanh thay đổi theo hướng tích cực hơn hẳn so với những doanh nghiệp chỉ có thông báo mà không thực hiện. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra việc cải thiện hiệu quả kinh doanh sẽ diễn ra chủ yếu sau 2 quý và 2 năm tài chính tiếp theo kể từ ngày doanh nghiệp bắt đầu việc mua lại cổ phiếu của mình, tuy nhiên điều này chỉ đúng với những doanh nghiệp thông báo và thực hiện mua lại trong cùng một quý và trong một năm tài chính.

Nghiên cứu của Gong và cộng sự (2008), “*Earnings Management and Firm Performance Following Open- Market Repurchases*” (tạm dịch là Quản trị thu nhập và hiệu quả hoạt động kinh doanh sau các thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở), đo lường các chỉ số tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (Return on Assets ROA) theo quý và lợi nhuận bất thường sau 1720 thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở trong giai đoạn 1984- 2002 tại Mỹ lại đưa ra kết quả đi ngược lại với các nghiên cứu trước đây, khi nhóm tác giả tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa mua lại cổ phiếu và hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Trong khi đó, nghiên cứu của Chandren và cộng sự (2017) “*The Impact of Accretive Share Buyback on Long- term Performance*” (tạm dịch là Ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh trong dài hạn) trên 220 công ty niêm yết tại Malaysia có thực hiện mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 2001-2008 đã đưa ra kết quả rằng, mua lại cổ phiếu có tác động tích cực lên các chỉ số ROA, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (Return on Equity – ROE) hay Tobin’s Q của công ty trong chính năm thông báo và 3 năm sau thời điểm thông báo mua lại cổ phiếu.²

² Ngoài ra, cũng có nhiều nghiên cứu khác về ảnh hưởng lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp khi mua lại cổ phiếu như: Ikenberry và cộng sự (2000), Grullon và Michaely (2004), Yook (2010) ...

❖ *Hoạt động mua lại cổ phiếu và cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp*

Hai nghiên cứu nổi bật về mối liên hệ giữa mua lại cổ phiếu và cấu trúc sở hữu đều được phân tích với số liệu doanh nghiệp thực hiện mua lại tại Pháp.

Nghiên cứu của Ginglinger và L’Her (2006) “*Ownership Structure and Open Market Stock Repurchases in France*” (tạm dịch là Cấu trúc sở hữu và hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường mở tại Pháp) phân tích ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu tới phản ứng của thị trường với 363 chương trình mua lại cổ phiếu trên thị trường mở tại Pháp từ tháng 7/1998 đến tháng 7/1999 bằng việc tính toán lợi nhuận bất thường tích lũy trong 11 ngày xung quanh ngày thông báo mua lại cổ phiếu. Kết quả cho thấy: Những chương trình mua lại cổ phiếu mang đến tín hiệu tốt khi doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài và đặc điểm của các cổ đông sẽ ảnh hưởng đến phản ứng của thị trường với các thông báo mua lại, đặc biệt doanh nghiệp gia đình kiểm soát sẽ mang lại hiệu ứng tiêu cực khi thông báo mua lại cổ phiếu vì cổ đông kiểm soát là gia đình sẽ mang lại rủi ro cao hơn cho nhà đầu tư.

Nhóm tác giả Houcine và Boubaker (2013) đã tiến hành nghiên cứu “*The Relation between Stock Repurchase and Ownership Structure in France*” (tạm dịch là Mối quan hệ giữa mua lại cổ phiếu và cấu trúc sở hữu tại Pháp) nhằm phân tích mối quan hệ giữa các loại cổ đông trong doanh nghiệp tại Pháp với chính sách mua lại cổ phiếu. Với 462 quan sát từ 77 doanh nghiệp niêm yết tại Pháp trong giai đoạn 2003 – 2008, nhóm tác giả sử dụng phương pháp hồi quy OLS và đưa ra kết luận: Một là, doanh nghiệp có nhà đầu tư tổ chức (institutional investors) sẽ mang đến ảnh hưởng tiêu cực với các chương trình mua lại cổ phiếu vì họ ưa thích cổ tức hơn là mua lại cổ phiếu; hai là, có mối quan hệ tích cực giữa việc nhà quản lý có sở hữu cổ phiếu của doanh nghiệp với các chương trình mua lại cổ phiếu vì họ muốn thông qua mua lại cổ phiếu để tăng tỷ lệ phần trăm cổ phiếu nắm giữ trong doanh nghiệp.

❖ *Hoạt động mua lại cổ phiếu và hoạt động chi trả cổ tức*

Một trong những nghiên cứu đầu tiên về hoạt động mua lại cổ phiếu và chi trả cổ tức tiền mặt là nghiên cứu của Barclay và Smith (1988) “*Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases*” (tạm dịch là Chính sách chi trả của doanh nghiệp: cổ tức tiền mặt và mua lại cổ phiếu trên thị trường mở).

Nghiên cứu này so sánh hai hình thức phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp đến cổ đông: trả cổ tức bằng tiền mặt và mua lại cổ phiếu trên thị trường mở, trong đó mua lại cổ phiếu có lợi ích về thuế tuy nhiên doanh nghiệp lại ưa thích việc sử dụng cổ tức để phân phối lợi nhuận doanh nghiệp đến cổ đông hơn. Barclay và Smith cũng giải thích nguyên nhân là do khoản chi phí phát sinh đi kèm với việc mua lại cổ phiếu trên thị trường mở. Khi một doanh nghiệp mua lại cổ phiếu trên thị trường thứ cấp, nhà quản lý sẽ có cơ hội sử dụng những thông tin nội bộ để hưởng lợi bằng việc được lợi từ chính chi phí mà cổ đông bỏ ra.

Nghiên cứu của Bartov và cộng sự (1998) với tựa đề “*Evidence on How Companies Choose Between Dividends and Open-Market Stock Repurchases*” (tạm dịch là Công ty lựa chọn giữa chi trả cổ tức và mua lại cổ phiếu trên thị trường mở như thế nào) đã phân tích những nhân tố ảnh hưởng đến quyết định chọn lựa của doanh nghiệp giữa sử dụng cổ tức và thực hiện mua lại cổ phiếu trên thị trường mở dựa trên 150 doanh nghiệp công bố chương trình mua lại cổ phiếu trên thị trường mở giai đoạn 1986-1992. Kết quả nghiên cứu khẳng định cả 3 giả thuyết về các nhân tố ảnh hưởng bao gồm: (1) giả thuyết vốn chủ sở hữu bị định giá thấp; (2) giả thuyết về lương thưởng nhà quản lý và (3) giả thuyết về việc nắm giữ cổ phần của các nhà đầu tư tổ chức.

Jagannathan và cộng sự (2000) đã tiến hành nghiên cứu những đặc điểm tài chính của doanh nghiệp và ảnh hưởng lên quyết định của doanh nghiệp trong việc lựa chọn giữa chi trả cổ tức và mua lại cổ phiếu khi phân phối thu nhập tới cổ đông trong “*Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases*” (tạm dịch là Sự linh hoạt về tài chính và sự lựa chọn giữa chi trả cổ tức với mua lại cổ phiếu). Nhóm tác giả đã chỉ rõ số lượng thương vụ mua lại cổ phiếu gia tăng nhiều từ năm 1985 đến năm 1996. Chỉ tính riêng năm 1996, các thương vụ mua lại cổ phiếu thực sự được thực hiện lên tới \$63,3 tỷ, nhưng con số này vẫn được coi là rất ít nếu so với \$141,7 tỷ cổ tức được trả vào năm đó. Vì vậy, phân tích hồi quy đa biến được thực hiện với kết quả những doanh nghiệp có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh nhiều có xu hướng chi trả cổ tức trong khi những doanh nghiệp có dòng tiền bất thường cao sẽ thực hiện mua lại cổ phiếu.

So với những nghiên cứu trước thì hai tác giả Grullon và Michaely (2002) đã tìm hiểu về xu hướng phân phối lợi nhuận của các doanh nghiệp có phải dần thay thế chi trả cổ tức bằng mua lại cổ phiếu hay không trong bài báo với tiêu đề “*Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis*” (tạm dịch là Cổ tức, Mua lại cổ phiếu và giả thuyết về sự thay thế). Nghiên cứu sử dụng mô hình cổ tức của Lintner’s (1956) với các doanh nghiệp trong giai đoạn 1972-2000, nhóm tác giả đã kết luận có sự khác biệt giữa việc chi trả cổ tức thực sự và kỳ vọng của doanh nghiệp có xu hướng âm khi doanh nghiệp dùng nhiều tiền hơn vào hoạt động mua lại cổ phiếu, qua đó chỉ ra mua lại cổ phiếu và cổ tức là hình thức thay thế nhau. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng tìm ra bằng chứng cho thấy các doanh nghiệp mới có xu hướng sử dụng cổ tức để phân phối lợi nhuận tới cổ đông nhưng các doanh nghiệp lớn, lâu đời thì ưa thích mua lại cổ phiếu để phân phối tiền mặt hơn.³

❖ *Hoạt động mua lại cổ phiếu và chống thâm tóm doanh nghiệp*

Có rất nhiều nghiên cứu trên thế giới đã kết luận các doanh nghiệp sử dụng mua lại cổ phiếu như một hình thức bảo vệ chính mình trong cuộc chiến nắm quyền kiểm soát công ty, trong đó bao gồm các nghiên cứu điển hình dưới đây.

Nghiên cứu của Bagnoli và cộng sự (1989) “*Stock Repurchase as a Takeover Defense*” (tạm dịch là Mua lại cổ phiếu như một công cụ chống thâm tóm) nhấn mạnh đến chi phí thâm tóm doanh nghiệp có thể sẽ tăng nếu như doanh nghiệp mục tiêu phân phối tiền mặt qua hình thức mua lại cổ phiếu. Bằng việc xây dựng mô hình kiểm định mua lại cổ phiếu như một hình thức chống thâm tóm của doanh nghiệp bằng cách phát tín hiệu những thông tin nội bộ của nhà quản lý về giá trị thực của doanh nghiệp, kết quả cho thấy các nhà quản lý doanh nghiệp mua lại cổ phiếu để ngăn chặn việc thâm tóm chỉ khi chi phí thực hiện công việc này không quá cao. Vì chi phí có mối quan hệ ngược chiều với giá trị của doanh nghiệp nên chương trình mua lại cổ phiếu là một tín hiệu rằng giá trị doanh nghiệp vẫn cao, qua đó ngăn chặn việc bị thâm tóm. Tuy nhiên, dù mua lại cổ phiếu có thể làm gia tăng giá trị kỳ vọng của cổ phiếu nhưng nó cũng làm cho cổ phiếu rủi ro hơn.

³ Ngoài ra, cũng có nhiều nghiên cứu khác về hoạt động mua lại cổ phiếu và hoạt động chi trả cổ tức như: Denis (1990), Lie và Lie (1999), Guay và Harford (2000), Eije và Megginson (2008) ...

Các nghiên cứu của Bagwell (1991a) “*Share repurchase and takeover deterrence*” (tạm dịch là Mua lại cổ phiếu và chống thâm tóm) và Bagwell (1991b) “*Shareholder Heterogeneity: Evidence and Implications*” (tạm dịch là Sự đa dạng cổ đông: Bằng chứng và một vài gợi ý) xây dựng mô hình nhằm kiểm định giả thuyết về sự đa dạng của giá trị cổ đông hay giá trị của số cổ phần một cổ đông đang nắm giữ khi doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu để chống thâm tóm. Để tránh các khoản thuế phải trả do sự tăng giá của cổ phiếu, các nhà đầu tư có thể giữ các cổ phiếu khi giá của chúng tăng liên tục qua các năm. Tuy nhiên, khi nhà đầu tư bán số cổ phiếu này thì họ sẽ bị đánh thuế tính trên thặng dư vốn, vì vậy các công ty sẽ thành công ngăn chặn nguy cơ bị thâm tóm bằng chính sách mua lại cổ phiếu nếu mức thuế trên thặng dư vốn này cao và lãi suất thấp. Bên cạnh đó, công ty có thể thực hiện mua lại cổ phiếu để tăng chi phí thâm tóm bằng cách thay đổi sự phân phối giá trị cổ phiếu của cổ đông còn lại bằng cách chào mua cổ phiếu của các cổ đông có giá trị thấp, có thể với giá cao hơn một chút so với giá những người đi mua tiềm năng sẽ trả. Điều này sẽ làm cho những người mua tiềm năng phải đối mặt với những cổ đông có giá trị lớn, những người có quyền lực lớn hơn trong việc đàm phán về giá trị doanh nghiệp. Vì vậy, chi phí để thâm tóm sẽ lớn hơn nhiều và doanh nghiệp sẽ tránh được nguy cơ này.

Nghiên cứu của Sinha (1991) “*Share Repurchase as a Takeover Defense*” (tạm dịch là Mua lại cổ phiếu như một công cụ chống thâm tóm) sử dụng mô hình Probit để kiểm định mối liên hệ giữa mua lại cổ phiếu và chống thâm tóm doanh nghiệp. Tác giả cho rằng doanh nghiệp có thể áp dụng phương pháp phát hành nợ để thực hiện mua lại cổ phiếu do có lợi thế về thông tin với mục đích loại bỏ những người mua tiềm năng kể cả với những doanh nghiệp mà các nhà quản lý nắm giữ lượng vốn chủ sở hữu ít.

Kế thừa nghiên cứu của Bagnoli và cộng sự (1989) và Bagwell (1991), Persons (1994) đã thực hiện nghiên cứu “*Signaling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases: Dutch Auctions versus Fixed Price Tender Offers*” (tạm dịch là Phát tín hiệu và chống thâm tóm với hoạt động mua lại cổ phiếu: so sánh giữa đấu giá kiểu Hà Lan và chào mua theo giá cố định) nhằm chọn ra phương thức hiệu quả hơn với mục tiêu chống thâm tóm. Kết quả nghiên cứu cho thấy phương thức chào

mua với giá cố định là phương thức hiệu quả hơn với mục tiêu phát tín hiệu tới thị trường về việc doanh nghiệp đang bị định giá thấp, trong khi đó đấu giá kiểu Hà Lan là phương thức chống thâm tóm hiệu quả hơn cho doanh nghiệp.

Khác với nghiên cứu của Persons (1994) khi tập trung vào hai hình thức đấu giá kiểu Hà Lan và chào mua theo giá cố định khi thực hiện mua lại cổ phiếu thì nghiên cứu của Billet và Xue (2007) “*The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases*” (tạm dịch là Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường mở lên việc chống thâm tóm doanh nghiệp) lại đánh giá vai trò chống thâm tóm doanh nghiệp của hình thức mua lại cổ phiếu trên thị trường mở. Với dữ liệu là tất cả các doanh nghiệp (loại trừ các công ty tài chính, dịch vụ và các doanh nghiệp có giá một cổ phiếu dưới 5USD hoặc có tổng tài sản dưới 5 triệu USD) niêm yết tại Mỹ có hoạt động mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 1985-1996, nhóm tác giả xây dựng mô hình xác định khả năng bị thâm tóm như một biến tiềm ẩn và kiểm định liệu việc doanh nghiệp nhận thức được về nguy cơ bị thâm tóm của mình thì có ảnh hưởng đến quyết định mua lại cổ phiếu hay không. Kết quả từ mô hình Tobit và phương pháp hồi quy phân vị có biến kiểm duyệt của Powell cho thấy doanh nghiệp sẽ càng thực hiện nhiều hoạt động mua lại cổ phiếu khi phải đối mặt với nguy cơ cao bị thâm tóm.

1.1.3. Các nghiên cứu liên quan tới ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đối với nhà đầu tư

❖ Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu

Có rất nhiều nghiên cứu trên thế giới đánh giá về ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu của doanh nghiệp, trong đó hầu hết các nghiên cứu đều xuất phát từ giả thuyết doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu nhằm phát tín hiệu ra thị trường về việc doanh nghiệp đang bị định giá thấp.

Nghiên cứu của Vermaelen (1981) “*Common stock repurchases and market signalling: An Empirical Study*” (Tạm dịch là Mua lại cổ phiếu phổ thông và phát tín hiệu cho thị trường: Nghiên cứu thực nghiệm) đánh giá phản ứng giá cổ phiếu của doanh nghiệp thông báo và thực hiện mua lại cổ phiếu theo hai hình thức: chào mua với giá cố định và mua lại trên thị trường mở. Với 131 vụ chào mua với giá cố

định cao hơn giá thị trường từ 111 doanh nghiệp trong giai đoạn 1962-1977 và 243 vụ mua lại cổ phiếu trên thị trường mở từ 198 doanh nghiệp từ năm 1970 đến tháng 4 năm 1978, tính trung bình có 5,01% cổ phiếu được mua lại trên thị trường mở trong khi 14,79% cổ phiếu được mua lại với giá cố định. Sử dụng phương pháp kiểm định độ tin cậy với tính toán lợi nhuận bất thường (abnormal return) trong 60 ngày trước và sau thông báo mua lại cổ phiếu (trừ đi 10 ngày trước và sau thông báo) với cả 2 hình thức và 5 ngày trước ngày thực hiện mua lại cổ phiếu chào mua với giá cố định cho tới 20 ngày sau ngày thực hiện. Kết quả của nghiên cứu cho thấy doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu sẽ làm tăng giá cổ phiếu, nhưng điều này được kiểm chứng rõ hơn với trường hợp doanh nghiệp chào mua với giá cố định với mức lợi nhuận bất thường tăng so với trước khi mua lại, đạt 13,34% sau 60 ngày thông báo chào mua.

Kế thừa nghiên cứu năm 1981, Vermaelen và Lakonishok (1990) tiếp tục thực hiện công trình nghiên cứu “*Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers*” (Phản ứng giá cổ phiếu bất thường xung quanh chào mua cổ phiếu với giá cố định) nhằm đánh giá về phản ứng giá cổ phiếu của doanh nghiệp với chào mua lại cổ phiếu với giá cố định. Nghiên cứu này bao gồm 258 vụ mua lại với giá cố định của các doanh nghiệp niêm yết tại Mỹ từ năm 1962 đến năm 1986, được chia thành 2 giai đoạn: giai đoạn 1 (1962-1979) gần giống với giai đoạn nghiên cứu trong công trình của Vermaelen (1981) và giai đoạn 2 (1980-1986). Nhóm tác giả tính lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy cho các doanh nghiệp trong dữ liệu nghiên cứu trong 24 tháng bắt đầu từ 2 ngày trước thông báo mua lại cổ phiếu với giá cố định. So sánh 2 giai đoạn, giai đoạn 2 có lợi nhuận bất thường thấp hơn so với giai đoạn 1 nhưng các doanh nghiệp trong cả 2 giai đoạn này đều kiếm được lợi nhuận bất thường tăng lên đáng kể sau khi thực hiện mua lại cổ phiếu, giai đoạn 1 tăng từ 15,75% lên 30,11% trong khi giai đoạn 2 tăng từ 10,34% lên 14,69%.

Nghiên cứu của Ikenberry và cộng sự (1995) “*Market underreaction to open market share repurchases*” (tạm dịch là Phản ứng tiêu cực của thị trường với những thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở) đánh giá những phản ứng của thị trường xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở. Dựa trên 1239 thông báo mua lại cổ phiếu được báo cáo trong tờ Wall Street từ tháng 1/1980 đến

tháng 12/1990, nhóm tác giả kiểm định cả lợi nhuận ngắn hạn và dài hạn với tính toán lợi nhuận bất thường ngắn hạn trong khoảng thời gian từ 20 ngày trước thông báo đến 10 ngày sau thông báo, trong khi đó hiệu quả dài hạn được đo lường bằng hai phương pháp: một là kỹ thuật dựa vào so sánh lợi nhuận bất thường tích lũy với một số chỉ tiêu và hai là tính toán hiệu quả dài hạn với giả định sử dụng chiến lược mua và nắm giữ (buy-and-hold strategy). Kết quả nghiên cứu cho thấy, thị trường phản ứng với thông báo mua lại cổ phiếu với lợi nhuận chỉ là 3,5% và nhìn chung thì thị trường phản ứng tiêu cực với các thông báo mua lại cổ phiếu. Sử dụng chiến lược mua và nắm giữ, lợi nhuận bất thường năm thứ 4 sau thông báo mua lại cổ phiếu dao động tầm 12% trong khi đó thông báo mua lại cổ phiếu phản ánh việc cổ phiếu đang bị định giá thấp so với giá thực khoảng 15%. Điều này có thể giải thích bằng việc định giá thấp là nguyên nhân quan trọng cho các hoạt động mua lại cổ phiếu nhưng vẫn có rất nhiều lý do khác nữa.

Nghiên cứu của Liu và Ziebart (1997) “*Stock Returns and Open-Market Stock Repurchase Announcements*” (tạm dịch là Lợi nhuận từ cổ phiếu và các thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở) nhằm đánh giá về những phản ứng của thị trường (giá cổ phiếu) với 264 thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán New York (The New York Stock Exchange – NYSE) trong giai đoạn 1984-1989. Tương tự với các nghiên cứu trước thì nhóm tác giả cũng dựa vào việc tính toán lợi nhuận bất thường trong hai ngày trước và sau khi có thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở và trong giai đoạn 10 ngày, 30 ngày, 60 ngày sau khi doanh nghiệp đưa ra thông báo. Kết quả chạy mô hình OLS cho thấy, thị trường có phản ứng rất mạnh mẽ khi giá cổ phiếu có xu hướng tăng nếu như thị trường nhận định thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở là một tín hiệu tốt về tiềm năng của doanh nghiệp.

Năm 2004, tác giả Hatakeda và Isagawa đã tiến hành nghiên cứu “*Stock price behavior surrounding stock repurchase announcements: Evidence from Japan*” (Tạm dịch là Phản ứng giá cổ phiếu xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu: Bằng chứng từ Nhật Bản) để kiểm tra giá cổ phiếu xung quanh thời điểm thông báo mua lại cổ phiếu tại 452 doanh nghiệp Nhật Bản niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo có thông báo mua lại cổ phiếu từ tháng 11/1995 đến tháng 11/1998.

Với 445 thông báo mua lại cổ phiếu chia ra thành 2 nhóm: Nhóm 1 - 87 thông báo mua lại cổ phiếu có thực hiện hoạt động mua lại và nhóm 2 - 358 thông báo mua lại cổ phiếu nhưng không thực hiện mua lại cổ phiếu, nhóm tác giả tính toán lợi nhuận trung bình hàng ngày và lợi nhuận bất thường tích lũy trong giai đoạn 20 ngày trước (ngày -20) và 20 ngày sau thông báo mua lại cổ phiếu (ngày +20). Kết quả chạy mô hình hồi quy cho thấy các doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu đều trải qua 1 giai đoạn giá cổ phiếu bị giảm trước thời điểm thông báo và giai đoạn giá cổ phiếu tăng sau khi doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu (tăng 0,91% ngay trong ngày thông báo và 1,24%; 2,15% vào ngày +1 và ngày +2 sau thông báo). So sánh giữa nhóm 1 và nhóm 2 thì nhóm tác giả tìm thấy sự khác biệt ở giai đoạn trước thời điểm thông báo mua lại cổ phiếu, trong đó nhóm 1 có thực hiện mua lại cổ phiếu sẽ có giai đoạn giá cổ phiếu bị giảm sâu hơn trước khi có thông báo mua lại cổ phiếu so với nhóm 2 không thực hiện mua lại cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu cũng khẳng định giả thuyết về định giá thấp trong những nghiên cứu trước.⁴

❖ *Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên tính thanh khoản trong doanh nghiệp*

Nghiên cứu đầu tiên có đề cập đến mối quan hệ giữa hoạt động mua lại cổ phiếu và tính thanh khoản là của Barclay và Smith (1988) trong “*Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases*” (tạm dịch là Chính sách chi trả của doanh nghiệp: cổ tức tiền mặt và mua lại cổ phiếu trên thị trường mở). Barclay và Smith đã tính toán khoảng chênh lệch giữa giá mua-giá bán (bid-ask spread) tại thời điểm trước và sau của 153 thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở từ năm 1970 đến năm 1978. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng khoảng chênh lệch giữa giá mua-giá bán tăng lên nhiều hơn vào năm ngày sau thông báo mua lại so với năm ngay trước thông báo, qua đó nhóm tác giả khẳng định tính thanh khoản sẽ tăng sau khi doanh nghiệp có thông báo mua lại cổ phiếu đúng như giả thuyết về bất cân xứng thông tin sẽ làm những người giao dịch nắm được thông

⁴ Ngoài ra, cũng có nhiều nghiên cứu khác về ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu như: Dann (1981), Isagawa (2002), Liao và cộng sự (2005), McNally và cộng sự (2006) ...

tin thực hiện mua-bán ở mức giá tốt nhất làm cho giá mua giảm, giá bán tăng, khoảng chênh lệch giữa giá mua-bán tăng.

Singh và cộng sự (1994) tiếp tục phân tích mối liên hệ này trong nghiên cứu “*Liquidity Changes Associated with Open Market Repurchases*” (tạm dịch là Sự thay đổi trong tính thanh khoản liên quan tới hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường mở). Nhóm tác giả phân tích 181 thông báo mua lại cổ phiếu giai đoạn 1983-1990 bằng cách đo lường giá mua-bán theo ngày và sử dụng mô hình hồi quy nhưng đưa ra kết quả khác với nghiên cứu của Barclay và Smith (1988). Nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng nào chứng minh tính thanh khoản sẽ tăng sau khi có thông báo mua lại cổ phiếu, bù lại nghiên cứu tìm thấy sự tăng lên trong khoảng chênh lệch giữa giá bán-giá mua trước thời điểm có thông báo mua lại. Điều này được lý giải là do có sự sụt giảm đáng kể trong mức giá trung bình trước thông báo mua lại cổ phiếu nên khoảng chênh lệch giữa giá bán-giá mua cũng tăng lên.

Kế thừa nghiên cứu của Barclay và Smith (1988), Wiggins (1994) đã thực hiện nghiên cứu “*Open market stock repurchase programs and liquidity*” (tạm dịch là Các chương trình mua lại cổ phiếu trên thị trường mở và tính thanh khoản) trên 195 thông báo từ 191 doanh nghiệp niêm yết tại Mỹ trong giai đoạn 1988-1990. Wiggins đo lường khoảng chênh lệch của giá mua-giá bán và độ sâu thị trường xung quanh các chương trình mua lại cổ phiếu trên thị trường mở. Nghiên cứu đưa ra kết luận cũng có sự khác biệt so với nghiên cứu của Barclays và Smith (1988), trong đó Wiggins đã tìm thấy những bằng chứng về sự sụt giảm nhẹ chênh lệch giữa giá mua-giá bán nhưng không có sự thay đổi nào về độ sâu của thị trường sau thông báo mua lại cổ phiếu. Vì vậy, tác giả đã chỉ ra rằng những thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở không có ảnh hưởng nào bất lợi với tính thanh khoản.

Khác với những nghiên cứu trước tập trung vào các thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở thì Nayar và cộng sự (2008) lại phân tích vào các thương vụ chào mua cổ phiếu với giá cố định và đấu giá kiểu Hà Lan từ tháng 1/1993 đến tháng 12/2004 trong nghiên cứu “*Share Repurchase Offers and Liquidity: An Examination of Temporary and Permanent Effects*” (tạm dịch là Chào mua lại cổ phiếu và tính thanh khoản: Đánh giá những ảnh hưởng tạm thời và lâu dài), trong đó tập trung vào ba thời điểm quan trọng: ngày thông báo mua lại, ngày hết hạn thực

hiện mua lại và ngày kết quả (là ngày làm việc tiếp theo ngay sau ngày hết hạn thực hiện mua lại). Với chào mua cổ phiếu với giá cố định thì nhà đầu tư đã biết chính xác khối lượng và thời điểm doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu, trong đó giai đoạn chào mua thường kéo dài 30 ngày. Nhóm tác giả đo lường tính thanh khoản trong ba giai đoạn: 75 ngày trước ngày thông báo mua lại, 30 ngày chào mua và 75 ngày sau ngày kết quả. Kết quả nghiên cứu cho thấy tính thanh khoản được tăng lên đáng kể trong giai đoạn 30 ngày chào mua cổ phiếu, nhưng sự gia tăng này chỉ là tạm thời và trong ngắn hạn; tuy nhiên trong dài hạn (cụ thể là trong giai đoạn 75 ngày sau ngày kết quả) thì các thương vụ chào mua cổ phiếu với giá cố định hay đấu giá kiểu Hà Lan không phải là công cụ hiệu quả để làm tăng tính thanh khoản.

Trong những năm gần đây, Hillert và cộng sự (2016) đã tiến hành nghiên cứu “*Stock repurchases and liquidity*” (tạm dịch là Mua lại cổ phiếu và tính thanh khoản) dựa trên 50.204 thương vụ mua lại cổ phiếu tại Mỹ trong giai đoạn 2004-2010. Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả đã sử dụng phân tích biến công cụ và kiểm soát nội sinh nhằm chứng minh những kết quả trong các nghiên cứu trước đây, đặc biệt là nghiên cứu của Barclay và Smith (1998). Kết quả từ nghiên cứu của Hillert và cộng sự cho thấy hoạt động mua lại cổ phiếu có tác dụng nâng cao tính thanh khoản cổ phiếu doanh nghiệp trên thị trường, đặc biệt vào thời điểm các nhà đầu tư khác bán lại cổ phiếu của doanh nghiệp hoặc trong giai đoạn khủng hoảng.⁵

1.1.4. Các nghiên cứu liên quan tới ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành

Nghiên cứu của Hertzal (1991) “*The Effects of Stock Repurchases on Rival Firms*” (tạm dịch là Những ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên doanh nghiệp đối thủ cùng ngành), trong đó tác giả nghiên cứu 134 thông báo chào mua cổ phiếu với giá cố định trong giai đoạn 1970-1984. Tác giả đã tính toán lợi nhuận bất thường tích lũy của các doanh nghiệp trong cùng ngành trong 5 ngày trước và sau thông báo mua lại cổ phiếu của một doanh nghiệp trong ngành và áp dụng các kiểm định hồi quy. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho thấy tác giả không tìm thấy phản ứng

⁵ Ngoài ra, cũng có nhiều nghiên cứu khác về ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên tính thanh khoản của doanh nghiệp như: Ginglinger và Hamon (2007), Brockman và cộng sự (2008), Cesari và cộng sự (2011) ...

nội ngành (intra-industry effects) nào đáng kể trước hoạt động mua lại, qua đó kết luận rằng hầu như giá cổ phiếu của doanh nghiệp trong cùng ngành không bị ảnh hưởng bởi các thông báo mua lại của một doanh nghiệp trong ngành (dù có một phần nhỏ giá cổ phiếu của các công ty trong cùng ngành bị tác động tiêu cực gây ra bởi các quyết định mua lại cổ phiếu sau một khoảng thời gian dài hơn sau thông báo, nhưng nhìn chung không ảnh hưởng đến kết luận chung của nghiên cứu).

Sau nghiên cứu của Hertzal (1991), với nhận thức các ngành khác nhau đều có những đặc điểm riêng biệt dẫn đến những kết quả khác nhau trong mối quan hệ giữa mua lại cổ phiếu và doanh nghiệp cùng ngành, trên thế giới bắt đầu có các nghiên cứu về một ngành cụ thể trong một quốc gia. Mở đầu là nghiên cứu của Akhigbe và Madura (1999) “*Intraindustry Effects of Bank Stock Repurchases*” (tạm dịch là Những ảnh hưởng nội ngành ngân hàng của hoạt động mua lại cổ phiếu) với 77 ngân hàng có thông báo mua lại cổ phiếu giai đoạn 1978-1995. Khác kết quả của Hertzal (1991) thì hai tác giả Akhigbe và Madura đã tìm được những bằng chứng cho thấy cả doanh nghiệp mua lại và các doanh nghiệp trong cùng ngành đều hưởng lợi từ những ảnh hưởng tích cực trong giai đoạn 2 ngày sau thông báo mua lại cổ phiếu với giá cổ phiếu tăng 0,19%. Đây được coi là bằng chứng cho thấy “những tín hiệu tốt” sẽ có tính lan tỏa; cụ thể là thông tin được coi là tín hiệu tốt cho doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu cũng được xem là tín hiệu tốt cho toàn ngành.

Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên các công ty cùng một ngành được hai tác giả Miller và Shankar (2005) nghiên cứu trong “*The Effects of Open-Market Stock Repurchases by Insurance Companies*” (tạm dịch là Những ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường mở trong các công ty bảo hiểm). Dựa trên dữ liệu là 96 thông báo mua lại cổ phiếu trong ngành bảo hiểm ở Mỹ giai đoạn 1980–2000, kết quả nghiên cứu cho thấy việc công bố mua lại cổ phiếu của một doanh nghiệp bảo hiểm có tác động tiêu cực (-0,32%) đến các công ty cùng ngành, đặc biệt là sau 120 ngày từ ngày thông báo mua lại cổ phiếu đối với các doanh nghiệp lần đầu mua lại cổ phiếu. Phản ứng nội ngành bảo hiểm trong nghiên cứu này đối với quyết định mua lại cổ phiếu đã cho thấy một thông báo mua

lại cổ phiếu có thể báo hiệu một sự cải thiện trong triển vọng về lợi nhuận của doanh nghiệp nên ảnh hưởng tiêu cực tới các công ty khác trong ngành.⁶

1.2. Tổng quan các công trình nghiên cứu tại Việt Nam

1.2.1. Các nghiên cứu liên quan đến hoạt động mua lại cổ phiếu tại Việt Nam

Nếu như trên thế giới có rất nhiều nghiên cứu về hoạt động mua lại cổ phiếu thì tại Việt Nam số lượng nghiên cứu về hoạt động này vẫn còn hạn chế.

Một trong những nghiên cứu đầu tiên đề cập đến mua lại cổ phiếu là nghiên cứu của tác giả Nguyễn Thu Thủy (2011) với tiêu đề “*Mua lại cổ phiếu – Một chính sách quan trọng của công ty cổ phần*”. Trong nghiên cứu này, tác giả đưa ra tổng quan lý thuyết về mua lại cổ phiếu từ khái niệm đến mục đích mua lại cổ phiếu như: tăng EPS, tăng giá cổ phiếu; giảm bớt hiện tượng cổ phiếu bị định giá thấp; hỗ trợ giá cổ phiếu trong điều kiện thị trường suy giảm; điều chỉnh cơ cấu vốn; bảo vệ công ty trước nguy cơ thâm tóm; trả lượng tiền mặt dư thừa ra cho cổ đông; tăng thu nhập cho các nhà quản trị công ty và bù đắp cho việc pha loãng cổ phiếu. Ngoài ra, tác giả cũng đưa ra ba phương thức mua lại cổ phiếu phổ biến bao gồm mua lại cổ phiếu trên thị trường mở, mua lại cổ phiếu theo hình thức tự chào mua hay mua lại cổ phiếu có định hướng mục tiêu và so sánh những khác biệt giữa cổ phiếu quỹ với việc trả cổ tức tiền mặt.

Năm 2014, nhóm nghiên cứu của Trường ĐH Kinh tế TP Hồ Chí Minh đã thực hiện Đề tài nghiên cứu khoa học “*Mua lại cổ phiếu – Công cụ tiềm năng đánh lừa các nhà đầu tư: Nghiên cứu thực nghiệm tại thị trường Việt Nam*” bằng phương pháp đo lường biến kế toán dồn tích (accruals) cho các công ty sử dụng như biến đại diện cho chất lượng thu nhập và mối liên hệ với mua lại cổ phiếu. Đề tài thu thập báo cáo tài chính kiểm toán hàng năm từ 2007 đến 2012 của hơn 500 công ty niêm yết trên các sàn HNX, HOSE và tiến hành đo lường Accruals của từng công ty theo hàng năm. Sử dụng mô hình Tobit cho mẫu quan sát là 311 đợt phát hành cổ phiếu từ tháng 1/2008 đến tháng 12/2013 thu được kết quả tỷ suất sinh lợi bất thường của cổ phiếu hoàn toàn không phản ánh được nhân tố DA (là Accruals có thể điều

⁶ Ngoài ra, cũng có nhiều nghiên cứu khác về ảnh hưởng lên các doanh nghiệp trong cùng ngành của hoạt động mua lại cổ phiếu như Erwin và Miller (1998), Chang và cộng sự (2005) ...

chính), tức là thị trường hoàn toàn không phân biệt được thông báo mua lại cổ phiếu này được đưa ra bởi công ty có chất lượng thu nhập tốt hay kém. Đề tài tiếp tục tiến hành chạy hồi quy tỷ suất sinh lợi bất thường 2 năm sau thông báo mua lại và đưa ra kết quả trong dài hạn các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn tiếp tục không quan tâm đến chất lượng thu nhập thật sự của doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu.

Nghiên cứu của Võ Xuân Vinh và Trịnh Tấn Lực (2015) “*Phản ứng của thị trường khi doanh nghiệp công bố thông tin mua lại cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam*” xem xét phản ứng của thị trường thông qua biến động giá cổ phiếu của các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam từ tháng 01/2008 đến tháng 12/2014. Bằng việc sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, nhóm tác giả chỉ ra kết quả rằng thị trường phản ứng nhưng phản ứng chậm thông qua việc giá cổ phiếu tăng trong một giai đoạn sau khi thông tin được công bố. Nghiên cứu cũng cho thấy không tồn tại hiện tượng rò rỉ thông tin hoặc nếu tồn tại thì nhà đầu tư dường như không phản ứng cho đến khi thông tin được chính thức công bố. Thời điểm mà doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu đã là ngày doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu.

Nghiên cứu của Từ Thị Kim Thoa và cộng sự (2015) “*Nhân tố nào tác động đến mua lại cổ phiếu? Trường hợp Việt Nam*” đã kiểm định một số lý thuyết ảnh hưởng đến việc mua lại cổ phiếu trên thị trường Việt Nam trong giai đoạn 2006-2013. Nhóm tác giả sử dụng phương pháp hồi quy Tobit, nghiên cứu đã tìm thấy bằng chứng có tương quan thuận chiều giữa nắm giữ tiền mặt và mua lại cổ phiếu. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra khi cổ phiếu phát tín hiệu định dưới giá thì tỷ lệ mua lại sẽ tăng và ngược lại tỷ lệ nợ nghịch biến với tỷ lệ mua lại. Ở Việt Nam, các doanh nghiệp lớn thường mua lại cổ phiếu hơn là các doanh nghiệp nhỏ. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy mối quan hệ giữa tỷ lệ mua lại cổ phiếu và dòng tiền tạm thời có tương quan dương và tỷ lệ chi trả cổ tức có tương quan âm theo đúng kỳ vọng nhưng chưa đủ bằng chứng khẳng định.

Kế thừa và kiểm định các kết quả từ nghiên cứu của nhóm tác giả Từ Thị Kim Thoa và cộng sự (2015), Nguyễn Thị Hoa Hồng và cộng sự (2017) đã thực hiện nghiên cứu “*Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định mua lại cổ*

phiếu của doanh nghiệp Việt Nam” nhằm đánh giá mức độ ảnh hưởng của các nhân tố dựa theo những giả thuyết về mua lại cổ phiếu với số liệu được thu thập từ các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có hoạt động mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 2010-2016. Với 298 mẫu quan sát, nhóm nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy Tobit có biến phụ thuộc là tỷ lệ mua lại cổ phiếu như nghiên cứu của Dittmar (2000). Kết quả nghiên cứu cho thấy lý do các doanh nghiệp Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu có nhiều điểm khác biệt so với các doanh nghiệp tại thị trường chứng khoán các nước phát triển trên thế giới và cũng có một số điểm khác biệt so với kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả Từ Thị Kim Thoa và cộng sự (2015). Tại Việt Nam, những doanh nghiệp nào có quy mô nhỏ, cổ phiếu đang bị định giá thấp và dòng tiền tự do ít thì sẽ thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu. Mô hình đã tìm được bằng chứng khẳng định thêm cho giả thuyết cổ phiếu bị định giá thấp và giả thuyết tín hiệu. Tuy nhiên kết quả mô hình hồi quy chưa tìm được bằng chứng hoặc chứng minh điều ngược lại với giả thuyết dòng tiền tự do, giả thuyết thay thế chi trả cổ tức và giả thuyết tối ưu hóa chỉ số đòn bẩy tài chính.

Nghiên cứu của Cao Đình Kiên và cộng sự (2018) “*Ảnh hưởng đến cổ đông khi doanh nghiệp Việt Nam không thực hiện đúng thông báo mua lại cổ phiếu*” phân tích biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp Việt Nam khi doanh nghiệp không thực hiện đúng thông báo mua lại cổ phiếu. Bài viết trình bày tổng quan về tình hình không thực hiện đúng thông báo mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 2011-2016 của hai nhóm doanh nghiệp: (1) các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại và (2) các doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại. Kết quả phân tích biến động giá cổ phiếu chỉ ra rằng thị trường có những phản ứng tiêu cực sau ngày kết thúc thực hiện thông báo với việc giá cổ phiếu sụt giảm liên tục đối với nhóm doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu, tuy nhiên, đối với nhóm các doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu, giá cổ phiếu đã sụt giảm giá mạnh trước khi kết thúc thực hiện thông báo.

1.2.2. Các nghiên cứu về các công ty trong ngành công nghiệp Việt Nam

Hàng năm, Bộ Công thương đều có báo cáo về định hướng và giải pháp thực hiện sản xuất công nghiệp cho năm trước và kế hoạch thực hiện cho ngành công nghiệp trong năm sau. Trong báo cáo, Bộ Công Thương cũng có những phác họa về

bức tranh công nghiệp Việt Nam trong năm trước. Báo cáo này được Bộ đưa ra dựa trên những nghiên cứu của các tổ chức uy tín như Quỹ Tiền tệ Quốc tế (International Monetary Fund - IMF), Ngân hàng Thế giới (World Bank - WB) và Tổ chức Thương mại Thế giới (World Trade Organization - WTO).

Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (Vietnam Chamber of Commerce and Industry - VCCI) cũng đưa ra báo cáo thường niên về doanh nghiệp Việt Nam, trong đó phân tích các chỉ số sản xuất của toàn ngành công nghiệp, số lao động đang làm việc trong các doanh nghiệp công nghiệp, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước và đầu tư trực tiếp của nước ngoài vào ngành công nghiệp Việt Nam.

Bên cạnh các báo cáo của các tổ chức trong nước về ngành công nghiệp Việt Nam thì luận án tiến sĩ của tác giả Hoàng Thị Việt Hà năm 2013 với đề tài “*Kế toán hợp nhất kinh doanh tại các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp Việt Nam*” đã tiến hành khảo sát và phân tích, chỉ rõ thực trạng kế toán hợp nhất kinh doanh tại các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp Việt Nam. Từ đó tác giả đưa ra những đánh giá bao gồm những kết quả đạt được, hạn chế và nguyên nhân của những hạn chế đó, qua đó nghiên cứu trình bày những giải pháp cụ thể nhằm hoàn thiện kế toán hợp nhất kinh doanh tại các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp Việt Nam.

1.3. Khoảng trống và định hướng nghiên cứu

Qua quá trình nghiên cứu về hoạt động mua lại cổ phiếu trên thế giới và Việt Nam, tác giả nhận thấy một số điểm về khoảng trống nghiên cứu sau:

Thứ nhất, các nghiên cứu trên thế giới đã đề cập và phân tích đến hầu hết các vấn đề khác nhau xung quanh hoạt động mua lại cổ phiếu (cả nghiên cứu lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm) bao gồm động cơ doanh nghiệp thực hiện mua lại; mối liên hệ giữa mua lại cổ phiếu và doanh nghiệp thực hiện như ảnh hưởng lên hiệu quả hoạt động kinh doanh, mối quan hệ với cấu trúc sở hữu, thay thế chi trả cổ tức hay công cụ chống thâm tóm doanh nghiệp; ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên nhà đầu tư như ảnh hưởng lên giá cổ phiếu, tính thanh khoản và ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành. Tuy nhiên những nghiên cứu này chủ yếu kiểm định trên dữ liệu tại các thị trường tài chính tiên tiến trên thế giới như Mỹ,

Pháp, Nhật Bản trong khi những nghiên cứu trên các thị trường tài chính đang phát triển vẫn còn rất hạn chế.

Thứ hai, các nghiên cứu về ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu tới nhà đầu tư trên thế giới như ảnh hưởng lên giá cổ phiếu và tính thanh khoản tập trung chủ yếu về phản ứng của thị trường xung quanh ngày doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu nhưng rất ít nghiên cứu phân tích về ngày kết thúc việc thực hiện mua lại hay ngày công bố kết quả giao dịch mua lại cổ phiếu. Điều này có thể được lý giải là trên thế giới quy trình mua lại cổ phiếu được áp dụng một cách bài bản, đúng quy định nên các phản ứng của thị trường hầu như xảy ra xung quanh ngày doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu thay vì ngày kết thúc giao dịch hay ngày công bố kết quả giao dịch. Tuy nhiên, kết quả từ một số nghiên cứu trên thế giới xung quanh hai ngày này vẫn cho thấy có sự phản ứng nhẹ của thị trường.

Thứ ba, chỉ có các nghiên cứu về ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành thì có số liệu phân tích trong từng ngành cụ thể, còn những nghiên cứu về các vấn đề khác đều sử dụng số liệu về hoạt động mua lại cổ phiếu trên toàn bộ thị trường tài chính.

Thứ tư, tại Việt Nam – một thị trường tài chính đang phát triển thì dù đã có một số nghiên cứu về hoạt động mua lại cổ phiếu nhưng ngoài nghiên cứu về lý thuyết thì những nghiên cứu thực nghiệm mới chỉ dừng lại ở một số bài về động cơ thực hiện mua lại cổ phiếu và ảnh hưởng tới giá cổ phiếu hay ảnh hưởng tới cổ đông khi doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu. Vì vậy, còn rất nhiều khía cạnh khác về hoạt động mua lại cổ phiếu mà các nghiên cứu Việt Nam chưa phân tích và kiểm định.

Thứ năm, chưa có nghiên cứu nào tại Việt Nam về hoạt động mua lại cổ phiếu được thực hiện theo số liệu trong một ngành cụ thể. Bên cạnh đó, các nghiên cứu về các công ty trong ngành công nghiệp mới chỉ dừng lại ở vấn đề kế toán hoặc các báo cáo thường niên. Vì vậy, những vấn đề mà luận án nghiên cứu về hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam bao gồm hầu hết các khía cạnh giống với các nghiên cứu trên thế giới dựa trên số liệu có thể thu thập được tại Việt Nam là rất cần thiết. Mặt khác, luận án cũng tập trung phân tích ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu đến nhà đầu tư xung quanh cả hai

ngày mà rất ít nghiên cứu trên thế giới đề cập bao gồm ngày doanh nghiệp kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu và ngày thông báo kết quả giao dịch mua lại cổ phiếu. Điều này một phần vì đặc điểm dữ liệu tại Việt Nam về ngày thông báo kế hoạch mua lại cổ phiếu khó thu thập, một phần vì tác giả nhận thấy hai thời điểm trên cũng là khoảng trống mà các nghiên cứu trên thế giới chưa đề cập.

Vì vậy, đây sẽ là luận án nghiên cứu tổng hợp về hoạt động mua lại cổ phiếu trong một ngành cụ thể là các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010-2017.

Trên cơ sở kế thừa và tiếp tục phát triển từ các công trình nghiên cứu trước trên thế giới và tại Việt Nam thì trong luận án sẽ phân tích hoạt động mua lại cổ phiếu trên các khía cạnh theo những số liệu về các công ty công nghiệp niêm yết có thể thu thập được tại Việt Nam:

- ✓ Động cơ doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu
- ✓ Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến chính doanh nghiệp thực hiện thông qua phân tích ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh mà chưa có nghiên cứu nào của Việt Nam đề cập đến.
- ✓ Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến nhà đầu tư thông qua phân tích ảnh hưởng lên giá cổ phiếu. Tuy nhiên luận án sẽ kiểm định thêm các nhân tố ảnh hưởng tới giá cổ phiếu hay lợi nhuận bất thường tích lũy xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu mà nghiên cứu trước đó tại Việt Nam chưa phân tích. Trên thực tế ảnh hưởng này không chỉ tới nhà đầu tư mà còn ảnh hưởng đến chính doanh nghiệp thực hiện.
- ✓ Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành thông qua phân tích biến động giá của những công ty này xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu. Luận án không chỉ dừng lại ở phân tích những ảnh hưởng tới chính doanh nghiệp thực hiện mà còn tới các đối tượng khác nhau tham gia thị trường tài chính có liên quan tới hoạt động này, qua đó đưa ra bức tranh tổng quát về mức độ ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu cũng như những kiến nghị đúng đắn nhằm hoàn thiện hoạt động này. Đây cũng là khía cạnh chưa được đề cập trong các nghiên cứu trước tại Việt Nam.

CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ HOẠT ĐỘNG MUA LẠI CỔ PHIẾU TẠI CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

2.1. Một số khái niệm liên quan đến hoạt động mua lại cổ phiếu

❖ *Cổ phiếu*

Theo Điều 6, Khoản 2, Luật Chứng khoán năm 2013, cổ phiếu được định nghĩa “là loại chứng khoán xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn cổ phần của tổ chức phát hành”.

Cổ phiếu có thể được phân loại theo nhiều cách khác nhau, tuy nhiên cách phổ biến nhất là căn cứ vào quyền lợi mà cổ phiếu mang lại cho người nắm giữ. Với cách phân chia này, cổ phiếu được phân chia thành cổ phiếu thường (cổ phiếu phổ thông) và cổ phiếu ưu đãi (Bạch Đức Hiền, 2008). Cổ phiếu thường là chứng chỉ xác nhận quyền sở hữu của cổ đông đối với công ty và xác nhận cho phép cổ đông được hưởng các quyền lợi thông thường. Các quyền thông thường này gồm quyền tham dự và biểu quyết các vấn đề thuộc thẩm quyền của đại hội đồng cổ đông, triệu tập đại hội cổ đông bất thường; quyền được nhận phần lợi nhuận của công ty chia cho cổ đông dưới hình thức lợi tức cổ phần hay còn gọi là cổ tức sau khi được hội đồng quản trị công bố; khi thanh lý công ty cổ đông thường có quyền được chia phần giá trị tài sản còn lại sau khi công ty đã thanh toán các khoản nợ và thanh toán cho các cổ đông ưu đãi; quyền chuyển nhượng quyền sở hữu cổ phần; quyền được ưu tiên mua cổ phiếu mới.... Trong khi đó, cổ phiếu ưu đãi là chứng chỉ xác nhận quyền sở hữu trong một công ty, đồng thời cho phép người nắm giữ (được gọi là cổ đông ưu đãi) được hưởng một số quyền lợi ưu tiên hơn so với cổ đông thường. Tùy vào loại cổ phiếu ưu đãi mà cổ đông ưu đãi sẽ có được các quyền ưu tiên khác nhau như trả cổ tức với mức cao hơn so với cổ tức của cổ phiếu phổ thông hoặc mức ổn định hàng năm, ưu tiên thanh toán trước, số phiếu biểu quyết nhiều hơn...

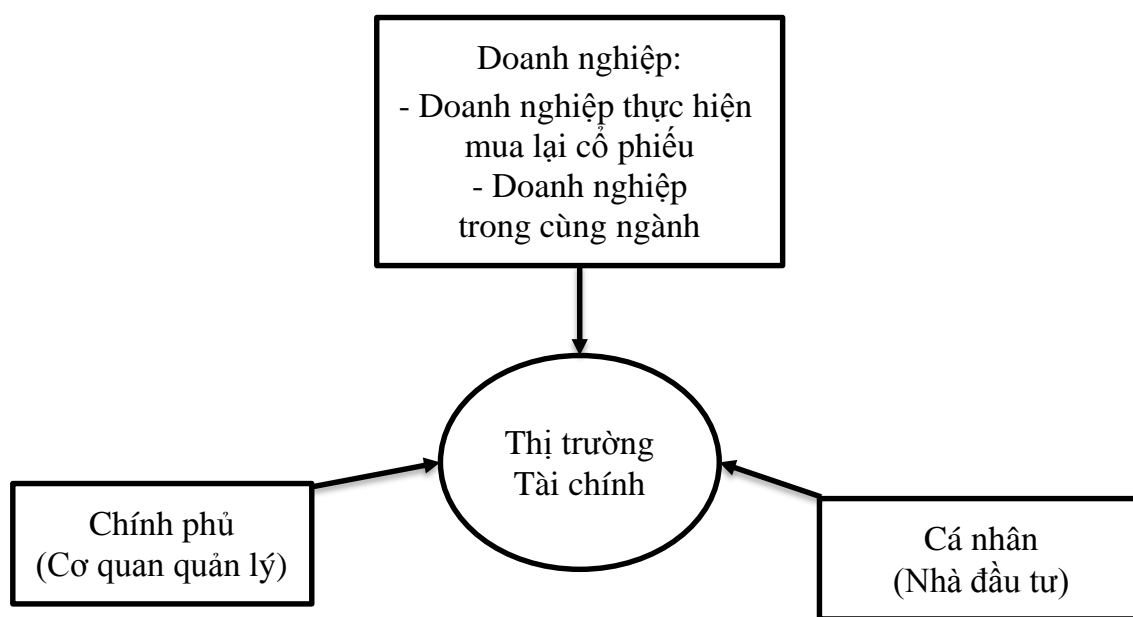
❖ *Mua lại cổ phiếu*

Theo Nguyễn Thu Thủy (2011), “mua lại cổ phiếu là việc một công ty tiến hành mua lại một phần số cổ phiếu do chính công ty đã phát hành đang thuộc sở

hữu cá nhân của các cổ đông nhằm đạt mục đích nhất định”. Sau khi mua lại cổ phiếu, công ty có thể hủy bỏ ngay lập tức sự tồn tại của những cổ phiếu này. Tuy nhiên, các công ty thường giữ lại những cổ phiếu này làm cổ phiếu quỹ. Nghị định số 58/2012/NĐ-CP do Thủ tướng Chính phủ ký ban hành ngày 20/7/2012 cũng định nghĩa “Cổ phiếu quỹ là cổ phiếu đã được phát hành bởi công ty cổ phần và được mua lại bởi chính tổ chức phát hành đó”. Cổ phiếu quỹ có thể là cổ phiếu thường hay cổ phiếu ưu đãi. Cổ phiếu quỹ không có các quyền như một cổ phiếu đang lưu hành như quyền bỏ phiếu, quyền kiểm soát và đặc biệt là quyền nhận cổ tức. Cổ phiếu quỹ cũng không được xét đến khi tính toán các chỉ số tài chính của công ty.

❖ *Các đối tượng tham gia thị trường tài chính*

Sơ đồ 2.1: Các đối tượng tham gia thị trường tài chính liên quan tới hoạt động mua lại cổ phiếu



(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

Các thành viên tham gia thị trường tài chính là các doanh nghiệp, các cơ quan chính phủ, các cá nhân (hộ gia đình) (Nguyễn Thu Thủy, 2011). Các đối tượng này tham gia rộng khắp trên tất cả các loại hình thị trường tài chính. Hoạt động mua lại cổ phiếu có ảnh hưởng tới các đối tượng khác nhau tham gia thị trường tài chính bao gồm:

✓ Doanh nghiệp: Hoạt động mua lại cổ phiếu có ảnh hưởng lên chính doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu qua hiệu quả hoạt động kinh doanh và tác động lên giá cổ phiếu của các doanh nghiệp trong cùng ngành.

✓ Cá nhân: Các cá nhân chịu ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu khi tham gia vào thị trường tài chính là các nhà đầu tư khi giá cổ phiếu của doanh nghiệp họ đầu tư có thể bị tác động khi doanh nghiệp này thực hiện mua lại cổ phiếu, qua đó ảnh hưởng đến lợi ích của chính mình.

✓ Chính phủ: Tham gia vào thị trường tài chính với tư cách là người điều hành nền kinh tế vĩ mô và tác động đến thị trường tài chính bằng các văn bản pháp luật. Hoạt động mua lại cổ phiếu cũng chịu sự điều chỉnh bởi hệ thống các văn bản pháp luật do Bộ Tài chính ban hành và những quy định từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, các Sở giao dịch Chứng khoán.

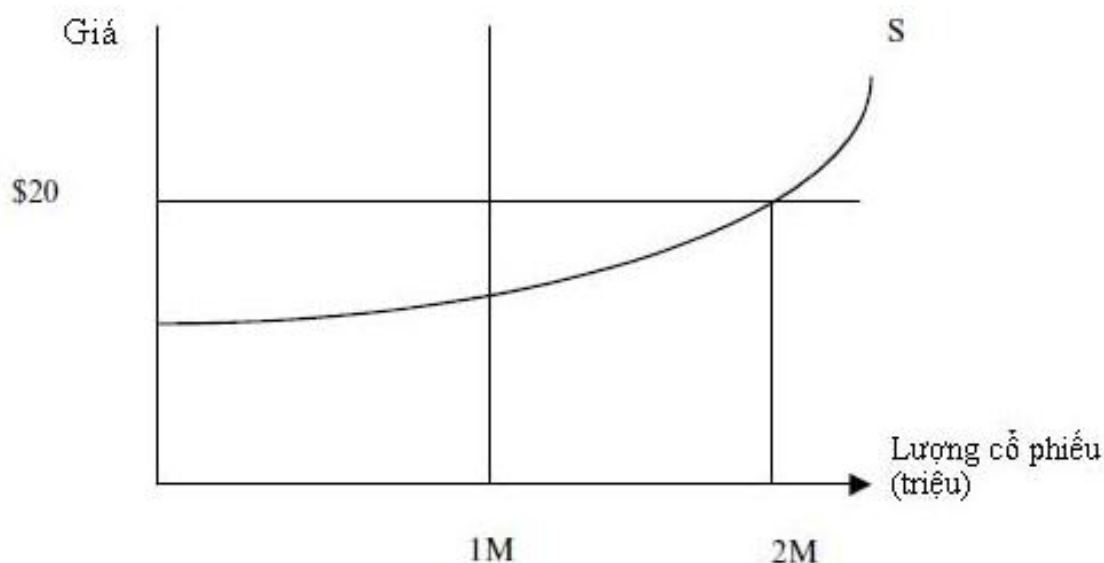
2.2. Các hình thức mua lại cổ phiếu

Theo Vermaelen (2005), có 5 hình thức mua lại cổ phiếu trong doanh nghiệp bao gồm (1) mua lại cổ phiếu với giá cố định (Fixed price tender offer), (2) mua lại cổ phiếu theo hình thức đấu giá kiểu Hà Lan (Dutch auction tender offer), (3) mua lại cổ phiếu trên thị trường mở (Repurchase in the open market), (4) mua lại cổ phiếu có khả năng chuyển nhượng từ các cổ đông tư nhân (Negotiated repurchases from private investors) và (5) mua lại cổ phiếu liên quan đến chứng khoán phái sinh (Repurchase involving derivatives).

2.2.1. Mua lại cổ phiếu với giá cố định

Trong một thương vụ mua lại cổ phiếu với giá cố định, công ty sẽ chào mua cổ phiếu của chính công ty mình phát hành với một mức giá cố định cho một số lượng cổ phiếu cụ thể gọi là cổ phiếu mục tiêu. Nếu như số lượng cổ phiếu được bán lớn hơn số lượng cổ phiếu mà doanh nghiệp muốn mua lại thì tùy theo tình hình cụ thể, doanh nghiệp có thể mua thêm một lượng cổ phần nhất định trong phần chênh lệch giữa số lượng cổ phiếu mục tiêu và số lượng cổ phiếu được bán, miễn là có sự đồng đều giữa phần mua lại của các cổ đông (ngoại trừ các cổ đông lô lẻ-odd lot shareholders-là những cổ đông được ưu tiên trong những giao dịch mua lại cổ

phiếu). Nếu như số lượng cổ phiếu được bán ít hơn số lượng cổ phiếu mục tiêu, doanh nghiệp cam kết sẽ mua lại toàn bộ số cổ phiếu này.



Hình 2.1: Mua lại cổ phiếu với giá cố định

Doanh nghiệp muốn mua lại 1 triệu cổ phiếu ở mức giá \$20.

Số lượng cổ phiếu được bán là 2 triệu

(Nguồn: Vermaelen, 2005)

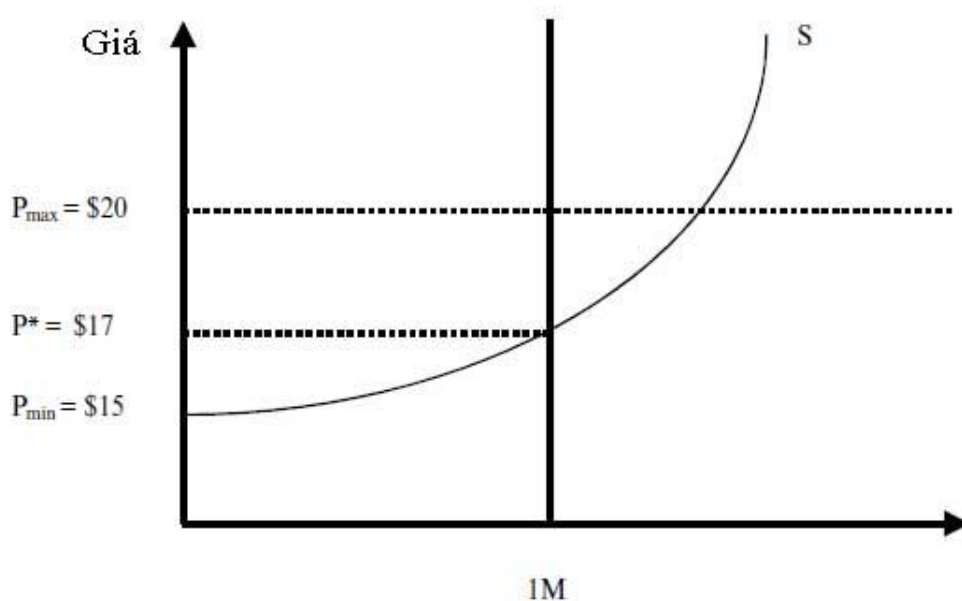
Hình 2.1 bên trên mô tả về mối quan hệ giữa giá và số lượng cổ phiếu được mua lại bằng hình thức chào mua với giá cố định. Đường cung (S) cho thấy mức giá mà tại đó nhà đầu tư sẵn sàng bán cổ phiếu của mình. Trong trường hợp này, doanh nghiệp muốn mua lại 1 triệu cổ phiếu ở mức giá \$20/cổ phiếu nhưng có nhà đầu tư sẵn sàng bán 2 triệu cổ phiếu ở mức giá này. Khi đó, doanh nghiệp có thể quyết định mua lại số lượng cổ phiếu nằm trong khoảng từ 1 triệu (số lượng cổ phiếu mục tiêu) đến 2 triệu (số lượng cổ phiếu được bán).

Đường cung dịch chuyển lên phía trên là kết quả của nhiều yếu tố khác nhau. Thứ nhất, giả thuyết kỳ vọng cho rằng các cổ đông khác nhau sẽ có các quan điểm khác nhau về triển vọng của công ty. Những nhà đầu tư bi quan sẽ sẵn sàng chấp nhận mức giá thấp hơn cho cổ phiếu mà mình nắm giữ so với mức giá mà những nhà đầu tư lạc quan chấp nhận. Thứ hai, giả thuyết về thuế cho rằng các nhà đầu tư có thể phải chịu những mức thuế thặng dư vốn (capital gains tax) khác nhau. Cụ thể, những nhà đầu tư mua cổ phiếu ở các mức giá thấp có thể phải chịu những mức thuế cao hơn hẳn mức thuế mà những nhà đầu tư khác phải chịu, do đó, họ chỉ bán

cổ phiếu của mình ở mức giá đủ cao để bù đắp cho phần thuế cao phải chịu. Tuy nhiên, những người ủng hộ thuyết tài chính hành vi lại lập luận ngược lại khi cho rằng các nhà đầu tư mua cổ phiếu ở mức giá cao sẽ không bán cổ phần của mình ở mức giá thấp vì tâm lý của họ sẽ khó có thể chấp nhận được sự thật là họ bị lỗ hay chỉ thu được ít lợi nhuận khi so sánh với các nhà đầu tư khác.

2.2.2. *Mua lại cổ phiếu theo hình thức đấu giá kiểu Hà Lan*

Thay vì đưa ra một mức giá như trong hình thức mua lại với giá cố định, hình thức mua lại cổ phiếu theo hình thức đấu giá kiểu Hà Lan xác định rõ một khoảng giá bao gồm giá bán thấp nhất có thể của nhiều cổ đông khác nhau. Mỗi cổ đông thông báo cho doanh nghiệp số lượng cổ phiếu mà mình sẵn sàng bán và mức giá bán tối thiểu có thể chấp nhận được. Doanh nghiệp thực hiện mua lại sẽ trả cho cổ đông mức giá thấp nhất thỏa mãn điều kiện họ có thể mua lại toàn bộ số lượng cổ phiếu đã công bố.



Hình 2.2: Mua lại cổ phiếu theo hình thức đấu giá kiểu Hà Lan

Doanh nghiệp muốn mua lại 1 triệu cổ phiếu với mức giá trong khoảng từ \$15 đến \$20/cổ phiếu

(Nguồn: Vermaelen, 2005)

Hình 2.2 bên trên mô tả diễn biến giá của mua lại cổ phiếu theo hình thức đấu giá kiểu Hà Lan khi doanh nghiệp muốn mua lại 1 triệu cổ phiếu với mức giá

nằm trong khoảng từ \$15 đến \$20/cổ phiếu. Trong trường hợp này, doanh nghiệp chỉ mua lại chính xác số lượng cổ phiếu đã thông báo là 1 triệu cổ phiếu ở mức giá \$17/cổ phiếu và số lượng cổ đông bán lại cổ phiếu có thể bị hạn chế nếu như có quá nhiều cổ đông muốn bán cổ phiếu cho doanh nghiệp ở mức giá \$17/cổ phiếu.

Đối với các tập đoàn, mua lại cổ phiếu theo hình thức đấu giá kiểu Hà Lan hấp dẫn hơn so với hình thức mua lại cổ phiếu với giá cố định bởi một vài lý do. Thứ nhất, nếu mục đích của hoạt động mua lại cổ phiếu đơn giản là để cắt giảm số lượng cổ phiếu đang lưu hành, mua lại một lượng cổ phiếu cụ thể thông qua hình thức đấu giá kiểu Hà Lan sẽ rẻ hơn trường hợp mua lại cổ phiếu thông qua hình thức mua lại cổ phiếu với giá cố định. Trong hình 2.2, khi mua lại 1 triệu cổ phiếu ở mức giá \$17/cổ phiếu, doanh nghiệp sẽ tiết kiệm được 3 triệu USD so với chi phí khi thực hiện mua lại theo hình thức chào mua giá cố định ở \$20/cổ phiếu. Thứ hai, với mua lại cổ phiếu theo hình thức đấu giá kiểu Hà Lan, doanh nghiệp có thể mua lại cổ phiếu với mức giá thấp nhất có thể, miễn sao cho mức giá đó phải thỏa mãn điều kiện là doanh nghiệp phải mua đủ số lượng cổ phiếu đã thông báo. Tuy nhiên, với hình thức mua lại cổ phiếu với giá cố định, doanh nghiệp phải đối xử với tất cả các cổ đông như nhau, không kể đến mức giá mà họ yêu cầu. Cuối cùng, mua lại cổ phiếu theo hình thức đấu giá kiểu Hà Lan tạo ra một hàng rào bảo vệ tốt hơn cho doanh nghiệp nhằm chống lại những vụ sụp đổ của thị trường chứng khoán. Nếu thị trường chứng khoán sụp đổ, đường cung trong hình 2.2 sẽ trở thành một đường nằm ngang. Khi đó, doanh nghiệp có thể mua lại ở mức giá \$15/cổ phiếu thay vì \$17/cổ phiếu.

2.2.3. Mua lại cổ phiếu trên thị trường mở

Mua lại cổ phiếu trên thị trường mở là hình thức được các doanh nghiệp sử dụng phổ biến nhất hiện nay, theo đó doanh nghiệp sử dụng một môi giới mua cổ phần trên thị trường mở.

Một trong những ưu điểm lớn nhất của hình thức này là sự linh hoạt khi doanh nghiệp không có nghĩa vụ pháp lý phải thực hiện hay hoàn thành chương trình mua lại theo như công bố ban đầu. Bên cạnh đó, việc mua lại trên thị trường mở thường tốn ít chi phí. Ngoài ra, các cổ đông cũng có lợi khi giá mua lại cao hơn số tiền họ đã trả để mua cổ phiếu trong quá khứ. Hình thức này phát huy hiệu quả khi doanh nghiệp bị giới hạn về thời gian và muốn tiến hành việc mua lại với mức

giá linh hoạt hoặc không cao hơn giá thị trường. Điều đó giúp công ty mua lại cổ phiếu với chi phí thấp và hiệu quả cao, lý giải tại sao đây là phương thức phổ biến nhất để mua lại cổ phiếu.

Tuy nhiên, mua lại theo phương thức này cũng có nhược điểm nhất định. Thứ nhất, đây là hình thức chịu sự điều chỉnh khắt khe của pháp luật về khối lượng cổ phiếu được mua vào, thời gian tiến hành hay khoảng thời gian được nắm giữ cổ phiếu quỹ cũng như cách thức xử lý cổ phiếu sau khi kết thúc chương trình mua lại. Thứ hai, hình thức này có hiệu quả thấp hơn chào mua với giá cố định, doanh nghiệp thường không chủ động trong việc xác định, quản lý những ảnh hưởng của việc mua lại cổ phiếu tới các chỉ tiêu tài chính và các tác động xấu tới giá cổ phiếu.

2.2.4. Mua lại cổ phiếu có khả năng chuyển nhượng từ các cổ đông tư nhân

Một doanh nghiệp cũng có thể quyết định mua lại cổ phiếu của mình từ một cổ đông lớn. Peyer và Vermaelen (2005) cho rằng có thể phân biệt được bốn loại giao dịch riêng lẻ. Thứ nhất, việc mua lại có thể được coi là hình thức mua lại thư xanh (greenmail) nếu doanh nghiệp mua lại cổ phiếu từ một đối thủ tiềm năng với mức giá cao hơn so với mức giá thị trường. Những giao dịch này rất phổ biến trong những năm 80 khi thâm thuù địch trở nên phổ biến. Tuy nhiên, những giao dịch này hầu hết đã biến mất trong những năm gần đây. Thứ hai, người bán có thể là lãnh đạo hoặc nhân viên của doanh nghiệp, những người muốn bán cổ phiếu mà mình đang sở hữu sau khi những hạn chế giao dịch (có thể đối với những cổ phiếu ưu tiên) được dỡ bỏ hay sau khi thực hiện quyền mua cổ phiếu thưởng (stock options). Thứ ba, hoạt động mua lại có thể được thực hiện ở một mức giá cao hơn giá thị trường nhưng không phải từ những chủ thầu thù địch. Đây chỉ đơn giản vì doanh nghiệp nghĩ rằng cổ phiếu của họ đang bị định giá thấp. Cuối cùng, Peyer và Vermaelen (2005) chỉ ra rằng có đến 45% tổng số giao dịch mua lại cổ phiếu riêng lẻ được công bố từ năm 1984 đến 2001 được thực hiện với một mức giá chiết khấu. Mua lại cổ phiếu với một mức giá chiết khấu như vậy dường như bị chi phối bởi mong muốn cung cấp thanh khoản cho những cổ đông lớn đang muốn bán phần sở hữu của mình.

2.2.5. Mua lại cổ phiếu liên quan đến chứng khoán phái sinh

Mua lại tổng hợp là hình thức mua lại được thực hiện cùng với việc sử dụng chứng khoán phái sinh, trong đó có ba hình thức: (1) sử dụng quyền chọn bán, (2) sử dụng quyền chọn bảo vệ (collars) và (3) sử dụng hợp đồng kỳ hạn tương lai. Đối tác trong các giao dịch này là các ngân hàng đầu tư, các định chế tài chính thường sử dụng các phương pháp phòng vệ rủi ro trong đầu tư.

Điểm khác biệt chính của hình thức mua lại này là công cụ chứng khoán phái sinh cho phép doanh nghiệp tận dụng việc cổ phiếu bị định giá thấp mà không cần sử dụng tiền mặt. Vì vậy, hình thức mua lại cổ phiếu này là lý tưởng cho các doanh nghiệp tin rằng cổ phiếu của mình đang bị định giá thấp nhưng có cơ cấu chi tiêu không linh hoạt, có cơ hội tăng trưởng lớn và phải đối mặt chi phí tài chính cao. Mặt khác, theo Grullon và Ikenberry (2000), hình thức mua lại sử dụng chứng khoán phái sinh là những cam kết bắt buộc và góp phần giảm bớt sự không rõ ràng của hình thức mua lại cổ phiếu thông qua thị trường mở.

Khi một doanh nghiệp bán quyền chọn bán, doanh nghiệp đó đã tự cam kết mua lại một lượng cổ phiếu xác định nếu như giá cổ phiếu giảm xuống dưới mức giá thực hiện trong ngày đáo hạn. Dù doanh nghiệp tính toán đúng hay sai thì doanh nghiệp vẫn không phải sử dụng tiền mặt để mua lại cổ phiếu và có thể hạn chế các chi phí do khủng hoảng tài chính.

Khi mua lại cổ phiếu thông qua hợp đồng kỳ hạn tương lai, doanh nghiệp không phải chi trả tiền mặt tại thời điểm ký hợp đồng kỳ hạn này. Nếu doanh nghiệp dự đoán đúng là giá cổ phiếu sẽ cao hơn giá thỏa thuận trong hợp đồng tại thời điểm đáo hạn thì doanh nghiệp sẽ nhận được một khoản tiền mặt. Nếu doanh nghiệp dự đoán sai là giá cổ phiếu thấp hơn giá thỏa thuận trong hợp đồng khi đáo hạn thì doanh nghiệp lựa chọn giải quyết hợp đồng tương lai bằng cách phát hành thêm cổ phiếu.

Trong trường hợp, doanh nghiệp sử dụng quyền chọn bảo vệ (mua quyền chọn mua và bán quyền chọn bán) để thực hiện hoạt động mua lại, giá thực hiện của các hợp đồng quyền chọn sẽ được quyết định sao cho doanh nghiệp sẽ không phải trả cũng như không nhận được bất cứ khoản tiền mặt nào trong thời gian có hiệu lực của các hợp đồng quyền chọn.

2.3. Động cơ mua lại cổ phiếu

Theo Dittmar (2000), động cơ mua lại cổ phiếu là những nhu cầu, mong muốn hay mục đích thúc đẩy các doanh nghiệp thông báo và thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu. Doanh nghiệp có những động cơ khác nhau khi thực hiện mua lại cổ phiếu, theo đó các nghiên cứu trước đây đã đề cập đến nhiều giả thuyết lý giải cho quyết định mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp.

2.3.1. Phát tín hiệu về định giá thấp

Giả thuyết phát tín hiệu về thông tin thông qua những thông báo tài chính của doanh nghiệp được đưa ra lần đầu tiên bởi Ross (1977) và phát triển bởi Bhattacharya (1979). Những mô hình khẳng định cho giả thuyết này nổi tiếng nhất phải kể đến mô hình trong các nghiên cứu của Bhattacharya (1979), Miller và Rock (1985), John và Williams (1985). Mô hình phát tín hiệu được phát triển mạnh mẽ vào cuối những năm 1970 và đầu những năm 1980 đã đưa ra gợi ý rằng các doanh nghiệp điều chỉnh mức độ phân phối tiền mặt nhằm phát tín hiệu về tiềm năng tăng trưởng trong tương lai của mình. Sự tăng trưởng trong thông báo chi trả cổ tức hay một thông báo về chương trình mua lại cổ phiếu chính là những minh họa điển hình nhằm phát tín hiệu tới thị trường rằng doanh nghiệp sẽ kinh doanh tốt hơn trong thời gian tới. Vì vậy, với động cơ mua lại cổ phiếu, giả thuyết phát tín hiệu về định giá thấp khẳng định doanh nghiệp mua lại cổ phiếu với mục đích phát tín hiệu cho thị trường rằng cổ phiếu của doanh nghiệp đó đang bị định giá thấp hơn giá trị thực. Nghiên cứu của Stewart (1976) cũng đưa ra nguyên nhân chính mà các doanh nghiệp có quyết định mua lại cổ phiếu xuất phát từ khả năng của các nhà quản lý khi họ phát hiện được sự chênh lệch giá giữa giá trị thực của cổ phiếu doanh nghiệp thấp hơn so với giá cổ phiếu trên thị trường. Nhóm tác giả Grullon và Ikenberry (2000) và Dittmar (2000) giả thích bởi vì tình trạng bất cân xứng thông tin giữa ban lãnh đạo công ty và các nhà đầu tư nên nhà đầu tư chỉ có thể tiếp cận với các thông tin đã công bố và giá cổ phiếu có thể không phản ứng đúng giá trị thực. Vì vậy, doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu như một phương thức tiết lộ những thông tin tích cực về tiềm năng trong tương lai của doanh nghiệp đến thị trường, qua đó điều chỉnh lại và làm tăng giá cổ phiếu về giá trị thực. Những nghiên cứu sau này

của Baker và cộng sự (2003), Jagannathan và Stephens (2003), Voss (2012) đều chỉ ra nguyên nhân chính mà các doanh nghiệp mua lại cổ phiếu nhằm phát tín hiệu tới thị trường về việc doanh nghiệp đang bị định giá thấp. Chính vì động cơ phát tín hiệu về định giá thấp nên việc mua lại cổ phiếu thường kết hợp với phản ứng giá thị trường của cổ phiếu sẽ tăng lên.

2.3.2. Giảm chi phí đại diện cho dòng tiền tự do

Giả thuyết này lập luận rằng doanh nghiệp có một lượng tiền tự do lớn và một danh mục các dự án đầu tư kém hiệu quả sẽ đối mặt với sự gia tăng chi phí đại diện nếu như lượng tiền này không được chia cho các cổ đông mà được các nhà quản trị đầu tư vào các dự án có giá trị hiện tại ròng (Net Present Value - NPV) âm (Nohel và Tarhan, 1998). Vì vậy, quyết định mua lại cổ phiếu cho phép công ty có dòng tiền tự do lớn, tức là công ty có lượng tiền mặt giữ lại lớn sau khi đã đầu tư vào tất cả các dự án có NPV dương, phân phối tốt khoản tiền này, qua đó làm giảm động cơ sử dụng vào các dự án đầu tư kém hiệu quả và gia tăng giá trị doanh nghiệp. Nói theo một cách khác, chi phí đại diện phát sinh khi một tổ chức gặp vấn đề về sự thiếu đồng thuận giữa mục đích của người quản trị và người sở hữu (cổ đông). Khi xảy ra vấn đề về người đại diện liên quan đến việc sử dụng dòng tiền tự do, theo đó cổ đông mong muốn được chia cổ tức thì ban lãnh đạo lại muốn sử dụng lượng tiền này vào các dự án có NPV âm (vấn đề đầu tư vượt mức) hoặc tăng lương thưởng cho chính họ thay vì trả lại lượng vốn thặng dư cho các cổ đông, vì vậy, mua lại cổ phiếu không chỉ làm hài hòa lợi ích của hai bên mà còn ngăn chặn những rủi ro tiềm ẩn trên (Jensen, 1986). Grossman và Hart (1980), Easterbrook (1984) và Jensen (1986) lập luận rằng các cổ đông nên kiểm soát việc sử dụng lượng tiền mặt có sẵn của ban quản trị để giảm thiểu khả năng lượng tiền mặt này bị sử dụng một cách không hiệu quả, trong đó một trong số các cách để thực hiện mục tiêu này là gia tăng mức độ chi trả tới cổ đông. Ở các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp, vấn đề chi phí đại diện của dòng tiền tự do và đầu tư vượt mức thường rất dễ xuất hiện. Do đó, các doanh nghiệp này lại càng cần phải tăng cường triển khai hoạt động mua lại cổ phiếu nhằm kiểm soát dòng tiền tự do. Trong trường hợp này, phản ứng của thị trường đối với các thông báo mua lại cổ phiếu nên tích cực hơn so với phản ứng đầu tư vượt mức khác. Stephen và

Weisbach (1998) bổ sung thêm cho giả thuyết dòng tiền tự do bằng nghiên cứu định lượng cho thấy sự gia tăng của dòng tiền kỳ vọng và không kỳ vọng tỷ lệ thuận với tỷ lệ mua lại cổ phiếu trong một quý. Những nghiên cứu của Dittmar (2000) và Jagannathan và cộng sự (2000) cũng tìm ra bằng chứng ủng hộ cho giả thuyết dòng tiền tự do là động cơ cho doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu.

2.3.3. Điều chỉnh cơ cấu vốn

Giả thuyết này khẳng định doanh nghiệp mua lại cổ phiếu nhằm mục đích gia tăng chỉ số đòn bẩy tài chính về mức tối ưu hay điều chỉnh cơ cấu vốn theo tỷ lệ mục tiêu của doanh nghiệp. Giả thuyết điều chỉnh cơ cấu vốn được chứng minh lần đầu tiên trong nghiên cứu của Bagwell và Shoven (1989). Khi doanh nghiệp mua lại cổ phiếu, vốn chủ sở hữu bị thu hẹp trong khi các chỉ tiêu khác không đổi, dẫn tới tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu và trên tổng tài sản tăng và làm thay đổi cơ cấu vốn về một tỷ lệ mục tiêu nhất định theo mong muốn của nhà quản trị. Khi đòn bẩy tài chính tăng, một thay đổi nhỏ của lợi nhuận trước thuế và chi phí lãi vay cũng sẽ tạo ra thay đổi lớn của EPS và ROE. Đồng thời, khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao, chi phí vay tăng làm giảm lợi nhuận trước thuế và giúp doanh nghiệp tiết kiệm tiền thuế phải nộp. Tuy nhiên, chỉ số đòn bẩy cần được giữ ở mức an toàn vì nếu tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu không đủ để chi trả lãi vay tăng thêm thì doanh nghiệp có thể phải đối mặt với nguy cơ mất khả năng thanh toán.

2.3.4. Ngăn cản việc bị thôn tính

Giả thuyết này cho rằng doanh nghiệp có thể sử dụng mua lại cổ phiếu nhằm hạn chế khả năng bị đối thủ thôn tính. Các nhà quản lý sử dụng phương thức mua lại cổ phiếu để ngăn chặn các hoạt động thu mua cổ phần có tính chất thôn tính của đối thủ. Khi doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu, giá cổ phiếu sẽ tăng làm gia tăng chi phí thôn tính của đối thủ.

Bagnoli và cộng sự (1989) đã xây dựng mô hình trong đó kiểm định mua lại cổ phiếu như một hình thức chống thôn tính của doanh nghiệp bằng cách phát tín hiệu về những thông tin nội bộ mà nhà quản lý có về giá trị thực của doanh nghiệp. Kết quả cho thấy các nhà quản lý doanh nghiệp mua lại cổ phiếu để ngăn chặn việc thôn tính khi chi phí thực hiện công việc này không quá cao. Tuy nhiên nhóm tác

giả cũng kết luận rằng mua lại cổ phiếu chỉ ngăn chặn được rất ít các doanh nghiệp tránh khỏi nguy cơ bị thôn tóm. Ngoài ra, cũng có giả định cho rằng các nhà quản trị muốn giữ vị trí quản lý của mình tại doanh nghiệp mục tiêu thì sẵn lòng sử dụng các hình thức phòng vệ thôn tóm với mức chi phí cao hơn cho mua lại cổ phiếu nhằm hạn chế khả năng thành công của doanh nghiệp thôn tóm. Bagwell (1991) cũng chỉ ra đường cung cổ phiếu có xu hướng dốc lên làm giá cổ phiếu tăng khi doanh nghiệp tiến hành mua lại cổ phiếu và chi phí doanh nghiệp thôn tóm phải bỏ ra cũng tăng lên tương ứng. Bagwell khẳng định ban quản trị của doanh nghiệp mục tiêu có lợi thế hơn khi nắm giữ thông tin về số lượng cổ phiếu của các cổ đông trong doanh nghiệp cũng như giá trị thực của cổ phiếu doanh nghiệp, vì vậy họ chỉ cần mua lại lượng cổ phiếu vừa đủ để nắm quyền kiểm soát có thể với giá cao hơn một chút so với giá trị thực trong khi doanh nghiệp thôn tóm buộc phải mua trên một nửa số cổ phiếu đang lưu hành, đặc biệt khi doanh nghiệp mục tiêu mua hết cổ phiếu của cổ đông nhỏ lẻ và để lại các cổ đông lớn, khi đó doanh nghiệp thôn tóm phải đối mặt với chi phí mua lại doanh nghiệp rất cao. Từ đó tác giả chứng minh ý thức về việc bị thôn tóm làm gia tăng đáng kể hoạt động mua lại cổ phiếu.

2.3.5. Thay thế chi trả cổ tức

Giả thuyết này cho rằng mua lại cổ phiếu được coi là một hình thức phân phối thu nhập tới cổ đông, qua đó có thể thay thế cho chi trả cổ tức bằng tiền mặt (Grullon và Michaely, 2002). Khi một công ty mua lại cổ phiếu của mình trên thị trường, lượng cổ phiếu đang lưu hành giảm nên thu nhập trên mỗi cổ phiếu sẽ tăng. Đồng thời, các thông báo mua lại cổ phiếu sẽ làm giá cổ phiếu của doanh nghiệp tăng lên và các cổ đông của doanh nghiệp sẽ được hưởng lợi từ sự tăng giá này. Cổ đông nào muốn thu hồi vốn đầu tư thì có thể bán lại cổ phiếu đang sở hữu cho công ty và thu được một khoản thu nhập từ chênh lệch giữa giá trị mua ban đầu và giá bán lại. Vì vậy, giả thuyết này lập luận rằng các công ty lựa chọn mua lại cổ phiếu để chi trả cổ tức thay vì trả bằng tiền mặt nhằm thực hiện các mục tiêu nhất định (Grullon và Michaely, 2002). Nếu thực hiện chi trả cổ tức bằng tiền mặt, công ty luôn phải dự trữ nguồn tiền mặt để chi trả cổ tức, điều này làm nguồn vốn sử dụng bị thu hẹp. Vì vậy doanh nghiệp thường trả cổ tức bằng tiền mặt khi có dòng tiền tự do ổn định. Trong khi đó, chương trình mua lại cổ phiếu được các nhà quản trị ưu

tiên hơn vì sự linh hoạt cho doanh nghiệp cũng như mang lại lợi ích về thuế cho cổ đông, thích hợp với doanh nghiệp có dòng tiền tự do bất thường, không ổn định (Jagannathan và cộng sự, 2000).

2.3.6. Điều chỉnh chỉ số EPS

Nhiều nghiên cứu trên thế giới cho rằng hình thức mua lại cổ phiếu trên thị trường mở đôi khi được các doanh nghiệp sử dụng nhằm cải thiện thu nhập trên mỗi cổ phiếu (chỉ số EPS). Bens và cộng sự (2003) tìm thấy bằng chứng về việc các nhà quản trị doanh nghiệp sử dụng mua lại cổ phiếu trên thị trường mở để duy trì sự tăng trưởng của EPS khi các quyền chọn cổ phiếu của nhân viên được thực hiện. Myers và cộng sự (2007) cũng đưa ra kết luận rằng có ít nhất 20 quý liên tục trong các mẫu nghiên cứu của mình EPS không bị giảm vì doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu. Bên cạnh đó, nghiên cứu Brav và cộng sự (2005) cho thấy 76% các giám đốc điều hành (Chief Executive Officer - CEO), giám đốc tài chính (Chief Financial Officer - CFO) và các nhà quản trị vốn khi được hỏi về sự lựa chọn giữa cổ tức tiền mặt hay mua lại cổ phiếu đều trả lời rằng việc tăng trưởng EPS là yếu tố rất quan trọng cần được xem xét trong các quyết định mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp. Trên thị trường chứng khoán, giá cổ phiếu tương đối nhạy cảm đối với chỉ số EPS và nhà quản lý có thể sử dụng những chương trình mua lại cổ phiếu để thực hiện quản trị thu nhập. Các nhà quản lý tăng cường hoạt động mua lại cổ phiếu khi thu nhập dưới mức dự kiến và để đạt tỷ lệ EPS mong muốn. Tuy nhiên không phải tất cả các chương trình mua lại cổ phiếu đều làm tăng chỉ số EPS mà nó được quyết định bởi 3 yếu tố: một là thời gian doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu; hai là số lượng cổ phiếu mua lại và ba là lợi nhuận doanh nghiệp sử dụng để mua lại cổ phiếu (Hribar và cộng sự, 2006). Hai yếu tố đầu tiên làm tăng EPS vì làm giảm mẫu số của EPS (số lượng cổ phiếu đang lưu hành), trong khi đó ảnh hưởng của yếu tố thứ ba lại làm giảm tử số của chỉ số EPS (lợi nhuận). Vì vậy kết quả giữa các yếu tố này dẫn đến việc có những chương trình mua lại cổ phiếu làm tăng EPS và có những chương trình mua lại cổ phiếu lại làm giảm EPS. Nghiên cứu của Hribar và cộng sự (2006) trên các thương vụ mua lại cổ phiếu tại Mỹ trong giai đoạn 1988-2001 đã đưa ra kết quả các doanh nghiệp sử dụng mua lại cổ phiếu như một công cụ quản trị thu nhập bằng cách hoàn thành các dự báo về việc tăng chỉ số EPS. Gong

và cộng sự (2008) cũng đưa ra bằng chứng chứng minh mối quan hệ giữa quản trị thu nhập và mua lại cổ phiếu. Nhóm tác giả đã chứng minh được những cải thiện đáng kể trong hiệu quả hoạt động dài hạn sau khi doanh nghiệp mua lại cổ phiếu. Những thay đổi tích cực trong hiệu quả hoạt động dài hạn có nguyên nhân từ hoạt động mua lại cổ phiếu thông qua dồn tích khác thường.

2.4. Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu

2.4.1. Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thực hiện

Các chương trình mua lại cổ phiếu đều chứa đựng những thông tin mà các doanh nghiệp muốn tiết lộ tới các cổ đông và các nhà đầu tư của mình. Một khi động cơ thực hiện mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp được xác định thì có thể tìm hiểu được các chương trình mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp thông báo về những thông tin gì cũng như tín hiệu mà doanh nghiệp muốn phát đến các cổ đông và nhà đầu tư. Những thông tin này có thể bao gồm:

- ✓ Thông tin về tình hình tài chính hiện tại và tiềm năng về tình hình tài chính của doanh nghiệp trong tương lai (mức độ thanh khoản, dự trữ tiền mặt, chỉ số đòn bẩy tài chính, chỉ số ROE và EPS...)
- ✓ Thông tin về sự chênh lệch giữa giá trị nội tại và giá trị thị trường của cổ phiếu doanh nghiệp.

Nếu thông tin có liên quan đến tình hình tài chính của doanh nghiệp thì hoạt động mua lại cổ phiếu sẽ có những ảnh hưởng nhất định lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thực hiện. Tuy nhiên, nếu thông tin nhằm thông báo về sự chênh lệch giữa giá trị nội tại và giá trị thị trường thì nó cũng thường tiết lộ những thông tin tốt và hàm ý rằng thu nhập trong tương lai sẽ gia tăng sau các thông báo mua lại cổ phiếu. Vì vậy, có rất nhiều nghiên cứu trên thế giới đã thực hiện phân tích những ảnh hưởng này như Nohel và Tarhan (1998), Gup và Nam (2001), Grullon và Michaely (2004), Lie (2005) hay Chandren và cộng sự (2017) và phần nào đưa ra nguyên nhân về ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thông qua hai tác động: (1) mua lại cổ phiếu có thể tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp vì phản

ảnh được thông tin mà doanh nghiệp muốn thông báo đến thị trường thông qua các chương trình mua lại cổ phiếu và (2) ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh liên quan tới hoạt động quản trị thu nhập.

❖ *Hiệu quả hoạt động kinh doanh phản ánh thông tin của các chương trình mua lại cổ phiếu*

Nếu các chương trình mua lại cổ phiếu phản ánh thông tin tài chính của doanh nghiệp thì nó thường là những thông tin tốt. Điều này còn hàm ý rằng các doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu đang có lượng tiền mặt dư thừa. Quyết định phân phối lượng tiền này tới các nhà đầu tư cũng là một tín hiệu về tiềm năng tài chính của công ty đang không có rủi ro. Đây cũng là cách mà các nhà quản trị muốn chỉ ra rằng công ty kỳ vọng về một sự phát triển tốt và có thể kiếm được dòng tiền cần thiết từ các hoạt động kinh doanh trong tương lai (Bhattacharya, 1979; Vermaelen, 1984; Miller và Rock, 1985). Mua lại cổ phiếu cũng cho thấy công ty sử dụng tiền mặt làm cho các chỉ số thanh khoản thấp hơn và trở nên an toàn hơn. Một khía cạnh khác của mua lại cổ phiếu là nó không chỉ làm thay đổi chỉ số thanh khoản mà còn làm thay đổi chỉ số đòn bẩy tài chính (nợ trên vốn chủ sở hữu). Chỉ số đòn bẩy tài chính sẽ tăng lên khi doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu vì số lượng cổ phiếu giảm dẫn đến vốn chủ sở hữu bị thu hẹp và doanh nghiệp không tăng thêm nợ. Sự gia tăng chỉ số đòn bẩy tài chính là có thể tồn tại nếu công ty có khả năng kiếm được những lợi ích tích cực nhất định từ mức độ đòn bẩy này. Thêm vào đó, điều này có thể thực hiện được với những công ty có tình trạng tài chính ổn định và tiềm năng phát triển tốt.

Mua lại cổ phiếu là một đặc điểm không thể thiếu trong giai đoạn công ty trải qua bước chuyển giao từ giai đoạn phát triển sang giai đoạn trưởng thành hơn. Nói một cách khác, trong giai đoạn phát triển doanh nghiệp có sẵn nhiều dự án có NPV dương, chi phí vốn hóa lớn, dòng tiền tự do ít và sự phát triển thu nhập cao. Ở một vài thời điểm, sự phát triển của doanh nghiệp chậm dần lại và lợi nhuận của doanh nghiệp bắt đầu giảm. Sang giai đoạn này, chi phí vốn hóa cũng giảm và doanh nghiệp tạo ra nhiều lượng tiền tự do hơn (Grullon và Michaely, 2004). Trong bối cảnh đó, mua lại cổ phiếu có thể làm giảm bớt vấn đề đầu tư vượt mức, qua đó giải thích cho các phản ứng tích cực của thị trường về giá cổ phiếu cũng như sự gia tăng

của hiệu quả hoạt động kinh doanh. Grullon và Michaely (2004) cũng phân tích ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu đến hiệu quả kinh doanh trong tương lai của doanh nghiệp nhưng không tìm thấy bằng chứng nào về sự gia tăng đáng kể trong thu nhập hay lợi nhuận của doanh nghiệp sau các chương trình mua lại cổ phiếu. Tuy nhiên, nhóm tác giả lại tìm ra kết quả là các rủi ro hệ thống và chi phí vốn của doanh nghiệp sẽ giảm sau khi doanh nghiệp mua lại cổ phiếu. Nohel và Tarhan (1998) đề cập đến hai động cơ chính mà các doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu là phát tín hiệu đến thị trường về việc cổ phiếu của doanh nghiệp đang bị định giá thấp và phân phối dòng tiền tự do. Nếu dự định của doanh nghiệp khi thông báo mua lại cổ phiếu là phát tín hiệu tới thị trường về triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp thì rõ ràng có thể nhìn thấy sự gia tăng trong hiệu quả hoạt động kinh doanh sau khi thực hiện mua lại cổ phiếu. Brav và cộng sự (2005) đã đưa ra bằng chứng cho thấy các nhà quản lý coi việc doanh nghiệp bị định giá thấp là nguyên nhân quan trọng nhất khi các doanh nghiệp thực hiện mua lại. Nếu giá trị cổ phiếu doanh nghiệp đang thực sự bị đánh giá thấp, các chương trình mua lại cổ phiếu sẽ đại diện cho các dự án mang lại NPV dương và lợi ích cho cổ đông, hay nói cách khác thông tin cổ phiếu đang bị định giá thấp trong các thông báo mua lại cổ phiếu xuất phát từ việc các nhà quản trị kỳ vọng hiệu quả hoạt động kinh doanh sẽ tốt hơn trong tương lai. Vì vậy, một khía cạnh khác của hoạt động mua lại cổ phiếu là tiết lộ thông tin có triển vọng tới thị trường về hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp trong thời gian tới. Tuy nhiên, nếu thông tin trong các chương trình mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp là phân phối dòng tiền tự do thay vì phát tín hiệu về việc cổ phiếu bị định giá thấp thì sự gia tăng trong hiệu quả hoạt động kinh doanh được giải thích bằng việc doanh nghiệp thực hiện điều chỉnh cơ cấu tài sản, qua đó làm giảm chi phí đại diện. Nohel và Tarhan (1998) khẳng định các chương trình mua lại cổ phiếu làm cải thiện hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong 3 năm sau khi kết thúc việc thực hiện mua lại (tăng 23% so với trước thông báo mua lại cổ phiếu), đặc biệt với các doanh nghiệp có kết quả kinh doanh kém (với chỉ số Tobin's Q thấp) trước khi doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu. Nhóm tác giả chỉ ra nguyên nhân của sự gia tăng này được tạo ra bởi doanh nghiệp đã cải thiện hiệu quả sử dụng tài sản, cụ thể là bán các tài sản đang hoạt động kém, qua đó làm giảm tổng tài sản của doanh

nghiệp. Điều này cũng chỉ ra các doanh nghiệp có kết quả kinh doanh chưa tốt sẽ được cải thiện hiệu quả kinh doanh thông qua việc bán tài sản và phân phối lại tiền mặt. Như vậy, mua lại cổ phiếu không chỉ đơn thuần là giao dịch tài chính làm thay đổi cấu trúc vốn của doanh nghiệp mà còn là một phần của chiến lược tái cơ cấu lại tài sản của doanh nghiệp, qua đó cải thiện hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

❖ *Ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh liên quan tới hoạt động quản trị thu nhập*

Quản trị thu nhập là việc doanh nghiệp sử dụng các kỹ thuật kế toán để tạo ra báo cáo tài chính trình bày được tổng quan tích cực về hoạt động kinh doanh và tình hình tài chính của doanh nghiệp (Yaping, 2005). Mối liên hệ giữa ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh và quản trị thu nhập thể hiện ở cách mà các nhà quản trị có thể sử dụng quyền của mình để thay đổi các phương pháp kế toán nhằm làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp, giảm giá cổ phiếu để tạo ra sự chênh lệch về giá trị cổ phiếu nội tại và giá trị thị trường, qua đó mua lại cổ phiếu sẽ làm tăng giá cổ phiếu trở lại cũng như cải thiện hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Gong và cộng sự (2008) cho rằng các nhà quản trị thực hiện mua lại cổ phiếu khi họ kỳ vọng hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp trong tương lai sẽ tốt hơn những gì mà thị trường vốn kỳ vọng, vì vậy sự gia tăng kết quả kinh doanh trong các chỉ số kế toán sau các chương trình mua lại cổ phiếu thường do việc quản trị thu nhập đi xuống trước thời điểm thực hiện mua lại. Nhóm tác giả thừa nhận các nhà quản trị thực hiện mua lại cổ phiếu mà không vì mục đích phát tín hiệu thường có động cơ giảm giá mua lại cổ phiếu bởi vì việc giảm giá mua lại cổ phiếu sẽ góp phần chuyển dịch hiệu quả lợi ích từ các cổ đông bán cổ phiếu sang những cổ đông nắm giữ cổ phiếu, trong đó lợi ích của các nhà quản trị gắn liền với các cổ đông đang nắm giữ cổ phiếu thông qua tiền đóng góp cổ phần vào doanh nghiệp, cơ hội nghề nghiệp và lương thưởng. Vì vậy, các nhà quản trị sử dụng quyền tự quyết của mình để điều chỉnh báo cáo tài chính bằng cách thay đổi các phương pháp kế toán hiện hành đang được doanh nghiệp áp dụng, trong đó làm giảm giá cổ phiếu bằng việc giảm lợi nhuận của quý ngay trước thời điểm thông báo mua lại cổ phiếu. Nếu thị trường thất bại trong việc hiệu chỉnh hoàn toàn ảnh hưởng của quản trị thu nhập thì một chương trình mua lại cổ phiếu trên thị trường mở có thể làm tăng giá cổ

phiếu và cải thiện hiệu quả kinh doanh vì một doanh nghiệp mua lại cổ phiếu khi tiêu chí thu nhập trước khi mua lại bị giảm vì quản trị thu nhập kém hiệu quả sẽ dự báo sự tăng trưởng về thu nhập nhanh hơn trong tương lai.

Lie (2005) cũng khẳng định cả hiệu quả hoạt động kinh doanh và thu nhập của doanh nghiệp đều tăng lên sau khi doanh nghiệp thông báo và thực hiện mua lại cổ phiếu trong cùng một quý. Mối quan hệ giữa quản trị thu nhập và ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh cũng được Chandren và cộng sự (2017) phân tích, trong đó nhóm tác giả đã chỉ ra sự tăng trưởng về hiệu quả hoạt động kinh doanh trong 3 năm sau thời điểm mua lại cổ phiếu với hiệu quả kinh doanh là các chỉ số đo lường bằng giá trị sổ sách như ROA, ROE và chỉ số đo lường bằng giá trị thị trường là Tobin's Q. Mối quan hệ tích cực giữa hiệu quả kinh doanh dài hạn và mua lại cổ phiếu tích lũy (accretive share buyback) đã cho thấy mua lại cổ phiếu tích lũy là công cụ quản trị thu nhập hiệu quả để hướng tất cả các bên liên quan tới doanh nghiệp đều làm việc vì mục tiêu phát triển chung và lợi ích của cổ đông, qua đó làm giảm thiểu chi phí người đại diện.

2.4.2. Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn của doanh nghiệp thực hiện

Hoạt động mua lại cổ phiếu thường làm tăng giá cổ phiếu của doanh nghiệp xung quanh thời điểm công bố kế hoạch mua lại như trong các nghiên cứu của Vermaelen (1981), Dann (1981), Ikenberry và cộng sự (1995, 2000), Peyer và Vermaelen (2009) ... Phản ứng tích cực này của thị trường cũng gắn liền với động cơ phát tín hiệu cho cổ đông và nhà đầu tư về giá trị thực của doanh nghiệp thông qua các chương trình mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp. Tuy nhiên những ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn cũng được giải thích bởi những giả thuyết khác. Vì vậy, ba giả thuyết điển hình phân tích những ảnh hưởng này bao gồm: (1) giả thuyết về phát tín hiệu, (2) giả thuyết về thời điểm thị trường và (2) giả thuyết giao dịch ngược xu thế.

❖ Giả thuyết về phát tín hiệu (Information-signaling hypothesis)

Thông báo mua lại cổ phiếu thường được xem là một dấu hiệu tốt đối với thị trường và các nhà đầu tư vì doanh nghiệp thường dùng mua lại cổ phiếu như một

công cụ nhằm phát tín hiệu đến thị trường rằng cổ phiếu của họ đang bị định giá thấp (Dittmar, 2000). Khi các nhà quản trị thực hiện mua lại cổ phiếu chỉ dựa trên cơ sở cổ phiếu đang bị định giá thấp thì họ đang phát tín hiệu đến thị trường rằng tiềm năng hiện tại và tương lai của doanh nghiệp (dòng tiền các dự án) đang không được phản ánh một cách chính xác trong giá cổ phiếu doanh nghiệp mình. Bên cạnh đó, một phân tích phổ biến khác nữa về hoạt động mua lại cổ phiếu được xem như tín hiệu tích cực tới thị trường là doanh nghiệp đang thông qua hoạt động này để biểu hiện sự lo lắng về cách sử dụng hiệu quả vốn chủ sở hữu của mình (Jensen, 1986). Mua lại cổ phiếu là hành động chỉ ra rằng doanh nghiệp đang tránh đầu tư vào các dự án làm lãng phí dòng tiền tự do, qua đó phát tín hiệu về lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu trong tương lai sẽ tăng. Các nhà quản trị có lợi thế về thông tin riêng sẽ mua lại các cổ phiếu đang bị định giá thấp để thông tin về triển vọng tốt trong tương lai mà không được đánh giá đúng ở mức giá hiện tại (Vermaelen, 1984). Nếu điều này đúng thì mua lại cổ phiếu có thể được thực hiện ở bất kỳ mức giá nào và sự thay đổi trong giá cổ phiếu chắc chắn sẽ xảy ra. Mặt khác, các nhà quản trị còn muốn thông tin về giá cổ phiếu đang bị chiết khấu một cách bất thường nhằm ủng hộ lợi ích cho các cổ đông. Theo đó, mua lại cổ phiếu thường theo sau sự giảm giá cổ phiếu trên thị trường. Sự khác biệt giữa hai loại tín hiệu này là rất nhỏ (Bruslerie, 2003), trong đó phát tín hiệu về cổ phiếu bị định giá thấp hướng đến tương lai và hàm ý giá cổ phiếu của doanh nghiệp sẽ tăng sau các chương trình mua lại cổ phiếu (Grullon và Michaely, 2004) nhưng phát tín hiệu về việc cổ phiếu đang bị giảm giá (chiết khấu) bất thường thường nhìn về quá khứ và mua lại cổ phiếu là cách thức nhằm thúc đẩy giá cổ phiếu (Ginginger và Harmon, 2007).

❖ *Giả thuyết về thời điểm thị trường (Market-timing hypothesis)*

Giả thuyết về thời điểm thị trường cho rằng các nhà quản trị doanh nghiệp có thông tin riêng về giá trị của cổ phiếu, qua đó giúp họ dự đoán được lợi nhuận cổ phiếu trong tương lai (Cesari và cộng sự, 2012). Theo giả thuyết này, các chương trình mua lại cổ phiếu sẽ mang lại lợi nhuận bất thường dương cho doanh nghiệp thực hiện và giá trung bình của thị trường sẽ cao hơn giá trung bình mua lại. Nếu như giả thuyết phát tín hiệu giải thích những phản ứng tích cực của thị trường xung quanh thời điểm doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu thì giả thuyết về thời

điểm thị trường đề cập đến biến động giá cổ phiếu xung quanh thời điểm doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu. Cesari và cộng sự (2012) cho rằng các nhà quản trị doanh nghiệp đã sử dụng lý thuyết thời điểm thị trường để mang lại lợi ích cho các cổ đông không bán cổ phiếu: một là doanh nghiệp mua lại cổ phiếu với giá thấp hơn so với giá thị trường và chính sự chênh lệch về giá này được coi là sự chuyển dịch hiệu quả lợi ích từ những cổ đông bán cổ phiếu sang những cổ đông không bán cổ phiếu và hai là có sự xuất hiện của lợi nhuận bất thường dương sau khi doanh nghiệp mua lại cổ phiếu. Ben-Rephael và cộng sự (2013) cũng đưa ra kết luận các doanh nghiệp đều tiến hành mua lại cổ phiếu ở mức giá thấp hơn nhiều so với giá trung bình của thị trường. Sự chênh lệch này có mối quan hệ ngược chiều với quy mô doanh nghiệp và cùng chiều với tỷ số giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách. Nhóm tác giả lý giải những doanh nghiệp có quy mô nhỏ thì không mua lại cổ phiếu thường xuyên. Khi đó, các chương trình mua lại cổ phiếu đều được coi là hoạt động chiến lược trong các doanh nghiệp này. Mặt khác, các nhà quản trị sẽ nắm giữ các thông tin riêng của doanh nghiệp rõ hơn và giúp họ dự đoán được sự tăng trưởng của cổ phiếu trong tương lai, vì vậy hoạt động mua lại cổ phiếu đều mang lại lợi nhuận bất thường dương. Quan trọng hơn thị trường vẫn còn phản ứng tích cực ngay cả thời điểm doanh nghiệp công bố kết quả và lợi nhuận thu được từ việc thực hiện mua lại cổ phiếu với lợi nhuận bất thường là 5,1%.

❖ *Giả thuyết giao dịch ngược xu thế (Contrarian-trading hypothesis)*

Giả thuyết giao dịch ngược xu thế yêu cầu doanh nghiệp mua lại cổ phiếu ở dưới mức giá trung bình của thị trường vì doanh nghiệp bắt đầu mua sau những đợt giảm giá cổ phiếu và ngừng mua sau khi cổ phiếu tăng giá (Oberberger, 2014). Vì vậy, giá mua lại trung bình sẽ thấp hơn giá thị trường trung bình nếu giá mua lại và giá thị trường không được đo lường tại chính xác cùng một thời điểm. Với giả thuyết giao dịch ngược xu thế thì sự khác biệt giữa giá thị trường và giá mua lại có mối quan hệ tương quan ngược chiều với lợi nhuận bất thường nếu doanh nghiệp mua cổ phiếu sau khi giá cổ phiếu giảm và có mối quan hệ tương quan cùng chiều với lợi nhuận bất thường nếu doanh nghiệp ngừng mua lại cổ phiếu sau khi giá cổ phiếu tăng. Giả thuyết này cung cấp giải thích về việc tại sao chi phí doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu thấp hơn so với giá trung bình của thị trường bên cạnh

giả thuyết về thời điểm thị trường. Zhang (2005) lập luận rằng các doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu sau khi giá cổ phiếu bị giảm liên tục, cho thấy các doanh nghiệp ở thị trường Hồng Kông mua cổ phiếu ngược lại với xu hướng của thị trường, giá cổ phiếu sau ngày doanh nghiệp thực hiện vẫn tăng nhưng không nhiều. Ginglinger và Hamon (2007) cũng khẳng định doanh nghiệp mua lại cổ phiếu khi giá bị giảm mạnh, vì vậy mua lại cổ phiếu được coi như một công cụ để doanh nghiệp ổn định giá. Nhóm tác giả tìm thấy bằng chứng sau khi doanh nghiệp mua lại cổ phiếu, giá cổ phiếu của doanh nghiệp tăng nhẹ.

Bên cạnh những giả thuyết trên, ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn của doanh nghiệp còn có thể được giải thích bằng những nguyên nhân liên quan tới chi phí đại diện của dòng tiền tự do và tận dụng ảnh hưởng của các quyền chọn thực (real option). Mặt khác, mức độ ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu (lợi nhuận bất thường) của doanh nghiệp cũng phụ thuộc vào các đặc điểm của doanh nghiệp.

❖ *Ảnh hưởng lên chi phí đại diện của dòng tiền mặt tự do*

Khi có quá nhiều tiền mặt, các nhà quản trị doanh nghiệp thường sử dụng phung phí những khoản tiền này cho mục đích mở rộng quy mô doanh nghiệp hay đầu tư vào những dự án có giá trị hiện tại ròng (NPV) âm. Đã có rất nhiều các ví dụ về các doanh nghiệp có lợi nhuận lớn nhưng lãng phí quá nhiều tiền mặt vào các mục tiêu đa dạng hóa kinh doanh không thiết thực. Thực tế giá cổ phiếu tăng sau khi doanh nghiệp công bố kế hoạch mua lại cổ phiếu có thể chỉ phản ánh sự thật là các cổ đông cảm thấy an toàn hơn khi biết rằng lãnh đạo doanh nghiệp sẽ không lãng phí tiền bạc vào những kế hoạch không thiết thực nữa. Doanh nghiệp thường xuyên thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu cũng sẽ phải tham gia vào thị trường vốn thường xuyên hơn để huy động vốn cho các dự án đầu tư. Tuy nhiên, điều đó cũng có nghĩa là các bên cung cấp vốn sẽ có thể giám sát tốt hơn các chính sách đầu tư của doanh nghiệp và hướng đến cắt giảm chi phí tài chính.

Grullon và Michaely (2004) chứng minh rằng doanh nghiệp giảm chi phí hoạt động và chi phí nghiên cứu phát triển sau khi thực hiện mua lại cổ phiếu. Tỷ lệ tiền mặt trong bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp cũng sụt giảm sau khi thực hiện mua lại cổ phiếu. Hơn thế nữa, giá cổ phiếu của những doanh nghiệp thực hiện

mua lại cổ phiếu thường tăng cao hơn so với giá cổ phiếu của các doanh nghiệp thực hiện đầu tư quá mức. Các kết quả này đều dẫn tới kết luận rằng thị trường có những đánh giá tích cực về quyết định mua lại cổ phiếu của những doanh nghiệp có chi phí đại diện của dòng tiền tự do cao.

❖ *Tận dụng ảnh hưởng của các quyền chọn thực (real option)*

Thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở không phải là một lời hứa chắc chắn được thực hiện từ doanh nghiệp mà chỉ là kế hoạch có thể được thực hiện trong tương lai. Bởi vì lý do này, ban lãnh đạo có thể tận dụng ảnh hưởng của các quyền chọn thực này nhằm đem lại lợi ích cho doanh nghiệp. Ikenberry và Vermaelen (1996) chỉ ra rằng quyết định mua lại thực ra là một quyền chọn thực (real option) của doanh nghiệp để mua lại cổ phiếu khi những cổ phiếu này bị định giá thấp. Diễn giải theo một cách khác, khi doanh nghiệp công bố kế hoạch mua lại cổ phiếu, giá cổ phiếu sẽ tăng nhằm phản ánh giá trị gia tăng của những quyền chọn thực này và doanh nghiệp có quyền quyết định mình có thực hiện kế hoạch mua lại hay không. Tuy nhiên, các nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá trị của những quyền chọn thực này sẽ mất đi khi hết thời gian công bố thực hiện mua lại và giá trị này càng ngày càng giảm khi thời gian trôi về ngày cuối cùng trong khoảng thời gian mua lại công bố.

❖ *Mức độ ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn phụ thuộc vào đặc điểm của doanh nghiệp thực hiện mua lại*

Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn còn phụ thuộc vào các đặc điểm của doanh nghiệp thực hiện mua lại. Các yếu tố này có thể là tỷ lệ sinh lời, quy mô của doanh nghiệp và tỷ lệ giữa giá trị sổ sách với giá trị thị trường hay tính thanh khoản và các quy định của pháp luật về mua lại cổ phiếu.

Ben-Rephael và cộng sự (2013) đã chỉ ra rằng giá cổ phiếu của doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu tỷ lệ nghịch với quy mô doanh nghiệp và tỷ lệ thuận với tỷ lệ giữa giá trị sổ sách-giá trị thị trường. Nhóm tác giả cũng lý giải rằng các doanh nghiệp có quy mô nhỏ thì không thực hiện mua cổ phiếu thường xuyên nên một chương trình mua lại cổ phiếu sẽ được coi là chiến lược quan trọng của doanh

nghiệp, vì vậy ảnh hưởng tích cực lên giá cổ phiếu. Trong khi đó chênh lệch giữa giá trị sổ sách và giá trị thị trường càng lớn thì giá cổ phiếu lại càng tăng sau khi doanh nghiệp thực hiện mua lại để giá cổ phiếu có thể phản ánh được đúng giá trị thực của mình.

Phản ứng của giá cổ phiếu xung quanh hoạt động mua lại cổ phiếu cũng được cho rằng phụ thuộc vào tính thanh khoản của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Cesari và cộng sự (2011) đã tìm ra bằng chứng các thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường làm tăng tính thanh khoản của doanh nghiệp, qua đó góp phần làm ổn định giá cổ phiếu, thậm chí cổ phiếu còn có dấu hiệu tăng sau khi doanh nghiệp thông báo mua lại. Nhóm tác giả cũng đưa ra giải thích rằng khi tính thanh khoản tăng, các giao dịch cổ phiếu sẽ trở nên dễ dàng hơn và cổ phiếu cũng trở nên có giá trị hơn trong mắt các nhà đầu tư, vì vậy giá cổ phiếu tăng sau khi doanh nghiệp thông báo mua lại phản ánh kỳ vọng của thị trường.

Mặt khác, Hatakeda và Isagawa (2004) hay Andriosopoulos và Lasfer (2015) đã chứng minh được lợi nhuận của doanh nghiệp trước các thông báo mua lại cổ phiếu (được đo lường bằng các chỉ số ROA hay lợi nhuận bất thường tích lũy trước thông báo mua lại cổ phiếu 20 ngày), các quy định của pháp luật về mua lại cổ phiếu và tỷ lệ đòn bẩy tài chính có mối quan hệ tương quan cùng chiều tới giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có lợi nhuận tốt và tỷ lệ đòn bẩy tài chính hợp lý cũng như chịu sự điều chỉnh của các quy định pháp luật về mua lại cổ phiếu thì các thông báo mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp sẽ tạo được niềm tin tới thị trường và các nhà đầu tư, qua đó giá cổ phiếu sẽ phản ánh được những thông điệp và tín hiệu mà doanh nghiệp muốn phát đến thị trường.

2.4.3. Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến công ty trong cùng ngành

Ảnh hưởng của một sự kiện trong một công ty đến các công ty trong cùng ngành hay còn gọi là ảnh hưởng nội ngành (intra-industry effect) đề cập đến những tác động của sự kiện này tới các vấn đề có cùng mối liên quan của các công ty cùng ngành thay vì tác động tới các ngành khác. Ảnh hưởng nội ngành xuất hiện trong rất nhiều lĩnh vực kinh tế, tài chính và bao gồm cả những ảnh hưởng tích cực và tiêu cực. Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến các công ty trong cùng ngành đã được đề cập đến từ những năm 1980, trong đó mối liên hệ được nhấn mạnh

thông qua những tác động trong quyết định về cơ cấu vốn với các điều kiện của thị trường. Những nghiên cứu của Titman (1984), Brander và Lewis (1986) và Maksimovic (1988) phát triển các mô hình chỉ ra rằng các công ty cùng ngành có thể bị ảnh hưởng bởi những thay đổi chiến lược trong tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Các lý thuyết của Jensen (1986) và Stulz (1988) cũng cho thấy việc mua lại cổ phiếu có mối liên hệ với quản trị doanh nghiệp, qua đó tác động tới các công ty trong cùng ngành. Ngoài ra, nghiên cứu của Vermaelen (1981) hay Miller và Rock (1985) cho thấy giá cổ phiếu của doanh nghiệp cùng ngành có thể bị tác động bởi những tín hiệu thông tin trên thị trường về việc mua lại cổ phiếu của một doanh nghiệp trong ngành. Mặc dù các mô hình tín hiệu không nhấn mạnh về mối liên hệ giữa mua lại cổ phiếu và các công ty trong cùng ngành nhưng thông tin về doanh nghiệp mua lại cổ phiếu có thể khiến các nhà đầu tư phải xem xét lại dự báo về lợi nhuận tiềm năng của các doanh nghiệp cùng ngành.

Sang những năm 1990 trở về sau, trên thế giới đã có thêm nhiều nghiên cứu trực tiếp liên quan đến sự ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên các doanh nghiệp trong cùng ngành như các nghiên cứu của Hertzfel (1991), Akhigbe và Madura (1999) hay Miller và Shankar (2005). Các nghiên cứu đều đưa giả thuyết rằng các doanh nghiệp cùng ngành thường sẽ có những phản ứng trong ngày một doanh nghiệp trong ngành đưa ra thông báo mua lại cổ phiếu còn ngày thực hiện giao dịch thực sự thường không được để ý bởi các doanh nghiệp trong cùng ngành, mà chủ yếu chỉ tác động lên doanh nghiệp thông báo. Nhìn chung, hầu hết các nghiên cứu cũng cho rằng, nhờ hiệu ứng và tính lan truyền của thông tin, thông tin về quyết định cũng như hoạt động mua lại cổ phiếu có thể tác động lên các công ty cùng ngành theo hai hướng: (1) hướng tích cực khi thông tin mua lại cổ phiếu tác động theo hiệu ứng lan tỏa và ảnh hưởng đến các công ty cùng ngành thông qua việc phản ánh các điều kiện thị trường mà ngành đang đối mặt và (2) hướng tiêu cực khi thông tin mua lại cổ phiếu tác động theo hiệu ứng sức cạnh tranh và ảnh hưởng đến các công ty cùng ngành thông qua phản ánh sự thay đổi về sức cạnh tranh của các doanh nghiệp trong ngành thông báo mua lại cổ phiếu. Như vậy, những ảnh hưởng nội ngành của hoạt động mua lại cổ phiếu cũng bao gồm cả ảnh hưởng tích cực và tiêu cực và được tác động thông qua biến động về giá cổ phiếu.

❖ *Hoạt động mua lại cổ phiếu phản ánh các điều kiện thị trường mà ngành đang đối mặt*

Thứ nhất, về giả thuyết hoạt động mua lại cổ phiếu phản ánh các điều kiện thị trường mà ngành đang đối mặt – thường mang lại hiệu ứng tích cực giống với doanh nghiệp thông báo, các nghiên cứu cho rằng doanh nghiệp quyết định mua lại cổ phiếu nhằm phát ra thị trường tín hiệu rằng doanh nghiệp đang có những triển vọng nhất định về tình hình kinh doanh cũng như giá trị doanh nghiệp trong tương lai. Tín hiệu này có thể sẽ được những người tham gia thị trường hiểu rằng doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu đang có tình hình kinh doanh tích cực nhờ sự lạc quan về chính ngành kinh doanh của họ. Vì những thuận lợi mà thị trường mang lại, ngành mà doanh nghiệp kinh doanh đang phát triển, lượng cầu cho sản phẩm hay dịch vụ giá trị của ngành tăng giúp cổ phiếu của cả ngành trở nên hấp dẫn và lạc quan hơn trong tương lai. Vì thế, các nhà đầu tư sẽ có xu hướng tăng cầu về cổ phiếu của ngành đó và giá cổ phiếu của các doanh nghiệp khác trong ngành có thể tăng lên, nhưng xu hướng này thường chỉ mang tính ngắn hạn. Tuy nhiên, cũng có trường hợp các nhà đầu tư nhìn nhận việc mua lại cổ phiếu theo hướng tiêu cực và điều này cũng có thể gây nên ảnh hưởng dài hạn cho cho doanh nghiệp trong cùng ngành.

Akhigbe và Madura (1999) đã chứng minh ảnh hưởng tích cực của hoạt động mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành ngân hàng giai đoạn 1978-1995 xung quanh ngày một ngân hàng công bố kế hoạch mua lại cổ phiếu. Trong khi đó, Chang và Lu (2016) khẳng định các doanh nghiệp Đài Loan lại tập trung vào việc mua lại cổ phiếu bằng cách giảm vốn và phân phối tiền mặt dư thừa. Kết quả là quyết định mua lại cổ phiếu có tác động tích cực lên các công ty cùng ngành không chỉ vào vào ngày công bố kế hoạch mua lại cổ phiếu mà còn phản ứng tới tận ngày hôm sau ngày thông báo. Hơn nữa, các nghiên cứu này còn chứng minh những ảnh hưởng tích cực này bị ảnh hưởng bởi quy mô, tỷ lệ chi trả, tỷ lệ đòn bẩy và cơ cấu quyền sở hữu của doanh nghiệp. Đây được coi là bằng chứng cho giả thuyết rằng "những tín hiệu tốt" sẽ có tính lan tỏa; cụ thể là những thông tin gì được coi là tín hiệu tốt cho doanh nghiệp thông báo cũng được xem là tín hiệu tốt cho toàn ngành, qua đó thúc đẩy giá cổ phiếu của các doanh nghiệp cùng ngành tăng lên cùng với doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu.

❖ *Hoạt động mua lại cổ phiếu phản ánh sự thay đổi về sức cạnh tranh của các doanh nghiệp cùng ngành*

Thứ hai, theo giả thuyết hoạt động mua lại cổ phiếu phản ánh sự thay đổi về sức cạnh tranh của các doanh nghiệp cùng ngành, nhiều nghiên cứu cho rằng phản ứng của các công ty cùng ngành trước sự kiện này sẽ ngược lại với phản ứng của doanh nghiệp đưa ra thông báo. Doanh nghiệp quyết định mua lại cổ phiếu thường nhằm phát ra thị trường tín hiệu rằng doanh nghiệp đang bị định giá thấp và đang có những triển vọng nhất định về tình hình kinh doanh cũng như giá trị doanh nghiệp trong tương lai. Điều này cũng có thể nhận định rằng sức cạnh tranh của doanh nghiệp thông báo hoạt động mua lại đang tăng lên, đặc biệt khi so sánh với các công ty trong cùng ngành. Các cá nhân, tổ chức tham gia thị trường sẽ tập trung vào sức cạnh tranh của doanh nghiệp thông báo mua lại, họ sẽ có những nhận định tiêu cực về sức cạnh tranh của các doanh nghiệp trong cùng ngành. Vì thế, cổ phiếu của doanh nghiệp cùng ngành sẽ trở nên kém hấp dẫn, dẫn đến lượng cầu và giá trị cổ phiếu sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực và đi xuống.

Erwin và Miller (1998) cũng nhận thấy rằng các doanh nghiệp trong cùng ngành thường có phản ứng tiêu cực trước quyết định mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp thông báo. Miller và Shankar (2005) cũng cho thấy việc công bố mua lại cổ phiếu của một công ty bảo hiểm có ảnh hưởng tiêu cực đến các công ty bảo hiểm khác trong cùng ngành, đặc biệt là thời gian 120 ngày sau thông báo của các công ty bảo hiểm lần đầu mua lại cổ phiếu. Các nghiên cứu trên đã chứng tỏ được sự xuất hiện của những tác động tiêu cực lên các công ty trong cùng ngành do sự nhận định về khả năng cạnh tranh được tác động bởi quyết định mua lại cổ phiếu.

Tuy nhiên, ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu đến các công ty trong cùng ngành cũng ghi nhận những trường hợp đặc biệt, tùy thuộc vào từng ngành cụ thể, điển hình như trong cùng một quốc gia nhưng cũng có ngành có phản ứng nội ngành tích cực đối với hoạt động mua lại cổ phiếu trong khi đó cũng có ngành có phản ứng nội ngành tiêu cực với hoạt động này. Cụ thể, Zhao (2014) chỉ ra rằng, tại các doanh nghiệp ở Thượng Hải, ngành Sinh học có phản ứng tiêu cực trong khi ngành Tiêu dùng lại có phản ứng tích cực với hoạt động mua lại cổ phiếu. Bên cạnh đó, hoạt động mua lại cổ phiếu cũng được ghi nhận là có rất ít tác động tới các công

ty trong cùng ngành như nghiên cứu của Hertzell (1991) đã không tìm thấy phản ứng nội ngành nào đáng kể trước hoạt động mua lại cổ phiếu (dù có một phần nhỏ giá cổ phiếu của các công ty trong cùng ngành đã bị tác động tiêu cực bởi quyết định mua lại cổ phiếu). Hay nghiên cứu của Lähdemäki (2007) với 160 mẫu thông báo mua lại của doanh nghiệp Phần Lan, chỉ ra rằng chỉ có rất ít các công ty cùng ngành bị tác động bởi thông báo mua lại cổ phiếu của một doanh nghiệp trong ngành, còn lại hầu như không bị ảnh hưởng.

Ngoài sự phân loại theo hai giả thuyết trên, các doanh nghiệp trong cùng ngành có thể bị ảnh hưởng theo hai giả thuyết khác là: (1) Doanh nghiệp cùng ngành có nhiều điểm tương đồng với doanh nghiệp thông báo mua lại thì sẽ có những phản ứng giống doanh nghiệp đó và thường là tích cực; (2) Doanh nghiệp cùng ngành có ít điểm tương đồng thì sẽ có những phản ứng ngược lại. Tuy nhiên, việc đánh giá ảnh hưởng theo giả thuyết này là khó nghiên cứu và chưa thực sự có kết quả ý nghĩa.

❖ *Mức độ ảnh hưởng của thông báo mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành phụ thuộc vào đặc điểm của ngành*

Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành còn được chỉ ra rằng sẽ phụ thuộc vào các đặc điểm của ngành. Các yếu tố đó là các chỉ số liên quan đến cơ cấu tài sản, cơ cấu vốn, quy mô của doanh nghiệp/ngành hay phản ứng của doanh nghiệp thông báo mua lại.

Titman (1984) và Maksimovic (1988) chỉ ra rằng các công ty trong cùng ngành có thể bị ảnh hưởng bởi những thay đổi chiến lược trong tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Trong khi đó, Zhao (2014) lại chứng minh được rằng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (chỉ số đòn bẩy tài chính) có ảnh hưởng cùng chiều lên lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các doanh nghiệp trong cùng ngành vì một tỷ lệ nợ hợp lý sẽ tạo điều kiện cho doanh nghiệp tận dụng được những cơ hội trên thị trường. Tỷ lệ vốn trên tổng tài sản cũng có tác động nhất định đến mức độ ảnh hưởng của thông báo mua lại cổ phiếu lên các công ty cùng ngành. Akhigbe và Madura (1999) cũng cho rằng các doanh nghiệp có tỷ lệ vốn cao sẽ có nhiều khả năng mua lại cổ phiếu hơn các doanh nghiệp khác vì tín hiệu phát ra từ một thông báo mua lại cổ phiếu có nhiều khả năng được theo sau bởi các doanh nghiệp có vốn

nhiều hơn, nên các doanh nghiệp đó sẽ được đánh giá là thuận lợi hơn. Do đó, phản ứng của doanh nghiệp trong cùng ngành sẽ tỷ lệ thuận với tỷ lệ vốn của doanh nghiệp đó.

Phản ứng của các doanh nghiệp trong cùng ngành cũng được cho rằng sẽ phụ thuộc vào phản ứng của doanh nghiệp đưa ra chương trình mua lại cổ phiếu, bao gồm hiệu ứng tích cực và hiệu ứng tiêu cực của doanh nghiệp thực hiện mua lại sau thông báo. Trong trường hợp này, các doanh nghiệp cùng ngành sẽ bị ảnh hưởng do hiệu ứng lan tỏa liên quan đến tình hình thị trường hoặc hiệu ứng cạnh tranh. Phản ứng của các doanh nghiệp cùng ngành sẽ tỷ lệ thuận với phản ứng của doanh nghiệp thông báo theo hiệu ứng thị trường hoặc sẽ tỷ lệ nghịch trong trường hợp hiệu ứng cạnh tranh. Akhigbe và Madura (1999) hay Cheng và cộng sự (2012) đều tìm ra mối liên hệ cùng chiều giữa phản ứng của doanh nghiệp cùng ngành và phản ứng của doanh nghiệp thông báo xung quanh chương trình mua lại cổ phiếu.

Quy mô của doanh nghiệp đã được chứng minh là có tác động tỷ lệ nghịch với phản ứng của hoạt động mua lại cổ phiếu (Zhao, 2014). Doanh nghiệp với quy mô nhỏ thường có ít sức cạnh tranh hơn, do đó có cơ hội cao hơn bị ảnh hưởng bởi các doanh nghiệp khác có quy mô lớn hơn.

Akhigbe và Madura (1999) và Zhao (2014) đều chỉ ra bằng chứng cho thấy mối liên hệ giữa thời điểm thông báo và phản ứng của doanh nghiệp trong cùng ngành trước chương trình mua lại cổ phiếu. Akhigbe và Madura (1999) nghiên cứu thời điểm trước và sau khi bãi bỏ quy định FIDICIA – liên quan đến công khai thông tin tài chính của Mỹ, trong khi đó Zhao (2014) nghiên cứu thời điểm trước và sau khi xảy ra khủng hoảng tài chính tại thị trường Thượng Hải với kết quả đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Các nghiên cứu cho thấy các nhà đầu tư sẽ nhạy cảm với giá cổ phiếu hơn khi có những sự kiện ảnh hưởng đến thông tin và tâm lý của họ. Do đó, thời điểm thông báo sẽ có tác động nhất định đến phản ứng giá cổ phiếu của doanh nghiệp trong cùng ngành với thông báo mua lại cổ phiếu, tích cực hay tiêu cực sẽ phụ thuộc vào từng sự kiện cụ thể.

Các nghiên cứu trước đây của Cheng và cộng sự (2012) và Zhao (2014) cũng đưa ra các giả thuyết về yếu tố khác liên quan đến tình hình kinh doanh và tình hình tài chính hiện tại của doanh nghiệp (sử dụng các chỉ số ROE và ROS, khả năng

thanh toán nhanh,...). Các chỉ số này được đưa ra với hai giả thuyết khác nhau. Giả thuyết rằng những hệ số này tỷ lệ thuận với phản ứng của các doanh nghiệp trong cùng ngành vì doanh nghiệp có tình hình kinh doanh và khả năng thanh toán tốt sẽ ít bị ảnh hưởng hơn bởi các chương trình mua lại cổ phiếu. Ngược lại, tương quan sẽ là tỷ lệ nghịch do các doanh nghiệp này dễ bị chú ý và thu hút hơn nên dễ bị những tác động kéo theo của chương trình mua lại cổ phiếu. Tuy nhiên, các kết quả của các yếu tố này chưa thực sự có ý nghĩa thống kê. Các chỉ số khác cũng được xem xét như mục đích mua lại cổ phiếu, loại hình tài sản, loại hình doanh nghiệp hay vị trí địa lý,... Tuy nhiên các kết quả có sự đặc trưng và khác biệt giữa các ngành cũng như các nghiên cứu.

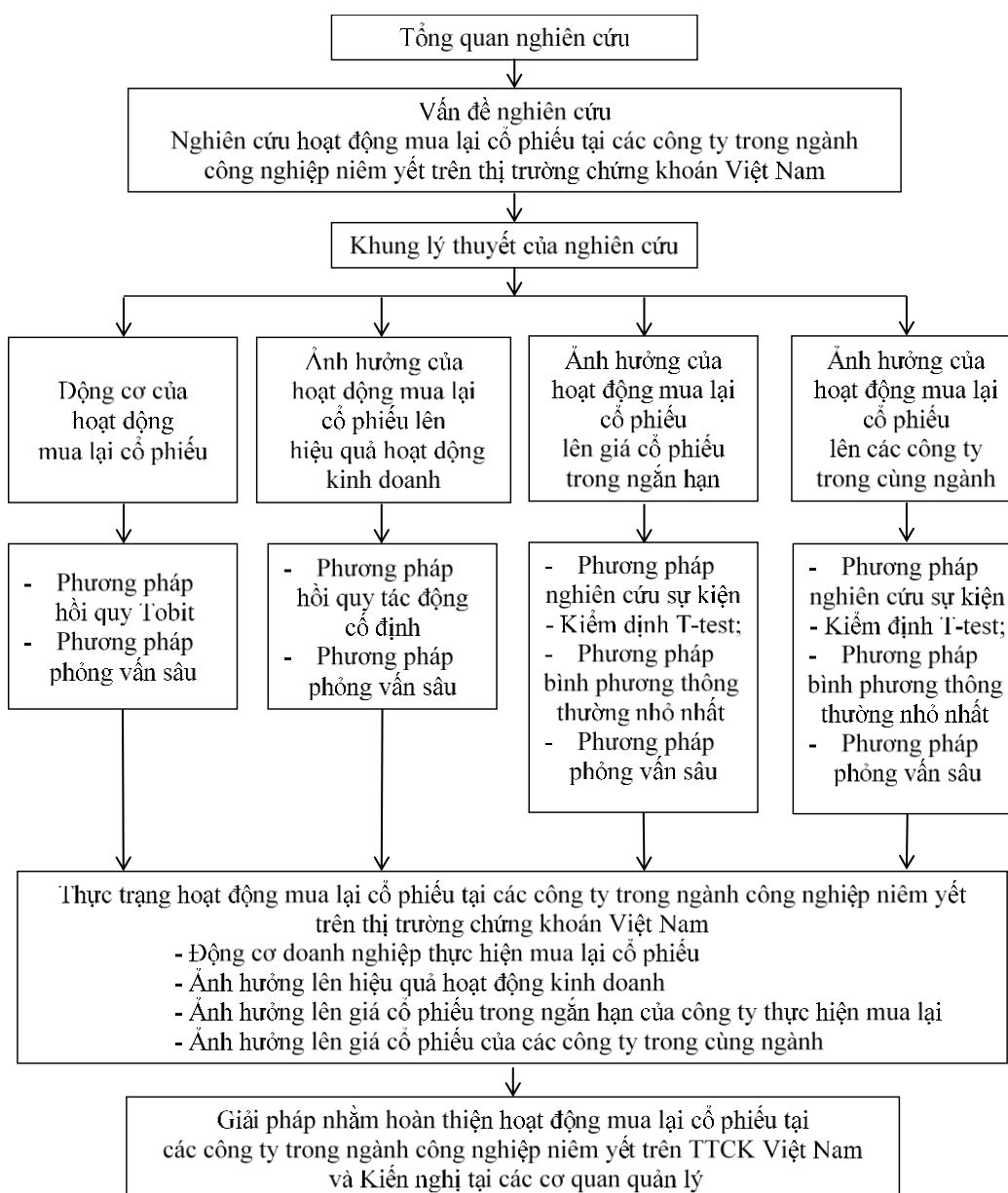
Có thể thấy rằng, việc doanh nghiệp đưa ra quyết định mua lại cổ phiếu sẽ có những tác động lên doanh nghiệp, nhà đầu tư, cổ đông, thị trường chứng khoán và đặc biệt trong đó là các công ty trong cùng ngành. Hoạt động này sẽ tác động lên chính giá cổ phiếu và lợi nhuận của những công ty cùng ngành. Những tác động này có thể là tích cực (nếu được nhìn nhận như tín hiệu tốt cho ngành) nhưng cũng có thể là tiêu cực (nếu được nhìn nhận như sự khẳng định về vị thế cạnh tranh của doanh nghiệp đưa ra thông báo mua lại cổ phiếu) và những tác động sẽ là ít hoặc nhiều, lí do có thể là do đặc trưng của ngành và thị trường.

CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Thiết kế nghiên cứu

Để đạt được mục tiêu nghiên cứu đã đề ra và trả lời cho các câu hỏi nghiên cứu, nghiên cứu được thực hiện qua ba bước: (1) Xây dựng khung lý thuyết, (2) Xác định mục tiêu nghiên cứu và xây dựng mô hình – phương pháp nghiên cứu và (3) Phân tích kết quả nghiên cứu và đưa ra giải pháp, đề xuất.

Thiết kế nghiên cứu của đề tài được mô tả bằng hình 3.1 bên dưới:



Hình 3.1: Thiết kế nghiên cứu

(Nguồn: Tác giả tự xây dựng)

➤ *Bước 1: Xây dựng khung lý thuyết*

Khung lý thuyết của nghiên cứu được xây dựng dựa trên tổng quan các nghiên cứu trong và ngoài nước. Nếu các nghiên cứu trên thế giới được đề cập đã phân tích hầu hết các khía cạnh khác nhau của mua lại cổ phiếu bao gồm động cơ thực hiện và ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu đến các đối tượng khác nhau tham gia thị trường tài chính như doanh nghiệp thực hiện, các doanh nghiệp cùng ngành hay các nhà đầu tư thì các nghiên cứu tại Việt Nam mới chỉ phân tích được một số khía cạnh như các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định mua lại cổ phiếu, ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu. Từ đó, tác giả xác định được khoảng trống nghiên cứu, tính cấp thiết của đề tài và xây dựng khung lý thuyết giải thích cho các động cơ doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu, ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá cổ phiếu doanh nghiệp trong ngắn hạn cũng như ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu đến các công ty trong cùng ngành.

➤ *Bước 2: Xác định mục tiêu nghiên cứu và xây dựng mô hình – phương pháp nghiên cứu*

Căn cứ vào khung lý thuyết, tác giả xác định mục tiêu, câu hỏi nghiên cứu và phạm vi, đối tượng nghiên cứu của đề tài đồng thời xây dựng mô hình và lựa chọn phương pháp nghiên cứu phù hợp. Để phân tích các vấn đề trong nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu định lượng được lựa chọn với dữ liệu về mua lại cổ phiếu của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2010-2017 được tác giả thu thập và cung cấp bởi Công ty Cổ phần StoxPlus. Bên cạnh đó, để làm rõ hơn các kết quả từ phương pháp nghiên cứu định lượng thì phương pháp nghiên cứu định tính - phỏng vấn sâu cũng được thực hiện nhằm đưa ra những nhận định và đánh giá từ góc nhìn của các nhà quản trị doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu cũng như các chuyên gia tài chính về vấn đề nghiên cứu.

➤ *Bước 3: Phân tích kết quả nghiên cứu và đưa ra giải pháp, đề xuất*

Sử dụng các phương pháp nghiên cứu được lựa chọn ở bước 2, kết quả về động cơ các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu, ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh, giá cổ phiếu trong ngắn hạn của chính doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu và các công ty

cùng ngành sẽ được phân tích và thảo luận, từ đó đưa ra giải pháp nhằm hoàn thiện hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam và các kiến nghị cho các bên tham gia thị trường tài chính và các cơ quan quản lý.

3.2. Mô tả mẫu nghiên cứu trong phương pháp nghiên cứu định lượng

3.2.1. Mẫu nghiên cứu động cơ thực hiện mua lại cổ phiếu và ảnh hưởng lên hiệu quả hoạt động kinh doanh

Mẫu nghiên cứu ban đầu bao gồm 174 thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở được thực hiện bởi các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX tại Việt Nam giai đoạn 2010 - 2017 được cung cấp bởi Công ty Cổ phần StoxPlus. Tuy nhiên, nghiên cứu tiến hành loại bỏ một số mẫu nghiên cứu không đủ điều kiện để phù hợp với mô hình và phương pháp nghiên cứu động cơ các doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu và ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Các điều kiện loại trừ bao gồm:

Thứ nhất, nghiên cứu loại bỏ tất cả những thông báo mua lại cổ phiếu mà số lượng cổ phiếu đăng ký mua lại nhỏ hơn 0,05% so với tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp thông báo vì với những thông báo mua lại cổ phiếu với số lượng ít dường như không có ảnh hưởng tới doanh nghiệp thực hiện và thị trường cũng như các nhà đầu tư cũng không quan tâm đến các thông tin này.

Thứ hai, nghiên cứu loại bỏ những thông báo không có đủ thông tin để tính toán như thông tin về số lượng cổ phiếu đang lưu hành, số lượng cổ phiếu đăng ký mua lại và số lượng cổ phiếu doanh nghiệp thực hiện mua lại.

Thứ ba, các thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở không có ràng buộc cho các doanh nghiệp về nghĩa vụ phải tiến hành mua lại cổ phiếu đúng như thông báo, tuy nhiên để đánh giá động cơ doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu và ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thì nghiên cứu chỉ thực hiện với những doanh nghiệp thực sự tiến hành mua lại cổ phiếu như thông báo. Vì vậy, nghiên cứu tiến hành loại bỏ tất cả những thông báo mua lại cổ phiếu mà có số lượng cổ phiếu thực hiện so với số lượng cổ phiếu thông báo mua lại bằng 0.

Sau khi lọc dữ liệu, mẫu quan sát còn lại 125 thông báo mua lại cổ phiếu, trong đó có những công ty thực hiện nhiều lần mua lại cổ phiếu trong một năm. Vì vậy, với những mẫu quan sát lặp lại nhiều lần trong một năm, nghiên cứu tiếp tục cộng gộp khối lượng mua lại cổ phiếu trong tất cả các lần thông báo thành một mẫu duy nhất. Mẫu nghiên cứu cuối cùng bao gồm 100 thông báo mua lại cổ phiếu của 68 công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện việc mua lại giai đoạn 2010- 2017.

3.2.2. Mẫu nghiên cứu ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu doanh nghiệp trong ngắn hạn

Để phân tích ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu doanh nghiệp trong ngắn hạn, nghiên cứu sử dụng các tiêu chí lựa chọn tương tự với mẫu nghiên cứu về động cơ thực hiện mua lại cổ phiếu và ảnh hưởng lên hiệu quả hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên từ 100 thông báo mua lại cổ phiếu của 68 công ty kể trên, nghiên cứu tiếp tục sử dụng một số điều kiện loại trừ để phù hợp với phương pháp nghiên cứu. Các điều kiện loại trừ này bao gồm:

Thứ nhất, theo quy định trong các văn bản luật thì các công ty đại chúng phải công bố kết quả thực hiện các chương trình mua lại cổ phiếu trong 10 ngày sau khi kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu, vì vậy nghiên cứu cũng loại bỏ tất cả những mẫu quan sát mà có ngày công bố kết quả thực hiện mua lại cổ phiếu quá 10 ngày sau khi kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu;

Thứ hai, giá cổ phiếu và giá tham số thị trường VN-Index sẽ được thu thập và tổng hợp dữ liệu được cung cấp từ StoxPlus trong khung dự báo (-200, -30) trước sự kiện ngày doanh nghiệp kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu và ngày doanh nghiệp thông báo kết quả thực hiện mua lại cổ phiếu. Vì vậy các doanh nghiệp nào không có đầy đủ dữ liệu theo yêu cầu của phương pháp nghiên cứu sự kiện sẽ bị loại.

Sau khi lọc dữ liệu, mẫu quan sát còn lại 43 công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có 92 thông báo mua lại cổ phiếu. Trong 92 thông báo mua lại cổ phiếu, nghiên cứu chia thành 2 nhóm:

✓ Nhóm 1 – Các công ty không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu: bao gồm các công ty có số lượng cổ phiếu thực hiện mua lại ít hơn số lượng đã thông báo và số lượng cổ phiếu thực hiện mua lại bằng không.

✓ Nhóm 2 – Các công ty hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu: bao gồm các công ty có số lượng cổ phiếu thực hiện mua lại đúng bằng số lượng đã thông báo.

Bảng 3.1: Thống kê số lượng 2 nhóm nghiên cứu theo số lượng cổ phiếu công ty thực hiện mua lại

	Số thông báo	Số công ty
Nhóm 1 – Không hoàn thành	67	47
Nhóm 2 – Hoàn thành	25	17
Toàn bộ mẫu	92	43

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ dữ liệu tài chính FiinPro Platform)

Có thể thấy rằng, trong ngành công nghiệp Việt Nam giai đoạn 2010 – 2017, có những công ty niêm yết thực hiện nhiều lần các thông báo mua lại cổ phiếu.

3.2.3. Mẫu nghiên cứu ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành

Mẫu nghiên cứu sử dụng trong phương pháp phân tích ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được tiến hành tổng hợp thông qua hai bước: (1) – nghiên cứu tập trung tìm kiếm tất cả các thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở trong ngành công nghiệp giai đoạn 2010 – 2017 thỏa mãn những điều kiện nhất định; sau đó (2) – từ các thông báo mua lại cổ phiếu này, nghiên cứu tiếp tục tập hợp các công ty cùng ngành với công ty đưa ra thông báo mua lại cổ phiếu trong bước 1 thỏa mãn những điều kiện về số liệu và phương pháp nghiên cứu.

Từ bước một, nghiên cứu lọc được 43 doanh nghiệp trong ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có 92 thông báo mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp tại Việt Nam.

Để tìm kiếm dữ liệu về các công ty trong cùng ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam, ban đầu nghiên cứu thống kê tất cả các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX tại Việt Nam trong giai đoạn 2010 – 2017 theo phân ngành Cấp 1 được cung cấp bởi Công ty CP StoxPlus

đã áp dụng phân ngành 4 cấp theo chuẩn phân ngành quốc tế - ICB (Industry Classification Benchmark) được 224 công ty. Để tránh làm nhiễu kết quả phân tích, nghiên cứu tiếp tục sử dụng các tiêu chí loại trừ:

Thứ nhất, nghiên cứu sử dụng tiêu chí loại bỏ giống với nghiên cứu của Akhigbe và Madura (1999) khi loại bỏ tất cả các công ty đã có thông báo mua lại cổ phiếu trong khung kiểm định (khung dự báo và khung sự kiện xung quanh bất kỳ một thông báo mua lại cổ phiếu nào).

Thứ hai, để tính toán lợi nhuận bất thường tích lũy của doanh nghiệp có thông báo mua lại cổ phiếu xung quanh ngày kết thúc việc mua lại cổ phiếu và ngày thông báo kết quả thực hiện mua lại cổ phiếu, nghiên cứu sử dụng khung dự báo (-200, -30) trước sự kiện ngày doanh nghiệp kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu và ngày doanh nghiệp thông báo kết quả mua lại cổ phiếu và khung sự kiện (-10, 10) xung quanh 2 ngày trên. Vì vậy, bất kỳ công ty trong cùng ngành nào trong 224 công ty ban đầu không có đầy đủ dữ liệu theo yêu cầu sẽ bị loại bỏ.

Sau khi lọc dữ liệu ở bước 2, mẫu cuối cùng còn lại 97 công ty trong cùng ngành công nghiệp với 43 công ty có số lượng thông báo mua lại cổ phiếu là 92.

Bảng 3.2: Thống kê số lượng thông báo mua lại cổ phiếu và các công ty trong cùng ngành công nghiệp tại Việt Nam giai đoạn 2011 – 2017

	Số thông báo	Số công ty thông báo mua lại cổ phiếu	Số công ty trong cùng ngành
Toàn bộ mẫu	92	43	97

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ dữ liệu tài chính FiinPro Platform)

3.3. Phương pháp nghiên cứu định lượng

3.3.1. Mô hình và phương pháp nghiên cứu động cơ thực hiện mua lại cổ phiếu

Dựa trên các nghiên cứu của Dittmar (2000), Grullon và Ikenberry (2000), Jagannathan và Stephens (2003) về các giả thuyết giải thích động cơ các doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu và số liệu thu thập được tại Việt Nam cũng như sự phù hợp giữa số lượng biến với số mẫu quan sát, tác giả xây dựng các giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết 1: Có mối quan hệ cùng chiều giữa giá trị cổ phiếu công ty tiến hành mua lại với dòng tiền tự do của công ty

Giả thuyết 2: Sự chênh lệch giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách của công ty tỷ lệ thuận với số lượng cổ phiếu công ty mua lại

Giả thuyết 3: Doanh nghiệp tiến hành mua lại cổ phiếu thì chi trả cổ tức bằng tiền mặt ít hơn

Giả thuyết 4: Quy mô của công ty tỷ lệ nghịch với giá trị mua lại cổ phiếu

Giả thuyết 5: Đòn bẩy tài chính của công ty có mối quan hệ ngược chiều với mức độ mua lại cổ phiếu

Mô hình phân tích động cơ các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu với dấu kỳ vọng trong mối quan hệ tương quan của từng biến độc lập với biến phụ thuộc được xây dựng như sau:

$$REP_{it} = \alpha_1 CASHFLOW_{i(t-1)} + \alpha_2 MKBK_{i(t-1)} + \alpha_3 PAYOUT_{i(t-1)} + \alpha_4 ASSET_{i(t-1)} + \alpha_5 LEVER_{i(t-1)} + u_i$$

Trong đó:

i: công ty thực hiện mua lại cổ phiếu được quan sát

t: thời gian đo lường bằng năm tài chính của công ty có hoạt động mua lại cổ phiếu

Các biến độc lập trong mô hình được tính ở thời gian (t-1), tức là vào năm tài chính trước năm công ty thực hiện mua lại cổ phiếu, trừ biến phụ thuộc REP được đo lường vào năm (thời điểm) công ty thực hiện mua lại cổ phiếu.

Giải thích cách tính từng biến trong mô hình được tóm tắt ở bảng dưới đây:

Bảng 3.3: Định nghĩa các biến trong mô hình Tobit

Biến	Giải thích	Giả thuyết	Dấu kỳ vọng
REP	Giá trị cổ phiếu công ty tiến hành mua lại trong mỗi lần thông báo/giá trị thị trường của công ty vào năm trước		
CASHFLOW	(Tài sản ngắn hạn – Hàng tồn kho)/Nợ ngắn hạn	H1	+
MKBK	(Giá trị vốn hóa thị trường + Tổng nợ)/Tổng tài sản	H2	+
PAYOUT	Cổ tức tiền mặt/Lợi nhuận sau thuế	H3	-
ASSET	Logarit của tổng tài sản	H4	-
LEVER	Tổng nợ/Tổng tài sản	H5	-

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

Về phương pháp nghiên cứu, tác giả lựa chọn phương pháp hồi quy Tobit giống nghiên cứu của Dittmar (2000) cho biến phụ thuộc là biến kiểm duyệt REP được tính bằng tỷ lệ giữa giá trị cổ phiếu công ty tiến hành mua lại trong mỗi lần thông báo và giá trị thị trường của công ty vào năm trước thông báo mua lại cổ phiếu.

3.3.2. Mô hình và phương pháp nghiên cứu ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh

Để đánh giá ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động kinh doanh trong các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010- 2017, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy tác động cố định (Fixed Effect Model- FEM) với biến phụ thuộc là các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty bao gồm ROA, ROE và Tobin's Q theo nghiên cứu của Chandren và cộng sự (2017). Trong đó, nhóm chỉ tiêu ROA và ROE được tính toán dựa trên giá trị sổ sách để đánh giá khả năng tạo ra lợi nhuận trong ngắn hạn của doanh nghiệp, còn chỉ tiêu Tobin's Q lại cho biết hiệu quả tương lai của doanh nghiệp vì phản ánh được đánh giá của thị trường về tiềm năng lợi nhuận của doanh nghiệp trong tương lai. Dựa trên các nghiên cứu trước đây của Nohel và Tarhan (1998), Lie (2005), Gong và cộng sự (2008), Chandren và cộng sự (2017) và tình hình thực tế và thu thập số liệu tại Việt Nam, tác giả xây dựng các giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết 1: Có mối quan hệ tương quan cùng chiều giữa việc doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu và kết quả hoạt động kinh doanh trong ngắn hạn dựa trên chỉ số tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA).

Giả thuyết 2: Có mối quan hệ tương quan cùng chiều giữa việc doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu và kết quả hoạt động kinh doanh trong ngắn hạn dựa trên chỉ số tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE).

Giả thuyết 3: Có mối quan hệ tương quan cùng chiều giữa việc doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu và kết quả hoạt động kinh doanh trong ngắn hạn dựa trên chỉ số đánh giá của thị trường về tiềm năng lợi nhuận của doanh nghiệp trong tương lai (Tobin's Q).

Mô hình được xây dựng với các biến độc lập, biến kiểm soát, biến phụ thuộc và dấu kỳ vọng về sự ảnh hưởng của các biến kiểm soát, biến độc lập lên biến phụ thuộc như sau:

$$(1) ROA_{it} = \alpha_1 BUY_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 PROFIT_{it} + \alpha_5 CAPEX_{it} + u_{it}$$

$$(2) ROE_{it} = \alpha_1 BUY_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 PROFIT_{it} + \alpha_5 CAPEX_{it} + u_{it}$$

$$(3) TOBINQ_{it} = \alpha_1 BUY_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 PROFIT_{it} + \alpha_5 CAPEX_{it} + u_{it}$$

Trong đó:

i: công ty thực hiện mua lại cổ phiếu được quan sát

t: thời gian đo lường bằng năm tài chính của công ty có hoạt động mua lại cổ phiếu

Các biến phụ thuộc (ROA, ROE và TOBINQ), biến kiểm soát (BUY) và các biến độc lập (SIZE, LEV, PROFIT, CAPEX) trong mô hình được tính ở thời gian t, tức là trong năm tài chính mà công ty thực hiện mua lại cổ phiếu. Giải thích cách tính từng biến trong mô hình được tóm tắt ở Bảng 3.4 bên dưới.

Bảng 3.4: Định nghĩa các biến trong mô hình FEM

Biến	Giải thích	Dấu kỳ vọng
ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	
ROE	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu	
TOBINQ	(Giá trị vốn hóa thị trường + Nợ phải trả)/Tổng tài sản	
BUY	Logarit của giá trị lượng cổ phiếu mua lại	+
SIZE	Logarit của tổng tài sản	+
LEV	Nợ phải trả/Tổng tài sản	-
PROFIT	EBIT/Doanh thu	+
CAPEX	Chi phí vốn/Doanh thu	-

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

3.3.3. Phương pháp nghiên cứu ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn

Để phân tích ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn của công ty trong ngành công nghiệp tại Việt Nam, nghiên cứu sử dụng các phương pháp: nghiên cứu sự kiện (Event Study), kiểm định tham số T-Test và ước lượng mô hình hồi quy bình phương thông thường nhỏ nhất (OLS).

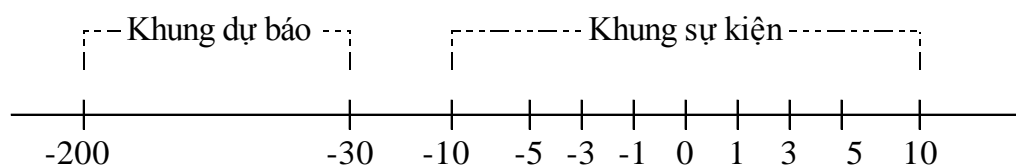
Mặc dù trong các nghiên cứu trên thế giới đánh giá phản ứng giá cổ phiếu của doanh nghiệp xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu và ngày doanh nghiệp kết thúc việc mua lại cổ phiếu, tuy nhiên do thông tin ngày thông báo kế hoạch mua lại cổ phiếu không được công khai theo đúng quy trình mua lại cổ phiếu tại Việt Nam nên nghiên cứu này phân tích tác động của hoạt động mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu của công ty thực hiện xung quanh cả 2 ngày: (1) ngày kết thúc thực hiện mua lại cổ phiếu (bước 6 trong quy trình mua lại cổ phiếu) và (2) ngày thông báo kết quả giao dịch mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp (bước 7 trong quy trình mua lại cổ phiếu). Phương pháp nghiên cứu được áp dụng bao gồm:

❖ *Phương pháp nghiên cứu sự kiện (Event Study)*

Phương pháp nghiên cứu sự kiện được sử dụng trong bài nghiên cứu để đo lường lợi nhuận bất thường (Abnormal Return – AR) theo mô hình thị trường (market model), lợi nhuận bất thường tích lũy (Cumulative Abnormal Return – CAR) của các doanh nghiệp có hoạt động mua lại cổ phiếu xung quanh hai sự kiện: ngày doanh nghiệp kết thúc việc mua lại cổ phiếu và ngày doanh nghiệp thông báo kết quả mua lại cổ phiếu. Ngày sự kiện được xác định là $t = 0$, được xác định trong 2 trường hợp: (1) là ngày doanh nghiệp kết thúc thực hiện mua lại cổ phiếu và (2) là ngày doanh nghiệp thông báo kết quả chương trình mua lại cổ phiếu (Sơ đồ 3.1).

Nghiên cứu có để một khoảng cách là hai mươi (20) ngày giữa khung dự báo và khung sự kiện trong phương pháp nghiên cứu sự kiện nhằm tránh rủi ro lộ thông tin. Nếu doanh nghiệp bị lộ thông tin thì beta của cổ phiếu sẽ thay đổi trước khung sự kiện vì lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu đã bao gồm thông tin rò rỉ của sự kiện.

Sơ đồ 3.1: Khung dự báo và khung sự kiện sử dụng trong bài nghiên cứu



(Nguồn: Tác giả tự xây dựng)

- Lợi nhuận kỳ vọng theo mô hình thị trường (ER)

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i \times R_{mt}$$

Trong đó:

R_{mt} là logarit tự nhiên của chỉ số thị trường VN-INDEX ngày t chia cho chỉ số ngày $t-1$.

α_i và β_i là các hệ số hồi quy được ước lượng bằng phương pháp hồi quy trong khoảng thời gian là 170 ngày trước giao dịch với lợi nhuận tính hằng ngày trong khung dự báo (-200, -30)

- Lợi nhuận bất thường (AR)

Lợi nhuận bất thường là thước đo quan trọng để đánh giá tác động của một sự kiện. Lợi nhuận bất thường của doanh nghiệp i vào ngày sự kiện t được định nghĩa là sự khác biệt của lợi nhuận thực tế và lợi tức kỳ vọng (khi không có sự kiện).

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Trong đó:

AR_{it} : lợi nhuận bất thường của doanh nghiệp i vào ngày t , chỉ số sẽ được tính hằng ngày trong các khung sự kiện (event window) là 21 ngày (-10, 10).

R_{it} : lợi nhuận thực tế của cổ phiếu i vào ngày t , là logarit tự nhiên của giá cổ phiếu i trong ngày t chia cho giá ngày $t-1$.

$E(R_{it})$: lợi nhuận kỳ vọng của chứng khoán i vào ngày t (được tính theo phương pháp mô hình thị trường – Market model).

- Lợi nhuận bất thường tích lũy (CAR)

Lợi nhuận bất thường tích lũy trong khoảng thời gian từ t_1 đến t_2 của chứng khoán i . Bài nghiên cứu này sẽ tính CAR của doanh nghiệp có hoạt động mua lại cổ phiếu trong các khung sự kiện xung quanh 2 ngày là ngày doanh nghiệp kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu và ngày doanh nghiệp thông báo kết quả mua lại cổ phiếu là (-10, 10), (-5, 5), (-3, 3), (-1, 1), (-3, -1) và (1, 3).

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{it}$$

❖ *Kiểm định tham số t-test*

Sau khi tính toán lợi nhuận bất thường tích lũy trong các khung sự kiện xung quanh 2 ngày là ngày doanh nghiệp kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu và ngày doanh nghiệp thông báo kết quả mua lại cổ phiếu thì bài nghiên cứu tiến hành sử dụng kiểm định tham số t-test để kiểm định dòng lợi nhuận bất thường tích lũy của doanh nghiệp có hoạt động mua lại cổ phiếu có khác 0 và có ý nghĩa thống kê không. Giả thuyết H_0 cho rằng không tồn tại lợi nhuận bất thường trong khung sự kiện và ngược lại giả thuyết H_1 cho rằng tồn tại các lợi nhuận bất thường trong các khung sự kiện.

❖ *Mô hình hồi quy bình phương thông thường nhỏ nhất (OLS)*

Để kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường tích lũy xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy bình phương thông thường nhỏ nhất (OLS) với biến phụ thuộc là lợi nhuận bất thường tích lũy trong khung sự kiện (-1, 1) xung quanh ngày kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu và ngày thông báo kết quả mua lại cổ phiếu. Dựa trên các nghiên cứu trước đây của Hatakeda và Isagawa (2004) Cesari và cộng sự (2011), Ben-Rephael và cộng sự (2013), Andriosopoulos và Lasfer (2015) và tình hình thực tế về thu thập số liệu tại Việt Nam, mô hình được xây dựng với các biến độc lập và phụ thuộc như sau:

$$CAR_{it}(-1, 1) = \alpha_0 + \alpha_1ROA_{i(t-1)} + \alpha_2LIQUID_{i(t-1)} + \alpha_3FCF_{i(t-1)} + \alpha_4LEV_{i(t-1)} + \alpha_5SIZE_{i(t-1)} + \alpha_6REPUR_{it} + \alpha_7BTM_{i(t-1)} + \alpha_8PERIOD_{it} + u_i$$

Trong đó:

i: doanh nghiệp đưa ra thông báo mua lại cổ phiếu được quan sát

t: thời gian: được đo lường bằng năm tài chính của công ty thông báo mua lại

Hầu hết các biến độc lập trong mô hình được tính ở thời gian (t-1), tức là vào năm tài chính trước năm công ty thông báo mua lại cổ phiếu, riêng các biến REPUR, PERIOD được đo lường vào năm (thời điểm) doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu.

Nghiên cứu lựa chọn CAR (-1, 1) trong mô hình OLS vì 2 lý do: (1) khung sự kiện (-1, 1) là khung phổ biến để sử dụng trong mô hình OLS kiểm định các

nhân tố trong các nghiên cứu của Grullon và Michaely (2002), Lie (2005), Andriosopoulos và Lasfer (2015) và (2) khung sự kiện (-1, 1) là khoảng thời gian không quá dài, vừa đủ để kiểm định chính xác các nhân tố ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường tích lũy của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu.

Giải thích cách tính từng biến trong mô hình được tóm tắt ở bảng dưới đây:

Bảng 3.5: Định nghĩa các biến trong mô hình OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến CAR (-1, 1) của doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu

Biến	Giải thích	Dấu kỳ vọng
CAR (-1, 1)	Lợi nhuận bất thường tích lũy của doanh nghiệp trong khung sự kiện (-1, 1) xung quanh ngày kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu và ngày thông báo kết quả thực hiện mua lại	
ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	+
LIQUID	(Tài sản ngắn hạn – Hàng tồn kho)/Nợ ngắn hạn	+
FCF	(Dòng tiền từ HĐKD – Mua sắm TSCĐ trong kỳ)/Tổng tài sản	+
LEV	Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	+
SIZE	Logarit của tổng tài sản	-
REPUR	Số lượng cổ phiếu doanh nghiệp thực hiện mua lại/Số lượng cổ phiếu của doanh nghiệp đang lưu hành	+
BTM	Logarit của [1+(giá trị sổ sách/giá trị thị trường)]	+
PERIOD	PERIOD bằng 1 nếu thời điểm doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu từ năm 2016 trở về sau, bằng 0 nếu thời điểm doanh nghiệp thông báo mua lại trước năm 2016 (nghiên cứu lấy mốc năm 2016 là năm Thông tư 203/2015/TT-BTC có hiệu lực với quy định nghiêm cấm các tổ chức công bố thông tin về mua lại cổ phiếu nhưng không thực hiện các giao dịch đã công bố)	+

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

3.3.4. Phương pháp nghiên cứu ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành

Để phân tích ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến các công ty trong cùng ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam, nghiên cứu tiếp tục sử dụng các phương pháp giống với ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu doanh

nghiệp trong ngắn hạn vì nghiên cứu cũng phân tích ảnh hưởng lên giá cổ phiếu của các công ty trong cùng ngành. Các phương pháp bao gồm: nghiên cứu sự kiện, kiểm định tham số T-Test và hồi quy OLS. Nghiên cứu này cũng phân tích tác động của hoạt động mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu của các công ty cùng ngành xung quanh cả 2 ngày: (1) ngày doanh nghiệp cùng ngành kết thúc thực hiện mua lại cổ phiếu (bước 6 trong quy trình mua lại cổ phiếu) và (2) ngày doanh nghiệp cùng ngành thông báo kết quả giao dịch mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp (bước 7 trong quy trình mua lại cổ phiếu).

❖ *Phương pháp nghiên cứu sự kiện*

Phương pháp nghiên cứu sự kiện được sử dụng để phân tích ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu của các công ty trong cùng ngành cũng đo lường lợi nhuận bất thường (AR) theo mô hình thị trường (market model), lợi nhuận bất thường tích lũy (CAR) của các doanh nghiệp có hoạt động mua lại cổ phiếu và lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty trong cùng ngành công nghiệp (Average Cumulative Abnormal Return – ACAR) xung quanh hai sự kiện: ngày doanh nghiệp cùng ngành kết thúc việc mua lại cổ phiếu và ngày doanh nghiệp cùng ngành thông báo kết quả mua lại cổ phiếu với khung dự báo (-200, -30) và khung sự kiện (-10, 10) như sơ đồ 3.1.

- Lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình (ACAR)

$$ACAR(t1, t2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR(t1, t2)$$

Trong đó: N là số các mẫu quan sát

Lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình trong thời gian t1 đến t2 của nhiều doanh nghiệp/chứng khoán. Nghiên cứu sẽ tìm hiểu lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình (ACAR) của các công ty cùng ngành trong các khung sự kiện xung quanh 2 ngày là ngày doanh nghiệp kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu và ngày doanh nghiệp thông báo kết quả giao dịch mua lại cổ phiếu là (-10, 10), (-5, 5), (-3, 3), (-1, 1), (-3, -1) và (1, 3).

❖ *Kiểm định tham số t-test*

$$t_{\text{cross}} = \frac{\text{ACAR}(t1, t2)}{\hat{\sigma}(\text{ACAR}(t1, t2))/\sqrt{N}}$$

$$\hat{\sigma}^2(\text{ACAR}(t1, t2)) = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (\text{CAR}_i(t1, t2) - \frac{1}{N} \sum_{j=0}^N \text{ACAR}_j(t1, t2))^2$$

Nghiên cứu sử dụng kiểm định tham số T-test để kiểm định CAR và diff (với $\text{diff} = \text{CAR}_i - \text{ACAR}_j$) nhằm đánh giá sự tồn tại của CAR và ACAR.

❖ *Mô hình hồi quy bình phương thông thường nhỏ nhất (OLS)*

Để kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình xung quanh các sự kiện mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy bình phương thông thường nhỏ nhất (OLS) với biến phụ thuộc là lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty trong cùng ngành công nghiệp tại Việt Nam trong khung sự kiện (-1, 1) xung quanh ngày kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu và ngày thông báo kết quả chương trình mua lại cổ phiếu. Dựa trên các nghiên cứu trước đây của Akhigbe và Madura (1999) và Zhao (2014) và tình hình thực tế về thu thập số liệu tại Việt Nam, mô hình được xây dựng với các biến độc lập và phụ thuộc như sau:

$$\begin{aligned} \text{ACAR}_{jt}(-1, 1) = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{CAR}_{it}(-1, 1) + \alpha_2 \text{ROE}_{j(t-1)} + \alpha_3 \text{CASH}_{j(t-1)} + \alpha_4 \text{LEV}_{j(t-1)} \\ & + \alpha_5 \text{SIZE}_{j(t-1)} + \alpha_6 \text{INTEREST}_{j(t-1)} + \alpha_7 \text{LIQUID}_{j(t-1)} + \alpha_8 \text{PERIOD}_{it} + u_j \end{aligned}$$

Trong đó:

j: các công ty trong cùng ngành công nghiệp được quan sát

i: doanh nghiệp đưa ra thông báo mua lại cổ phiếu được quan sát

t: thời gian – được đo lường bằng năm tài chính của công ty

Hầu hết các biến độc lập trong mô hình được tính ở thời gian (t-1), tức là vào năm tài chính trước năm doanh nghiệp cùng ngành thông báo mua lại cổ phiếu, riêng biến CAR, PERIOD được đo lường vào năm (thời điểm) doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu.

Nghiên cứu lựa chọn ACAR (-1, 1) và CAR (-1, 1) trong mô hình OLS vì 2 lý do: (1) nghiên cứu tìm thấy bằng chứng có ý nghĩa thống kê về ảnh hưởng của sự kiện mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành trong khung (-1, 1) và (2)

khung sự kiện (-1, 1) là khoảng thời gian không quá dài, vừa đủ để kiểm định chính xác các nhân tố ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty trong cùng ngành xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu.

Giải thích cách tính từng biến trong mô hình được tóm tắt ở bảng dưới đây:

Bảng 3.6: Định nghĩa các biến trong mô hình OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến ACAR (-1, 1) của các công ty trong cùng ngành công nghiệp tại Việt Nam

Biến	Giải thích	Dấu kỳ vọng
ACAR (-1, 1)	Lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty trong cùng ngành công nghiệp trong khung sự kiện (-1, 1) xung quanh ngày doanh nghiệp cùng ngành kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu và ngày thông báo kết quả mua lại cổ phiếu	
CAR (-1, 1)	Tổng của lợi nhuận bất thường tích lũy của doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu trong khung sự kiện (-1, 1) xung quanh ngày doanh nghiệp kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu và ngày thông báo kết quả mua lại cổ phiếu	+/-
ROE	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu	+
CASH	Tiền và các khoản tương đương tiền/Tổng tài sản	+
LEV	Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	+
SIZE	Logarit của tổng tài sản	-
INTEREST	Thu nhập trước lãi vay và thuế (EBIT)/Chi phí lãi vay	+
LIQUID	(Tài sản ngắn hạn – Hàng tồn kho)/Nợ ngắn hạn	+
PERIOD	PERIOD bằng 1 nếu thời điểm doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu từ năm 2016 trở về sau, bằng 0 nếu thời điểm doanh nghiệp thông báo mua lại trước năm 2016 (nghiên cứu lấy mốc năm 2016 là năm Thông tư 203/2015/TT-BTC có hiệu lực với quy định nghiêm cấm các tổ chức công bố thông tin về mua lại cổ phiếu nhưng không thực hiện các giao dịch đã công bố)	+

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

3.4. Phương pháp nghiên cứu định tính – phỏng vấn sâu

Phương pháp phỏng vấn sâu là một kỹ thuật nghiên cứu định tính được thực hiện bằng các cuộc phỏng vấn sâu với từng cá nhân với một số lượng ít những người trả lời nhằm đánh giá góc nhìn của họ về một vấn đề, chương trình hoặc tình huống cụ thể (Boyce và Neale, 2006). Phương pháp phỏng vấn sâu phù hợp khi các nhà nghiên cứu cần thông tin cụ thể, chi tiết về cách nghĩ và thái độ của một người hoặc mong muốn khám phá những vấn đề mới một cách sâu rộng. Khi lựa chọn những người tham gia trong các cuộc phỏng vấn sâu, cần cân nhắc đối tượng có thể đại diện cho sự đa dạng và ý kiến của những bên liên quan tới vấn đề nghiên cứu.

Các chương trình mua lại cổ phiếu xuất phát từ quyết định của các nhà quản trị trong doanh nghiệp nhằm thực hiện những mục tiêu chiến lược của doanh nghiệp. Vì vậy, cũng có một số nghiên cứu trên thế giới sử dụng phương pháp khảo sát các nhà quản trị để tìm hiểu động cơ cũng như đánh giá về hoạt động mua lại cổ phiếu như Tsetsekos và cộng sự (1991), Baker và cộng sự (2003), Dixon và cộng sự (2008), ... Tuy nhiên trong nghiên cứu này, phương pháp phỏng vấn sâu được coi là phù hợp với mục tiêu nghiên cứu với số lượng ít những người tham gia trả lời. Kết quả từ phương pháp phỏng vấn sâu sẽ bổ sung vào kết quả nghiên cứu từ phương pháp định lượng về các vấn đề nghiên cứu trong luận án bao gồm: động cơ các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu, đánh giá ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả kinh doanh, giá cổ phiếu trong ngắn hạn của công ty thực hiện mua lại và các công ty trong cùng ngành.

❖ *Căn cứ xây dựng câu hỏi phỏng vấn:*

Dựa vào mục tiêu nghiên cứu, tác giả đã xây dựng hai bảng câu hỏi phỏng vấn cho hai đối tượng phỏng vấn khác nhau để có thể thu thập được các thông tin cũng như đánh giá bổ sung cho kết quả nghiên cứu định lượng về hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam (Phụ lục 1a và 1b). Bảng câu hỏi được chia thành 3 phần: phần 1 – Động cơ thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu, phần 2 - Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu và phần 3 – Đánh giá về hoạt động mua lại cổ phiếu. Mặc dù các nội dung

trong hai bảng hỏi giống nhau nhưng với mỗi đối tượng phỏng vấn câu hỏi sẽ được thay đổi một chút sao cho phù hợp với tình huống của từng đối tượng cụ thể.

❖ *Lựa chọn đối tượng phỏng vấn:*

Để đảm bảo thu thập được những thông tin hiệu quả nhất, ban đầu tác giả dự kiến chỉ phỏng vấn các nhà quản trị cấp cao của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam có hoạt động mua lại cổ phiếu, tuy nhiên có rất ít các nhà quản trị đồng ý tham gia phỏng vấn. Điều này có thể lý giải được vì trong bối cảnh tại Việt Nam thì việc tham gia trả lời công khai về động cơ thực hiện mua lại cổ phiếu hay đánh giá ảnh hưởng của hoạt động này của các nhà quản trị vẫn còn rất dè dặt và những vấn đề này vẫn được coi là những thông tin cần được bảo mật. Vì vậy, tác giả bổ sung bảng hỏi phỏng vấn sâu các chuyên gia đang làm việc trong lĩnh vực tài chính để đánh giá cách nhìn của họ về các vấn đề nghiên cứu, cũng như tham khảo những ý kiến của họ nhằm hoàn thiện hơn hoạt động này tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Kết quả những người tham gia các cuộc phỏng vấn sâu trong nghiên cứu này bao gồm 4 nhà quản trị cấp cao của các công ty công nghiệp niêm yết có hoạt động mua lại cổ phiếu và 6 chuyên gia tài chính tại Việt Nam. Các cuộc phỏng vấn đều được thực hiện tại bàn bằng cách hỏi đáp trực tiếp với những người tham gia tại các đơn vị của họ.

❖ *Thu thập dữ liệu:*

Những người tham gia phỏng vấn đều được tác giả đặt lịch hẹn trước và được sắp xếp cũng như thực hiện tại đơn vị họ làm việc. Mỗi cuộc phỏng vấn kéo dài từ 45 phút đến 1 tiếng và được tác giả thông báo trước tới người tham gia. Dữ liệu được thu thập bằng cách ghi chép bằng tay. Sau khi thực hiện phỏng vấn xong, những người tham gia phỏng vấn đều yêu cầu cho xem lại bản trả lời viết tay này. Bên cạnh đó, ngay từ ban đầu những người tham gia phỏng vấn cũng nói rõ là họ chỉ trả lời trong khả năng cho phép và yêu cầu không công khai thông tin cá nhân của mình.

❖ *Phân tích, xử lý dữ liệu:*

Với các thông tin thu thập được từ cuộc phỏng vấn sâu với từng cá nhân, tác giả sắp xếp lại theo từng phần trong bảng hỏi. Kết quả phỏng vấn sẽ được thống kê

mô tả nhằm bổ sung cho kết quả nghiên cứu định lượng về các vấn đề nghiên cứu trong luận án bao gồm: động cơ thực hiện mua lại cổ phiếu và ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Bên cạnh đó, những ý kiến của những người tham gia phỏng vấn về các kiến nghị nhằm hoàn thiện hoạt động mua lại cổ phiếu cũng được tác giả ghi nhận và trình bày trong phần giải pháp và kiến nghị của luận án.

CHƯƠNG 4: PHÂN TÍCH THỰC TRẠNG HOẠT ĐỘNG MUA LẠI CỔ PHIẾU TẠI CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH CÔNG NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

4.1. Giới thiệu chung về các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam

Các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam được sử dụng trong bài nghiên cứu được phân loại theo tiêu chuẩn ICB do tổ chức tài chính uy tín trên thế giới như Dow Jones & Company Inc, Sở Giao dịch Chứng khoán London (London Stock Exchange), tờ The Financial Times và FTSE Inte'l Limited phát triển, đã được việt hóa bởi Công ty CP StoxPlus nhằm mục đích nâng cao mức độ phù hợp với các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam. Do các đặc thù của kinh tế Việt Nam, việc hình thành các công ty với ngành nghề kinh doanh đặc biệt và niêm yết trên thị trường chứng khoán là có thể xảy ra, vì vậy StoxPlus đã tiến hành thêm những ngành hoặc cấp ngành mới để phản ánh chính xác lĩnh vực kinh doanh của các công ty này. Theo StoxPlus (2009), với các công ty hoạt động đa ngành, việc phân ngành sẽ được dựa trên các tiêu chí:

✓ Tỷ trọng doanh thu: Nguyên tắc phân ngành là hoạt động nào chiếm trên 50% doanh thu sẽ được xem là ngành chính của doanh nghiệp.

✓ Vị thế công ty: Nếu không có hoạt động nào chiếm trên 50% doanh thu của công ty thì yếu tố vị thế công ty được sử dụng để quyết định phân ngành. Ngành kinh doanh chính của doanh nghiệp được xác định trong trường hợp này là lĩnh vực mà công ty có vị thế cao nhất trong các lĩnh vực hoạt động của công ty. Vị thế công ty được xác định dựa trên việc so sánh thương hiệu của công ty với các công ty khác cùng lĩnh vực hoạt động hoặc nhóm công ty có hoạt động tương đồng.

Ngành công nghiệp được xác định là ngành cấp 1, là một trong 11 ngành theo phân loại của StoxPlus, bao gồm các ngành nhỏ hơn bên trong như ngành cấp 2, cấp 3 và cấp 4. Cụ thể, các lĩnh vực được xếp vào ngành công nghiệp và số lượng công ty niêm yết theo phân loại ngành được trình bày trong bảng 4.1 dưới đây:

Bảng 4.1: Các lĩnh vực kinh doanh trong ngành công nghiệp Việt Nam và thống kê số lượng các công ty công nghiệp niêm yết theo phân loại ngành

Ngành cấp 1	Ngành cấp 2	Ngành cấp 3	Ngành cấp 4	
2000 Công nghiệp (224 công ty)	2300 Xây dựng và Vật liệu (138 công ty)	2350 Xây dựng và Vật liệu	2353 Vật liệu xây dựng & Nội thất (45 công ty)	
			2357 Xây dựng (93 công ty)	
	2700 Hàng & Dịch vụ Công nghiệp (86 công ty)	2710 Hàng không & Quốc phòng	2713 Hàng không	2717 Quốc phòng
				2770 Hàng công nghiệp (12 công ty)
		2730 Điện tử & Thiết bị điện (13 công ty)	2733 Hàng điện & điện tử (7 công ty)	
				2750 Công nghiệp nặng (12 công ty)
		2770 Vận tải (36 công ty)	2757 Máy công nghiệp (11 công ty)	
				2773 Vận tải biển (3 công ty)
				2775 Đường sắt
				2777 Kho bãi, hậu cần & bảo dưỡng (21 công ty)
				2779 Dịch vụ vận tải (12 công ty)
		2790 Tư vấn & Hỗ trợ Kinh doanh (13 công ty)	2791 Dịch vụ Hỗ trợ Kinh doanh (8 công ty)	2793 Đào tạo & Việc làm (3 công ty)
				2795 Quản lý Tài chính
				2797 Nhà cung cấp thiết bị (2 công ty)
				2799 Chất thải & Môi trường

(Nguồn: Phương pháp luận phân ngành StoxPlus, 2009)

Có thể thấy rằng, trong 224 công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK thì có đến hơn 60% là các công ty đang làm việc trong lĩnh vực xây dựng và vật liệu. Xét theo số lượng được niêm yết trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX thì số lượng các công ty công nghiệp niêm yết trên sàn HNX gấp 2 lần so với các công ty niêm yết trên sàn HOSE như bảng 4.2 bên dưới:

Bảng 4.2: Thống kê số lượng các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX

	HOSE	HNX
Số lượng	73 công ty	151 công ty

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ dữ liệu tài chính FinPro Platform)

4.2. Tổng quan về hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017

4.2.1. Các quy định về hoạt động mua lại cổ phiếu tại Việt Nam

Hoạt động mua lại cổ phiếu ngày càng trở nên phổ biến tại Việt Nam, vì vậy nhằm giúp cho hoạt động này được diễn ra một cách minh bạch và hiệu quả, Chính phủ Việt Nam đã ban hành những văn bản luật và dưới luật để quản lý hoạt động này. Một trong những văn bản luật đầu tiên quy định về hoạt động mua lại cổ phiếu là Nghị định 58/2012/NĐ-CP ban hành ngày 20/7/2012, có hiệu lực ngày 15/09/2012. Nghị định 58/2012/NĐ-CP quy định các nội dung trong mua lại cổ phiếu của công ty đại chúng ở Mục 2 – Chương III như các điều kiện mua lại cổ phiếu, các trường hợp không được mua lại cổ phiếu làm cổ phiếu quỹ. Sau Nghị định 58/2012/NĐ-CP, Nghị định 60/2015/NĐ-CP được ban hành ngày 26/6/2015, có hiệu lực ngày 01/09/2015 nhằm sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 58/2012/NĐ-CP.

Theo Điều 38 - Nghị định 58/2012/NĐ-CP và khoản 12 Điều 1 Nghị định số 60/2015/NĐ-CP, các trường hợp không được mua lại cổ phiếu để làm cổ phiếu quỹ:

1. Công ty không được thực hiện việc mua lại cổ phiếu để làm cổ phiếu quỹ trong các trường hợp sau:

a. Đang có nợ quá hạn căn cứ báo cáo tài chính năm gần nhất được kiểm toán. Trường hợp thời điểm dự kiến mua lại cổ phiếu là thời điểm sau ngày 30 tháng 6 hàng năm, việc xác định nợ quá hạn được căn cứ vào báo cáo tài chính bán niên gần nhất được kiểm toán hoặc soát xét;

b. Đang trong quá trình chào bán cổ phiếu để huy động thêm vốn;

c. Cổ phiếu của công ty đang là đối tượng chào mua công khai;

d. Đã thực hiện việc mua lại cổ phiếu trong vòng 06 tháng tính từ ngày báo cáo kết quả giao dịch cổ phiếu quỹ, trừ các trường hợp quy định tại Khoản 2 Điều 37 Nghị định 60/2015/NĐ-CP; hoặc vừa kết thúc đợt chào bán, phát hành cổ phiếu để tăng vốn không quá 06 tháng, tính từ ngày kết thúc đợt chào bán, phát hành.

2. Trừ trường hợp mua lại cổ phiếu tương ứng với tỷ lệ sở hữu trong công ty, hoặc công ty thực hiện chào mua công khai đối với cổ phiếu đã phát hành, hoặc mua lại cổ phần theo quyết định, bản án của Tòa án, phán quyết của Trọng tài, công ty không được mua cổ phần của các cổ đông sau làm cổ phiếu quỹ:

a. Người quản lý công ty và người liên quan theo quy định Luật Chứng khoán;

b. Người sở hữu cổ phần có hạn chế chuyển nhượng theo quy định pháp luật và điều lệ công ty;

c. Cổ đông lớn theo quy định tại Luật Chứng khoán, trừ trường hợp tổ chức phát hành đã đăng ký giao dịch hoặc niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán và giao dịch thực hiện dưới hình thức khớp lệnh.

Đi cùng với sự phát triển của hoạt động mua lại cổ phiếu, Chính phủ đã ban hành thêm nhiều nghị định và thông tư mới để bổ sung các quy định về mua lại cổ phiếu. Thông tư 162/2015/TT-BTC ban hành ngày 26/10/2015, có hiệu lực ngày 15/12/2015 đã bổ sung các điều kiện mua lại cổ phiếu và các trường hợp không được mua lại cổ phiếu cũng như quy định thêm các bước trong quy trình mua lại cổ phiếu của các công ty đại chúng Việt Nam tại Chương V – Mua lại cổ phiếu, bán cổ phiếu quỹ bao gồm tài liệu báo cáo mua lại cổ phiếu; báo cáo và công bố thông tin mua lại cổ phiếu; thực hiện mua lại cổ phiếu; thay đổi việc mua lại cổ phiếu; quản lý và hạch toán cổ phiếu quỹ; trách nhiệm của công ty chứng khoán và Sở Giao dịch Chứng khoán. Thông tư 203/2015/TT-BTC ban hành ngày 21/12/2015, có hiệu lực ngày 01/07/2016 tiếp tục bổ sung những quy định cho hoạt động mua lại cổ phiếu,

trong đó khoản 3 Điều 8 đã quy định “nghiêm cấm tổ chức niêm yết, đăng ký giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán công bố thông tin về các giao dịch mua lại cổ phiếu, bán cổ phiếu quỹ nhưng không thực hiện các giao dịch đã công bố, không đặt lệnh giao dịch trong thời gian đăng ký giao dịch cổ phiếu quỹ; hoặc đặt lệnh giao dịch với mức giá nằm ngoài biên độ dao động giá trong thời gian đăng ký giao dịch. Các tổ chức niêm yết, tổ chức đăng ký giao dịch không được công bố về mức giá cụ thể dự kiến thực hiện mà chỉ được công bố nguyên tắc xác định giá giao dịch đã được Đại hội đồng cổ đông thông qua (nếu có)”. Quy định này được ra đời nhằm siết chặt thêm việc quản lý tình trạng các doanh nghiệp sử dụng thông báo mua lại cổ phiếu nhằm mục tiêu phát tín hiệu giá để đẩy giá cổ phiếu tăng mà không hề có ý định thực hiện mua lại cổ phiếu.

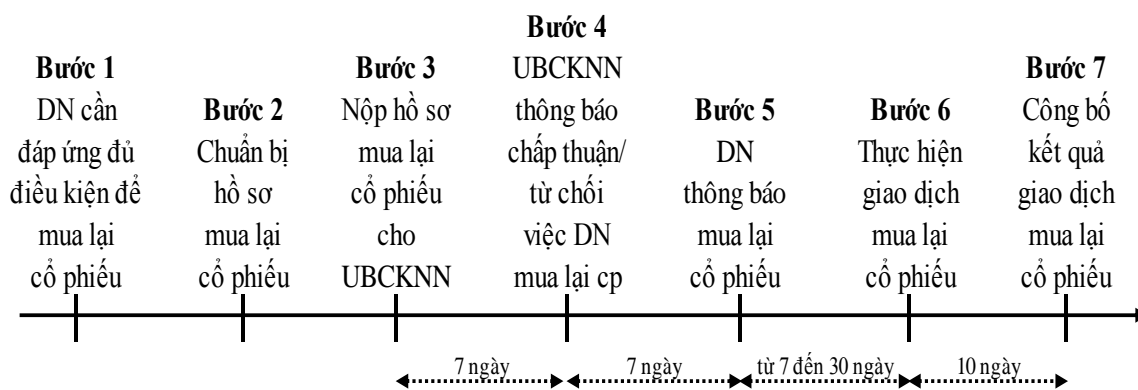
Tuy nhiên, các quy định pháp luật vẫn bộc lộ hạn chế khi áp dụng vào thực tế. Các văn bản pháp luật mới chỉ quy định khối lượng cổ phiếu tối đa mà không quy định khối lượng cổ phiếu tối thiểu công ty được phép mua lại trong ngày hoặc trong mỗi tương quan với khối lượng giao dịch của những cổ phiếu này trong những ngày hay tháng liền trước. Ngoài ra, luật không quy định điều kiện cụ thể được thay đổi kế hoạch mua lại và chỉ yêu cầu chứng minh có nguồn vốn để tài trợ mà không yêu cầu có lượng tiền nhàn rỗi. Bên cạnh đó, do tính minh bạch thông tin chưa cao, việc xử phạt các công ty không làm đúng quy định cũng rất khó khăn.

4.2.2. Quy trình mua lại cổ phiếu tại Việt Nam

Mua lại cổ phiếu là hoạt động có ảnh hưởng đến chính sách và chiến lược tài chính của doanh nghiệp và tác động đến nhiều bên liên quan với doanh nghiệp, vì vậy, các doanh nghiệp cần tìm hiểu kỹ thông tin liên quan đến quy trình thực hiện được quy định trong các văn bản quy phạm pháp luật. Tại Việt Nam, Nghị định 58/2012/NĐ-CP ban hành ngày 20/07/2012; Thông tư 130/2012/TT-BTC ban hành ngày 10/08/2012 và Thông tư 162/2015/TT-BTC ban hành ngày 26/10/2015 quy định quy trình mua lại cổ phiếu gồm có 7 bước như Sơ đồ 4.1 bên dưới: (1) doanh nghiệp cần đáp ứng đủ điều kiện để mua lại theo quy định; (2) chuẩn bị hồ sơ mua lại cổ phiếu; (3) nộp hồ sơ mua lại cổ phiếu cho UBCKNN; (4) UBCKNN thông báo chấp thuận/từ chối việc doanh nghiệp mua lại cổ phiếu; (5) doanh nghiệp thông

báo mua lại cổ phiếu; (6) doanh nghiệp thực hiện giao dịch mua lại cổ phiếu và (7) doanh nghiệp công bố kết quả giao dịch mua lại cổ phiếu.

Sơ đồ 4.1: Quy trình mua lại cổ phiếu tại Việt Nam



(Nguồn: Tác giả từ tổng hợp từ các văn bản pháp luật)

➤ Bước 1: Đáp ứng điều kiện để mua lại cổ phiếu

Các doanh nghiệp muốn thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu cần đáp ứng các điều kiện sau:

Thứ nhất, có quyết định của Đại hội cổ đông thông qua với trường hợp mua lại trên 10% tổng số cổ phần phổ thông hoặc trên 10% tổng số cổ phần ưu đãi cổ tức đã phát hành hoặc có quyết định của Hội đồng quản trị thông qua đối với trường hợp mua lại không quá 10% tổng số cổ phần phổ thông trong mỗi 12 tháng hoặc không quá 10% tổng số cổ phần ưu đãi cổ tức đã phát hành trong mỗi 12 tháng.

Thứ hai, có đủ nguồn để mua lại cổ phiếu căn cứ vào báo cáo tài chính gần nhất được kiểm toán theo quy định. Trường hợp công ty đại chúng là công ty mẹ sử dụng nguồn thặng dư vốn cổ phần, quỹ đầu tư phát triển, quỹ khác để mua lại cổ phiếu, nguồn vốn thực hiện được căn cứ trên báo cáo tài chính của công ty mẹ. Trường hợp công ty đại chúng là công ty mẹ sử dụng nguồn lợi nhuận sau thuế chưa phân phối để mua lại cổ phiếu, nguồn vốn thực hiện không được vượt quá mức lợi nhuận sau thuế chưa phân phối trên báo cáo tài chính hợp nhất được kiểm toán. Trường hợp nguồn lợi nhuận sau thuế chưa phân phối dùng để mua lại cổ phiếu thấp hơn lợi nhuận sau thuế chưa phân phối trên báo cáo tài chính hợp nhất và cao hơn mức lợi nhuận sau thuế chưa phân phối trên báo cáo tài chính của công ty mẹ, công ty mẹ chỉ được dùng lợi nhuận sau thuế chưa phân phối để mua lại cổ phiếu

sau khi đã điều chuyển lợi nhuận từ các công ty con về công ty mẹ theo hướng dẫn về phân phối lợi nhuận của chế độ kế toán doanh nghiệp.

Thứ ba, có phương án mua lại cổ phần được Hội đồng quản trị thông qua, trong đó nêu rõ thời gian thực hiện và nguyên tắc xác định giá.

Thứ tư, có công ty chứng khoán được chỉ định thực hiện giao dịch.

Thứ năm, công ty đại chúng mua lại cổ phiếu phổ thông dẫn đến số lượng cổ phiếu quỹ đạt từ 25% tổng số cổ phiếu cùng loại đang lưu hành của công ty trở nên phải thực hiện chào mua công khai.

Thứ sáu, đáp ứng các điều kiện theo quy định của pháp luật chuyên ngành trong trường hợp công ty đại chúng có kế hoạch mua lại cổ phiếu thuộc lĩnh vực, ngành nghề kinh doanh có điều kiện.

➤ *Bước 2: Chuẩn bị hồ sơ mua lại cổ phiếu*

Doanh nghiệp muốn thực hiện mua lại cổ phiếu phải chuẩn bị tài liệu sau:

✓ Báo cáo về việc mua lại cổ phiếu được lập theo Phụ lục số 23 của Thông tư 162/2015/TT-BTC;

✓ Quyết định Hội đồng quản trị thông qua đối với trường hợp mua lại không quá mười phần trăm (10%) tổng số cổ phần của từng loại đã được chào bán trong mười hai (12) tháng hoặc Quyết định Đại hội đồng cổ đông trong trường hợp khác;

✓ Văn bản xác nhận việc chỉ định thực hiện giao dịch của công ty chứng khoán

✓ Quyết định của Hội đồng quản trị thông qua phương án mua lại cổ phiếu;

✓ Báo cáo tài chính gần nhất được kiểm toán theo quy định;

✓ Tài liệu chứng minh việc đã điều chuyển lợi nhuận từ các công ty con về công ty mẹ theo hướng dẫn về phân phối lợi nhuận của chế độ kế toán doanh nghiệp trong trường hợp công ty mẹ sử dụng lợi nhuận sau thuế chưa phân phối làm nguồn vốn để mua lại cổ phiếu và nguồn vốn thực hiện thấp hơn lợi nhuận sau thuế chưa phân phối trên báo cáo tài chính hợp nhất, cao hơn mức lợi nhuận sau thuế chưa phân phối trên báo cáo tài chính của công ty mẹ.

➤ *Bước 3: Nộp hồ sơ mua lại cổ phiếu cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước*

Sau khi chuẩn bị đầy đủ các tài liệu, báo cáo ở bước 2, công ty thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu phải gửi hồ sơ mua lại cổ phiếu này cho Ủy ban Chứng

khoán Nhà nước. Trường hợp tài liệu báo cáo việc mua lại cổ phiếu không đầy đủ hoặc không hợp lệ, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước sẽ có ý kiến về tài liệu báo cáo trong thời hạn bảy (07) ngày làm việc kể từ ngày nhận được tài liệu báo cáo.

➤ *Bước 4: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước thông báo chấp thuận hoặc từ chối việc doanh nghiệp mua lại cổ phiếu*

Trong thời hạn bảy (07) ngày làm việc kể từ ngày Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) thông báo về việc nhận được đầy đủ tài liệu báo cáo việc mua lại cổ phiếu, UBCKNN sẽ gửi kết quả chấp thuận hoặc từ chối việc doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu.

➤ *Bước 5: Doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu*

Nếu nhận được kết quả chấp thuận từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, công ty đại chúng phải công bố thông tin trên phương tiện thông tin đại chúng theo Phụ lục số 24 của Thông tư 162/2015/TT-BTC trong thời hạn bảy (07) ngày làm việc. Nếu trường hợp nhận được thông báo từ chối từ UBCKNN thì công ty đại chúng cũng cần phải thông báo công khai bằng văn bản ra công chúng.

Công ty đại chúng có cổ phiếu niêm yết/đăng ký giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán thì khi mua lại cổ phiếu phải thực hiện công bố thông tin trên phương tiện công bố thông tin của Sở giao dịch chứng khoán.

➤ *Bước 6: Thực hiện giao dịch mua lại cổ phiếu*

Việc mua lại cổ phiếu được thực hiện ít nhất sau bảy (07) ngày làm việc kể từ ngày công ty đại chúng công bố thông tin.

Công ty đại chúng có cổ phiếu niêm yết/đăng ký giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán khi thực hiện mua lại cổ phiếu phải tuân thủ các quy định về giao dịch của Sở giao dịch chứng khoán. Công ty đại chúng chưa niêm yết/đăng ký giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán khi mua lại cổ phiếu chỉ được thực hiện thông qua công ty chứng khoán được chỉ định.

Công ty đại chúng không được thay đổi ý định hoặc phương án mua lại cổ phiếu như đã báo cáo và công bố thông tin ra công chúng, trường hợp bất khả kháng (thiên tai, hỏa hoạn, chiến tranh và những trường hợp khác được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận) thì phải báo cáo Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Công ty đại chúng phải báo cáo Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, đồng thời thực hiện công bố thông tin về quyết định thay đổi trên phương tiện thông tin đại chúng trong thời hạn hai mươi bốn (24) giờ kể từ khi ra quyết định thay đổi việc mua lại cổ phiếu theo Phụ lục số 26 của Thông tư 162/2015/TT-BTC. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước sẽ có ý kiến về thay đổi việc mua lại cổ phiếu trong thời hạn ba (03) ngày làm việc kể từ khi nhận được báo cáo thay đổi.

Công ty đại chúng chỉ được thay đổi việc mua lại cổ phiếu sau khi có ý kiến chấp thuận của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Công ty đại chúng thông báo về thay đổi việc mua lại cổ phiếu trên phương tiện thông tin đại chúng đồng thời gửi cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước trong thời hạn hai mươi bốn (24) giờ kể từ khi được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận thay đổi việc mua lại cổ phiếu theo Phụ lục số 27 của Thông tư 162/2015/TT-BTC.

Công ty đại chúng có cổ phiếu niêm yết/đăng ký giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán, khi thay đổi việc mua lại cổ phiếu phải thực hiện công bố thông tin trên phương tiện công bố thông tin của Sở giao dịch chứng khoán.

Công ty đại chúng phải kết thúc việc mua lại cổ phiếu theo thời gian nêu trong bản công bố thông tin nhưng tối đa không quá ba mươi (30) ngày kể từ ngày bắt đầu thực hiện giao dịch kể cả trường hợp thay đổi giao dịch.

➤ *Bước 7: Doanh nghiệp công bố kết quả giao dịch mua lại cổ phiếu*

Trong thời hạn mười (10) ngày làm việc kể từ ngày kết thúc giao dịch mua lại cổ phiếu, công ty đại chúng phải gửi báo cáo kết quả giao dịch cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và công bố thông tin ra công chúng theo mẫu tại Phụ lục số 25 của Thông tư 162/2015/TT-BTC. Trong trường hợp công ty đại chúng không thực hiện hết số lượng cổ phiếu dự kiến mua lại, công ty đại chúng phải báo cáo và công bố lý do không hoàn thành.

4.2.3. Thực trạng hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017

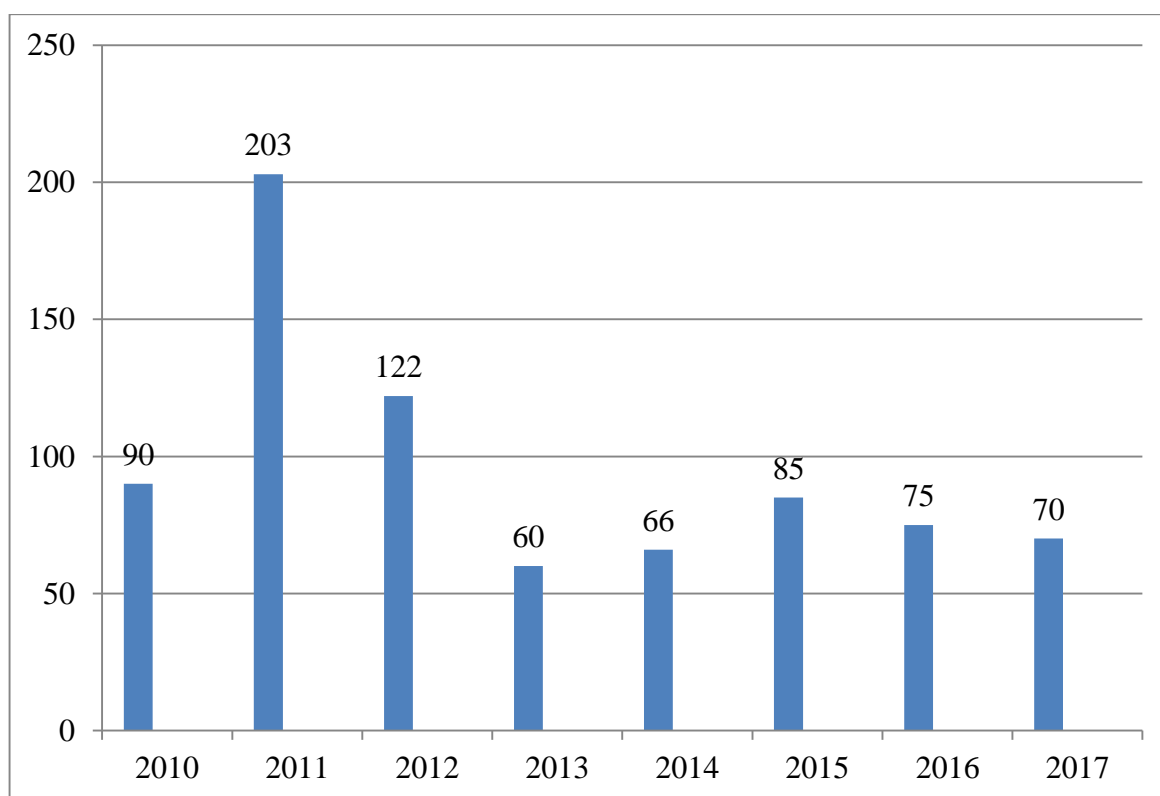
Theo số liệu được cung cấp từ phần mềm Finpro Platform của Công ty CP StoxPlus về dữ liệu mua lại cổ phiếu, bài nghiên cứu tổng hợp thực trạng hoạt động mua lại cổ phiếu tại thị trường Việt Nam nói chung và ngành công nghiệp Việt Nam

nói riêng qua tất cả các thông báo mua lại cổ phiếu của các công ty niêm yết trên 2 sàn HOSE và HNX trong giai đoạn 2010-2017, kể cả những thông báo mua lại có số lượng cổ phiếu đăng ký mua lại rất ít (dưới 0,05%) so với số lượng cổ phiếu phổ thông mà doanh nghiệp đang lưu hành. Hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn này đều chỉ được thực hiện dưới hình thức mua lại cổ phiếu trên thị trường mở.

Tại Việt Nam, hoạt động mua lại cổ phiếu đang ngày càng trở nên phổ biến trong các chiến lược tài chính của các doanh nghiệp. Trong giai đoạn 2010-2017, thị trường chứng khoán Việt Nam ghi nhận tổng cộng 771 thông báo mua lại cổ phiếu với trung bình mỗi năm các doanh nghiệp niêm yết trên cả 2 sàn HOSE và HNX thông báo 96 chương trình mua lại cổ phiếu (Biểu đồ 4.1).

Biểu đồ 4.1: Tình hình thông báo mua lại cổ phiếu tại Việt Nam 2010 – 2017

Đơn vị tính: Số lượng thông báo



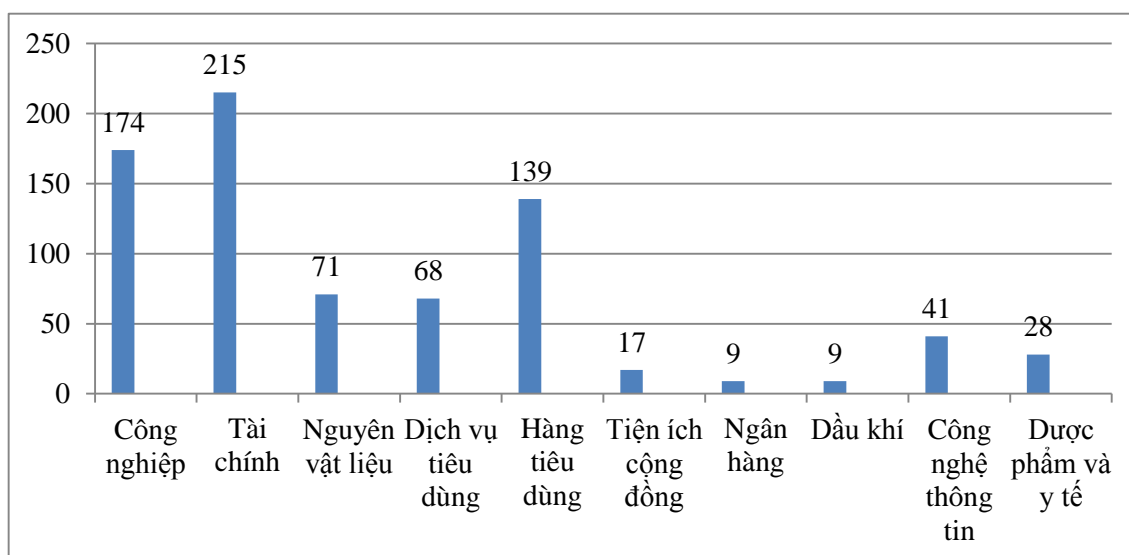
(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ dữ liệu tài chính FiinPro Platform)

Năm 2011 chứng kiến số lượng thông báo mua lại cổ phiếu nhiều nhất trong giai đoạn 2010-2017 với 203 thông báo, cao gấp hơn 2 lần so với trung bình mỗi năm của cả giai đoạn. Số lượng các thông báo mua lại cổ phiếu có xu hướng giảm

kể từ năm 2012 với 122 thông báo năm 2012 nhưng chỉ có 60 và 66 thông báo trong năm 2013 và 2014.

Biểu đồ 4.2: Tình hình thông báo mua lại cổ phiếu tại Việt Nam theo ngành trong giai đoạn 2010-2017

Đơn vị tính: Số lượng thông báo

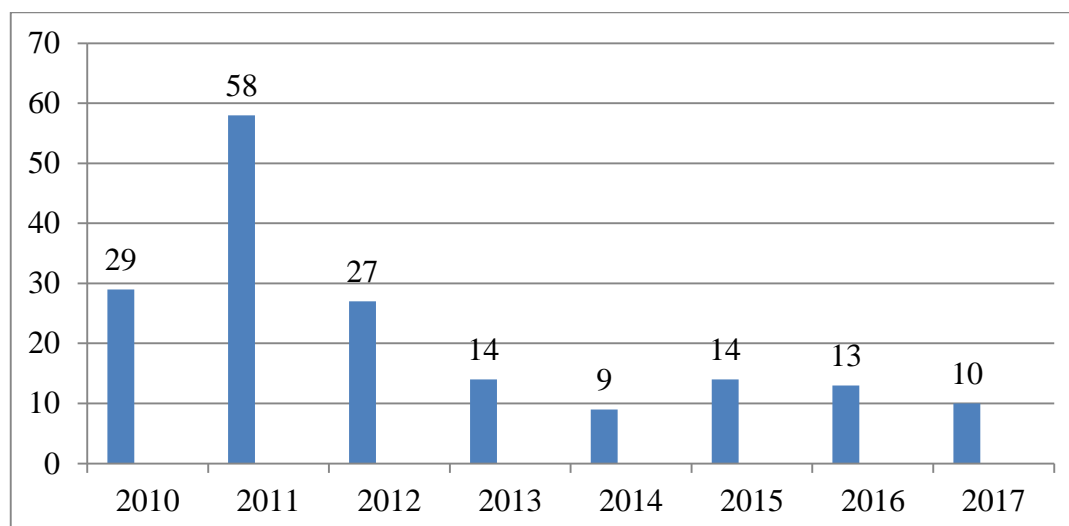


(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ dữ liệu tài chính FiinPro Platform)

Đánh giá tổng quan theo ngành thì trong giai đoạn 2010-2017, các ngành có số lượng thông báo mua lại cổ phiếu nhiều nhất là ngành Tài chính (215 thông báo), ngành Công nghiệp (174 thông báo) và ngành Hàng tiêu dùng (139 thông báo) (Biểu đồ 4.2). Có thể thấy rằng, những ngành có quy mô lớn, giữ vai trò chủ chốt trong nền kinh tế thường sẽ có nhiều thông báo mua lại cổ phiếu hơn. Hai ngành có số lượng thông báo mua lại cổ phiếu ít nhất là ngành Ngân hàng và ngành dầu khí với chỉ 9 thông báo trong 8 năm. Lý giải cho điều này có thể do hai ngành này có những đặc điểm đặc thù và nhiều quy định riêng trong ngành nên các doanh nghiệp cũng hạn chế sử dụng các thông báo mua lại cổ phiếu để thực hiện các chiến lược tài chính của doanh nghiệp.

Biểu đồ 4.3: Tình hình thông báo mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp tại Việt Nam giai đoạn 2010-2017

Đơn vị tính: Số lượng thông báo



(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ dữ liệu tài chính FiinPro Platform)

Ngành công nghiệp là ngành có số lượng thông báo mua lại cổ phiếu cao thứ hai trong giai đoạn 2010-2017, trong đó năm 2011 cũng là năm có số lượng doanh nghiệp thực hiện nhiều thông báo nhất với 58 thông báo (Biểu đồ 4.3). Những năm còn lại chỉ có số lượng thông báo mua lại cổ phiếu bằng một nửa hoặc ít hơn 1 nửa so với năm 2011, thấp nhất là năm 2014 chỉ với 9 thông báo mua lại cổ phiếu.

Bảng 4.3: Tình hình thông báo mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp trên HOSE và HNX tại Việt Nam giai đoạn 2010-2017

Đơn vị tính: Số lượng thông báo

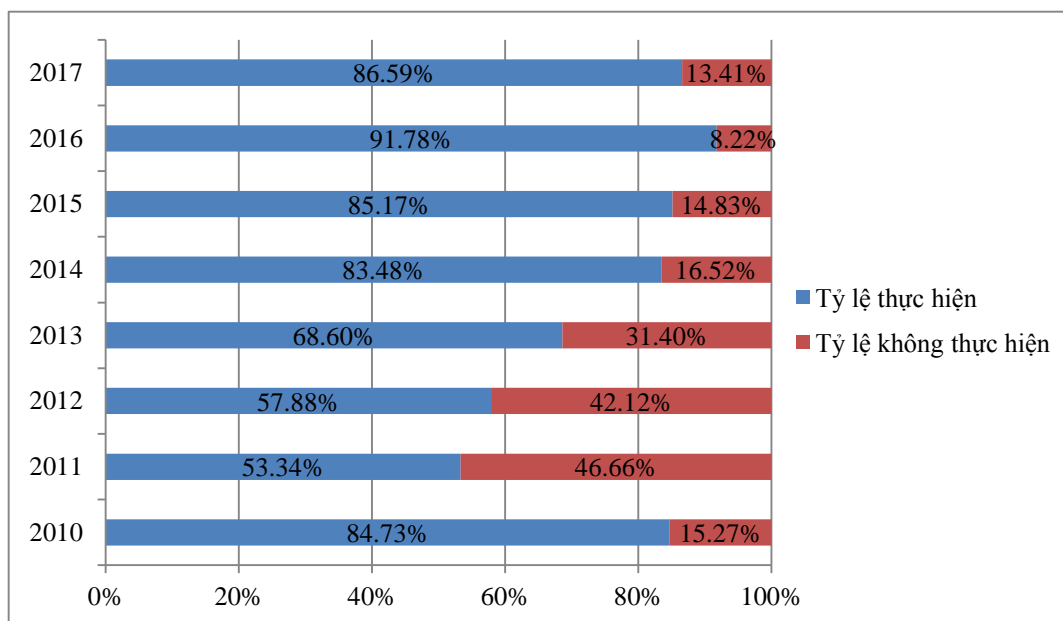
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tổng
HOSE	9	16	12	8	4	11	10	7	77
HNX	20	42	15	6	5	3	3	3	97
Tổng	29	58	27	14	9	14	13	10	174

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ dữ liệu tài chính FiinPro Platform)

Xét trên 2 sàn HOSE và HNX thì số lượng thông báo mua lại cổ phiếu mà các doanh nghiệp ngành công nghiệp thực hiện trên sàn HNX nhiều hơn sàn HOSE với 97 thông báo trên sàn HNX và 77 thông báo trên sàn HOSE (Bảng 4.3). Từ năm 2012 trở đi, số lượng thông báo mua lại cổ phiếu có xu hướng giảm, sau khi các vấn

bản luật có quy định về những điều kiện, quy trình mua lại cổ phiếu được ban hành và có hiệu lực thi hành. Có thể nói rằng, các doanh nghiệp đã thận trọng hơn trong việc sử dụng mua lại cổ phiếu để đạt được những mục tiêu chiến lược của mình.

Biểu đồ 4.4: Tỷ lệ thực hiện mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp tại Việt Nam giai đoạn 2010-2017



(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ dữ liệu tài chính FiinPro Platform)

Xét về tỷ lệ thực hiện mua lại cổ phiếu tức là tỷ lệ các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp thông báo và có thực hiện mua lại cổ phiếu như thông báo thì mặc dù năm 2011 có số lượng thông báo mua lại cổ phiếu cao nhất nhưng lại có tỷ lệ trung bình thực hiện là thấp nhất trong giai đoạn 2010-2017 với 53,34% (Biểu đồ 4.4). Điều này có nghĩa là trong năm 2011 có gần một nửa số lượng thông báo mua lại cổ phiếu không được thực hiện mà doanh nghiệp chỉ định dùng thông báo mua lại cổ phiếu để phát tín hiệu giả tới thị trường nhằm đạt được một số mục tiêu nhất định như tăng giá cổ phiếu... Thông tư 203/2015/TT-BTC được ban hành ngày 21/12/2015, có hiệu lực ngày 01/07/2016 đã quy định tại khoản 3 Điều 8 nghiêm cấm tổ chức niêm yết, đăng ký giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán công bố thông tin về các giao dịch mua lại cổ phiếu nhưng không thực hiện các giao dịch đã công bố. Chính vì Thông tư này mà năm 2016 và 2017 là hai năm có tỷ lệ thực hiện mua lại cổ phiếu cao nhất trong ngành công nghiệp với tỷ lệ trung bình là 91,78% thực hiện năm 2016 và 86,59% năm 2017. Nhưng nhìn chung, ngành công nghiệp

vẫn là ngành có tỷ lệ thực hiện mua lại cổ phiếu sau khi doanh nghiệp thông báo tương đối cao, đều trên 50% trong tất cả các năm từ năm 2011 đến năm 2017.

4.3. Phân tích động cơ và ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017

4.3.1. Động cơ các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu

❖ *Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy Tobit*

Bảng 4.4 dưới đây mô tả một số đặc điểm định lượng của các biến trong mô hình hồi quy Tobit giải thích động cơ các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam quyết định mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 2010-2017:

Bảng 4.4: Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy Tobit

Biến	Số lượng mẫu	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
REP	100	0,024	0,039	0,001	0,245
CASHFLOW	100	-0,003	0,124	-0,285	0,305
MKBK	100	1,052	0,597	0,401	4,794
PAYOUT	100	0,550	0,512	0,000	3,788
ASSET	100	27,008	1,283	24,326	30,435
LEVER	100	0,495	0,223	0,071	0,901

(Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13)

Biến REP có giá trị trung bình là 0,024 với giá trị nhỏ nhất là 0,001 và giá trị lớn nhất là 0,245 chứng tỏ quy mô mua lại cổ phiếu của các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam vẫn rất ít. Dường như các công ty không có ý định mua lại toàn bộ số lượng cổ phiếu như đã đăng ký trong thông báo mua lại cổ phiếu. Dòng tiền tự do của các mẫu quan sát có sự chênh lệch khi giá trị nhỏ nhất là -0,285 trong khi giá trị lớn nhất là 0,305, cho thấy có những công ty không hề có lượng tiền tự do khi thực hiện mua lại cổ phiếu. Giá trị trung bình của biến MKBK là 1,052 với khoảng chênh lệch giữa giá trị lớn nhất và nhỏ nhất khá lớn cũng cho thấy trong các

mẫu quan sát có những công ty có sự chênh lệch giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách lớn gấp 4 lần cũng có công ty sự chênh lệch chỉ có một nửa. Biến PAYOUT cũng có sự chênh lệch lớn giữa giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất, đặc biệt là một số quan sát có giá trị bằng 0, tức là có doanh nghiệp mua lại cổ phiếu đồng thời không chi trả cổ tức trong năm. Biến ASSET có giá trị trung bình là 27,008 và không có sự chênh lệch quá nhiều giữa giá trị nhỏ nhất và lớn nhất chứng tỏ các công ty công nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu trong nghiên cứu có quy mô tổng tài sản khá tương đồng. Giá trị trung bình của biến LEVER là 0,495 cho thấy các công ty trong mẫu nghiên cứu không gặp vấn đề quá lớn về đòn bẩy nợ.

❖ *Tương quan Pearson giữa các biến trong mô hình hồi quy Tobit*

Tương quan Pearson giữa các biến trong mô hình hồi quy Tobit được trình bày trong bảng 4.5 dưới đây:

Bảng 4.5: Tương quan Pearson giữa các biến trong mô hình hồi quy Tobit

	REP	CASHFLOW	MKBK	PAYOUT	ASSET	LEVER
REP	1,0000					
CASHFLOW	-0,0842	1,0000				
MKBK	-0,1236	0,1312	1,0000			
PAYOUT	-0,1441	-0,1129	0,1117	1,0000		
ASSET	0,1018	-0,1685	-0,0177	-0,0187	1,0000	
LEVER	0,1378	-0,2840	-0,1563	-0,0701	0,4041	1,0000

(Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13)

Tương quan Pearson cho biết mức độ tương quan giữa hai biến với nhau, với những cặp biến có hệ số tương quan Pearson bằng 0 thì được coi là không có tương quan, hệ số này càng gần giá trị 1 và -1 thì mức độ tương quan giữa hai biến càng lớn. Nếu như giữa các biến độc lập có tương quan đáng kể có thể dẫn tới tình trạng đa cộng tuyến làm giảm độ chính xác của mô hình hồi quy. Từ bảng 4.5 có thể thấy các cặp biến độc lập hầu hết đều có mức độ tương quan nhỏ với nhau, trừ trường hợp biến ASSET với biến LEVER có tương quan khá lớn ở mức 0,4041. Điều này hoàn toàn có thể lý giải được vì doanh nghiệp quy mô càng lớn, đòi hỏi nguồn vốn tài trợ hình thành nên tổng tài sản càng cao nên chỉ số đòn bẩy nợ LEVER cũng cao

tương ứng. Bên cạnh đó, hệ số tương quan Pearson giữa biến REP với các biến độc lập cho thấy sự tương quan của các cặp biến. Dựa trên kết quả trong bảng 4.5, các biến độc lập đều có tương quan với biến phụ thuộc, tuy nhiên ngoại trừ biến PAYOUT có tương quan ngược chiều với biến phụ thuộc REP giống với dấu kỳ vọng thì các biến còn lại bao gồm biến CASHFLOW, biến MKBK, biến ASSET và biến LEVER đều đang có có tương quan đi ngược lại với dấu kỳ vọng của mô hình.

❖ *Kết quả hồi quy Tobit*

Kết quả mô hình hồi quy Tobit giải thích động cơ các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 2010-2017 được trình bày ở Bảng 4.6 dưới đây:

Bảng 4.6: Kết quả hồi quy Tobit giải thích động cơ các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu giai đoạn 2010-2017

Biến	Dấu kỳ vọng	Giả thuyết	Biến phụ thuộc REP		Kết quả nghiên cứu
			Hệ số hồi quy	Kiểm định t	
Hằng số			-0,009	-0,10	
CASHFLOW	+	H1	-0,021	-0,74	Bác bỏ
MKBK	+	H2	-0,005	-1,25	Bác bỏ
PAYOUT	-	H3	-0,015	-2,13**	-
ASSET	-	H4	0,001	0,42	Bác bỏ
LEVER	-	H5	0,012	0,77	Bác bỏ
N				100	
R bình phương				-0,0184	
Thống kê F				2,41**	

** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 5%

(Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13)

Theo nghiên cứu của Dittmar (2000), những biến CASHFLOW và MKBK được kỳ vọng sẽ tương quan thuận chiều với tỷ lệ mua lại cổ phiếu vì tác giả giải thích rằng doanh nghiệp có nhiều tiền mặt và chênh lệch giữa giá trị sổ sách với giá trị thị trường lớn sẽ tiến hành mua lại cổ phiếu để giảm bớt chi phí đại diện cho dòng tiền tự do cũng như phát tín hiệu tới thị trường rằng cổ phiếu của doanh

ngành đang bị định giá thấp. Trong khi đó, biến PAYOUT tỷ lệ nghịch với tỷ lệ mua lại cổ phiếu để chỉ ra rằng tỷ lệ mua lại cổ phiếu có ảnh hưởng tới mức độ chi trả cổ tức, còn biến ASSET và biến LEVER cũng kỳ vọng tương quan ngược chiều với tỷ lệ mua lại cổ phiếu vì doanh nghiệp có quy mô càng nhỏ thì sẽ có sự bất cân xứng thông tin lớn hơn nên các doanh nghiệp sẽ mua lại nhiều cổ phiếu hơn so với doanh nghiệp có quy mô lớn và doanh nghiệp cũng sử dụng mua lại cổ phiếu như một công cụ để điều chỉnh đòn bẩy nợ.

Tuy nhiên, kết quả từ bảng 4.6 cho thấy trong giai đoạn 2010-2017, các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam dường như không có động cơ rõ ràng khi thực hiện mua lại cổ phiếu vì hầu hết các biến CASHFLOW, biến MKBK, biến ASSET và biến LEVER nghiên cứu đều không tìm thấy minh chứng nào chứng minh mối quan hệ với biến phụ thuộc REP. Tuy nhiên, chỉ có biến PAYOUT là tương quan ngược chiều (-0,015) với tỷ lệ mua lại cổ phiếu tại mức ý nghĩa thống kê 5%. Điều này chỉ ra các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017 mua lại cổ phiếu sẽ chi trả cổ tức ít hơn so với những doanh nghiệp không mua lại cổ phiếu. Kết quả này cũng phù hợp với giả thuyết tích lũy vốn vượt mức của Dittmar (2000). Tác giả cũng giải thích rằng doanh nghiệp mua lại cổ phiếu chi trả cổ tức ít hơn phụ thuộc vào những lợi ích nhất định về thuế có được. Mua lại cổ phiếu mang lại những lợi ích cả cho doanh nghiệp và cho các cổ đông. Dittmar (2000) sử dụng số liệu ở thị trường Mỹ để kiểm tra giả thuyết về lợi ích của thuế doanh nghiệp khi doanh nghiệp quyết định mua lại cổ phiếu. Tác giả ước tính tỷ lệ nợ mục tiêu của các doanh nghiệp và chứng minh rằng chênh lệch giữa tỷ lệ nợ thực tế và tỷ lệ nợ mục tiêu là một yếu tố quan trọng quyết định hoạt động mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp. Ngoài ra, doanh nghiệp thường ra quyết định mua lại cổ phiếu khi có nhiều tiền mặt trong tài khoản và khi có tỷ lệ giá trị sổ sách trên giá trị thị trường cao. Kết quả này phù hợp với giả thuyết cho rằng doanh nghiệp có nhiều tiền mặt và không có nhiều khả năng phát triển thường thực hiện mua lại cổ phiếu nhằm nâng cao tỷ lệ đòn bẩy tài chính đang sử dụng. Đối với những doanh nghiệp này, những lợi ích đem lại từ thuế thu nhập doanh nghiệp thường cao hơn ảnh hưởng bất lợi của việc gia tăng đòn bẩy tài chính. Lợi ích về thuế cá nhân khi doanh nghiệp mua lại cổ phiếu thay vì chi

trả cổ tức cũng được đề cập trong nhiều nghiên cứu. Ở nhiều nước, thu nhập từ cổ tức bị đánh thuế cao hơn so với lợi nhuận từ vốn ở cấp độ cá nhân. Vì vậy, Barclay và Smith (1988) chỉ ra rằng các cổ đông phải đóng ít thuế hơn, ít nhất là trong hiện tại, khi doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu so với trường hợp doanh nghiệp chi trả cổ tức. Lie và Lie (1999) kết luận rằng sự thay đổi trong biểu thuế có ảnh hưởng lên quyết định mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp. Rau và Vermaelen (2002) cho rằng hoạt động mua lại cổ phiếu ở Anh chỉ có thể trở nên phổ biến sau khi cơ quan thuế bãi bỏ một phần quy định hoàn thuế cổ tức để cho các quỹ hưu trí.

Thống kê F cũng cho thấy mô hình có ý nghĩa có mức thống kê 5% với các biến độc lập giải thích được gần 2% cho biến độc lập REP. Điều này có thể được lý giải vì số lượng mẫu trong nghiên cứu vẫn còn ít nên chưa đưa ra được kết quả tốt hơn.

4.3.2. Ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty trong ngành

❖ Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy tác động cố định

Bảng 4.7 dưới đây mô tả một số đặc điểm định lượng của các biến trong mô hình hồi quy tác động cố định nhằm phân tích những ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017.

Bảng 4.7: Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy tác động cố định

Biến	Số lượng mẫu	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	100	0,067	0,094	-0,262	0,602
ROE	100	0,120	0,154	-0,734	0,715
TOBINQ	100	0,968	0,477	0,402	4,946
BUY	100	20,766	2,847	13,422	27,204
SIZE	100	27,105	1,297	24,322	30,396
LEV	100	0,495	0,231	0,040	0,874
PROFIT	100	0,169	0,261	-0,620	1,756
CAPEX	100	0,097	0,255	0,000	2,163

(Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13)

Biến ROA và ROE có sự tương đồng với nhau khi có giá trị nhỏ nhất là ROA (-0,262), ROE (-0,734) với giá trị lớn nhất là ROA (0,602), ROE (0,715) và giá trị trung bình lần lượt là 0,067 và 0,120 cho thấy trong 100 mẫu quan sát, hầu hết các công ty đều có lợi nhuận dương, tuy nhiên vẫn tồn tại công ty hoạt động không hiệu quả khi có lợi nhuận âm. Trong khi đó, biến TOBINQ thể hiện tình hình khả quan về tiềm năng lợi nhuận của công ty trong tương lai khi các giá trị trung bình (0,968), giá trị nhỏ nhất (0,402) đều dương, đặc biệt giá trị lớn nhất khá lớn là 4,946. Giá trị cổ phiếu mua lại có sự chênh lệch khá lớn giữa các mẫu quan sát khi biến BUY có giá trị nhỏ nhất là 13,422, còn giá trị lớn nhất là 27,204. Quy mô của các công ty thực hiện mua lại cổ phiếu trong nghiên cứu có sự tương đồng với nhau khi biến SIZE có giá trị trung bình là 27,105 và không có sự chênh lệch quá nhiều giữa giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất. Biến PROFIT có giá trị nhỏ nhất là -0,620 chứng tỏ rằng trong 100 mẫu quan sát có công ty có lợi nhuận trước thuế và lãi vay âm. Biến CAPEX có giá trị trung bình là 0,097 với khoảng cách từ 0 đến 2,163 cho thấy có công ty vào một năm nào đó trong giai đoạn 2010- 2017 không hề có các khoản chi phí vốn.

❖ *Tương quan Pearson giữa các biến trong mô hình FEM*

Tương quan Pearson giữa các biến trong mô hình hồi quy tác động cố định được trình bày trong Bảng 4.8 dưới đây:

Bảng 4.8: Tương quan Pearson giữa các biến trong mô hình hồi quy tác động cố định

	ROA	ROE	TOBINQ	BUY	SIZE	LEV	PROFIT	CAPEX
ROA	1,0000							
ROE		1,0000						
TOBINQ			1,0000					
BUY	-0,0756	0,0536	-0,0591	1,0000				
SIZE	-0,1558	-0,0291	0,0563	0,2886	1,0000			
LEV	-0,5284	-0,2052	-0,1139	0,0691	0,3747	1,0000		
PROFIT	0,5331	0,5579	0,1534	0,0508	0,1822	-0,2652	1,0000	
CAPEX	0,0542	0,0901	0,0656	0,2545	0,3000	0,0087	0,5231	1,0000

(Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13)

Kết quả từ Bảng 4.8 cho thấy, các cặp biến độc lập đều có mức độ tương quan nhỏ với nhau, trừ trường hợp biến CAPEX và biến PROFIT có tương quan lớn hơn ở mức 0,5231. Điều này hoàn toàn có thể giải thích được khi mà công ty muốn có lợi nhuận cao thì đòi hỏi mức chi phí vốn đi kèm cũng cao tương ứng. Bên cạnh đó, hệ số tương quan Pearson giữa các biến phụ thuộc là ROA, ROE và TOBINQ với các biến kiểm soát và độc lập bao gồm biến BUY, SIZE, LEV, PROFIT và CAPEX cho thấy sự tương quan giữa các cặp biến trong mô hình, tuy nhiên có sự khác biệt về mối quan hệ tương quan thuận chiều và ngược chiều giữa các cặp biến ROA, ROE, TOBINQ với các biến BUY, SIZE và CAPEX.

Trước khi chạy mô hình hồi quy tác động cố định, nghiên cứu sử dụng chỉ số VIF nhằm kiểm tra xem các biến độc lập trong mô hình có bị đa cộng tuyến hay không (Bảng 4.9).

Bảng 4.9: Kiểm định sự tự tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình hồi quy tác động cố định

Biến	VIF	1/VIF
PROFIT	1,61	0,622952
CAPEX	1,55	0,646211
SIZE	1,42	0,704242
LEV	1,36	0,736318
BUY	1,15	0,871063
Giá trị trung bình VIF	1,42	

(Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13)

Kết quả từ Bảng 4.9 cho thấy, hệ số phóng đại phương sai VIF của tất cả các biến độc lập trong mô hình đều nhỏ hơn 2 và chỉ số 1/VIF lớn hơn 0,5 nên hiện tượng đa cộng tuyến không xảy ra với các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu.

❖ *Kết quả mô hình hồi quy tác động cố định*

Kết quả mô hình hồi quy tác động cố định phân tích ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017 được trình bày trong Bảng 4.10 dưới đây:

Bảng 4.10: Kết quả hồi quy tác động cố định phân tích ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh trong các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010-2017

Biến	Dấu kỳ vọng	Mô hình 1- ROA	Mô hình 2- ROE	Mô hình 3- TOBINQ
Hằng số		-0,613 (-1,45)	0,005 (1,28)	-10,409 (-2,88)
BUY	+	0,001 (1,45)	0,032 (1,03)	0,021** (2,26)
SIZE	+	0,025** (2,26)	0,025 (2,26)	0,413*** (3,14)
LEV	-	-0,168** (-2,42)	-0,061 (-0,53)	-0,603** (-2,06)
PROFIT	+	0,395*** (8,04)	1,047*** (15,56)	0,0149 (0,03)
CAPEX	-	-0,169*** (-6,46)	-0,5105*** (-17,53)	0,390 (1,23)
N		100	100	100
R bình phương		0,382	0,348	0,008
Thống kê F		25,37***	239,89***	4,35***

Ghi chú: ** và *** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 5% và 1%

(Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13)

Đối với Mô hình 1 có biến phụ thuộc là ROA, ngoại trừ biến BUY, nghiên cứu đều tìm ra bằng chứng về mối liên hệ giữa biến SIZE, biến LEV, biến PROFIT, biến CAPEX với biến ROA. Biến SIZE và biến PROFIT có tương quan cùng chiều với ROA với ý nghĩa thống kê ở mức 5% và 1%, chỉ ra rằng các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010 - 2017 có quy mô tổng tài sản và lợi nhuận trước thuế càng lớn thì sẽ ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty. Ngược lại, biến LEV và biến CAPEX lại cho thấy mối quan hệ ngược chiều với ROA ở mức thống kê là 5% và 1%, phù hợp với dấu

kỳ vọng ban đầu của mô hình cho thấy, các công ty có chỉ số đòn bẩy lớn và chi phí vốn cao sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Khác với Mô hình 1, Mô hình 2 với biến phụ thuộc là ROE, nghiên cứu chỉ tìm thấy bằng chứng về mối tương quan giữa biến PROFIT, biến CAPEX với ROE, nhưng kết quả từ Bảng 4.10 đều cho thấy sự tương đồng về mối quan hệ giữa 2 biến PROFIT và CAPEX với biến ROE giống với Mô hình 1 (biến ROA). Có thể thấy rằng, các công ty có lợi nhuận trước thuế và lãi vay cao và chi phí vốn lớn không chỉ ảnh hưởng đến chỉ số ROA mà còn có ảnh hưởng tới biến ROE, trong đó biến PROFIT có tương quan cùng chiều và biến CAPEX có tương quan ngược chiều với biến ROE đều ở mức ý nghĩa thống kê 1%.

Nếu như ROA và ROE là các chỉ số được tính toán theo giá trị sổ sách thể hiện lợi nhuận trong ngắn hạn của doanh nghiệp thì chỉ số TOBINQ thể hiện tiềm năng lợi nhuận trong tương lai của doanh nghiệp. Trong Mô hình 3 với biến phụ thuộc TOBINQ, nghiên cứu đã tìm thấy ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010- 2017 khi biến BUY có tương quan dương với biến TOBINQ tại mức ý nghĩa thống kê 5%. Điều này có nghĩa là công ty mua lại càng nhiều cổ phiếu thì hiệu quả kinh doanh càng được cải thiện ngay trong năm công ty thực hiện mua lại cổ phiếu thông qua chỉ số TOBINQ. Bên cạnh đó, biến SIZE có mối quan hệ cùng chiều với biến TOBINQ với mức ý nghĩa thống kê 1% một lần nữa chứng minh rằng công ty có quy mô tổng tài sản càng lớn thì chỉ số TOBINQ càng cao. Biến LEV cũng được chứng minh tỷ lệ nghịch với chỉ số TOBINQ ở mức thống kê 5% cho thấy chỉ số đòn bẩy tài chính lớn không chỉ làm giảm chỉ số ROA mà còn làm giảm cả chỉ số TOBINQ về tiềm năng lợi nhuận của doanh nghiệp.

Ngoài ra, thống kê F cũng cho thấy cả ba mô hình đều có ý nghĩa có mức thống kê 1% với các biến độc lập lần lượt giải thích được 38,2%; 34,8% và 0,8% cho các Mô hình 1 (biến ROA), Mô hình 2 (biến ROE) và Mô hình 3 (biến TOBINQ).

Như vậy, đánh giá về ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh, kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty trong ngành công nghiệp mua

càng nhiều cổ phiếu thì càng có ảnh hưởng tích cực lên chỉ số Tobin's Q của doanh nghiệp về tiềm năng lợi nhuận trong tương lai (Bảng 4.11).

Bảng 4.11: So sánh kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả HĐKD với giả thuyết ban đầu

Biến phụ thuộc	Biến kiểm soát (BUY – giá trị lượng cổ phiếu mua lại)	Giả thuyết	Kết quả nghiên cứu
Mô hình 1 - ROA	+	H1	Bác bỏ
Mô hình 1 - ROE	+	H2	Bác bỏ
Mô hình 1 - TOBINQ	+	H3	+

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

4.3.3. Ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn của các công ty trong ngành

4.3.3.1. Kết quả mô hình sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện

Bằng phương pháp nghiên cứu sự kiện và kiểm định t-test, nghiên cứu đưa ra kết quả ảnh hưởng của ngày kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu và ngày thông báo kết quả mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp thông qua đánh giá chỉ số CAR (lợi nhuận bất thường tích lũy). Khác với các thị trường tài chính tiên tiến trên thế giới khi mà các thông báo về kế hoạch mua lại cổ phiếu và ngày kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu đều được công khai trên thị trường thì tại Việt Nam, ngày doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu trong bước 5 quy trình mua lại cổ phiếu không được công khai mà thị trường và các nhà đầu tư chỉ tiếp cận được thời gian doanh nghiệp kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu (bước 6 trong quy trình mua lại cổ phiếu) và ngày công bố kết quả giao dịch mua lại cổ phiếu (bước 7 trong quy trình mua lại cổ phiếu). Vì vậy, nghiên cứu này không chỉ đánh giá tác động của sự kiện doanh nghiệp kết thúc mua lại cổ phiếu đến giá cổ phiếu của doanh nghiệp mà còn đánh giá phản ứng thị trường xung quanh thời điểm doanh nghiệp công bố kết quả giao dịch thực hiện mua lại.

Bảng 4.12: Lợi nhuận bất thường tích lũy của các doanh nghiệp có hoạt động mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp tại Việt Nam giai đoạn 2010 - 2017

Khung sự kiện	Toàn bộ mẫu	Nhóm 1	Nhóm 2
	CAR	CAR	CAR
END (-10, 10)	-0,007	-0,001	-0,024
Kiểm định t	(-0,529)	(-0,057)	(-0,988)
END (-5, 5)	0,007	0,004	0,014
Kiểm định t	(0,671)	(0,327)	(0,888)
END (-3, 3)	0,007	0,008	0,005
Kiểm định t	(0,907)	(0,814)	(0,393)
END (-1, 1)	-0,003	-0,001	-0,008
Kiểm định t	(-0,548)	(-0,146)	(-1,319*)
END (-3, -1)	0,008	0,011	0,001
Kiểm định t	(1,507*)	(1,626**)	(0,021)
END (1, 3)	0,001	0,001	0,003
Kiểm định t	(0,199)	(0,039)	(0,382)
ANN (-10, 10)	-0,002	0,012	-0,040
Kiểm định t	(-0,160)	(0,739)	(-1,746**)
ANN (-5, 5)	0,004	0,010	-0,012
Kiểm định t	(0,409)	(0,836)	(-0,687)
ANN (-3, 3)	-0,003	-0,002	-0,006
Kiểm định t	(-0,314)	(-0,148)	(-0,383)
ANN (-1, 1)	-0,002	-0,001	-0,002
Kiểm định t	(-0,296)	(-0,188)	(-0,317)
ANN (-3, -1)	0,005	0,008	-0,001
Kiểm định t	(0,937)	(1,007)	(-0,041)
ANN (1, 3)	-0,005	-0,008	0,003
Kiểm định t	(-0,934)	(-1,296*)	(0,307)

* và ** tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10% và 5%

(Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13)

Bảng 4.12 mô tả lợi nhuận bất thường tích lũy của các chương trình mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp tại Việt Nam trong giai đoạn 2010 – 2017. Lợi nhuận bất thường tích lũy được tính toán trong các khung sự kiện (-10, 10), (-5, 5), (-3, 3), (-1, 1), (-3, -1) và (1, 3) xung quanh 2 ngày: ngày kết thúc việc mua lại cổ phiếu và ngày thông báo kết quả mua lại cổ phiếu sử dụng mô hình thị trường. Đối với ngày doanh nghiệp kết thúc việc mua lại cổ phiếu (END), ngày 0 là ngày cuối cùng trong thời gian thực hiện chương trình mua lại. Đối với ngày thông báo kết quả mua lại (ANN), ngày 0 là ngày doanh nghiệp thông báo kết quả giao dịch mua lại cổ phiếu.

Các nghiên cứu trước đây trên thế giới đều chỉ ra phản ứng giá cổ phiếu tích cực đối với các thông báo mua lại cổ phiếu cũng như ngày doanh nghiệp mua lại cổ phiếu như Masulis (1980), Dan (1981), Vermaelen (1981), Hatakeda và Isagawa (2004), Chan và các cộng sự (2004), Cesari và cộng sự (2012), Ben-Rephael và cộng sự (2013) và Andriosopoulos và Lasfer (2015). Tuy nhiên, tại Việt Nam, nghiên cứu lại phân tích những ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu xung quanh ngày doanh nghiệp kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu và ngày công bố kết quả giao dịch mua lại cổ phiếu. Kết quả từ bảng 4.12 đối với toàn bộ mẫu quan sát cho thấy sự khác biệt so với những nghiên cứu trước, trong đó đều chỉ ra các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp hầu như không xuất hiện lợi nhuận bất thường tích lũy có ý nghĩa thống kê xung quanh cả 2 ngày: ngày doanh nghiệp kết thúc thực hiện mua lại cổ phiếu và ngày doanh nghiệp thông báo kết quả mua lại cổ phiếu ngoại trừ có sự tăng giá cổ phiếu trước thời điểm doanh nghiệp kết thúc mua lại cổ phiếu. Điều này có nghĩa rằng giá cổ phiếu hầu như không có phản ứng với cả hai sự kiện: doanh nghiệp kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu hay doanh nghiệp thông báo kết quả mua lại cổ phiếu. Nguyên nhân của hiện tượng này có thể là do hai nguyên nhân: (1) Các nhà đầu tư không dành nhiều sự quan tâm hoặc mất niềm tin với các chương trình mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp tại Việt Nam và (2) Mặc dù thông báo mua lại cổ phiếu không được công khai nhưng từ thời điểm doanh nghiệp lên kế hoạch mua lại cho tới khi doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu có thể có sự rò rỉ thông tin nên mới có sự phản ứng nhẹ về giá cổ phiếu ngay trước thời điểm các công ty công nghiệp kết thúc mua lại cổ phiếu. Có thể nói các văn bản pháp luật

Việt Nam còn nhiều lỗ hổng dẫn đến việc quản lý cũng như áp dụng các quy định của pháp luật còn yếu và có nhiều thiếu sót. Do đó, các doanh nghiệp thường phát những tín hiệu giả hoặc sai lệch tới thị trường thông qua các hoạt động khác nhau, đặc biệt với các chương trình mua lại cổ phiếu nhằm thao túng giá cổ phiếu và xuất hiện hiện tượng rò rỉ thông tin. Vì vậy, các nhà đầu tư dường như không còn sự tin tưởng với các thông báo tài chính của doanh nghiệp niêm yết và những tín hiệu trong các chương trình này không có mấy ý nghĩa thuyết phục với nhà đầu tư.

Đối với toàn bộ mẫu nghiên cứu trong ngành công nghiệp tại Việt Nam, kết quả lợi nhuận bất thường tích lũy dương là 0,8% từ khung sự kiện (-3, -1) xung quanh ngày kết thúc việc mua lại cổ phiếu có ý nghĩa thống kê ở mức 10% đã chứng minh cho cả hai nguyên nhân trên bao gồm các nhà đầu tư không có sự quan tâm cũng như tin tưởng vào các chương trình mua lại cổ phiếu và có sự rò rỉ thông tin trước thời điểm doanh nghiệp kết thúc việc mua lại cổ phiếu. Dường như doanh nghiệp chỉ sử dụng mua lại cổ phiếu như một công cụ để thao túng giá cổ phiếu mà không có kế hoạch sẽ thực hiện mua lại cổ phiếu ngay từ ban đầu, vì vậy trước khi kết thúc việc mua lại cổ phiếu doanh nghiệp thấy giá cổ phiếu có dấu hiệu tăng nên các doanh nghiệp không hoàn thành việc mua lại cổ phiếu như thông báo. Mặt khác, vì có sự rò rỉ thông tin và doanh nghiệp đã nhận thấy trước khi kết thúc việc mua lại cổ phiếu doanh nghiệp giá cổ phiếu có dấu hiệu tăng nên các doanh nghiệp không hoàn thành việc mua lại cổ phiếu như thông báo. Trong số 92 mẫu nghiên cứu có đến 67 thông báo mua lại cổ phiếu không được hoàn thành nên lợi nhuận bất thường tích lũy đối với nhóm 1 – không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu cũng cho ra kết quả tương tự như toàn bộ mẫu với CAR là 1,1% trong khung (-3, -1) xung quanh ngày kết thúc thực hiện mua lại cổ phiếu và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%.

Bên cạnh đó, đối với nhóm không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu (nhóm 1), kết quả nghiên cứu còn tìm thêm bằng chứng cho nguyên nhân các nhà đầu tư dường như mất niềm tin vào các thông báo mua lại cổ phiếu nên lợi nhuận bất thường tích lũy từ bảng 4.12 trong khung (1, 3) sau ngày thông báo kết quả mua lại cổ phiếu là -0,8% có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Có thể thấy rằng, dường như thị trường đoán được các doanh nghiệp sử dụng mua lại cổ phiếu không phải nhằm mục tiêu phát tín hiệu về định giá thấp mà có thể là công cụ để thao túng giá nên

ngay sau khi doanh nghiệp công bố kết quả giao dịch mua lại cổ phiếu thì thị trường có phản ứng tiêu cực với sự kiện này.

Đối với nhóm hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu (nhóm 2) thì kết quả từ bảng 4.12 cũng chứng minh thêm cho nguyên nhân các nhà đầu tư dường như không quan tâm hoặc mất niềm tin với thông tin từ các thông báo tài chính từ doanh nghiệp tới thị trường và doanh nghiệp chỉ đang phát tín hiệu giả tới thị trường. Vì vậy, lợi nhuận bất thường tích lũy trong khung sự kiện $(-1, 1)$ xung quanh ngày kết thúc mua lại là âm $(-0,8\%)$ có ý nghĩa thống kê ở mức 10% và CAR trong khung sự kiện $(-10, 10)$ xung quanh ngày thông báo kết quả giao dịch mua lại cổ phiếu cũng là âm (-4%) ở mức ý nghĩa thống kê 5% đều đã chỉ ra rằng giá cổ phiếu giảm xuống kể cả doanh nghiệp có hoàn thành kế hoạch mua lại cổ phiếu như thông báo nhưng vì các nhà đầu tư đều nghĩ rằng thông báo mua lại cổ phiếu chỉ là một phương tiện để giúp doanh nghiệp phát tín hiệu giả tới thị trường nhằm tăng giá cổ phiếu.

4.3.3.2. Kết quả mô hình phương pháp bình phương thông thường nhỏ nhất

❖ *Thống kê mô tả các biến trong mô hình OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng tới CAR $(-1, 1)$ của doanh nghiệp có hoạt động mua lại cổ phiếu*

Bảng 4.13: Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng tới CAR $(-1, 1)$ của các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam có hoạt động mua lại cổ phiếu

Biến	Số lượng mẫu	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	92	0,079	0,084	0,001	0,379
LIQUID	92	1,660	1,372	0,234	7,604
FCF	92	-0,031	0,140	-0,465	0,305
LEV	92	1,645	1,487	0,077	9,476
SIZE	92	26,887	1,266	24,326	30,094
REPUR	92	0,027	0,043	0,000	0,250
BTM	92	0,376	0,129	0,052	0,687
PERIOD	92	0,087	0,283	0,000	1,000

(Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13)

Bảng 4.13 mô tả một số đặc điểm định lượng của các biến trong mô hình OLS có khả năng ảnh hưởng tới lợi nhuận bất thường tích lũy 3 ngày xung quanh các chương trình mua lại cổ phiếu.

Biến ROA có giá trị trung bình là 0,079 với giá trị nhỏ nhất là 0,001 và giá trị lớn nhất là 0,379, chỉ ra rằng các doanh nghiệp công nghiệp trong mẫu quan sát đều có khả năng tạo ra lợi nhuận trên quy mô tổng tài sản doanh nghiệp hiện có. Tính thanh khoản của các mẫu quan sát trong nghiên cứu cũng rất tốt vì giá trị trung bình của biến LIQUID là 1,660 với giá trị lớn nhất lên tới 7,604. Thêm vào đó, biến FCF có giá trị trung bình âm (-0,031) cũng cho thấy dòng tiền tự do của doanh nghiệp không nhiều trong khi doanh nghiệp chi cho hạng mục tài sản cố định là rất lớn, điều này phù hợp với đặc thù ngành công nghiệp. Giá trị trung bình của biến LEV là 1,645 cho thấy các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu không gặp vấn đề quá lớn về đòn bẩy nợ. Biến SIZE có sự chênh lệch khá lớn với giá trị trung bình là 26,887. Trong các doanh nghiệp trong mô hình nghiên cứu có một số doanh nghiệp không thực hiện mua lại cổ phiếu như đã đăng ký trong thông báo với giá trị nhỏ nhất của biến REPUR là 0 nhưng cũng có doanh nghiệp mua lại 25% số lượng cổ phiếu đang lưu hành. Giá trị trung bình của biến BTM là 0,376 chứng minh hầu như các doanh nghiệp nghiên cứu có giá trị thị trường cao hơn so với giá trị sổ sách ghi nhận. Trong giai đoạn 2010 - 2017 thì chỉ có khoảng 8,7% các thông báo mua lại cổ phiếu trong năm 2016 và 2017, còn lại đều nằm ở giai đoạn trước năm 2016. Với việc Chính phủ ban hành Thông tư 203/2015/TT-BTC có hiệu lực từ năm 2016 với quy định nghiêm cấm các tổ chức công bố thông tin về mua lại cổ phiếu nhưng không thực hiện các giao dịch đã công bố phần nào làm cho các doanh nghiệp cũng dè dặt hơn trong việc sử dụng mua lại cổ phiếu như một công cụ nhằm thực hiện các mục tiêu chiến lược của doanh nghiệp.

➤ *Kết quả mô hình OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng tới CAR (-1, 1) của doanh nghiệp có hoạt động mua lại cổ phiếu xung quanh ngày kết thúc việc mua lại cổ phiếu*

Kết quả kiểm định hồi quy OLS về mức ảnh hưởng của các nhân tố đến lợi nhuận bất thường tích lũy trong khung sự kiện (-1, 1) xung quanh ngày doanh nghiệp kết thúc mua lại cổ phiếu được trình bày ở Bảng 4.14 dưới đây:

Bảng 4.14: Kết quả hồi quy OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường tích lũy 3 ngày xung quanh ngày kết thúc mua lại cổ phiếu

Biến độc lập	Toàn bộ mẫu		Nhóm 1		Nhóm 2	
	Biến phụ thuộc		Biến phụ thuộc		Biến phụ thuộc	
	END (-1, 1)		END (-1, 1)		END (-1, 1)	
	Hệ số	Kiểm	Hệ số	Kiểm	Hệ số	Kiểm
	hồi quy	định t	hồi quy	định t	hồi quy	định t
Hằng số	-0,194	-1,68	-0,314	-1,67	-0,250	-1,63
ROA	0,034	0,54	0,058	0,78	0,087	0,37
LIQUID	0,008	1,91*	0,009	1,73*	-0,003	-0,42
FCF	0,014	0,37	-0,013	-0,29	0,123	2,62**
LEV	0,003	0,73	0,004	0,70	-0,005	-0,95
SIZE	0,007	1,68*	0,012	1,59	0,009	1,88*
REPUR	0,110	1,15	0,313	1,14	0,003	0,05
BTM	-0,059	-1,40	-0,085	-1,68*	0,049	0,83
PERIOD	-0,038	-3,40***	-0,024	-1,73*	-0,039	-2,71**
N	92		67		25	
R bình phương	0,104		0,132		0,526	
Thống kê F	2,45**		1,52*		5,66***	

*, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%

(Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13)

Kết quả từ bảng 4.14 cho thấy toàn bộ mẫu nghiên cứu và nhóm 1 – nhóm không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu cũng như nhóm 2 – nhóm hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu chỉ ra các nhân tố ảnh hưởng tương đối giống nhau bao gồm: biến LIQUID, biến SIZE và biến PERIOD.

Nghiên cứu đã tìm ra bằng chứng về mối liên hệ giữa thời điểm có những văn bản luật mới quy định về hoạt động mua lại cổ phiếu với lợi nhuận bất thường tích lũy trong khung (-1, 1) xung quanh ngày kết thúc mua lại vì biến PERIOD có tương quan âm với ý nghĩa thống kê ở mức 1% với toàn bộ mẫu; 10% với nhóm 1 và 5% với nhóm 2. Có thể thấy rằng, thời điểm mà Chính phủ ban hành những văn bản luật mới điều chỉnh hoạt động mua lại cổ phiếu thì giá cổ phiếu của doanh

nghiệp càng bị giảm, đặc biệt khi các công ty trong ngành công nghiệp Việt Nam giai đoạn 2010-2017 không có ý định hoàn thành việc mua lại toàn bộ cổ phiếu như đã thông báo trong kế hoạch và chỉ sử dụng mua lại cổ phiếu như công cụ để thao túng giá. Kết quả này có sự khác biệt so với nghiên cứu của Andriosopoulos và Lasfer (2015) khi cho rằng với việc ban hành các văn bản quy phạm pháp luật mới thì các chương trình mua lại cổ phiếu sẽ tạo được niềm tin tới thị trường và các nhà đầu tư, qua đó làm tăng giá cổ phiếu.

Biến LIQUID có tương quan dương với lợi nhuận bất thường tích lũy trong khung (-1, 1) xung quanh ngày doanh nghiệp kết thúc mua lại cổ phiếu với ý nghĩa thống kê ở mức 10% với toàn bộ mẫu và nhóm 1, chỉ ra rằng doanh nghiệp có mức thanh khoản tốt thì sẽ ảnh hưởng tích cực tới các chương trình mua lại cổ phiếu. Kết quả này cũng tương đồng với nghiên cứu của Cesari và cộng sự (2011) khi phân tích được rằng hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường làm tăng tính thanh khoản của doanh nghiệp, qua đó góp phần làm tăng giá cổ phiếu của doanh nghiệp mua lại.

Đối với toàn bộ mẫu quan sát và nhóm 2, biến SIZE có tương quan dương với biến END (-1, 1) xung quanh ngày kết thúc mua lại tại mức ý nghĩa thống kê 10%, chứng tỏ rằng doanh nghiệp mà quy mô càng lớn thì càng mang lại hiệu quả tích cực tới giá cổ phiếu của doanh nghiệp khi kết thúc việc mua lại cổ phiếu. Kết quả này cũng có đi ngược lại với nghiên cứu của Ben-Rephael và cộng sự (2013) khi cho rằng giá cổ phiếu của doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu tỷ lệ nghịch với quy mô doanh nghiệp vì các tác giả giải thích với các doanh nghiệp nhỏ thì các chương trình mua lại cổ phiếu đều là chiến lược quan trọng của doanh nghiệp nên sẽ ảnh hưởng tích cực tới giá cổ phiếu.

Đối với nhóm 1 – nhóm không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu, biến BTM tương quan âm với biến END (-3, 3) tại mức ý nghĩa 10%. Điều này cho thấy doanh nghiệp mà có ít sự chênh lệch giữa giá trị sổ sách và giá trị thị trường thì giá cổ phiếu càng phản ứng tích cực. Kết quả khác biệt rất lớn với nghiên cứu của Ben-Rephael và cộng sự (2013) đã chỉ ra rằng giá cổ phiếu của doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu tỷ lệ thuận với tỷ lệ giữa giá trị sổ sách-giá trị thị trường vì sự chênh lệch càng lớn thì các chương trình mua lại cổ phiếu sẽ là cơ hội để cổ phiếu ổn định về giá trị thực. Tuy nhiên, với thị trường Việt Nam có thể lý giải được rằng

doanh nghiệp mà có ít sự khác biệt giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách thì càng tạo được niềm tin cho thị trường nên giá cổ phiếu sẽ phản ánh tích cực để phù hợp với kỳ vọng của thị trường và nhà đầu tư.

Đối với nhóm 2 – nhóm hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu thì kết quả nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng tới lợi nhuận bất thường tích lũy trong khung sự kiện $(-1, 1)$ xung quanh ngày kết thúc mua lại cổ phiếu có sự khác biệt so với toàn bộ mẫu và nhóm 1 ở biến FCF khi nghiên cứu phân tích được mối quan hệ cùng chiều với biến END $(-1, 1)$. Các doanh nghiệp ở nhóm hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu càng có lượng tiền tự do nhiều thì càng ảnh hưởng tích cực tới giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Kết quả này cũng phù hợp về động cơ thực hiện mua lại cổ phiếu nhằm giảm bớt chi phí có liên quan tới dòng tiền tự do của Dittmar (2000).

❖ *Kết quả mô hình OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng tới CAR $(-1, 1)$ của doanh nghiệp có hoạt động mua lại cổ phiếu xung quanh ngày thông báo kết quả mua lại cổ phiếu*

Kết quả kiểm định hồi quy OLS về mức ảnh hưởng của các nhân tố đến lợi nhuận bất thường tích lũy trong khung sự kiện $(-1, 1)$ xung quanh ngày doanh nghiệp thông báo kết quả chương trình mua lại cổ phiếu được trình bày ở Bảng 4.15 dưới đây:

Bảng 4.15: Kết quả hồi quy OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường tích lũy trong 3 ngày xung quanh ngày thông báo kết quả mua lại cổ phiếu

Biến độc lập	Toàn bộ mẫu		Nhóm 1		Nhóm 2	
	Biến phụ thuộc ANN (-1, 1)		Biến phụ thuộc ANN (-1, 1)		Biến phụ thuộc ANN (-1, 1)	
	Hệ số hồi quy	Kiểm định t	Hệ số hồi quy	Kiểm định t	Hệ số hồi quy	Kiểm định t
Hằng số	-0,182	-1,42	-0,030	-0,17	-0,672	-2,67
ROA	0,108	0,86	0,082	0,63	0,074	0,26
LIQUID	0,001	0,21	-0,0001	-0,01	0,007	0,75
FCF	-0,039	-1,11	-0,033	-0,82	-0,032	-0,68
LEV	0,001	0,23	-0,0002	-0,06	0,004	0,49
SIZE	0,005	1,29	0,0001	0,02	0,020	2,91***
REPUR	0,117	1,30	0,222	1,01	0,033	0,39
BTM	0,050	0,93	0,036	0,58	0,247	2,34**
PERIOD	-0,023	-1,87*	-0,034	-2,34**	-0,018	-1,01
N	92		67		25	
R bình phương	0,056		0,043		0,473	
Thống kê F	1,91*		4,05***		4,16***	

*, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%

(Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13)

Kết quả từ bảng 4.15 cho thấy kết quả tương tự về nhân tố ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường tích lũy trong khung (-1, 1) xung quanh ngày doanh nghiệp kết thúc việc thực hiện mua lại và ngày doanh nghiệp thông báo kết quả giao dịch mua lại bao gồm biến PERIOD đối với toàn bộ mẫu và nhóm 1 – nhóm không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu trong nghiên cứu cũng như biến SIZE với nhóm 2. Sự khác biệt chỉ nằm ở biến BTM với nhóm 2 – nhóm hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu. Mô hình OLS với biến phụ thuộc là biến ANN (-1, 1) ít tìm thấy bằng chứng về các nhân tố ảnh hưởng hơn so với biến phụ thuộc END (-1, 1) có thể được lý giải rằng những phản ứng về giá cổ phiếu của doanh nghiệp hầu như đều được

thể hiện rõ ở ngày kết thúc mua lại, trong khoảng thời gian 10 ngày sau đến ngày công bố kết quả giao dịch thì phản ứng này không còn rõ ràng như ngày kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu nữa.

Đối với nhóm 2 – nhóm hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu, biến BTM có mối quan hệ cùng chiều với lợi nhuận bất thường tích lũy của doanh nghiệp trong 1 ngày trước và sau ngày thông báo kết quả mua lại cổ phiếu với mức ý nghĩa thống kê là 5%. Kết quả này giống với nghiên cứu của Ben-Rephael và cộng sự (2013) khi chênh lệch giữa giá trị sổ sách và giá trị thị trường càng lớn thì các doanh nghiệp đều có xu hướng hoàn thành kế hoạch mua lại cổ phiếu với mục tiêu tăng giá cổ phiếu về giá trị thực.

4.3.4. Ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành

4.3.4.1. Kết quả mô hình sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện

Nghiên cứu tiếp tục sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện và kiểm định t-test để đưa ra kết quả ảnh hưởng của các chương trình mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu của các công ty trong cùng ngành thông qua đánh giá chỉ số CAR (lợi nhuận bất thường tích lũy) của doanh nghiệp thông báo mua lại và chỉ số ACAR (lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình) của các công ty trong cùng ngành. Nghiên cứu so sánh phản ứng giữa lợi nhuận bất thường tích lũy của công ty có chương trình mua lại cổ phiếu với lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty trong cùng ngành công nghiệp tại Việt Nam để đánh giá hiệu ứng nội ngành theo hướng tích cực hay tiêu cực. Bên cạnh đó, giống với phân tích ảnh hưởng lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn của doanh nghiệp thông báo mua lại thì ảnh hưởng lên các công ty trong cùng ngành vẫn tiếp tục được tập trung phân tích ảnh hưởng trong hai ngày diễn ra ở bước 6 và bước 7 trong quy trình mua lại cổ phiếu. Bảng 4.16 dưới đây mô tả CAR của các doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu và ACAR của các công ty trong cùng ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2010 – 2017. Lợi nhuận bất thường tích lũy và lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình được tính toán trong các khung sự kiện (-10, 10), (-5, 5), (-3, 3), (-1, 1), (-3, -1) và (1, 3) xung quanh 2 ngày: ngày kết thúc việc mua lại cổ phiếu (END) và ngày thông báo kết quả giao dịch mua lại cổ phiếu sử dụng mô hình thị trường (ANN).

Bảng 4.16: Lợi nhuận bất thường tích lũy của doanh nghiệp thông báo và lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty trong cùng ngành công nghiệp tại Việt Nam giai đoạn 2010 – 2017

Khung sự kiện		CAR	ACAR	diff (= CAR _i – ACAR _j)
END (-10, 10)	Giá trị TB	-0,007	0,013	-0,020
	Kiểm định t	-0,529	-1,037	-1,037
END (-5, 5)	Giá trị TB	0,007	0,013	-0,006
	Kiểm định t	0,671	-0,520	-0,520
END (-3, 3)	Giá trị TB	0,007	0,010	-0,003
	Kiểm định t	0,907	-0,323	-0,323
END (-1, 1)	Giá trị TB	-0,003	0,005	-0,008
	Kiểm định t	-0,548	-1,404*	-1,404*
END (-3, -1)	Giá trị TB	0,008	0,004	0,004
	Kiểm định t	1,507*	0,816	0,816
END (1, 3)	Giá trị TB	0,001	0,006	-0,005
	Kiểm định t	0,199	-0,809	-0,809
ANN (-10, 10)	Giá trị TB	-0,002	0,009	-0,011
	Kiểm định t	-0,160	-0,963	-0,963
ANN (-5, 5)	Giá trị TB	0,004	0,004	0,000
	Kiểm định t	0,409	0,034	0,034
ANN (-3, 3)	Giá trị TB	-0,003	0,002	-0,005
	Kiểm định t	-0,314	-0,513	-0,513
ANN (-1, 1)	Giá trị TB	-0,002	0,003	-0,005
	Kiểm định t	-0,296	-0,730	-0,730
ANN (-3, -1)	Giá trị TB	0,005	0,002	0,003
	Kiểm định t	0,937	0,613	0,613
ANN (1, 3)	Giá trị TB	-0,005	0,000	-0,005
	Kiểm định t	-0,934	-0,896	-0,896

* tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%

(Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13)

Kết quả nghiên cứu ảnh hưởng đối với giá cổ phiếu của các công ty trong cùng ngành công nghiệp tại Việt Nam giai đoạn 2010 – 2017 cho thấy phần lớn các khung sự kiện đều không xuất hiện lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình xung quanh cả 2 ngày doanh nghiệp cùng ngành kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu hay doanh nghiệp cùng ngành thông báo kết quả mua lại cổ phiếu. Những lý giải cho kết quả này cũng gần giống so với những ảnh hưởng lên chính doanh nghiệp thông báo rằng dường như thị trường chứng khoán nói chung và các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp tại Việt Nam nói riêng đều không dành nhiều sự quan tâm tới các chương trình mua lại cổ phiếu và thông tin nắm bắt chậm nên những tác động của các chương trình mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành gần như không có. Tuy nhiên, chỉ có khung sự kiện $(-1, 1)$ xung quanh ngày doanh nghiệp kết thúc việc mua lại cổ phiếu có xuất hiện lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của ngành là 0,5%, cao hơn 0,8% so với lợi nhuận bất thường tích lũy của doanh nghiệp thông báo với CAR $(-1, 1)$ là âm (-0,3%) tại mức ý nghĩa thống kê 10%. Phản ứng này cho thấy nhận định về hiệu ứng lan tỏa thông tin thị trường của các thông báo mua lại cổ phiếu tới các công ty trong cùng ngành khi mà những thông báo này mang lại phản ứng tích cực tới giá cổ phiếu các công ty trong cùng ngành. Tuy nhiên phản ứng này là rất nhỏ, chỉ dưới 1% cho thấy dù nghiên cứu tìm ra bằng chứng về sự xuất hiện của lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình trong khoảng 1 ngày trước và sau ngày kết thúc việc mua lại cổ phiếu thì thực tế những chương trình mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp đều có tác động rất ít tới các công ty trong cùng ngành, còn lại hầu như là không có ảnh hưởng gì. Kết quả này giống với nghiên cứu của Jukka (2007) tại thị trường Phần Lan.

4.3.4.2. Kết quả mô hình phương pháp bình phương thông thường nhỏ nhất

❖ *Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng tới ACAR của các công ty trong cùng ngành công nghiệp*

Bảng 4.17 dưới đây mô tả một số đặc điểm định lượng của các biến trong mô hình hồi quy OLS có khả năng ảnh hưởng tới lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty trong cùng ngành công nghiệp trong 3 ngày xung quanh các chương trình mua lại cổ phiếu.

Bảng 4.17: Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng tới ACAR (-1, 1) của các công ty trong cùng ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam

Biến	Số lượng mẫu	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CAR (-1, 1)	92	-0,004	0,077	-0,310	0,206
ROE	92	0,134	0,040	0,054	0,191
CASH	92	0,084	0,009	0,071	0,101
LEV	92	2,157	0,081	1,870	2,271
SIZE	92	26,785	0,111	26,558	27,067
INTEREST	92	95,504	27,669	34,625	121,772
LIQUID	92	1,131	0,116	1,012	1,453
PERIOD	92	0,087	0,283	0,000	1,000

(Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13)

Biến CAR có giá trị trung bình là -0,004 với giá trị nhỏ nhất là -0,310 và giá trị lớn nhất là 0,206, chỉ ra rằng các doanh nghiệp công nghiệp trong mẫu quan sát có thông báo mua lại cổ phiếu hầu như xuất hiện lợi nhuận bất thường tích lũy âm trong khung sự kiện (-1, 1). Các công ty trong cùng ngành công nghiệp đều có khả năng tạo ra lợi nhuận vì giá trị trung bình của biến ROE là 0,134, với giá trị nhỏ nhất vẫn lớn hơn 0 là 0,054. Biến CASH có giá trị trung bình là 0,084, cho thấy tiền và các khoản tương đương tiền của các doanh nghiệp trong mô hình là tương đối ít so với tổng tài sản doanh nghiệp có. Trong khi đó, giá trị trung bình của biến LEV là 2,157 cho thấy các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu không gặp vấn đề quá lớn về đòn bẩy nợ. Biến SIZE không có sự chênh lệch lớn với giá trị nhỏ nhất là 26,558 và giá trị lớn nhất là 27,067, cho thấy các công ty trong cùng ngành có sự tương đồng về quy mô tổng tài sản của doanh nghiệp. Biến INTEREST có giá trị trung bình tương đối cao là 95,504 với sự khác biệt rất lớn về khả năng thanh toán lãi vay giữa các công ty trong cùng ngành công nghiệp từ giá trị nhỏ nhất là 34,625 cho tới giá trị lớn nhất là 121,772 nhưng nhìn chung các công ty trong cùng ngành công nghiệp đều có khả năng chi trả lãi vay rất tốt. Tính thanh khoản của các mẫu quan sát trong nghiên cứu cũng rất tốt vì giá trị trung bình của biến LIQUID là 1,131. Trong giai đoạn 2010 - 2017 thì chỉ có khoảng 8,7% các thông báo mua lại cổ phiếu trong năm 2016 và 2017, còn lại đều nằm ở giai đoạn trước năm 2016. Với việc

Chính phủ ban hành Thông tư 203/2015/TT-BTC có hiệu lực từ năm 2016 với quy định nghiêm cấm các tổ chức công bố thông tin về mua lại cổ phiếu nhưng không thực hiện các giao dịch đã công bố đã phần nào làm cho các doanh nghiệp cũng dè dặt hơn trong việc sử dụng mua lại cổ phiếu như một công cụ nhằm thực hiện các mục tiêu chiến lược của doanh nghiệp.

❖ *Kết quả mô hình hồi quy OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng tới ACAR (-1, 1) của các công ty trong ngành công nghiệp xung quanh chương trình mua lại cổ phiếu*

Kết quả kiểm định hồi quy OLS về mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty cùng ngành trong khung sự kiện (-1, 1) xung quanh ngày doanh nghiệp trong ngành kết thúc việc mua lại cổ phiếu và ngày doanh nghiệp trong ngành thông báo kết quả giao dịch mua lại cổ phiếu được trình bày ở Bảng 4.18 dưới đây:

Bảng 4.18: Kết quả hồi quy OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến ACAR (-1, 1) của các công ty trong cùng ngành công nghiệp Việt Nam xung quanh các chương trình mua lại cổ phiếu

Biến độc lập	Biến phụ thuộc ACAR (-1, 1) Xung quanh ngày thông báo		Biến phụ thuộc ACAR (-1, 1) Xung quanh ngày kết thúc	
	Hệ số hồi quy	Kiểm định t	Hệ số hồi quy	Kiểm định t
Hằng số	-0,090	-0,04	0,184	0,08
CAR (-1,1)	0,017	0,65	0,086	2,58**
ROE	0,020	0,19	0,184	1,28
CASH	0,482	0,55	-0,023	-0,02
LEV	0,032	0,43	-0,011	-0,12
SIZE	0,003	0,04	0,001	0,01
INTEREST	-0,000	-1,19	-0,000	-1,41
LIQUID	-0,075	-1,80*	-0,162	-2,97***
PERIOD	0,019	1,80*	0,053	3,38***
N		92		92
R bình phương		0,039		0,155
Kiểm định F		2,26**		3,68***

*, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%

(Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13)

Kết quả từ bảng 4.18 cho thấy các nhân tố ảnh hưởng tương đối giống nhau tới lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty cùng ngành trong khung sự kiện $(-1, 1)$ xung quanh ngày doanh nghiệp trong ngành kết thúc việc mua lại cổ phiếu và ngày doanh nghiệp trong ngành thông báo kết quả mua lại cổ phiếu bao gồm: biến LIQUID và biến PERIOD.

Biến LIQUID có tương quan âm với lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty trong cùng ngành trong khung $(-1, 1)$ với hệ số tương quan lần lượt là $-0,075$, tại mức ý nghĩa thống kê 10% xung quanh ngày doanh nghiệp cùng ngành thông báo kết quả mua lại cổ phiếu và $-0,162$ có ý nghĩa thống kê ở mức 1% xung quanh ngày doanh nghiệp cùng ngành kết thúc việc mua lại cổ phiếu. Điều này cho thấy các công ty trong cùng ngành mà có khả năng thanh toán lớn, tình hình tài chính ổn định thì ít bị ảnh hưởng bởi các sự kiện mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp cùng ngành.

Nghiên cứu cũng tìm ra bằng chứng về mối liên hệ giữa thời điểm doanh nghiệp cùng ngành thông báo mua lại cổ phiếu với lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình trong khung $(-1, 1)$ xung quanh ngày thông báo kết quả mua lại và ngày kết thúc vì biến PERIOD có tương quan dương với ý nghĩa thống kê ở mức 10% xung quanh ngày thông báo và 1% xung quanh ngày kết thúc. Có thể thấy rằng, mặc dù Chính phủ ban hành Thông tư 203/2015/TT-BTC có hiệu lực từ năm 2016 với quy định nghiêm cấm các tổ chức công bố thông tin về mua lại cổ phiếu nhưng không thực hiện các giao dịch đã công bố nhưng chính quy định pháp luật này lại có ảnh hưởng tích cực tới giá cổ phiếu của các công ty trong ngành công nghiệp. Điều này là hợp lý vì với quy định chặt chẽ hơn về các chính sách mua lại cổ phiếu thì sẽ làm cho thị trường, các nhà đầu tư cũng như các công ty trong cùng ngành có niềm tin với những tín hiệu thông tin trong thông báo mua lại cổ phiếu mà bất kỳ doanh nghiệp nào cùng ngành thực hiện. Có thể thấy rằng với chính doanh nghiệp thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu thì thời điểm ban hành luật có ảnh hưởng tiêu cực tới giá nhưng với các công ty cùng ngành thì đây có thể là cơ hội để đánh giá đúng đắn với tín hiệu thông tin trong các chương trình mua lại cổ phiếu, qua đó tận dụng để các chương trình mua lại cổ phiếu này ảnh hưởng tốt tới doanh nghiệp của mình.

Xét riêng ảnh hưởng đến ACAR (-1, 1) của các công ty trong cùng ngành xung quanh ngày doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu kết thúc việc mua lại thì biến CAR (-1, 1) có tương quan dương là 0,086 ở mức ý nghĩa thống kê 5%. Kết quả này củng cố thêm cho lý giải vì có hiệu ứng lan tỏa thông tin tốt của thị trường mà có sự xuất hiện của lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty cùng ngành trong khung (-1, 1) xung quanh ngày kết thúc. Khi doanh nghiệp đưa ra thông báo mua lại cổ phiếu, giá cổ phiếu của doanh nghiệp đó thường có xu hướng tăng vì nó được xem như một tín hiệu ra thị trường rằng ngành công nghiệp cũng đang có những lợi thế nhất định, trong đó cổ phiếu không chỉ của doanh nghiệp đó mà cả ngành có thể đều đang bị định giá thấp. Do đó, cổ phiếu của các công ty cùng ngành cũng trở nên hấp dẫn hơn và giá cổ phiếu sẽ có xu hướng tăng giống doanh nghiệp thực hiện. Kết quả này giống với nhiều nghiên cứu trước đây như nghiên cứu của Akhigbe và Madura (1999) về các doanh nghiệp thuộc ngành ngân hàng hay Chang và cộng sự (2012) nghiên cứu trên mẫu là các doanh nghiệp có mua lại cổ phiếu tại Đài Loan.

4.3.5. Kết quả nghiên cứu từ phương pháp phỏng vấn sâu

Tác giả đã đặt ra 3 câu hỏi về động cơ thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu, 2 câu hỏi liên quan tới ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu và 2 câu hỏi đánh giá về hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam hiện nay cũng như những kiến nghị để hoàn thiện hoạt động này cho các nhà quản trị và các chuyên gia trong lĩnh vực tài chính. Trước khi trả lời bảng câu hỏi phỏng vấn sâu, những người tham gia phỏng vấn đều đồng ý rằng tại Việt Nam hiện nay hầu như mua lại cổ phiếu đều được thực hiện dưới hình thức mua lại cổ phiếu trên thị trường mở, không ràng buộc doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu có nghĩa vụ phải hoàn thành việc mua lại theo đúng như kế hoạch.

Về động cơ mà các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu: các nhà quản trị đều trả lời rằng doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu để giảm bớt tỉ lệ chi trả cổ tức tới cổ đông và điều chỉnh chỉ số EPS, có 1 nửa các nhà quản trị cho rằng mục tiêu điều chỉnh giá cổ phiếu cũng là động cơ mà các doanh nghiệp này cân nhắc khi thực hiện việc mua lại. Trong khi đó, các chuyên gia tài chính lại cho rằng động cơ chính mà các công ty

công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu là làm tăng giá cổ phiếu. Đối với tình trạng không hoàn thành giao dịch mua lại đúng như thông báo mua lại cổ phiếu các nhà quản trị đều từ chối trả lời trong khi đó các chuyên gia tài chính đều khẳng định đến hơn 70% các thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở đều không được hoàn thành đúng theo kế hoạch, tức là các công ty công nghiệp chỉ mua lại với số lượng cổ phiếu ít hơn so với thông báo. Điều này có thể thấy rõ về thống kê và những con số giao dịch công khai trên thị trường. Bên cạnh đó, cả các nhà quản trị và các chuyên gia tài chính đều đồng ý rằng tần suất thực hiện mua lại cổ phiếu phụ thuộc vào các mục tiêu cụ thể của mỗi doanh nghiệp.

Về ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu: Những người tham gia phỏng vấn đều có chung câu trả lời rằng hoạt động mua lại cổ phiếu có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá cổ phiếu của chính doanh nghiệp thực hiện. Tuy nhiên ảnh hưởng này là không nhiều, theo hướng tích cực hay tiêu cực còn phụ thuộc vào từng doanh nghiệp cụ thể. Trong khi đó, ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến các công ty trong cùng ngành chỉ có 4/10 người tham gia phỏng vấn cho rằng hoạt động mua lại cổ phiếu có mang lại ảnh hưởng nội ngành, ngành nào mà diễn ra càng nhiều giao dịch mua lại cổ phiếu thì càng có những tác động nhất định tới các công ty trong cùng ngành.

Về đánh giá hoạt động mua lại cổ phiếu: Các nhà quản trị và các chuyên gia tài chính tham gia phỏng vấn cùng có chung nhận định là hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp diễn ra khá nhiều với số lượng giao dịch tương đối lớn nhưng vẫn chưa nhận được sự quan tâm đúng mức từ thị trường và các nhà đầu tư. Điều này cũng được cho có liên quan đến hệ thống pháp luật về hoạt động mua lại cổ phiếu tại Việt Nam vẫn chưa được hoàn thiện, còn nhiều lỗ hổng. Vì vậy, các đối tượng phỏng vấn đều đưa ra kiến nghị cần thiết nhất hiện nay chính là hoàn thiện khuôn khổ pháp luật điều chỉnh hoạt động mua lại cổ phiếu. Tuy nhiên, các chuyên gia tài chính còn có thêm đề xuất cần làm minh bạch hơn quy trình mua lại cổ phiếu như công bố kế hoạch mua lại cổ phiếu cần phải được công khai theo đúng quy trình, qua đó gia tăng niềm tin cho thị trường và các nhà đầu tư.

Có thể thấy rằng, những thông tin thu thập được qua phương pháp phỏng vấn sâu đã bổ sung cho kết quả nghiên cứu từ các mô hình định lượng. Nếu mô hình

Tobit đưa ra kết luận các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam có hoạt động mua lại cổ phiếu sẽ chi trả cổ tức ít hơn cho cổ đông thì các nhà quản trị cũng cho rằng đây là động cơ doanh nghiệp họ thực hiện mua lại cổ phiếu. Tuy nhiên, ngoài động cơ này, các nhà quản trị và các chuyên gia còn bổ sung thêm các động cơ khác mà chưa kiểm định được trong mô hình định lượng như điều chỉnh chỉ số EPS hay điều chỉnh giá cổ phiếu doanh nghiệp. Bên cạnh đó, kết quả từ mô hình định lượng và câu trả lời của các chuyên gia, nhà quản trị đều đưa ra cùng kết luận hoạt động mua lại cổ phiếu có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh, giá cổ phiếu của doanh nghiệp thực hiện và giá cổ phiếu của các công ty trong cùng ngành, nhưng ảnh hưởng này là không nhiều.

4.3.6. Thảo luận và đánh giá chung kết quả nghiên cứu

Bằng các phương pháp nghiên cứu định lượng và nghiên cứu định tính, kết quả nghiên cứu đã mang lại những đánh giá nhất định về hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017.

(1) Động cơ các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu bao gồm điều chỉnh chỉ số EPS, tăng giá cổ phiếu và chi trả cổ tức ít hơn

Mô hình Tobit đã kết luận các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu sẽ chi trả cổ tức ít hơn. Kết quả này giống với nghiên cứu của Dittmar (2000) nhưng lại có sự khác biệt với các nghiên cứu trên tất cả các công ty niêm yết tại Việt Nam của Từ Thị Kim Thoa và cộng sự (2015) và Nguyễn Thị Hoa Hồng và cộng sự (2017) khi những nghiên cứu này không tìm thấy bằng chứng nào chứng minh cho mối liên hệ giữa mua lại cổ phiếu và chi trả cổ tức. Bên cạnh đó, kết quả trả lời từ những người tham gia phỏng vấn sâu cũng bổ sung cho động cơ mà các nhà quản trị các công ty công nghiệp niêm yết có thực hiện mua lại cổ phiếu bao gồm điều chỉnh chỉ số EPS và làm tăng giá cổ phiếu. Những động cơ này hoàn toàn phù hợp với kết quả điều tra phỏng vấn trong nghiên cứu của Baker và cộng sự (2003). Sự kết hợp hai phương pháp nghiên cứu định lượng và định tính đã làm rõ hơn những động cơ cụ thể của các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu. Tuy nhiên, nghiên cứu vẫn chưa tìm thấy các bằng

chúng về hai động cơ rất hay được đề cập trong các nghiên cứu trước là: phát tín hiệu về định giá thấp hay giảm chi phí dòng tiền tự do. Điều này có thể được giải thích là số lượng giao dịch mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp dù đứng thứ hai nhưng vẫn chưa đủ lớn để đưa ra các kết quả có ý nghĩa thống kê với hai động cơ này.

(2) Hoạt động mua lại cổ phiếu mang lại những ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thực hiện thông qua chỉ số Tobin's Q

Mô hình hồi quy tác động cố định phân tích được ảnh hưởng tích cực của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010-2017 thông qua chỉ số Tobin's Q. Kết quả này có sự tương đồng với nghiên cứu của Chandren và cộng sự (2017) khi tác giả cũng đưa ra kết luận công ty càng mua lại nhiều cổ phiếu thì chỉ số Tobin's Q càng tăng. Tuy nhiên, nghiên cứu chưa tìm ra bằng chứng cho ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên các chỉ số ROA hay ROE. Điều này có thể giải thích rằng hoạt động mua lại cổ phiếu thường mang lại các tác động lên tiềm năng lợi nhuận trong tương lai của doanh nghiệp hơn là phản ánh qua các chỉ số lợi nhuận trên sổ sách.

(3) Hoạt động mua lại cổ phiếu hầu như không ảnh hưởng tới giá cổ phiếu của doanh nghiệp thông báo ngoại trừ làm tăng nhẹ giá cổ phiếu doanh nghiệp thông báo trong ba ngày trước khi doanh nghiệp kết thúc giao dịch mua lại

Kết quả kiểm định từ phương pháp nghiên cứu sự kiện và kiểm định t-test cho thấy hầu như các khung sự kiện xung quanh hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010-2017 đều không thấy xuất hiện lợi nhuận bất thường tích lũy – chỉ số đo lường biến động giá cổ phiếu, ngoại trừ kết quả giá cổ phiếu của doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu sẽ tăng lên trong khung (-3, -1) trước ngày doanh nghiệp kết thúc việc mua lại cổ phiếu. Kết quả này hoàn toàn khác biệt so với các nghiên cứu trước trên thế giới như Ikenberry và cộng sự (1995), Liu và Ziebart (1997), Hatakeda và Isagawa (2004), Liao và cộng sự (2005), McNally và cộng sự (2006) khi chỉ ra rằng các thông báo mua lại cổ phiếu đều làm tăng giá cổ phiếu và cũng không có sự tương đồng với nghiên cứu của Võ Xuân Vinh và Trịnh Tấn Lực (2015) trên các công ty phi tài

chính Việt Nam từ năm 2008 đến năm 2014 khi nhóm tác giả kết luận thị trường có phản ứng với hoạt động mua lại cổ phiếu nhưng phản ứng chậm. Điều này có thể giải thích bằng các nguyên nhân: (1) hoạt động mua lại cổ phiếu vẫn chưa nhận được sự quan tâm đúng mức từ thị trường, các nhà đầu tư và các cổ đông và (2) có thể tồn tại tình trạng rò rỉ thông tin trước khi doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu nên tạo ra sự bất cân xứng thông tin giữa các đối tượng khác nhau trên thị trường tài chính.

(4) Hoạt động mua lại cổ phiếu của một doanh nghiệp niêm yết trong ngành công nghiệp mang đến những ảnh hưởng tích cực tới các công ty trong cùng ngành

Bằng phương pháp nghiên cứu sự kiện và kiểm định t-test, kết quả nghiên cứu cho thấy giá cổ phiếu của các công ty trong cùng ngành cũng tăng nhẹ trong khung sự kiện (-1, 1) xung quanh ngày một công ty trong ngành kết thúc việc mua lại cổ phiếu, ngoài ra không xuất hiện lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình trong các khung sự kiện còn lại. Kết quả này giống với nghiên cứu của Jukka (2007), phản ánh những hiệu ứng tích cực như nghiên cứu của Akhigbe và Madura (1999).

(5) Biến động giá cổ phiếu của doanh nghiệp thông báo mua lại và các công ty trong cùng ngành phụ thuộc vào tình hình thị trường và hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trước khi thực hiện mua lại cổ phiếu

Mô hình hồi quy OLS kiểm định các nhân tố như tính thanh khoản (LIQUID), dòng tiền tự do (FCF), quy mô tổng tài sản (SIZE), giá trị sổ sách so với giá trị thị trường của doanh nghiệp (BTM) và thời điểm ban hành các văn bản pháp luật điều chỉnh hoạt động mua lại cổ phiếu sẽ có ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường tích lũy của doanh nghiệp thực hiện xung quanh sự kiện doanh nghiệp đó mua lại cổ phiếu trong khi các nhân tố ảnh hưởng tới lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty trong cùng ngành công nghiệp giai đoạn 2010-2017 xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu bao gồm lợi nhuận bất thường tích lũy của doanh nghiệp thông báo xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu, tính thanh khoản và thời điểm thông báo mua lại cổ phiếu. Có thể thấy rằng, ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu của doanh nghiệp thực hiện hay các công ty trong cùng

ngành còn phụ thuộc vào các yếu tố liên quan đến tình hình thị trường và kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trước khi thực hiện mua lại cổ phiếu.

Từ những kết quả nghiên cứu trên, có thể đưa ra được những hạn chế giải thích cho những kết quả này.

Thứ nhất, hoạt động mua lại cổ phiếu vẫn chưa nhận được sự quan tâm đúng mức từ thị trường, các nhà đầu tư, các cổ đông và các công ty trong cùng ngành.

Thứ hai, thông tin về ngày công bố kế hoạch mua lại cổ phiếu trên thực tế không được công khai theo đúng quy định nên có thể dẫn đến tình trạng rò rỉ thông tin trước khi doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu.

Thứ ba, các thông báo mua lại cổ phiếu của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017 đều được thực hiện theo hình thức mua lại cổ phiếu trên thị trường mở nên không ràng buộc trách nhiệm phải hoàn thành đúng như kế hoạch công bố ban đầu. Bên cạnh đó, mặc dù đã có văn bản pháp luật đề cập đến vấn đề này nhưng vẫn còn lỏng lẻo nên các doanh nghiệp dường như không có ý định hoàn thành việc mua lại 100% như đã thông báo từ trước.

CHƯƠNG 5: GIẢI PHÁP VÀ KIẾN NGHỊ NHẪM HOÀN THIỆN HOẠT ĐỘNG MUA LẠI CỔ PHIẾU TẠI CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH CÔNG NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

5.1. Định hướng phát triển của ngành công nghiệp Việt Nam trong thời gian tới

Ngày 22/3/2018, Nghị quyết số 23-NQ/TW về Định hướng xây dựng chính sách phát triển công nghiệp quốc gia đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045 đã được ban hành. Cụ thể: “Mục tiêu đến năm 2030, Việt Nam hoàn thành mục tiêu công nghiệp hoá, hiện đại hoá, cơ bản trở thành nước công nghiệp theo hướng hiện đại; thuộc nhóm 3 nước dẫn đầu khu vực ASEAN về công nghiệp, trong đó một số ngành công nghiệp có sức cạnh tranh quốc tế và tham gia sâu vào chuỗi giá trị toàn cầu. Đến năm 2045, Việt Nam trở thành nước công nghiệp phát triển hiện đại”, trong đó mục tiêu cụ thể đến năm 2030 bao gồm:

- Tỷ trọng công nghiệp trong GDP đạt trên 40%; tỷ trọng công nghiệp chế biến, chế tạo trong GDP đạt khoảng 30%, trong đó công nghiệp chế tạo đạt trên 20%.
- Tỷ trọng giá trị sản phẩm công nghiệp công nghệ cao trong các ngành chế biến, chế tạo đạt tối thiểu 45%.
- Tỷ trọng tăng trưởng giá trị gia tăng công nghiệp đạt bình quân trên 8,5%/năm, trong đó công nghiệp chế biến, chế tạo đạt bình quân trên 10%/năm.
- Tốc độ tăng năng suất lao động công nghiệp đạt bình quân 7,5%/năm.
- Chỉ số hiệu suất cạnh tranh công nghiệp (CIP) nằm trong nhóm 3 nước dẫn đầu ASEAN.
- Tỷ lệ lao động trong lĩnh vực công nghiệp và dịch vụ đạt 70%.
- Xây dựng được một số cụm liên kết ngành công nghiệp, doanh nghiệp công nghiệp trong nước có quy mô lớn, đa quốc gia, có năng lực cạnh tranh quốc tế.

Để đạt được các mục tiêu trên, những định hướng/phương hướng xây dựng chính sách phát triển công nghiệp quốc gia bao gồm:

5.1.1. Phân bổ không gian và chuyển dịch cơ cấu ngành công nghiệp

- Thực hiện điều chỉnh phân bổ không gian công nghiệp phù hợp với yêu cầu cơ cấu lại các ngành công nghiệp và phát triển các ngành kinh tế trên từng vùng, từng địa phương theo hướng tập trung, không dàn đều theo địa giới hành chính, bảo đảm yêu cầu bảo vệ môi trường, quốc phòng, an ninh.

- Xây dựng các tiêu chí, điều kiện, cơ chế cụ thể để xác định và phát triển các cụm liên kết ngành công nghiệp, bảo đảm tập trung, trọng tâm, trước hết ưu tiên lựa chọn phát triển tại các vùng, địa phương đã bước đầu hình thành các cụm liên kết ngành công nghiệp hoặc có lợi thế về giao thông, địa kinh tế, tài nguyên, lao động, logistics, có khả năng trở thành động lực tăng trưởng.

- Xây dựng cơ chế, chính sách thúc đẩy chuyển dịch cơ cấu nội ngành công nghiệp theo hướng nâng cao giá trị gia tăng và mức độ thông minh.

5.1.2. Phát triển các ngành công nghiệp ưu tiên

- Lựa chọn một số ngành công nghiệp để ưu tiên phát triển theo hướng đáp ứng các nguyên tắc: (1) có khả năng tham gia sâu vào mạng sản xuất và chuỗi giá trị toàn cầu; (2) có ý nghĩa nền tảng, có tác động lan tỏa cao đến các ngành kinh tế khác; (3) sử dụng các công nghệ sạch, thân thiện với môi trường; (4) có khả năng tạo ra giá trị gia tăng cao; (5) một số ngành công nghiệp sử dụng nhiều lao động mà Việt Nam vẫn đang có lợi thế.

- Giai đoạn đến năm 2030, tập trung ưu tiên phát triển một số ngành công nghiệp như: Công nghệ thông tin và viễn thông; công nghiệp năng lượng sạch, năng lượng tái tạo, năng lượng thông minh; công nghiệp chế biến, chế tạo.

- Giai đoạn 2030-2045, tập trung ưu tiên phát triển các thế hệ mới của ngành công nghiệp công nghệ thông tin và viễn thông; phổ cập công nghệ kỹ thuật số, tự động hoá, thiết bị cao cấp, vật liệu mới, công nghệ sinh học.

- Các chính sách hỗ trợ của Nhà nước đối với các ngành công nghiệp ưu tiên phải theo cơ chế thị trường, tuân thủ các điều khoản cam kết quốc tế mà Việt Nam đã tham gia ký kết; có thời hạn cụ thể (trung bình là 5 năm nhưng không quá 10 năm).

5.1.3. Tạo môi trường đầu tư, kinh doanh thuận lợi cho phát triển công nghiệp

- Thực thi các chính sách bảo đảm ổn định vững chắc kinh tế vĩ mô để tạo điều kiện thu hút đầu tư và phát triển công nghiệp.
- Tổ chức lại thị trường các sản phẩm công nghiệp.
- Xây dựng chính sách đột phá tạo lập môi trường khởi nghiệp trong lĩnh vực công nghiệp, nhất là khởi nghiệp đổi mới sáng tạo.

5.1.4. Phát triển doanh nghiệp công nghiệp

- Đẩy nhanh việc sắp xếp, đổi mới các doanh nghiệp nhà nước trong lĩnh vực công nghiệp thông qua việc triển khai thực hiện có hiệu quả Nghị quyết số 12-NQ/TW, ngày 03/06/2017 của Ban Chấp hành Trung ương khoá XII. Nhà nước chỉ nắm giữ cổ phần chi phối đối với các doanh nghiệp có hoạt động trong các ngành đặc biệt quan trọng về kinh tế gắn với quốc phòng, an ninh.

- Phát triển các doanh nghiệp công nghiệp tư nhân trong nước thực sự trở thành một động lực quan trọng cho phát triển công nghiệp đất nước như nâng cao năng lực công nghệ, quản trị cho các doanh nghiệp công nghiệp trong nước.
- Khuyến khích phát triển các doanh nghiệp nhỏ và vừa, các doanh nghiệp hỗ trợ thuộc mọi thành phần kinh tế.
- Đổi mới chính sách và đẩy mạnh thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào công nghiệp, nhất là công nghiệp chế biến, chế tạo.

5.1.5. Phát triển nguồn nhân lực công nghiệp

- Nghiên cứu, thực hiện cơ chế, chính sách phát triển nhân lực công nghiệp, đáp ứng yêu cầu công nghệ hóa, hiện đại hóa, đặc biệt là yêu cầu của cuộc Cách mạng công nghiệp lần thứ 4.

- Cơ cấu lại, đổi mới và nâng cao các cơ sở đào tạo nhằm tạo ra nguồn nhân lực công nghiệp có khả năng làm chủ và tiếp nhận các công nghệ sản xuất mới.
- Hoàn thiện cơ chế, chính sách để phát triển đồng bộ, liên thông thị trường lao động công nghiệp về cả quy mô, chất lượng lao động và cơ cấu ngành nghề.
- Rà soát, điều chỉnh, bổ sung các chính sách bảo đảm phúc lợi xã hội cho người lao động trong lĩnh vực công nghiệp, bao gồm cả chính sách về tiền lương, bảo hiểm, bảo hộ lao động.

- Tăng cường xây dựng và phát huy vai trò của đội ngũ doanh nhân công nghiệp Việt Nam trong thời kỳ đẩy mạnh công nghiệp hóa, hiện đại hóa và hội nhập quốc tế.

- Chú trọng xây dựng đội ngũ công nhân Việt Nam có tác phong công nghiệp, ý thức tổ chức kỷ luật, tay nghề cao, có năng lực tiếp thu và sáng tạo công nghệ mới, lao động đạt năng suất, chất lượng, hiệu quả cao; gắn bó mật thiết với nhân dân, đất nước.

5.1.6. Phát triển khoa học và công nghệ cho ngành công nghiệp

- Phát triển mạnh mẽ tạo sự bứt phá về hạ tầng, ứng dụng công nghệ thông tin – truyền thông, nhất là hạ tầng kết nối số (4G, 5G) bảo đảm an toàn, đồng bộ đáp ứng yêu cầu Internet.

- Ưu tiên nguồn lực, tiếp tục triển khai có hiệu quả Chương trình đổi mới công nghệ quốc gia đến năm 2020.

- Đổi mới, phát triển mạnh mẽ và đồng bộ thị trường khoa học – công nghệ.

- Đổi mới căn bản, đồng bộ cơ chế quản lý tài chính đối với các tổ chức và hoạt động khoa học – công nghiệp; phương thức sử dụng ngân sách nhà nước cho khoa học – công nghệ.

- Hỗ trợ xây dựng và phát triển các doanh nghiệp khoa học – công nghệ trong công nghiệp, đặc biệt là các ngành công nghiệp ưu tiên.

5.1.7. Khai thác tài nguyên, khoáng sản và bảo vệ môi trường trong quá trình phát triển công nghiệp

- Đẩy mạnh điều tra cơ bản địa chất, tìm kiếm, thăm dò, đánh giá trữ lượng tài nguyên trên đất liền và thềm lục địa của đất nước.

- Thực hiện lồng ghép các yêu cầu thích ứng với biến đổi khí hậu, phòng, chống thiên tai, bảo vệ môi trường trong tất cả các chiến lược, quy hoạch, kế hoạch chương trình, dự án phát triển công nghiệp.

5.1.8. Nâng cao năng lực lãnh đạo của Nhà nước, quyền làm chủ của nhân dân

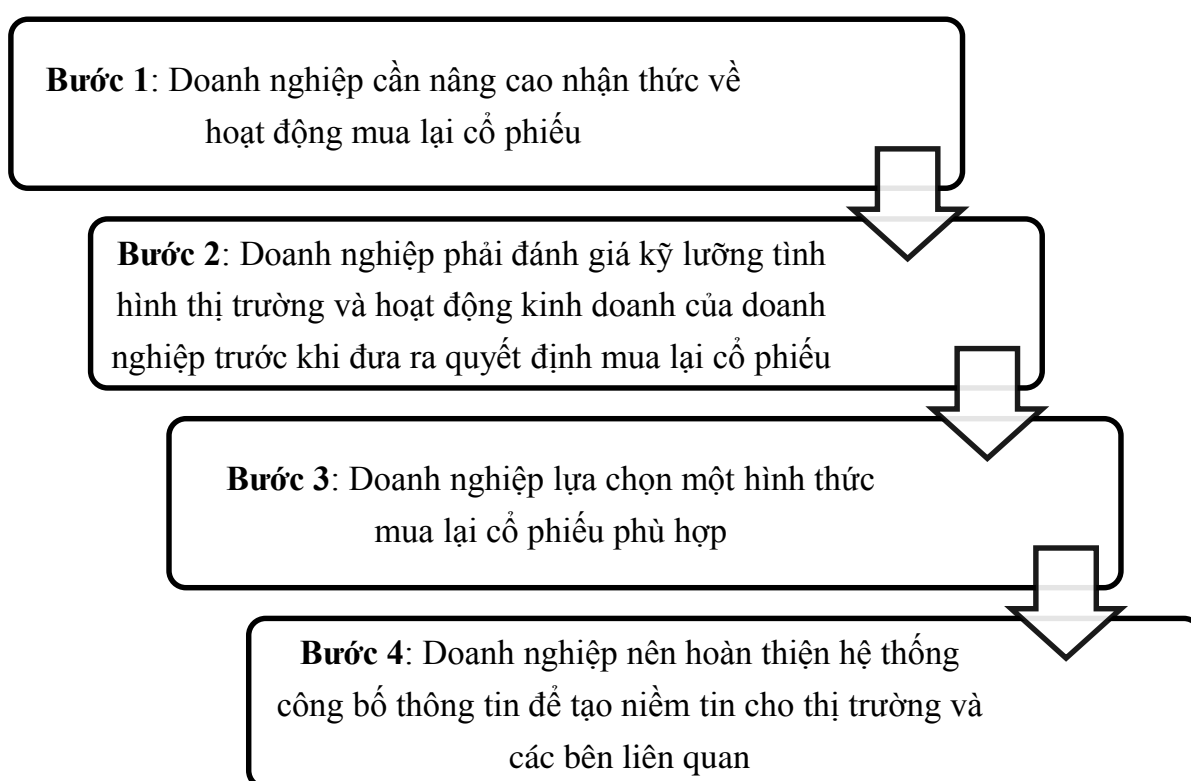
- Nâng cao nhận thức và trách nhiệm của các cấp uỷ đảng và chính quyền về vai trò và nội dung của chính sách công nghiệp quốc gia trong sự nghiệp công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước.

- Tăng cường hiệu lực, hiệu quả quản lý nhà nước trong lĩnh vực công nghiệp.
- Mở rộng sự tham gia thiết thực, có hiệu quả của Mặt trận Tổ quốc Việt Nam, các tổ chức chính trị - xã hội, xã hội – nghề nghiệp, các đối tượng chịu tác động của chính sách vào quá trình hoạch định và giám sát thực thi chính sách công nghiệp quốc gia.

5.2. Một số giải pháp nhằm hoàn thiện hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam

Với những hạn chế được rút ra từ kết quả nghiên cứu trong bài cũng như đánh giá về thực trạng hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam, tác giả đưa ra sơ đồ các giải pháp để doanh nghiệp thực hiện lần lượt theo quy trình bắt đầu từ giai đoạn trước khi đưa ra quyết định mua lại cổ phiếu cho tới khi doanh nghiệp hoàn thành hoạt động này.

Sơ đồ 5.1: Sơ đồ các giải pháp cho các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện nhằm hoàn thiện hoạt động mua lại cổ phiếu



(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp và đề xuất)

5.2.1. Nâng cao nhận thức của doanh nghiệp khi thực hiện mua lại cổ phiếu

Kết quả nghiên cứu cho thấy những động cơ và ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp từ mô hình định lượng vẫn chưa rõ ràng và tác động còn rất ít. Vì vậy, để thực hiện được các mục tiêu chiến lược của doanh nghiệp khi thực hiện mua lại cổ phiếu thì doanh nghiệp cần nâng cao nhận thức về nhiều khía cạnh khác nhau khi thực hiện hoạt động này.

Thứ nhất, việc tham khảo các hoạt động mua lại cổ phiếu trên thế giới là rất cần thiết để giúp doanh nghiệp có thể thực hiện các chương trình mua lại cổ phiếu của mình một cách hiệu quả. Mua lại cổ phiếu có những tác động không chỉ với giá cổ phiếu, hiệu quả hoạt động kinh doanh, các công ty trong cùng ngành mà còn liên quan với cấu trúc sở hữu, tính thanh khoản và là công cụ chống thâm tóm doanh nghiệp. Vì vậy, các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp cần tìm hiểu kỹ những nghiên cứu trên thế giới và những trường hợp nổi bật về mua lại cổ phiếu để tích lũy kiến thức, rút ra những bài học kinh nghiệm để từ đó đưa ra những quyết định đúng đắn, phù hợp với tình hình thực tế của doanh nghiệp và bối cảnh nền kinh tế Việt Nam. Mặt khác, doanh nghiệp còn có thể sử dụng mua lại cổ phiếu để thực hiện các mục tiêu khác ngoài kiểm soát giá cổ phiếu hay cải thiện hiệu quả hoạt động kinh doanh, đặc biệt là chống thâm tóm doanh nghiệp vì hiện nay hoạt động mua lại và sáp nhập là vấn đề rất phổ biến tại Việt Nam.

Thứ hai, các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp cũng cần có cái nhìn toàn diện về thực trạng hoạt động mua lại cổ phiếu tại Việt Nam nói chung và ngành công nghiệp nói riêng là hoạt động này vẫn chưa nhận được sự quan tâm đúng mức từ thị trường và các đối tượng khác nhau có liên quan đến doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu. Vì vậy, các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp cần phải nắm bắt được tâm lý của nhà đầu tư, thực trạng và phản ứng giá cổ phiếu xung quanh các chương trình mua lại cổ phiếu trong thời gian qua để có kế hoạch hoạch định và triển khai các chương trình mua lại cổ phiếu nhằm mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp. Kế hoạch mua lại cổ phiếu cần phải được thực hiện theo đúng quy trình, qua đó tạo được niềm tin cho thị trường và nhà đầu tư. Đồng thời, doanh nghiệp phải lên phương án dự phòng trong trường hợp phải chịu những ảnh hưởng

tiêu cực từ các chương trình mua lại cổ phiếu để doanh nghiệp có thể hạn chế tối đa những thiệt hại mà doanh nghiệp phải chịu.

Thứ ba, những văn bản pháp luật hiện nay tại Việt Nam đã quy định rõ quy trình thực hiện mua lại cổ phiếu, nhưng thực trạng vẫn còn nhiều doanh nghiệp chưa thực hiện đúng các quy định của pháp luật khi triển khai các chương trình mua lại cổ phiếu. Các văn bản pháp luật cũng luôn có sự cập nhật, thay đổi để có khả năng điều chỉnh được hoạt động mua lại cổ phiếu theo đúng thực tế diễn ra trên thị trường. Chính vì vậy, các doanh nghiệp cần nắm được các quy định về pháp luật và nâng cao ý thức thực hiện theo đúng văn bản luật cho tất cả các nhân viên, thậm chí có thể có hình thức xử phạt thích đáng khi nhân viên cố tình vi phạm hoặc vô tình vi phạm vì không nắm được thủ tục pháp luật cho dù điều đó có mang lại lợi ích cho doanh nghiệp. Điều này không chỉ giúp cơ quan nhà nước dễ dàng trong việc tiến hành quản lý mà còn giúp các nhà đầu tư có được niềm tin về những tín hiệu thông tin doanh nghiệp đưa ra thị trường.

Khả năng và thời gian có thể thực hiện: Những nội dung trong giải pháp nâng cao nhận thức của doanh nghiệp khi thực hiện mua lại cổ phiếu có thể được triển khai ngay khi các nhà quản trị nhận thức được tầm quan trọng của việc tìm hiểu kỹ các thông tin liên quan đến hoạt động mua lại cổ phiếu. Bên cạnh đó, việc tiếp thu các bài học kinh nghiệm cũng là nền tảng cần thiết để phát huy năng lực quản trị của ban lãnh đạo doanh nghiệp khi quyết định thực hiện mua lại cổ phiếu.

Kết quả dự kiến đạt được: Với thực trạng hoạt động mua lại cổ phiếu chưa mang lại được nhiều ảnh hưởng tới doanh nghiệp thực hiện như hiện nay thì việc nâng cao nhận thức chính là “bước đệm” đầu tiên để doanh nghiệp nắm bắt được khái quát về kiến thức và tình hình hoạt động mua lại cổ phiếu, qua đó cân nhắc việc doanh nghiệp thực hiện hoạt động này.

5.2.2. Đánh giá kỹ lưỡng về tình hình thị trường và hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

Các chương trình mua lại cổ phiếu xuất phát từ quyết định của các nhà quản trị doanh nghiệp, được sự thông qua của Đại hội đồng cổ đông. Sự thành công của hoạt động này thể hiện năng lực quản trị của ban lãnh đạo. Vì vậy, trước khi quyết định mua lại cổ phiếu, các nhà quản trị cần có sự đánh giá tổng quát cả yếu tố bên

ngoài và nội tại của doanh nghiệp để hoạt động này mang lại kết quả tích cực như doanh nghiệp mong muốn.

Thứ nhất, doanh nghiệp cần phải tính toán kỹ lưỡng về phản ứng của thị trường và lựa chọn thời điểm thực hiện mua lại cổ phiếu cho hiệu quả. Thời điểm doanh nghiệp đưa ra thông báo mua lại cổ phiếu là một yếu tố vô cùng quan trọng bởi nó ảnh hưởng đến tâm lý nhà đầu tư và thị trường chứng khoán. Có nhiều trường hợp, doanh nghiệp nhận thấy cổ phiếu của mình đang bị mất giá liên tục nên đã vội vàng quyết định thực hiện các chương trình mua lại cổ phiếu nhằm mục tiêu tăng giá cổ phiếu trở lại; tuy nhiên thông báo mua lại cổ phiếu trong những trường hợp này đôi khi lại mang đến những phản ứng tiêu cực không như mong đợi. Trong trường hợp này, các thông báo mua lại cổ phiếu sẽ làm các nhà đầu tư nhận định rằng doanh nghiệp đang thực sự gặp vấn đề khó khăn nên mới phải vội vàng thực hiện mua lại cổ phiếu như vậy. Mặt khác, doanh nghiệp hoàn toàn có thể tận dụng những cơ hội đến từ thị trường theo các giả thuyết về thời điểm thị trường hay giao dịch ngược xu thế. Bởi vì có rất nhiều nghiên cứu trên thế giới chỉ ra rằng, vì doanh nghiệp muốn mua lại cổ phiếu với giá thấp nhất nên mua lại cổ phiếu khi giá giảm và ngừng mua cổ phiếu khi giá tăng. Vì vậy, cân nhắc những yếu tố về thị trường để lựa chọn thời điểm phù hợp thực hiện mua lại cổ phiếu là việc làm cần thiết cho bất kỳ doanh nghiệp nào khi quyết định mua lại cổ phiếu và các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam cũng không phải ngoại lệ.

Thứ hai, doanh nghiệp trong ngành công nghiệp tại Việt Nam cần phải đánh giá đúng giá trị thực sự của cổ phiếu doanh nghiệp mình vì việc không nhận thức đúng giá trị dẫn đến việc định giá quá cao hay quá thấp cổ phiếu của doanh nghiệp sẽ dẫn đến sự thất bại của các chương trình mua lại cổ phiếu. Một trong những động cơ quan trọng khi thực hiện mua lại cổ phiếu là phát tín hiệu về việc cổ phiếu doanh nghiệp đang bị định giá thấp, vì vậy việc định giá không chính xác giá trị cổ phiếu doanh nghiệp có thể vừa làm mất đi niềm tin của thị trường trong chương trình mua lại cổ phiếu đó, vừa thể hiện năng lực chưa tới của các nhà quản trị khi không nắm bắt được tình hình thực tế của doanh nghiệp mình quản lý. Bên cạnh đó, một hệ quả kèm theo là dễ dẫn đến sự mâu thuẫn với cổ đông vì lợi ích của họ bị ảnh hưởng khi giá cổ phiếu doanh nghiệp bị giảm nếu chương trình mua lại cổ phiếu thất bại.

Thứ ba, doanh nghiệp cần đánh giá cụ thể và chi tiết về tình hình hoạt động kinh doanh cũng như các yếu tố có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường tích lũy của doanh nghiệp thực hiện xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu từ chương 4 trong luận án cũng là một gợi ý cho các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam tham khảo, trong đó tính thanh khoản, lượng tiền tự do, quy mô tổng tài sản, giá trị sổ sách so với giá trị thị trường của doanh nghiệp và thời điểm ban hành các văn bản pháp luật mới điều chỉnh hoạt động mua lại cổ phiếu sẽ có ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường tích lũy hay biến động giá cổ phiếu xung quanh sự kiện doanh nghiệp mua lại cổ phiếu. Bên cạnh đó, việc đánh giá chính xác về tình hình kinh doanh của doanh nghiệp cũng phát huy được những ảnh hưởng tích cực của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh, cải thiện các chỉ số như ROA, ROE hay Tobin's Q, chỉ số giá trị kinh tế tăng thêm EVA. Tuy nhiên, việc thực hiện phân tích tình hình tài chính và hoạt động của doanh nghiệp không nên đi cùng với việc cố gắng thay đổi các phương pháp kế toán hiện hành nhằm làm kết quả kinh doanh của doanh nghiệp kém đi trước khi thực hiện mua lại cổ phiếu, qua đó chứng minh rằng hoạt động mua lại thực sự cải thiện được các chỉ số đo lường hiệu quả kinh doanh và phát tín hiệu về triển vọng của doanh nghiệp trong tương lai vì những cách làm này về lâu dài sẽ càng làm sụt giảm niềm tin của thị trường và các bên liên quan đối với các chương trình mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp thực hiện sau này.

Thứ tư, việc đánh giá kỹ lưỡng tình hình kinh doanh của doanh nghiệp còn nên đi kèm với xem xét và cân nhắc các dự án đầu tư hiện tại mà doanh nghiệp đang có. Doanh nghiệp cũng chỉ nên mua lại cổ phiếu khi nguồn vốn đủ và là dòng tiền tự do bởi vì việc dùng tiền mặt mua lại cổ phiếu sẽ làm mất chi phí cơ hội cho doanh nghiệp khi đầu tư vào các dự án khác có khả năng sinh lời cao hơn. Do đó, trước khi quyết định mua lại cổ phiếu doanh nghiệp cần phải xem xét chi phí cơ hội phải đánh đổi khi sử dụng nguồn tiền tự do thay vì đầu tư cho các hoạt động khác. Mặt khác, đặc thù của các công ty trong ngành công nghiệp thường là chi phí mua sắm tài sản cố định nhiều và các khoản tiền và tương đương tiền tương đối ít nên nếu doanh nghiệp không đủ lượng tiền mặt để duy trì hoạt động thì không nên thực hiện các chương trình mua lại cổ phiếu.

Khả năng và thời gian thực hiện: Để thực hiện giải pháp này, doanh nghiệp cần có thời gian để hoàn thành bước 1 trong sơ đồ giải pháp mà tác giả đề xuất để các nhà quản trị có đủ thông tin tổng quát về hoạt động mua lại cổ phiếu. Sau đó, dựa trên các báo cáo phân tích thị trường của các công ty tài chính, báo cáo tài chính, báo cáo quản trị và những tài liệu nội bộ trong doanh nghiệp, các nhà quản trị có thể phân tích và đánh giá kỹ lưỡng được về cả tình hình nội tại của doanh nghiệp và tình hình thị trường trước khi đưa ra quyết định mua lại cổ phiếu. Trong trường hợp cần thiết, doanh nghiệp có thể thuê một bên tư vấn bên ngoài để đánh giá kỹ lưỡng thị trường kết hợp với những nhìn nhận, phân tích hoạt động của doanh nghiệp do các nhà quản trị thực hiện để mua lại cổ phiếu thực sự đạt được mục tiêu mà doanh nghiệp đề ra.

Kết quả dự kiến đạt được: Thị trường biến động từng ngày, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp cũng thay đổi theo thời gian, vì vậy đánh giá đúng tình hình thị trường và kết quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ tạo được niềm tin về tính chính xác của thông tin trong các chương trình mua lại cổ phiếu mà các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện.

5.2.3. Lựa chọn hình thức mua lại cổ phiếu phù hợp

Tất cả các chương trình mua lại cổ phiếu hiện nay được các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện đều theo hình thức mua lại cổ phiếu trên thị trường mở, tuy nhiên đây không phải là hình thức duy nhất của hoạt động mua lại cổ phiếu. Vì vậy, việc lựa chọn hình thức mua lại cổ phiếu phù hợp chính là bước tiếp theo để các chương trình mua lại cổ phiếu thành công.

Thứ nhất, mặc dù mua lại cổ phiếu trên thị trường mở thường tốn ít chi phí nhưng hình thức này lại có hiệu quả thấp hơn so với chào mua với giá cố định. Vì vậy, doanh nghiệp hoàn toàn có thể cân nhắc tới hình thức chào mua với giá cố định để nắm quyền chủ động trong việc xác định giá và số lượng cổ phiếu cần mua lại. Mặt khác, hình thức chào mua với giá cố định còn là sự cam kết sẽ thực hiện mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp nên những tác động của hoạt động này tới doanh nghiệp có thể xác định và đo lường trước.

Thứ hai, lựa chọn hình thức mua lại cổ phiếu phù hợp còn là giải pháp tiết kiệm chi phí và đảm bảo doanh nghiệp đang sử dụng nguồn tiền đúng quy định

pháp luật cho hoạt động mua lại cổ phiếu. Các văn bản pháp luật tại Việt Nam đã quy định rất rõ về những nguồn tiền mà doanh nghiệp cần có khi thực hiện các chương trình mua lại cổ phiếu như thặng dư vốn cổ phần, lợi nhuận sau thuế chưa phân phối, quỹ khác thuộc vốn chủ sở hữu được sử dụng để bổ sung vốn cổ phần... Bên cạnh đó, dự thảo về luật chứng khoán mới cũng có quy định mới liên quan đến hoạt động mua lại cổ phiếu là khi công ty đại chúng mua lại cổ phiếu phải đáp ứng điều kiện có quyết định của Đại hội đồng cổ đông thông qua việc mua lại cổ phiếu để giảm vốn điều lệ, phương án mua lại, trong đó nêu rõ số lượng, thời gian thực hiện, nguyên tắc xác định giá mua lại. Vì vậy, doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu theo hình thức nào sẽ ảnh hưởng đến việc doanh nghiệp có đáp ứng đủ theo các điều kiện quy định trong văn bản luật trong thời gian tới hay không.

Khả năng và thời gian thực hiện: cần nhắc và xem xét hình thức thực hiện mua lại cổ phiếu cần được thực hiện ngay sau khi các nhà quản trị có dự định mua lại cổ phiếu. Hình thức mua lại cổ phiếu được xác định cũng là một cách để giúp các nhà quản trị xác định được một số thông tin trong chương trình mua lại cổ phiếu, qua đó thuyết phục các cổ đông thông qua kế hoạch.

Kết quả dự kiến đạt được: Giải pháp này mang đến những lợi ích về chi phí cho doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu và sự chủ động cho các nhà quản trị trong việc kiểm soát hoạt động mua lại và đánh giá ảnh hưởng đến doanh nghiệp.

5.2.4. Cải thiện hệ thống công bố và bảo mật thông tin khi thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu

Nội dung thực hiện: Hiện nay, hoạt động mua lại cổ phiếu vẫn chưa mang lại ảnh hưởng như mong muốn của doanh nghiệp một phần cũng vì thị trường và các bên liên quan còn nghi ngờ tính minh bạch và chính xác trong thông tin của các thông báo mua lại cổ phiếu. Vì vậy, doanh nghiệp cần ý thức được vai trò của việc đảm bảo tính công khai và minh bạch cho thông tin công bố ra thị trường, bởi đảm bảo tính minh bạch mới là cách giúp các doanh nghiệp tạo được niềm tin với các nhà đầu tư, thu hút được nhiều nhà đầu tư trên thị trường. Để làm được điều này, doanh nghiệp cần công khai những thông tin theo quy định như kế hoạch mua lại cổ phiếu, thời gian thực hiện, hình thức mua lại, số lượng cổ phiếu dự định sẽ mua lại... trên các cổng thông tin doanh nghiệp đang có. Quá trình mua lại cổ phiếu nên

được cập nhật liên tục khi có thông tin mới để các bên liên quan có thể theo dõi. Khi doanh nghiệp không hoàn thành việc mua lại 100% số lượng cổ phiếu đã thông báo với hình thức mua lại cổ phiếu trên thị trường mở thì doanh nghiệp cũng nên công khai lý do tại sao doanh nghiệp không mua hết số lượng cổ phiếu đã công bố. Điều này tạo được sự tin tưởng cho thị trường và tạo nên hình ảnh chuyên nghiệp khi thực hiện các thông báo tài chính. Chính sự công khai và minh bạch thông tin sẽ thêm một phần đảm bảo cho sự thành công của không chỉ chương trình mua lại cổ phiếu mà các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam đang thực hiện mà còn cho các kế hoạch mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp trong tương lai.

Bên cạnh những thông tin cần công khai thì doanh nghiệp cũng cần có những biện pháp cụ thể nhằm đảm bảo tính bảo mật theo yêu cầu của thông tin đó để tránh bị rò rỉ ra thị trường. Theo quy định hiện nay, các công ty phải trải qua bảy bước để thực hiện quy trình mua lại cổ phiếu, trong đó mỗi giai đoạn cần có một khoảng thời gian để phê duyệt và thực hiện. Trong thời gian đó, việc thông tin bị rò rỉ ra thị trường sẽ dẫn đến sự bất cân xứng thông tin giữa các đối tượng khác nhau và kéo theo sự thất bại của các chương trình mua lại cổ phiếu. Vì vậy, với những thông tin cần bảo mật thì doanh nghiệp phải có những phương án quản lý thông tin chặt chẽ còn với những thông tin cần công khai thì doanh nghiệp cũng phải thực hiện theo đúng quy định của pháp luật.

Khả năng và thời gian thực hiện: Cải thiện hệ thống thông tin trong quá trình thực hiện mua lại cổ phiếu là bước cuối cùng trong những giải pháp nhằm hoàn thiện hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Tuy nhiên, để phát huy được hiệu quả và khả năng thực hiện thì giải pháp đòi hỏi các doanh nghiệp cần theo dõi và kiểm soát liên tục khi thực hiện. Doanh nghiệp có thể thành lập một nhóm phụ trách về mua lại cổ phiếu hoạt động trong suốt quá trình doanh nghiệp thực hiện chương trình này, trong đó sẽ phân công những nhân viên cụ thể đảm bảo hệ thống công bố và bảo mật thông tin.

Kết quả dự kiến đạt được: Giải pháp này mang đến những lợi ích không chỉ với chương trình mua lại mà doanh nghiệp đang thực hiện mà còn là những ảnh hưởng tích cực trong lâu dài khi doanh nghiệp tiếp tục sử dụng mua lại cổ phiếu như một công cụ để thực hiện các mục tiêu chiến lược của mình.

5.3. Đề xuất cho nhà đầu tư và các công ty trong cùng ngành công nghiệp Việt Nam

❖ Đề xuất cho nhà đầu tư

Biến động giá cổ phiếu của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu cũng có tác động rất lớn tới các nhà đầu tư. Vì vậy, các nhà đầu tư cần có những hành động, biện pháp để thị trường mua lại cổ phiếu lành mạnh hơn cũng như bảo vệ chính quyền lợi của mình.

Thứ nhất, các nhà đầu tư cần có những hiểu biết nhất định về hoạt động mua lại cổ phiếu. Nhà đầu tư cần tìm hiểu kỹ những tác động thực sự về ngắn hạn và dài hạn mà chương trình này mang lại, tránh những hiểu biết sai lệch dẫn đến những quyết định kém hiệu quả.

Thứ hai, các nhà đầu tư khi thấy giao dịch mua lại cổ phiếu, nên tìm hiểu động cơ của giao dịch, tình hình kinh doanh thực tế cũng như tình hình thị trường, ngành liên quan. Vì tùy từng mục đích của doanh nghiệp mà họ sẽ đưa ra thông báo mua lại cổ phiếu, nên các nhà đầu tư cần tìm hiểu kỹ từng trường hợp cụ thể để có thể đưa ra quyết định đầu tư tinh táo hơn. Kết quả nghiên cứu từ chương 4 trên các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010-2017 sẽ là cơ sở để các nhà đầu tư tham khảo như các doanh nghiệp này mua lại cổ phiếu thì chi trả cổ tức ít hơn trong khi các nhà quản trị doanh nghiệp cũng kỳ vọng mua lại cổ phiếu có thể điều chỉnh chỉ số EPS và điều chỉnh giá cổ phiếu, vì vậy nếu xác định đúng được động cơ của các chương trình mua lại cổ phiếu thì các nhà đầu tư sẽ có thể kiếm lợi nhuận từ hoạt động này. Có thể thấy rằng các chương trình mua lại cổ phiếu của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thậm chí còn làm giảm giá cổ phiếu nên các nhà đầu tư có thể bị lỗ và mất niềm tin vào các hoạt động mua lại cổ phiếu trong tương lai của doanh nghiệp.

Thứ ba, không chỉ doanh nghiệp mà ngay bản thân các nhà đầu tư cũng cần có sự tìm hiểu các văn bản pháp luật điều chỉnh hoạt động mua lại cổ phiếu để tự bảo vệ chính mình mà vẫn tận dụng được cơ hội từ các chương trình mua lại cổ phiếu.

Cuối cùng, các nhà đầu tư có thể góp phần hỗ trợ các cơ quan quản lý trong quá trình quản lý và giám sát hoạt động mua lại cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Nếu thấy những khả nghi rằng có sai phạm hay bất thường trong các giao

dịch này, nhà đầu tư nên có những kiến nghị kịp thời với cơ quan quản lý có thẩm quyền để có hướng giải quyết đúng đắn.

❖ *Đề xuất cho các công ty trong cùng ngành công nghiệp tại Việt Nam*

Với những ảnh hưởng nhất định từ hoạt động mua lại cổ phiếu tới các công ty trong cùng ngành công nghiệp tại Việt Nam, các công ty này cũng cần có những giải pháp và hành động thiết thực để biến các chương trình mua lại cổ phiếu của một doanh nghiệp trong ngành thành cơ hội nhằm khai thác những ảnh hưởng tích cực tới doanh nghiệp của mình.

Thứ nhất, các doanh nghiệp trong cùng ngành cũng cần nâng cao kiến thức về hoạt động mua lại cổ phiếu, dù không thực hiện các chương trình mua lại cổ phiếu để có thể có những ứng phó và chiến lược hợp lý khi sự kiện này xuất hiện trên thị trường. Việc nắm rõ kiến thức về hoạt động mua lại cổ phiếu cũng như những ảnh hưởng của nó sẽ giúp doanh nghiệp trong ngành có cái nhìn đúng đắn về tác động và mức độ tác động mà hoạt động này mang lại. Kết quả nghiên cứu từ chương 4 về ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên các công ty trong cùng ngành công nghiệp giai đoạn 2010-2017 đã đưa ra bằng chứng chỉ có sự xuất hiện của lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình trong khoảng 1 ngày trước và sau ngày một doanh nghiệp trong ngành công nghiệp kết thúc việc mua lại cổ phiếu nhưng rất thấp (dưới 1%), ngoài ra với hầu hết các khung sự kiện còn lại các thông báo mua lại cổ phiếu của một doanh nghiệp trong ngành công nghiệp Việt Nam đều không có tác động tới các công ty trong cùng ngành. Tuy những ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu tới các công ty trong ngành công nghiệp gần như là không có hoặc là rất ít trong thời gian qua (2010-2017) nhưng các doanh nghiệp trong cùng ngành vẫn cần kết hợp trên cơ sở kiến thức mua lại cổ phiếu và tình hình thực tế của doanh nghiệp, của ngành mà doanh nghiệp kinh doanh một cách linh hoạt để có thể đưa ra được những đánh giá, dự báo chính xác cho mức độ bị tác động và có thể tận dụng hoặc ứng phó kịp thời cũng như phù hợp với thông báo mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp cùng ngành. Doanh nghiệp có thể nâng cao kiến thức thông qua các tài liệu, sách báo hoặc từ những kinh nghiệm thực tế của các doanh nghiệp khác. Doanh nghiệp cũng có thể tăng cường bổ sung nhân lực là các chuyên gia trong lĩnh vực mua lại cổ phiếu để có cái nhìn sâu sắc hơn về hoạt động cũng như tạo lập các chiến

lược tài chính phù hợp sau này. Việc học hỏi và trang bị kiến thức cũng như tích lũy các bài học kinh nghiệm không chỉ giúp doanh nghiệp đánh giá được tác động mà hoạt động này mang lại mà còn rút ra được những thông tin bổ ích để các hoạt động không chỉ mua lại cổ phiếu mà các hoạt động tài chính khác của doanh nghiệp trong tương lai được hiệu quả hơn.

Thứ hai, khi xuất hiện thông báo mua lại trong ngành công nghiệp, các doanh nghiệp cùng ngành cần đánh giá liên tục và linh hoạt các mức độ ảnh hưởng mà mình có thể gặp để xây dựng các phương án tài chính phù hợp. Ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu tới các công ty trong cùng ngành mà nghiên cứu này thực hiện cho thấy có hiệu ứng lan tỏa thông tin tốt của thị trường, nếu được đánh giá là sẽ có phản ứng tích cực, doanh nghiệp cần biết cách tận dụng cơ hội để đạt được những lợi ích nhất định. Tuy nhiên nếu trong tương lai các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp nhận định những thông báo mua lại cổ phiếu của một doanh nghiệp cùng ngành mang đến ảnh hưởng tiêu cực (hiệu ứng cạnh tranh) thì cũng cần có những biện pháp để phòng ngừa.

Thứ ba, các doanh nghiệp trong cùng ngành cũng cần đánh giá yếu tố đặc điểm của ngành và những nhân tố có khả năng sẽ ảnh hưởng tới giá cổ phiếu của mình xung quanh các sự kiện mua lại cổ phiếu. Kết quả từ mô hình OLS ở chương 4 chính là cơ sở để tham khảo khi đã đưa ra các nhân tố ảnh hưởng tới lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các doanh nghiệp trong cùng ngành công nghiệp giai đoạn 2010-2017 xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu bao gồm lợi nhuận bất thường tích lũy của doanh nghiệp thông báo xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu, tính thanh khoản và thời điểm thông báo mua lại cổ phiếu. Các doanh nghiệp trong cùng ngành công nghiệp mà có tính thanh khoản tốt thì không quá lo lắng về mức độ ảnh hưởng của các hoạt động mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu của mình. Việc ban hành các văn bản pháp luật thắt chặt những quy định về thực hiện mua lại cổ phiếu cũng làm tăng niềm tin về thông tin trong các thông báo mua lại cổ phiếu của một doanh nghiệp trong ngành công nghiệp tới các công ty còn lại cùng ngành. Việc đánh giá tình hình chính xác sẽ giúp các doanh nghiệp chủ động hơn khi sự kiện mua lại cổ phiếu diễn ra và có thể ứng phó với hoạt động này một cách hiệu quả.

Nhìn chung, các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp dù không thực hiện mua lại cổ phiếu cũng cần nâng cao kiến thức và bài học kinh nghiệm về mua lại cổ phiếu. Từ đó, có thể đánh giá chính xác sự ảnh hưởng mà hoạt động mua lại cổ phiếu có thể mang lại cho doanh nghiệp mình nhằm chủ động hơn và đề ra được các chiến lược tài chính hiệu quả hơn. Việc áp dụng kiến thức và đánh giá ảnh hưởng cần được linh hoạt phù hợp với từng doanh nghiệp và tình hình thị trường thực tế. Sự trang bị này cũng giúp các doanh nghiệp trong cùng ngành rút ra được kinh nghiệm và thông tin bổ ích phục vụ các hoạt động mua lại cổ phiếu nói riêng và các hoạt động tài chính khác nói chung trong tương lai được thuận lợi và đem lại nhiều lợi ích hơn.

5.4. Kiến nghị tới các cơ quan quản lý

5.4.1. Kiến nghị với Chính phủ

Những kết luận từ kết quả nghiên cứu và ý kiến trả lời của các chuyên gia cũng như các nhà quản trị của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam có hoạt động mua lại cổ phiếu trong thời gian qua đã cho thấy vấn đề quan tâm nhất hiện nay của họ là Chính phủ cần hoàn thiện khuôn khổ hành lang pháp lý điều chỉnh hoạt động mua lại cổ phiếu.

Hiện nay, Chính phủ đã ban hành những văn bản pháp luật điều chỉnh hoạt động mua lại cổ phiếu, tuy nhiên khung pháp lý của Việt Nam vẫn bộc lộ những hạn chế nhất định đòi hỏi các cơ quan quản lý cần không ngừng hoàn thiện để hoạt động mua lại cổ phiếu có thể được sử dụng một cách hiệu quả và mang lại lợi ích cho những bên tham gia. Những hạn chế trong hệ thống khuôn khổ pháp luật điều chỉnh hoạt động mua lại cổ phiếu có thể kể tới:

Hạn chế đầu tiên, trong hệ thống văn bản pháp luật của Việt Nam không có quy định bắt buộc các doanh nghiệp phải mua tối thiểu bao nhiêu cổ phiếu trong tổng số cổ phiếu đăng ký mua khi doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu. Do đó, không ít các doanh nghiệp đã lạm dụng bằng cách không mua lại đủ số cổ phiếu như đã công bố chỉ để thao túng giá cổ phiếu như mong muốn. Điều này đã gây ảnh hưởng không nhỏ đến tâm lý nhà đầu tư, thị trường chứng khoán cũng như suy giảm niềm tin trên thị trường. Thông tư 203/2015/TT-BTC ban hành ngày 21/12/2015, có

hiệu lực ngày 01/07/2016 có quy định tại khoản 3 Điều 8 nghiêm cấm tổ chức niêm yết, đăng ký giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán công bố thông tin về các giao dịch mua lại cổ phiếu nhưng không thực hiện các giao dịch đã công bố, tuy nhiên các doanh nghiệp vẫn cố gắng lách luật bằng cách có thực hiện mua lại nhưng với số lượng rất ít cổ phiếu.

Hạn chế thứ hai của các quy định về giao dịch mua lại cổ phiếu ở Việt Nam là vấn đề chứng minh nguồn tài trợ cho chương trình mua lại cổ phiếu, trong đó mới chỉ yêu cầu doanh nghiệp chứng minh nguồn vốn được sử dụng bao gồm các nguồn vốn từ: Thặng dư vốn cổ phần; Quỹ đầu tư phát triển; Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối; Nguồn vốn chủ sở hữu khác được sử dụng để mua lại cổ phần theo quy định của pháp luật. Các nguồn vốn này chỉ là quyết toán sổ sách trong khi doanh nghiệp lại cần một lượng tiền nhàn rỗi nhất định để thực hiện giao dịch mua lại cổ phiếu. Do đó, hệ thống pháp luật Việt Nam cần bổ sung việc chứng minh lượng tiền nhàn rỗi để sử dụng cho giao dịch, nhằm hạn chế việc doanh nghiệp lạm dụng vốn vay để mua lại cổ phiếu – nguồn vốn không an toàn và đảm bảo cho doanh nghiệp khi thực hiện giao dịch này.

Cuối cùng là vấn đề về các trường hợp được thay đổi kế hoạch mua lại, thời gian cũng như thời hạn tối thiểu phải thông báo tới Ủy ban Chứng khoán Nhà nước về thay đổi này. Trên thực tế, thị trường chứng khoán sẽ có những yếu tố bất ngờ khó lường mà có thể gây bất lợi cho doanh nghiệp. Vì thế, luật chứng khoán Việt Nam nên bổ sung các quy định về vấn đề này để tạo điều kiện cho doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu thuận tiện hơn. Luật nên bổ sung những quy định liên quan đến lý do thay đổi chương trình để tránh việc các doanh nghiệp lạm dụng những lý do không phù hợp để thay đổi nhằm trục lợi cá nhân. Việc thay đổi kế hoạch mua lại cổ phiếu cũng cần được quy định phải thông báo đến Ủy ban Chứng khoán Nhà nước trên các phương tiện thông tin đại chúng trước thời gian bắt đầu mua lại cổ phiếu để các nhà đầu tư, các doanh nghiệp trong cùng ngành và thị trường chứng khoán có những phản ứng kịp thời.

Chính vì vậy, để hoạt động mua lại cổ phiếu có thể phát triển, Chính phủ cần kiện toàn hệ thống văn bản quy phạm pháp luật điều chỉnh hoạt động này và thay vì để nằm rải rác ở nhiều văn bản luật khác nhau như Luật Chứng khoán số 27/VBHN-

VPQH, Thông tư số 130/2012/TT-BTC, Thông tư số 162/2015/TT-BTC, Thông tư số 203/2015/TT-BTC, Nghị định số 58/2012/NĐ-CP, Nghị định số 60/2015/NĐ-CP... thì nên xây dựng và ban hành một bộ luật riêng biệt cho hoạt động mua lại cổ phiếu. Bộ luật này sẽ quy định đầy đủ, chi tiết về các phương diện của hoạt động mua lại cổ phiếu như các điều kiện mua lại cổ phiếu, các nguồn tiền thanh toán, quy trình thực hiện, trách nhiệm và nghĩa vụ của các bên liên quan, các vấn đề phát sinh hậu mua lại cổ phiếu hay các hình phạt xử lý nếu vi phạm... Bên cạnh đó, cũng cần sớm ban hành các văn bản dưới luật như nghị định, thông tư hướng dẫn cụ thể việc thực hiện bộ luật này để tránh tình trạng có sự mâu thuẫn hoặc các vấn đề phát sinh giữa luật pháp và thực tế thực hiện. Mặt khác, trong luật cần xây dựng chế tài có thể xác định được đúng người đúng tội và hình phạt xử lý đủ mạnh để có sức răn đe với các chủ thể vi phạm nguyên tắc khi tham gia thị trường như việc doanh nghiệp không hề thông báo kế hoạch mua lại cổ phiếu như ở bước 5 trong quy trình mua lại cổ phiếu hoặc thông báo kết quả mua lại cổ phiếu quá hạn 10 ngày sau khi kết thúc việc thực hiện mua lại hay rò rỉ thông tin ra thị trường... Theo quy định hiện hành, tại điểm b), khoản 1, điều 1 của Nghị định 145/2016/NĐ-CP ban hành ngày 01/11/2016 “sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 108/2013/NĐ-CP ngày 23 tháng 9 năm 2013 của Chính Phủ Quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán”, mức phạt tiền tối đa trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán đối với tổ chức vi phạm là 2 tỷ đồng và đối với cá nhân vi phạm là 1 tỷ đồng. Đối với các cá nhân thì có thể là số tiền lớn nhưng mua lại cổ phiếu được xác định là vi phạm quy định pháp luật thường gán trách nhiệm cho tổ chức, trong khi đó 2 tỷ dường như là vẫn là mức phạt quá nhẹ so với lợi ích từ việc lợi dụng việc mua lại cổ phiếu để có thể bình ổn hoặc tăng giá cổ phiếu của họ.

Chính phủ nên ban hành các quy định liên quan tới việc phong tỏa nguồn tiền chi trả khi các doanh nghiệp công bố kế hoạch mua lại cổ phiếu. Hầu hết hoạt động mua lại cổ phiếu được thực hiện ở Việt Nam đều dưới hình thức mua lại cổ phiếu trên thị trường mở, nghĩa là doanh nghiệp không bị ràng buộc về mặt pháp lý phải thực hiện mua lại theo đúng thông báo. Mặc dù đã có thông tư quy định về việc phải thực hiện theo đúng kế hoạch nhưng tỷ lệ các thông báo mua lại cổ phiếu

không hoàn thành tại Việt Nam vẫn chiếm tỷ lệ cao. Vì vậy, nếu có yêu cầu phong tỏa hoặc khóa nguồn tiền sử dụng cho hoạt động mua lại cổ phiếu ngay từ thời điểm công bố kế hoạch sẽ tạo niềm tin cho nhà đầu tư, cho các công ty cùng ngành và thị trường, qua đó những tác động của chương trình mua lại cổ phiếu sẽ lớn hơn.

Bên cạnh đó, trong mỗi ngành nghề, Chính phủ cũng cần ban hành những văn bản pháp luật để cụ thể hoá những quy định trong bộ luật chung về hoạt động mua lại cổ phiếu cho phù hợp với đặc điểm của từng lĩnh vực. Hiện nay hoạt động mua lại cổ phiếu tại Việt Nam diễn ra trên rất nhiều ngành nghề khác nhau, trong khi đó nếu như Chính phủ chỉ ban hành duy nhất bộ luật chung cho hoạt động mua lại cổ phiếu thì sẽ không thể điều chỉnh hiệu quả được tất cả các chương trình mua lại cổ phiếu vì mỗi lĩnh vực đều có những đặc tính khác nhau. Nếu có những văn bản pháp luật điều chỉnh riêng hoạt động mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp thì những doanh nghiệp trong ngành này cũng sẽ thực hiện hiệu quả hơn các chương trình mua lại cổ phiếu để tránh thực trạng phản ứng giá tiêu cực xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu trong thời gian vừa qua.

5.4.2. Kiến nghị với Bộ Tài chính

Để hoạt động mua lại cổ phiếu phát huy hiệu quả và ảnh hưởng của nó thì Bộ Tài chính cần nâng cao tính minh bạch thông tin cho thị trường mua lại cổ phiếu nói riêng và thị trường chứng khoán nói chung. Việc thông tin mập mờ là một trong những lí do chính tạo điều kiện cho các doanh nghiệp công nghiệp ở Việt Nam lợi dụng và thao túng giá cổ phiếu, dẫn đến những bất ổn và biến động trên thị trường tài chính.

Thứ nhất, vấn đề giao dịch nội gián trong hoạt động mua lại cổ phiếu cần được kiểm soát và ngăn ngừa triệt để. Giao dịch nội gián được hiểu là khi một số cá nhân thuộc nội bộ doanh nghiệp nắm bắt được nhiều thông tin hơn về chương trình mua lại cổ phiếu và tình hình của doanh nghiệp, họ sẽ lợi dụng những thông tin này để giao dịch cổ phiếu quỹ theo cách có lợi cho cá nhân và gây nên sự thiếu công bằng cho thị trường chứng khoán. Để ngăn chặn việc này, các nhà quản lý cần tăng cường thanh tra kiểm soát và ngăn ngừa các giao dịch ngầm giữa các cổ đông nội bộ bằng những thông tin đầy đủ về tài khoản của những người này. Những trường hợp sai phạm này cần được xử lý kịp thời và nghiêm khắc. Ngoài ra, những sai

phạm và xử lý sai phạm nên được công bố rộng rãi như một cách răn đe các đối tượng có ý định như vậy trong tương lai. Cơ quan có thẩm quyền cần giám sát và yêu cầu chặt chẽ hơn các bản báo cáo niêm yết như báo cáo giải trình, báo cáo tài chính, báo cáo thay đổi, các hợp đồng dự án. Các báo cáo cần được thực hiện nghiêm chỉnh, đầy đủ, trung thực và đúng thời hạn. Có như vậy, các cơ quan quản lý mới có thể kiểm soát và giám sát các hành vi hiệu quả hơn, nhằm tạo điều kiện phát triển một thị trường tài chính Việt Nam minh bạch và công bằng.

Thứ hai, ngoài những giao dịch nội gián, các giao dịch bất thường cũng cần được các cơ quan quản lý có thẩm quyền kiểm soát và giám sát chặt chẽ. Các giao dịch bất thường được hiểu là các giao dịch có khối lượng hay giá trị lớn bất thường, có sự bất cân xứng với tình hình tài chính của doanh nghiệp. Hoạt động này đã tạo ra những biến động và thông tin không chính xác trên thị trường chứng khoán, dẫn đến những quyết định thiếu hiệu quả của các cá nhân và tổ chức khác khi tham gia thị trường tài chính. Vì thế, Bộ Tài chính cần có những hành động để ngăn ngừa tình trạng này. Cụ thể, đầu tiên các cơ quan dưới Bộ phải đánh giá và kiểm soát đầu là những giao dịch bất thường. Để đánh giá được, các văn bản dưới luật do Bộ Tài chính ban hành nên hình thành những tiêu chí và quy định cụ thể thế nào là những giao dịch bất thường. Tuy nhiên, các cơ quan cũng cần đánh giá sao cho linh hoạt phù hợp với từng tình hình doanh nghiệp và tình hình thực tế sau đó báo cáo lại với Bộ Tài chính nếu tình huống nghiêm trọng, có dấu hiệu vi phạm và ảnh hưởng đến thị trường. Các nhà đầu tư thì có quyền phản ánh với Sở giao dịch chứng khoán khi nhận thấy những hiện tượng bất thường của giao dịch và sau đó các cơ quan quản lý cần tiếp nhận, thẩm định kỹ lưỡng và hỗ trợ các bên tham gia thị trường chứng khoán hợp lý và kịp thời nhất.

Thứ ba, các nhà quản lý cần tăng cường thanh tra, giám sát các hoạt động mua lại cổ phiếu và xử lý nghiêm khắc các hành vi đưa thông tin sai lệch, thông tin thiếu đầy đủ, làm méo mó thông tin thị trường, hoặc đưa thông tin bất lợi cho thị trường mà không rõ nguồn gốc. Các chế tài và xử lý vi phạm thì cần phải đủ mạnh để cảnh cáo các cá nhân và tổ chức sai phạm, tránh trường hợp tái phạm và cũng là cách để răn đe các thành phần khác khi tham gia thị trường chứng khoán. Một số

trường hợp sai phạm và xử lý sai phạm có thể được đưa ra công khai để làm ví dụ điển hình tạo ra sự răn đe và giữ môi trường minh bạch và công bằng.

Cuối cùng, Bộ Tài chính cũng cần thúc đẩy mạnh hơn công tác tuyên truyền về ý thức minh bạch thông tin cho các doanh nghiệp tham gia thị trường chứng khoán. Việc đẩy mạnh công tác truyền thông giúp các doanh nghiệp và các nhà đầu tư tiếp cận được thông tin dễ dàng và kịp thời không chỉ những luật định và các chính sách của Nhà nước với thị trường chứng khoán mà còn tạo ra, thúc đẩy môi trường công bằng và lành mạnh cho thị trường tài chính Việt Nam trong tương lai. Việc tạo lập một môi trường thi đua, lành mạnh, đánh vào ý thức của mỗi cá nhân và tổ chức mới là phương thức hữu hiệu, lâu bền cho sự minh bạch của thị trường mua lại cổ phiếu tại Việt Nam.

5.4.3. Kiến nghị với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

❖ *Bổ sung trách nhiệm cho Trung tâm Lưu ký Chứng khoán, Sở Giao dịch Chứng khoán và các công ty chứng khoán*

Theo Điều 48, Chương V – Thông tư 162/2015/TT-BTC đã quy định trách nhiệm của công ty chứng khoán và Sở Giao dịch Chứng khoán trong hoạt động mua lại cổ phiếu, trong đó:

✓ Công ty chứng khoán được chỉ định làm đại lý thực hiện việc mua lại cổ phiếu có trách nhiệm: (1) Hướng dẫn công ty đại chúng thực hiện việc mua lại cổ phiếu theo đúng quy định hiện hành và phương án đã được công bố; (2) Đảm bảo việc công ty đại chúng có đủ tiền trên tài khoản giao dịch để thực hiện khối lượng giao dịch đã báo cáo và công bố thông tin ra công chúng; (3) Không sử dụng các thông tin chưa công bố ra công chúng liên quan đến việc mua lại cổ phiếu của công ty đại chúng chỉ định để mua bán chứng khoán của công ty đại chúng chỉ định hoặc tiết lộ các thông tin liên quan cho bên thứ ba.

✓ Trường hợp công ty đại chúng có cổ phiếu niêm yết/đăng ký giao dịch, Sở Giao dịch Chứng khoán có trách nhiệm: (1) Giám sát công ty đại chúng thực hiện việc công bố thông tin trước và sau khi thực hiện mua lại cổ phiếu theo đúng quy định hiện hành; (2) Giám sát công ty chứng khoán được chỉ định thực hiện mua lại cổ phiếu theo đúng quy định hiện hành.

Có thể thấy rằng, vai trò của các công ty chứng khoán và Sở Giao dịch Chứng khoán là rất quan trọng trong quy trình mua lại cổ phiếu, đặc biệt để đảm bảo các thông tin chưa công bố không bị rò rỉ ra bên ngoài và các chương trình mua lại cổ phiếu được thực hiện đúng quy định của pháp luật. Tuy nhiên, hiện nay những vai trò này chưa được thể hiện rõ ràng. Vì vậy, các cơ quan quản lý Nhà nước cũng nên bổ sung thêm trách nhiệm cho các công ty chứng khoán và Sở giao dịch Chứng khoán như Sở Giao dịch Chứng khoán giám sát hoạt động mua lại cổ phiếu nhưng cũng cần có báo cáo cập nhật về tình hình thực hiện của các chương trình mua lại cổ phiếu theo từng bước trong quy trình. Bên cạnh đó, để các công ty chứng khoán đảm bảo các công ty đại chúng có đủ tiền để giao dịch mua lại cổ phiếu đúng như thông báo thì các công ty chứng khoán cần yêu cầu các doanh nghiệp ký quỹ một phần giá trị mua lại cổ phiếu dự kiến ngay tại thời điểm thông báo mua lại cổ phiếu. Nếu trong trường hợp doanh nghiệp không thực hiện mua lại theo đúng kế hoạch thì công ty chứng khoán sẽ thu khoản ký quỹ này như một khoản phí cho các chương trình mua lại cổ phiếu.

Bên cạnh đó, trách nhiệm của Trung tâm Lưu ký Chứng khoán trong hoạt động mua lại cổ phiếu cũng cần được bổ sung, đặc biệt trong vai trò công bố thông tin các chương trình mua lại cổ phiếu. Trung tâm Lưu ký Chứng khoán cần cung cấp một cách cập nhật thông tin giao dịch chứng khoán và biến động tỷ lệ sở hữu của doanh nghiệp thực hiện hoạt động mua lại. Với việc siết chặt hơn công tác quản lý, giám sát và tăng cường trách nhiệm cho các công ty chứng khoán và sở giao dịch chứng khoán, hoạt động mua lại cổ phiếu ở Việt Nam sẽ trở lên công bằng, minh bạch và hiệu quả hơn.

❖ *Kiểm soát chặt chẽ việc công bố thông tin về kế hoạch mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp*

Theo quy trình mua lại cổ phiếu được quy định trong Thông tư 162/2015/TT-BTC, doanh nghiệp phải công bố thông tin trên phương tiện thông tin đại chúng về kế hoạch thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu trong thời hạn bảy (07) ngày làm việc kể từ ngày Ủy ban Chứng khoán Nhà nước thông báo về việc nhận được đầy đủ tài liệu báo cáo việc mua lại cổ phiếu. Việc mua lại cổ phiếu được thực hiện ít nhất sau bảy (07) ngày làm việc kể từ ngày công ty đại chúng công bố thông tin.

Tuy nhiên, quy định này hiện nay không được các doanh nghiệp chú ý và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cũng chưa quan tâm đúng mức. Trong khi đó, các nghiên cứu trên thế giới đã chỉ ra rằng thời điểm các doanh nghiệp thông báo kế hoạch mua lại cổ phiếu mới có ảnh hưởng lớn tới giá cổ phiếu và giúp doanh nghiệp thực hiện động cơ phát tín hiệu tới thị trường về việc cổ phiếu đang bị định giá thấp. Vì vậy, việc các thông tin về kế hoạch mua lại cổ phiếu không được công khai đã làm mất niềm tin của thị trường và nhà đầu tư vì sự không minh bạch. Đây cũng là lý do vì sao thị trường Việt Nam ít có phản ứng với các chương trình mua lại cổ phiếu. Để quản lý hoạt động mua lại cổ phiếu, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần kiểm soát chặt chẽ việc công bố thông tin về kế hoạch mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp và có chế tài xử phạt cụ thể những doanh nghiệp không công bố thông tin này.

❖ *Thiết lập cơ chế cập nhật tình trạng hiện thời của kế hoạch mua lại cổ phiếu*

Theo quy định hiện hành, sau khi kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu thì doanh nghiệp mới phải thông báo về kết quả giao dịch đó trong thời gian tối đa là mười (10) ngày. Điều này dẫn đến việc các công ty lợi dụng việc mua lại cổ phiếu để bình ổn giá cổ phiếu chứ không có ý định mua lại cổ phiếu. Một phương án khả thi để nắm bắt và có những hành động kịp thời xử lý các công ty không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu là bổ sung quy định cập nhật tiến độ thực hiện kế hoạch mua lại cổ phiếu. Cụ thể, các công ty đã thông báo kế hoạch mua lại cổ phiếu có trách nhiệm cập nhật tiến độ về số lượng cổ phiếu mua lại, giá cổ phiếu mua lại thường xuyên hơn trên phương tiện công bố thông tin của Sở giao dịch chứng khoán mà công ty đó niêm yết. Nhiệm vụ này rất cần sự phối hợp của Trung tâm Lưu ký Chứng khoán với vai trò cung cấp dịch vụ đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán cho các chứng khoán niêm yết trên các Sở Giao dịch Chứng khoán. Trung tâm Lưu ký Chứng khoán cần chủ động hơn nữa trong việc cập nhật thông tin giao dịch cho thị trường. Khi đó, các nhà đầu tư, các cơ quan quản lý sẽ dễ dàng nắm bắt được thông tin chính xác về khả năng hoàn thành kế hoạch, sự công khai minh bạch trong kế hoạch mua lại cổ phiếu của các công ty và kịp thời xử lý các công ty không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu. Ngoài ra, phương án theo dõi tiến độ này còn giúp thị trường kịp thời phản ứng đối với giá cổ phiếu của các công ty không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu.

❖ *Bổ sung yêu cầu báo cáo cụ thể trong trường hợp mua lại dưới 10% số lượng cổ phiếu đang lưu hành*

Để hạn chế sự bất cân xứng thông tin trong việc mua lại cổ phiếu, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần phải bổ sung quy định yêu cầu các công ty đang thực hiện mua lại có báo cáo cập nhật cho cổ đông về mục đích, số lượng cổ phiếu và tình hình thực hiện mua lại. Đồng thời, nếu có thay đổi trong quá trình thực hiện kế hoạch mua lại cổ phiếu, các nhà quản lý của công ty cần phải thông báo rộng rãi cho các cổ đông được biết. Ngoài ra, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đang có quy định nếu doanh nghiệp thực hiện mua lại dưới 10% cổ phiếu đang lưu hành thì không phải công bố thông tin cụ thể. Để tránh việc các công ty thực hiện mua lại cổ phiếu với tỷ lệ dưới 10% cổ phiếu đang lưu hành để tránh công bố thông tin, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước có thể thay đổi tỷ lệ mua lại bắt buộc phải có quyết định của đại hội cổ đông từ mức 10% xuống mức 5%. Khi đó, các công ty sẽ khó khăn hơn nhiều trong việc lợi dụng thông tin bất cân xứng để tìm kiếm lợi ích.

❖ *Công khai biện pháp bảo vệ nhà đầu tư trong trường hợp công ty không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu*

Trong khoảng 3 đến 1 ngày trước ngày kết thúc thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu, giá cổ phiếu của các công ty có xu hướng tăng và sau ngày kết thúc thực hiện thông báo thì giá cổ phiếu của các công ty lại giảm do các công ty không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu. Các nhà quản lý công ty là những người hiểu rõ nhất về mục đích và dự định số lượng cổ phiếu mà công ty sẽ mua lại. Do đó, họ có thể lợi dụng việc cổ phiếu tăng giá trong những ngày trước ngày kết thúc thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu để bằng cách nào đó vay được cổ phiếu và bán đi. Sau đó, khi giá cổ phiếu bắt đầu giảm, họ sẽ mua lại cổ phiếu để bù đắp lại. Qua đó, họ sẽ được hưởng lợi từ việc biết trước sự chênh lệch giá cổ phiếu. Như vậy, người chịu thiệt thòi sẽ là các cổ đông của công ty. Trên thực tế việc các công ty không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến cổ đông, việc kiểm soát chặt chẽ tính thanh khoản của cổ phiếu và hiện tượng giao dịch nội gián của các công ty thông báo mua lại cổ phiếu vài ngày trước và sau ngày kết thúc thực hiện thông báo mua lại là một phương án khả thi nhằm bảo vệ quyền lợi cổ đông.

KẾT LUẬN

Hoạt động mua lại cổ phiếu được coi là một trong những quyết định tài chính quan trọng của doanh nghiệp bởi không chỉ những động cơ mà doanh nghiệp mong muốn đạt được khi thực hiện mua lại cổ phiếu mà còn vì những ảnh hưởng của hoạt động này tới các đối tượng khác nhau tham gia thị trường tài chính. Luận án tập trung vào các thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở được thực hiện bởi các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2017 để phân tích những động cơ doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu và ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh, giá cổ phiếu cũng như các công ty trong cùng ngành.

Dựa trên tổng quan về tình hình nghiên cứu trong và ngoài nước, luận án hệ thống hóa khung lý thuyết về hoạt động mua lại cổ phiếu bao gồm các khái niệm liên quan đến hoạt động mua lại cổ phiếu, hình thức mua lại cổ phiếu, động cơ mua lại cổ phiếu và các giả thuyết giải thích cho ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh, giá cổ phiếu của doanh nghiệp thực hiện mua lại trong ngắn hạn và các công ty trong cùng ngành.

Luận án phân tích thực trạng của hoạt động mua lại cổ phiếu của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017 thông qua việc xây dựng mô hình và xác định các phương pháp nghiên cứu phù hợp kết hợp giữa các phương pháp nghiên cứu định lượng bao gồm phương pháp hồi quy Tobit, hồi quy tác động cố định FEM, nghiên cứu sự kiện, kiểm định t-test, hồi quy OLS và phương pháp nghiên cứu định tính – phỏng vấn sâu.

Kết quả nghiên cứu từ các mô hình định lượng cho thấy các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 2010-2017 sẽ chi trả ít cổ tức bằng tiền mặt hơn so với các doanh nghiệp không mua lại vì tỷ lệ chi trả cổ tức có ảnh hưởng ngược chiều với hoạt động mua lại cổ phiếu. Mua lại cổ phiếu có những ảnh hưởng tích cực lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thực hiện thông qua chỉ số Tobin's Q. Những ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên giá cổ phiếu của công ty thực hiện và các công ty trong cùng ngành được phân tích xung quanh ngày doanh nghiệp kết thúc việc mua lại cổ phiếu và ngày doanh nghiệp công bố kết quả giao dịch mua lại cổ phiếu. Kết quả cho thấy các

chương trình mua lại cổ phiếu mang lại tác động rất ít tới giá cổ phiếu của doanh nghiệp thực hiện, đặc biệt là giá cổ phiếu của doanh nghiệp có dấu hiệu tăng trước khi doanh nghiệp kết thúc mua lại cổ phiếu. Tuy nhiên, hoạt động mua lại cổ phiếu lại mang đến hiệu ứng tích cực có tính lan tỏa tới các công ty trong cùng ngành. Bên cạnh đó, thông tin thu thập được từ phương pháp phỏng vấn sâu cũng bổ sung thêm động cơ doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu bao gồm điều chỉnh chỉ số EPS và điều chỉnh giá cổ phiếu cũng như khẳng định mua lại cổ phiếu có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá cổ phiếu.

Trên cơ sở chính sách phát triển công nghiệp quốc gia đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045, luận án đưa ra các giải pháp khác nhau cho doanh nghiệp trong ngành công nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu, cho các công ty trong cùng ngành và các nhà đầu tư nhằm hoàn thiện hoạt động mua lại cổ phiếu để đạt được các mục tiêu phát triển của ngành trong thời gian tới. Bên cạnh đó, một số kiến nghị tới các cơ quan quản lý cũng được đề xuất để nâng cao vai trò quản lý, minh bạch hơn thị trường chứng khoán cũng như kiểm soát hoạt động mua lại cổ phiếu một cách chặt chẽ và hiệu quả hơn.

Tuy nhiên, luận án cũng có một số hạn chế về phạm vi thời gian, phạm vi nghiên cứu cũng như số liệu thu thập được. Vì vậy, có những tác động của mua lại cổ phiếu lên tính thanh khoản, công cụ chống thâm tóm cũng như các ảnh hưởng trong dài hạn chưa được đề cập và phân tích trong nghiên cứu này. Những hạn chế này cũng là gợi ý cho các hướng nghiên cứu tiếp theo trong tương lai.

DANH MỤC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN

1. Nguyễn Thị Hoa Hồng (2018), ‘Ảnh hưởng nội ngành của mua lại cổ phiếu trong các công ty công nghiệp Việt Nam’, *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, số 256, tháng 10/2018, tr. 42-51.
2. Nguyễn Thị Hoa Hồng (2018), ‘Ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến giá cổ phiếu của công ty trong ngành công nghiệp tại Việt Nam’, *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, số 109/2018, tr. 64-77.
3. Nguyễn Thị Hoa Hồng (2018), ‘Ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh trong các công ty công nghiệp Việt Nam’, *Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng*, số 196 – tháng 9/2018, tr. 70-77.
4. Nguyễn Thị Hoa Hồng (2018), ‘Động cơ mua lại cổ phiếu: Nghiên cứu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam’, *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính kế toán*, số 09 (182), tr. 16-20.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

I. Tài liệu tiếng Việt

1. Bạch Đức Hiền, *Giáo trình Thị trường chứng khoán*, Hà Nội: NXB Tài chính, 2008.
2. Bộ Tài chính, *Thông tư số 111/2013/TT-BTC*, ban hành ngày 15 tháng 08 năm 2013 Hướng dẫn thực hiện Luật Thuế thu nhập cá nhân, Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Thuế thu nhập cá nhân và Nghị định số 65/2013/NĐ-CP của Chính phủ quy định chi tiết một số điều của Luật Thuế thu nhập cá nhân và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Thuế thu nhập cá nhân.
3. Bộ Tài chính, *Thông tư số 92/2015/TT-BTC*, ban hành ngày 15 tháng 06 năm 2015 Hướng dẫn thực hiện thuế giá trị gia tăng và thuế thu nhập cá nhân đối với cá nhân cư trú có hoạt động kinh doanh; hướng dẫn thực hiện một số nội dung sửa đổi, bổ sung về thuế thu nhập cá nhân quy định tại Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của các luật về thuế số 71/2014/QH13 và Nghị định số 12/2015/NĐ-CP ngày 12/02/2015 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành luật sửa đổi, bổ sung một số điều của các luật về thuế và sửa đổi, bổ sung một số điều của các nghị định về thuế.
4. Cao Đình Kiên, Nguyễn Thị Hoa Hồng và Nguyễn Văn Cường, *Ảnh hưởng đến cổ đông khi doanh nghiệp Việt Nam không thực hiện đúng thông báo mua lại cổ phiếu*, Tạp chí Kinh tế đối ngoại, số 102/2018, trang 47-62.
5. Công ty Truyền thông Tài chính StoxPlus, *Phương pháp luận phân ngành*, version 1.0, tháng 12/2009.
6. Hoàng Thị Việt Hà, *Kế toán hợp nhất kinh doanh tại các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Thương mại, Hà Nội, 2013.
7. Nguyễn Thị Hoa Hồng, Cao Đình Kiên và Vũ Thị Minh, *Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp Việt Nam*, Tạp chí Kinh tế đối ngoại, số 97/2017, trang 85-95.
8. Nguyễn Thu Thủy, *Giáo trình Quản trị Tài chính*, Hà Nội: NXB Lao động, 2011.

9. Nguyễn Thu Thủy, *Mua lại cổ phiếu – Một chính sách quan trọng của công ty cổ phần*, Tạp chí Kinh tế đối ngoại, số 46/2011, trang 21-29.

10. Từ Thị Kim Thoa, Nguyễn Thị Uyên Uyên và Vũ Minh Hà, *Nhân tố nào tác động đến mua lại cổ phiếu? Trường hợp Việt Nam*, Tạp chí Phát triển và Hội nhập, số 23 (33)/2015, trang 65-71.

11. Chính phủ, *Nghị định số 58/2012/NĐ-CP*, ban hành ngày 20/07/2012.

12. Chính phủ, *Nghị định số 145/2016/NĐ-CP*, ban hành ngày 01 tháng 11 năm 2016 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 108/2013/NĐ-CP ngày 23 tháng 09 năm 2013 của Chính phủ quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán.

13. Chính phủ, *Nghị định số 108/2013/NĐ-CP*, ban hành ngày 23 tháng 09 năm 2013 của Chính phủ quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán.

14. Văn phòng Quốc hội, *Luật Chứng khoán số 27/VBHN-VPQH*, ban hành ngày 18 tháng 12 năm 2013.

15. Võ Xuân Vinh và Trịnh Tấn Lực, *Phản ứng của thị trường khi doanh nghiệp công bố thông tin mua lại cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Tạp chí Công nghệ Ngân hàng, số 117, tháng 12/2015, trang 35-44.

II. Tài liệu tiếng Anh

16. Akhigbe, A. and Madura, J., *Intraindustry Effects of Bank Stock Repurchases*, Journal of Financial Services Research, Vol. 15, No. 1, 1999, pp. 23-26.

17. Allen, F., Bernado, A. and Welch, I., *A theory of dividends based on tax clientele*, Journal of Finance, Vol. 55, No. 6, 2000, pp. 2499-2536.

18. Andriosopoulos, D. and Lasfer, M., *The market valuation of share repurchases in Europe*, Journal of Banking and Finance, Vol. 55, 2015, pp. 327-339.

19. Bagnoli, M., Gordon, R. and Lipman, B. L., *Stock Repurchase as a Takeover Defense*, The Review of Financial Studies, Vol. 2, No. 3, 1989, pp. 423-443.

20. Bagwell, L. S., *Share repurchase and takeover deterrence*, RAND Journal of Economics, Vol. 22, No. 1, 1991a, pp. 72-88.
21. Bagwell, L. S., *Shareholder Heterogeneity: Evidence and Implications*, The American Economic Review, Vol. 81, No. 2, 1991b, pp. 218-221.
22. Bagwell, L. S. and Shoven, J., *Cash Distribution to Shareholders*, Journal of Economic Perspective, Vol. 3, 1989, pp. 129-140.
23. Baker, H. K., Powell, G. E. and Veit, E. T., *Why companies use open-market repurchases: A managerial perspective*, The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 43, 2003, pp. 483-504.
24. Baker, H. K., Veit, E. T. and Powell, G. E., *Stock Repurchases and False Signals*, The Journal of Applied Business Research, Vol. 19, No. 2, 2003, pp. 33-46.
25. Barclay, M. J. and Smith, C. W., *CORPORATE PAYOUT POLICY: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases*, Journal of Financial Economics, Vol. 22, 1988, pp. 61-82.
26. Bartov, E., Krinsky, I. and Lee, J., *Evidence on How Companies Choose Between Dividends and Open-Market Stock Repurchases*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 11.1, 1998, pp. 89-96.
27. Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R. and Michaely, R., *Payout policy in the 21st century*, Journal of Financial Economics, Vol. 77, Issue. 3, 2005, pp. 483-527.
28. Bens, D. A., Nagar, V., Skinner, D. T. and Wong, M. H. F., *Employee stock option, EPS dilution, and stock repurchase*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 36, Issues. 1-3, 2003, pp. 51-90.
29. Ben-Rephael, A., Oded, J. and Wohl, A., *Do firms buy their stock at bargain prices? Evidence form Actual Stock Repurchase Disclosures*, Review of Finance, Vol. 18, 2013, pp. 1299-1340.
30. Bhattacharya, S., *Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy*, Bell Journal of Economics, Vol. 10 (1), 1979, pp. 259-270.
31. Bierman, H and West, R., *The acquisition of common stock by the corporate issuer*, Journal of Finance, Vol. 21 (4), 1966, pp. 687-696.

32. Billett, M. T. and Xue, H., *The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases*, *The Journal of Finance*, Vol. LXII, No. 4, 2007, pp. 1827-1850.
33. Boyce, C. and Neale, P., *CONDUCTING IN-DEPTH INTERVIEWS: A guide for Designing and Conducting In-Depth Interviews for Evaluation Input*, Pathfinder International Tool Series: Monitoring and Evaluation – 2, 2006, pp. 1-12.
34. Brander, J. A. and Lewis, T. R., *Oligopoly and financial structure: The limited liability effect*, *American Economic Review*, Vol. 56, 1986, pp. 956-970.
35. Brockman, P., Howe, J. S. and Mortal, S., *Stock market liquidity and the decision to repurchase*, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, Issue. 4, 2008, pp. 446-459.
36. Brockman, P. and Chung, D. Y., *Managerial timing and corporate liquidity: evidence from actual share repurchases*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, Issue 3, 2001, pp. 417-448.
37. Bruslerie, H. D. L., *Share Repurchase: Does It Increase the Informativeness of Market Process*, AFFI Conference Paper in Lyon, 2013.
38. Cesari, A. D., Espenlaub, S., Khurshed, A. and Simkovic, M., *The effects of ownership and stock liquidity on the timing of repurchase transactions*, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, Issue. 5, 2012, pp. 1023-1050.
39. Cesari, A. D., Espenlaub, S. and Khurshed, A., *Stock repurchases and treasury share sales: Do they stabilize price and enhance liquidity?* *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, Issue. 5, 2011, pp. 1588-1579.
40. Chan, K., Ikenberry, D. and Lee, I., *Economic Sources of Gain in Stock Repurchases*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36, Issue. 3, 2004, pp. 461-479.
41. Chandren, S., Ahmad, Z. and Ali, R., *The Impact of Accretive Share Buyback on Long-term Firm Performance*, *International Journal of Economics and Management*, Vol. 11(1), 2017, pp. 49-66.
42. Chang, S-C., Lai, J-H. and Yu, C-H., *The Intra-Industry Effect of Share Repurchase Deregulation: Evidence from Taiwan*, *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 8, No. 2, 2005, pp. 251-277.

43. Chen, C., *The Credibility of Stock Repurchase Signals*, CSA Academic Perspective, Vol. 3, 2007, pp. 1-20.
44. Comment, R. and Jarell, G. A., *The relative signaling power of Dutch Auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases*, Journal of Finance, Vol. 46(4), 1991, pp. 1243-1271.
45. Cook, D. O., Krigman, L. and Leach, J. C., *On the Timing and Execution of Open Market Repurchases*, The Review of Financial Studies, Vol. 17, No. 2, 2004, pp. 463-498.
46. Cudd, M., Duggal, R. and Sarkar, S., *Share Repurchase Motives and Stock Market Reaction*, Quarterly Journal of Business and Economics, Vol. 35, No. 2, 1996, pp. 66-76.
47. Dann, L. Y., *COMMON STOCK REPURCHASES: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders*, Journal of Financial Economics, Vol. 9, 1981, pp. 113-138.
48. Denis, D. J., *Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends*, The Journal of Finance, Vol. XLV, No. 5, 1990, pp. 1433-1456.
49. Dittmar, A. K., *Why Do Firms Repurchase Stock?* The Journal of Business, Vol. 73, No. 3, 2000, pp. 331-355.
50. Dixon, R., Palmer, G., Stradling, B. and Woodhead, A., *An empirical survey of the motivation for share repurchases in the UK*, Managerial Finance, Vol. 34 (2), 2008, pp. 886-906.
51. Easterbrook, F. H., *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, American Economic Review, Vol. 74, No. 4, 1984, pp. 650-659.
52. Eije, H. V. and Megginson, W. L., *Dividends and share repurchases in the European Union*, Journal of Financial Economics, Vol. 89, Issue. 2, 2008, pp. 347-374.
53. Erwin, G. R. and Miller, J. M., *The Intra-Industry Effects of Open Market Share Repurchases: Contagion or Competitive?* The Journal of Financial Research, Vol. XXI, No. 4, 1998, pp. 389-406.

54. Ginglinger, E. and Hamon, J., *Actual share repurchase, timing and liquidity*, Journal of Banking & Finance, Vol. 31, Issue. 3, 2007, pp. 915-938,
55. Ginglinger, E. and L'Her, J. F., *Ownership Structure and Open Market Stock Repurchases in France*, The European Journal of Finance, Vol. 12, No. 1, 2006, pp. 77-94.
56. Gong, G., Louis, H. and Sun, A. X., *Earnings Management and Firm Performance Following Open-Market Repurchases*, The Journal of Finance, Vol. LXIII, No. 2, 2008, pp. 947-986.
57. Grossman, S. J., and Hart, O. D., *Takeover Bids, the Free Rider Problems, and the Theory of the Corporation*, Bell Journal of Economics, Vol. 11 (1), 1980, pp. 42-64.
58. Grullon, G. and Ikenberry, D.L., *What Do We Know About Stock Repurchases?* Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 13.1, 2000, pp. 31-51.
59. Grullon, G. and Michaely, R., *Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis*, The Journal of Finance, Vol. LVII, No. 4, 2002, pp. 1649-1684.
60. Grullon, G. and Michaely, R., *The information content of share repurchase programs*, The Journal of Finance, Vol. 59, 2004, pp. 651-680.
61. Guay, W. and Harford, J., *The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases*, Journal of Financial Economics, Vol. 57, 2000, pp. 385-415.
62. Gup, B. E. and Nam, D., *Stock Buybacks, Corporate Performance, and EVA*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14.1, 2001, pp. 99-110.
63. Hatakeda, T. and Isagawa, N., *Stock price behavior surrounding stock repurchase announcements: Evidence from Japan*, Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 12, 2004, pp. 271-290.
64. Hertz, M. G., *The Effects of Stock Repurchases on Rival Firms*, The Journal of Finance, Vol. XLVI, No. 2, 1991, pp. 707-716.
65. Hillert, A., Maug, E. and Obernberger, S., *Stock repurchases and liquidity*, Journal of Financial Economics, Vol. 119, 2016, pp. 186-209.

66. Houcine, R. E. and Boubaker, A., *The Relation between Stock Repurchase and Ownership Structure in France*, International Journal of Accounting and Financial Reporting, Vol. 3, No. 2, 2013, pp. 149-161.

67. Hribar, P., Jenkins, N. T. and Johnson, W. B., *Stock repurchases as an earnings management device*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 41, 2006, pp. 3-27.

68. Ikenberry, D., Lakonishok, J. and Vermaelen, T., *Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading*, The Journal of Finance, Vol. LV, 2000, pp. 2373-2397

69. Ikenberry, D., Lakonishok, J. and Vermaelen, T., *Market underreaction to open market share repurchases*, Journal of Financial Economics, Vol. 39, 1995, pp. 181-208.

70. Ikenberry, D. and Vermaelen, T., *The Option to Repurchase Stock*, Financial Management, Vol. 25, No. 4, 1996, pp. 9-24.

71. Isagawa, N., *Open-Market Repurchase Announcements and Stock Price Behavior in Inefficient Markets*, Financial Management, Vol. 31, No. 3, 2002, pp. 5-20.

72. Jagannathan, M. and Stephens, C., *Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs*, Financial Management, Vol. 32, No. 2, 2003, pp. 71-91.

73. Jagannathan, M., Stephens, C. and Weisbach, M. S., *Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases*, Journal of Financial Economics, Vol. 57, 2000, pp. 355-384.

74. Jensen, M. C., *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, American Economic Review, Vol. 76, 1986, pp. 323-329.

75. John, K. and Williams, J., *Dividends, Dilution, and Taxes: A signaling Equilibrium*, The Journal of Finance, Vol. 40 (4), 1985, pp. 1053-1070.

76. Lakonishok, J. and Vermaelen, T., *Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers*, The Journal of Finance, Vol. XLV, No. 2, 1990, pp. 455-477.

77. Lee, Y. G., Jung, S. C. and Thornton, J. H., *Long-term stock performance after open-market repurchase in Korea*, *Global Finance Journal*, Vol. 16, 2005, pp. 191-209.

78. Liao, T. L., Ke, M-C. and Yu, H-T., *Anomalous price behavior around stock repurchases on the Taiwan stock exchange*, *Applied Economics Letter*, Vol. 12, Issue 1, 2005, pp. 29-39.

79. Lie, E. and Lie, H. J., *The Role of Personal Taxes in Corporate Decisions: An Empirical Analysis of Share Repurchases and Dividends*, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 34, No. 4, 1991, pp. 533-552.

80. Lie, E., *Operating performance following open market share repurchase announcements*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, 2005, pp. 411-436.

81. Lie, E. and Lie, H. J., *The Role of Personal Taxes in Corporate Decisions: An Empirical Analysis of Repurchases and Dividends*, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 34, No. 4, 1999, pp. 533-552

82. Lintner, J., *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*, *American Economic Review*, Vol. 46, 1956, pp. 97-113.

83. Liu, C.S. and Ziebart, D.A., *Stock Returns and Open-Market Stock Repurchase Announcements*, *The Financial Review*, Vol. 32, No. 3, 1997, pp. 709-728.

84. Maksimovic, V., *Capital structure in repeated oligopolies*, *Rand Journal of Economics*, Vol. 19, 1988, pp. 389-407.

85. Masulis, R. W., *Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes*, *The Journal of Finance*, Vol. XXXV, No. 2, 1980, pp. 305-319.

86. McNally, W. J., Smith, B. F. and Barnes, T., *The Price Impacts of Open Market Repurchase Trades*, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33(5) & (6), 2006, pp. 735-752.

87. Miller, J. M. and Shanker, S. G., *The Effects of Open-Market Stock Repurchases by Insurance Companies*, *Journal of Insurance Issues*, Vol. 28, No. 2, 2005, pp. 167-182.

88. Miller, M. H. and Rock, K., *Dividend policy under asymmetric information*, Journal of Finance, Vol. 40, 1985, pp. 1031-1051.

89. Myers, J. N., Myers, L. A. and Skinner, D. J., *Earnings Momentum and Earnings Management*, Journal of Accounting, Auditing & Finance, Vol. 22, 2007, pp. 249-284.

90. Nayar, N., Singh, A. K. and Zebedee, A. A., *Share Repurchase Offers and Liquidity: An Examination of Temporary and Permanent Effects*, Financial Management, 2008, pp. 251-270.

91. Nohel, T. and Tarhan, V., *Share repurchases and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow*, Journal of Financial Economics, Vol. 49, 1998, pp. 187-222.

92. Obernberger, S., *The Timing of Actual Share Repurchases*, Working paper, 2014, available at SSRN:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2434214

93. Persons, J. C., *Signaling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases: Dutch Auctions versus Fixed Price Tender Offer*, The Journal of Finance, Vol. 49, No. 4, 1994, pp. 1373-1402.

94. Peyer, U. and Vermaelen, T., *The many facets of privately negotiated share repurchases*, Journal of Financial Economics, Vol. 75, 2005, pp. 361-395.

95. Rau, P. R. and Vermaelen, T., *Regulation, Taxes, and Share Repurchases in The United Kingdom*, The Journal of Business, Vol. 75, No. 2, 2002, pp. 245-282.

96. Ross, S., *The Determination of Capital Structure: The Incentive-Signaling Approach*, Bell Journal of Economics, Vol. 8 (1), 1977, pp. 23-40.

97. Samuel S. Stewart, Jr., *Should a corporation repurchase its own stock?* The Journal of Finance, Vol. XXXI, No. 3, 1976, pp. 991-921.

98. Singh, A. K., Zaman, M. A. and Krishnamurti, C., *Liquidity Changes Associated with Open Market Repurchases*, Financial Management, Vol. 23, No. 23, 1994, pp. 47-55.

99. Sinha, S., *Share Repurchase as a Takeover Defense*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 26, No. 2, 1991, pp. 233-244.

100. Stephens, C. and Weisbach. M., *Actual share reacquisitions in the open-market repurchase programs*, Journal of Finance, Vol. 53, 1998, pp. 313-333.
101. Stulz, R., *Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control*, Journal of Financial Economics, Vol. 20, 1988, pp. 25-54.
102. Titman, S., *The effect of capital structure on a firm's liquidation decision*, Journal of Financial Economics, Vol. 13, 1984, pp. 137-151.
103. Tsetsekos, G. P., Kaufman, D. J. and Gitman, L. J., *A Survey of Stock Repurchase Motivations and Practices of Major U.S. Corporations*, The Journal of Applied Business Research, Vol. 7 (3), 1991, pp. 15-21.
104. Vermaelen, T., *Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study*, Journal of Financial Economics, Vol. 9, 1981, pp. 139-183.
105. Vermaelen, T., *Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 19 (02), 1984, pp. 163-181.
106. Vermaelen, T., *Share Repurchase*, Foundation and Trends in Finance, Vol. 1, No. 3, 2005, pp. 171-268.
107. Voss, J., *Why do Firms Repurchase Stock? Major Themes in Economics*, 2012, pp. 55-75.
108. Wiggins, J. B., *Open market stock repurchase programs and liquidity*, The Journal of Financial Research, Vol. XVII, No. 2, 1994, pp. 217-229.
109. Yaping, N., *The Theoretical Framework of Earnings Management*, Canadian Social Science, Vol. 1 (3), 2005, pp. 32-38.
110. Yook, K. C., *Long-run stock performance following stock repurchases*, The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 50, 2010, pp. 323-331.
111. Zhao, Y., *The Effects of Share Repurchase on Performance during Financial Crisis – Empirical Study of Shanghai Stock Exchange*, 2014.

PHỤ LỤC

Phụ lục 1a: Bảng câu hỏi phỏng vấn sâu dành cho các nhà quản trị các công ty công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam có hoạt động mua lại cổ phiếu

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
Trường Đại học Ngoại thương

Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam
Độc lập – Tự do – Hạnh phúc

BẢNG CÂU HỎI PHỎNG VẤN SÂU

Về động cơ thực hiện và ảnh hưởng khi các công ty trong ngành công nghiệp thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu

(Dành cho các nhà quản trị các công ty công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam có hoạt động mua lại cổ phiếu)

Kính chào Quý Ông/Bà,

Tôi tên là Nguyễn Thị Hoa Hồng, hiện đang là nghiên cứu sinh ngành Kinh doanh, chuyên ngành Quản trị Kinh doanh tại Trường Đại học Ngoại thương. Tôi đang thực hiện luận án tiến sĩ với đề tài “*Nghiên cứu hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”. Mục đích của nghiên cứu nhằm tìm hiểu về động cơ các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu và đánh giá những ảnh hưởng của hoạt động này tới các công ty thực hiện cũng như các đối tượng khác tham gia thị trường tài chính, từ đó giúp doanh nghiệp sử dụng hoạt động này hiệu quả hơn cũng như đưa ra những đề xuất/giải pháp cho các bên tham gia vào thị trường tài chính Việt Nam.

Để giúp nghiên cứu có đầy đủ thông tin thực hiện, tôi rất mong nhận được sự ủng hộ của Ông/Bà thông qua việc trả lời các câu hỏi phỏng vấn dưới đây. Tôi xin cam kết rằng những thông tin mà Ông/Bà cung cấp chỉ được sử dụng để phục vụ cho mục đích khoa học, không sử dụng vào bất kỳ mục đích nào khác.

Xin chân thành cảm ơn Ông/Bà.

I. Phần thông tin chung

1. Họ tên:

Tuổi:

Giới tính:

2. Trình độ chuyên môn:

3. Đơn vị công tác:

4. Chức vụ:

Điện thoại:

Email:

II. Về động cơ thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu

1. Theo Ông/Bà thì động cơ chính mà các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu là gì?

2. Công ty của Ông/Bà có hoàn thành các giao dịch mua lại cổ phiếu theo đúng như thông báo mua lại không? Nếu không hoàn thành thì lý do là gì?

3. Công ty của Ông/Bà có thường sử dụng hoạt động mua lại cổ phiếu không?

III. Về ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu

4. Theo Ông/Bà, hoạt động mua lại cổ phiếu có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá cổ phiếu của chính doanh nghiệp thực hiện không? Ảnh hưởng đó theo hướng tích cực hay tiêu cực?

5. Theo Ông/Bà, nếu một công ty thông báo mua lại cổ phiếu thì có ảnh hưởng đến các công ty trong cùng ngành hay không? Ảnh hưởng này thường theo hướng tích cực hay tiêu cực?

IV. Đánh giá về hoạt động mua lại cổ phiếu

6. Ông/Bà đánh giá như thế nào về hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam hiện nay?

7. Ông/Bà có kiến nghị gì để hoàn thiện hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam hiện nay?

Phụ lục 1b: Bảng câu hỏi phỏng vấn sâu dành cho các chuyên gia trong lĩnh vực tài chính

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
Trường Đại học Ngoại thương

Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam
Độc lập – Tự do – Hạnh phúc

BẢNG CÂU HỎI PHỎNG VẤN SÂU

Về động cơ thực hiện và ảnh hưởng khi các công ty trong ngành công nghiệp thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu

(Dành cho các chuyên gia trong lĩnh vực tài chính)

Kính chào Quý Ông/Bà,

Tôi tên là Nguyễn Thị Hoa Hồng, hiện đang là nghiên cứu sinh ngành Kinh doanh, chuyên ngành Quản trị Kinh doanh tại Trường Đại học Ngoại thương. Tôi đang thực hiện luận án tiến sĩ với đề tài “*Nghiên cứu hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”. Mục đích của nghiên cứu nhằm tìm hiểu về động cơ các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu và đánh giá những ảnh hưởng của hoạt động này tới các công ty thực hiện cũng như các đối tượng khác tham gia thị trường tài chính. Từ đó, đề tài góp phần hướng dẫn các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu một cách hiệu quả cũng như đưa ra những đề xuất/giải pháp cho các bên tham gia vào thị trường tài chính Việt Nam nhằm quản lý/đối phó với ảnh hưởng từ hoạt động này.

Để giúp nghiên cứu có đầy đủ thông tin thực hiện, tôi rất mong nhận được sự ủng hộ của Ông/Bà thông qua việc trả lời các câu hỏi phỏng vấn dưới đây. Tôi xin cam kết rằng những thông tin mà Ông/Bà cung cấp chỉ được sử dụng để phục vụ cho mục đích khoa học, không sử dụng vào bất kỳ mục đích nào khác.

Xin chân thành cảm ơn Ông/Bà.

I. Phần thông tin chung

1. Họ tên: Tuổi: Giới tính:
2. Trình độ chuyên môn:
3. Đơn vị công tác:

4. Chức vụ:

Điện thoại:

Email:

II. Về động cơ thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu

1. Theo Ông/Bà thì động cơ chính mà các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu là gì?

2. Theo Ông/Bà thì các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam có hoàn thành các giao dịch mua lại cổ phiếu theo đúng như thông báo mua lại không? Nếu các doanh nghiệp không hoàn thành, nguyên nhân là gì?

3. Theo Ông/Bà thì các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam có thường sử dụng hoạt động mua lại cổ phiếu không?

III. Về ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu

4. Theo Ông/Bà, hoạt động mua lại cổ phiếu có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá cổ phiếu của chính doanh nghiệp thực hiện hoạt động này không? Ảnh hưởng đó theo hướng tích cực hay tiêu cực?

5. Theo Ông/Bà, nếu một công ty thông báo mua lại cổ phiếu thì có ảnh hưởng đến các công ty trong cùng ngành hay không? Ảnh hưởng này thường theo hướng tích cực hay tiêu cực?

IV. Đánh giá về hoạt động mua lại cổ phiếu

6. Ông/Bà đánh giá như thế nào về hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam hiện nay?

7. Ông/Bà có kiến nghị gì để hoàn thiện hoạt động mua lại cổ phiếu tại các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam hiện nay?

**Phụ lục 2: Danh sách các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên
TTCK thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 2010-2017**

STT	Mã chứng khoán	Tên công ty	Sàn niêm yết
1	VNE	Tổng công ty CP Xây dựng điện Việt Nam	HOSE
2	PTC	Công ty CP Đầu tư và Xây dựng Bưu điện	HOSE
3	TCO	Công ty CP Vận tải Đa phương thức Duyên Hải	HOSE
4	CTD	Công ty CP Xây dựng Coteccons	HOSE
5	TMS	Công ty CP Transimex	HOSE
6	VPK	Công ty CP Bao bì dầu thực vật	HOSE
7	VC7	Công ty CP Xây dựng số 7	HNX
8	TCR	Công ty CP Công nghiệp Gốm sứ Taicera	HOSE
9	CII	Công ty CP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP HCM	HOSE
10	L14	Công ty CP LICOGI 14	HNX
11	DIC	Công ty CP Đầu tư và Thương mại DIC	HOSE
12	PAN	Công ty CP Tập đoàn PAN	HOSE
13	REE	Công ty CP Cơ điện lạnh	HOSE
14	SFI	Công ty CP Đại lý Vận tải SAFI	HOSE
15	LIG	Công ty CP LICOGI 13	HNX
16	VHG	Công ty CP Đầu tư Cao Su Quảng Nam	HOSE
17	VIT	Công ty CP Viglacera Tiên Sơn	HNX
18	VGP	Công ty CP Cảng Rau quả	HNX
19	MHC	Công ty CP MHC	HOSE
20	NCT	Công ty CP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài	HOSE
21	PVX	Tổng Công ty CP Xây lắp Dầu khí Việt Nam	HNX
22	VCS	Công ty CP VICOSTONE	HNX
23	STP	Công ty CP Công nghiệp Thương mại Sông Đà	HNX
24	CX8	Công ty CP Đầu tư và Xây lắp Constrexim số 8	HNX
25	LGC	Công ty CP Đầu tư Cầu đường CII	HOSE
26	S55	Công ty CP Sông Đà 505	HNX
27	NNC	Công ty CP Đá Núi Nhỏ	HOSE

28	MDG	Công ty CP miền Đông	HOSE
29	VTB	Công ty CP Viettronics Tân Bình	HOSE
30	SJC	Công ty CP Sông Đà 1.01	HNX
31	SRF	Công ty CP Kỹ Nghệ Lạnh	HOSE
32	HMH	Công ty CP Hải Minh	HNX
33	TV4	Công ty CP Tư vấn Xây dựng Điện 4	HNX
34	VE2	Công ty CP Xây dựng điện VNECO 2	HNX
35	PXT	Công ty CP Xây lắp Đường ống Bể chứa Dầu khí	HOSE
36	HBC	Công ty CP Tập đoàn Xây dựng Hoà Bình	HOSE
37	SPP	Công ty CP Bao bì Nhựa Sài Gòn	HNX
38	SAV	Công ty CP Hợp tác kinh tế và Xuất nhập khẩu SAVIMEX	HOSE
39	SFN	Công ty CP Dệt lưới Sài Gòn	HNX
40	TV2	Công ty CP Tư vấn Xây dựng Điện 2	HNX
41	VOS	Công ty CP Vận tải biển Việt Nam	HOSE
42	HTV	Công ty CP Vận tải Hà Tiên	HOSE
43	LHC	Công ty CP Đầu tư và Xây dựng Thủy Lợi Lâm Đồng	HNX
44	NHC	Công ty CP Gạch Ngói Nhị Hiệp	HNX
45	UDC	Công ty CP Xây dựng và Phát triển Đô thị tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu	HOSE
46	PHC	Công ty CP Xây dựng Phục Hưng Holdings	HOSE
47	VC1	Công ty CP Xây dựng số 1	HNX
48	VTS	Công ty CP Viglacera Từ Sơn	HNX
49	CVT	Công ty CP CMC	HOSE
50	VNT	Công ty CP Giao nhận Vận tải Ngoại thương	HNX
51	HOM	Công ty CP Xi măng VICEM Hoàng Mai	HNX
52	VIP	Công ty CP Vận tải Xăng dầu VIPCO	HOSE
53	HDO	Công ty CP Hưng Đạo Container	UpCOM*
54	MCG	Công ty CP Cơ điện và Xây dựng Việt Nam	HOSE
55	SDH	Công ty CP Xây dựng hạ tầng Sông Đà	UpCOM*
56	DIH	Công ty CP Đầu tư Phát triển Xây dựng - Hội An	HNX
57	VC9	Công ty CP Xây dựng số 9	HNX
58	TKC	Công ty CP Xây dựng và Kinh doanh Địa ốc Tân Kỳ	HNX

59	VE1	Công ty CP Xây dựng điện VNECO 1	HNX
60	VTO	Công ty CP Vận tải Xăng dầu VITACO	HOSE
61	SHN	Công ty CP Đầu tư Tổng hợp Hà Nội	HNX
62	LBM	Công ty CP Khoáng sản và Vật liệu xây dựng Lâm Đồng	HOSE
63	DC4	Công ty CP DIC số 4	HNX
64	MCC	Công ty CP Gạch ngói cao cấp	HNX
65	CTA	Công ty CP Vinavico	HNX
66	L44	Công ty CP Lilama 45.4	UpCOM*
67	VSC	Công ty CP Tập đoàn Container Việt Nam	HOSE
68	MCP	Công ty CP In và Bao bì Mỹ Châu	HOSE

*: những công ty này vào thời điểm phát sinh giao dịch mua lại cổ phiếu vẫn đang được niêm yết trên hai sàn HOSE hoặc HNX

Phụ lục 3: Kết quả chạy mô hình Tobit giải thích động cơ các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu giai đoạn 2010-2017

```
. tobit REP FCF MKBK PAYOUT Size LEV, ll vce(robust)
```

```
Tobit regression                               Number of obs   =       100
                                                F(   5,       95) =       2.41
                                                Prob > F        =       0.0423
Log pseudolikelihood = 181.95047                Pseudo R2       =      -0.0184
```

REP	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
FCF	-.0207843	.0279595	-0.74	0.459	-.0762909	.0347224
MKBK	-.0049234	.0039367	-1.25	0.214	-.0127387	.002892
PAYOUT	-.0154846	.0072729	-2.13	0.036	-.0299231	-.001046
Size	.0014944	.003522	0.42	0.672	-.0054977	.0084865
LEV	.0122997	.0160517	0.77	0.445	-.0195669	.0441664
_cons	-.0091697	.0913182	-0.10	0.920	-.1904593	.1721199
/sigma	.0383251	.0083934			.0216621	.054988

```
Obs. summary:      1 left-censored observation at REP<=3.885e-06
                   99 uncensored observations
                   0 right-censored observations
```

Phụ lục 4: Kết quả chạy mô hình FEM phân tích ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017

```

. encode Ticker, gen(ticker1)

. xtset ticker1 Year
    panel variable:  ticker1 (unbalanced)
    time variable:  Year, 2010 to 2017, but with gaps
                delta: 1 unit

. xtreg ROA BUY2 SIZE LEV PROFITEBITSALES CAPEX, fe vce(robust)

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =       100
Group variable: ticker1                       Number of groups =        68

R-sq:  within = 0.8142                          Obs per group: min =         1
        between = 0.3354                          avg =           1.5
        overall = 0.3815                          max =           5

                                                F(5, 67)        =       25.37
corr(u_i, Xb) = -0.5808                          Prob > F        =       0.0000

                                                (Std. Err. adjusted for 68 clusters in ticker1)

```

ROA	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
BUY2	.001374	.0009481	1.45	0.152	-.0005183	.0032664
SIZE	.0252339	.0111496	2.26	0.027	.0029793	.0474885
LEV	-.167993	.0693496	-2.42	0.018	-.3064154	-.0295706
PROFITEBITSALES	.3950473	.049158	8.04	0.000	.2969275	.4931671
CAPEX	-.1690751	.0261825	-6.46	0.000	-.2213355	-.1168147
_cons	-.6127937	.2897027	-2.12	0.038	-1.191043	-.0345447
sigma_u	.10151604					
sigma_e	.02509566					
rho	.9424074	(fraction of variance due to u_i)				

. xtreg ROE BUY2 SIZE LEV PROFITEBITSALES CAPEX, fe vce(robust)

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    100
Group variable: ticker1                Number of groups =     68

R-sq:  within = 0.8796                  Obs per group:  min =     1
      between = 0.2803                      avg =     1.5
      overall  = 0.3479                      max =     5

                                          F(5,67)         =   239.89
corr(u_i, Xb) = -0.7787                 Prob > F         =    0.0000
    
```

(Std. Err. adjusted for 68 clusters in ticker1)

ROE	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
BUY2	.0050521	.0039532	1.28	0.206	-.0028386	.0129429
SIZE	.0327466	.0316547	1.03	0.305	-.0304365	.0959297
LEV	-.0614225	.1168117	-0.53	0.601	-.2945796	.1717346
PROFITEBITSALES	1.047126	.0672995	15.56	0.000	.9127952	1.181456
CAPEX	-.5104938	.0291205	-17.53	0.000	-.5686185	-.452369
_cons	-.9692384	.8209553	-1.18	0.242	-2.607872	.6693952
sigma_u	.23045278					
sigma_e	.04448926					
rho	.96407017	(fraction of variance due to u_i)				

. xtreg TobinQ BUY2 SIZE LEV PROFITEBITSALES CAPEX, fe vce(robust)

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    100
Group variable: ticker1                Number of groups =     68

R-sq:  within = 0.2639                  Obs per group:  min =     1
      between = 0.0021                      avg =     1.5
      overall  = 0.0077                      max =     5

                                          F(5,67)         =     4.35
corr(u_i, Xb) = -0.7482                 Prob > F         =    0.0017
    
```

(Std. Err. adjusted for 68 clusters in ticker1)

TobinQ	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
BUY2	.0212089	.0093824	2.26	0.027	.0024816	.0399362
SIZE	.4130111	.131556	3.14	0.003	.1504243	.675598
LEV	-.6028189	.2924448	-2.06	0.043	-1.186541	-.0190965
PROFITEBITSALES	.0149181	.5033628	0.03	0.976	-.9897982	1.019634
CAPEX	.3902264	.316988	1.23	0.223	-.2424844	1.022937
_cons	-10.40917	3.61459	-2.88	0.005	-17.62392	-3.194418
sigma_u	.7679904					
sigma_e	.20707191					
rho	.93222762	(fraction of variance due to u_i)				

Phụ lục 5: Kết quả chạy mô hình OLS phân tích các nhân tố ảnh hưởng tới lợi nhuận bất thường tích lũy trong khung sự kiện (-1, 1) xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017

```
. regress END3 ROA Liquidity FCF LV2 Size Repurchase BTM PERIOD2, vce(robust)
```

```
Linear regression                               Number of obs =      92
                                                F( 8,      83) =    2.45
                                                Prob > F          =  0.0197
                                                R-squared         =  0.1035
                                                Root MSE         =  .04856
```

END3	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ROA	.0342259	.063758	0.54	0.593	-.0925862	.161038
Liquidity	.0081609	.0042728	1.91	0.060	-.0003375	.0166593
FCF	.0137387	.037519	0.37	0.715	-.0608851	.0883625
LV2	.0032686	.0044893	0.73	0.469	-.0056603	.0121976
Size	.007167	.0042587	1.68	0.096	-.0013034	.0156373
Repurchase	.1103522	.0959976	1.15	0.254	-.0805832	.3012876
BTM	-.0585489	.0416762	-1.40	0.164	-.1414411	.0243433
PERIOD2	-.0384191	.0113038	-3.40	0.001	-.0609019	-.0159363
_cons	-.1943398	.1155455	-1.68	0.096	-.4241552	.0354757

```
. regress ANN3 ROA Liquidity FCF LV2 Size Repurchase BTM PERIOD2, vce(robust)
```

```
Linear regression                               Number of obs =      92
                                                F( 8,      83) =    1.91
                                                Prob > F          =  0.0687
                                                R-squared         =  0.0556
                                                Root MSE         =  .05363
```

ANN3	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ROA	.1080209	.1261391	0.86	0.394	-.1428648	.3589065
Liquidity	.0010495	.0050056	0.21	0.834	-.0089064	.0110053
FCF	-.0392391	.0352285	-1.11	0.269	-.1093071	.030829
LV2	.0008399	.0036601	0.23	0.819	-.0064399	.0081198
Size	.0054782	.0042489	1.29	0.201	-.0029726	.013929
Repurchase	.1172062	.0902008	1.30	0.197	-.0621996	.296612
BTM	.0498347	.0533841	0.93	0.353	-.0563442	.1560136
PERIOD2	-.0230562	.0123252	-1.87	0.065	-.0475706	.0014582
_cons	-.1817799	.1280624	-1.42	0.160	-.4364909	.0729311


```
. regress END3 ROA Liquidity FCF LV2 Size Repurchase BTM PERIOD2, vce(robust)
```

```
Linear regression
```

```
Number of obs =      67
F( 8, 58) =      1.52
Prob > F      =      0.0705
R-squared     =      0.1317
Root MSE     =      .05433
```

END3	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
ROA	.0579829	.0747868	0.78	0.441	-.0917193	.207685
Liquidity	.0094198	.0054581	1.73	0.090	-.0015058	.0203454
FCF	-.0129814	.0452854	-0.29	0.775	-.10363	.0776672
LV2	.0042273	.0060516	0.70	0.488	-.0078863	.0163408
Size	.0116622	.0073122	1.59	0.116	-.0029748	.0262992
Repurchase	.3133612	.2738824	1.14	0.257	-.234874	.8615963
BTM	-.0854239	.050789	-1.68	0.098	-.1870891	.0162413
PERIOD2	-.0242178	.0139677	-1.73	0.088	-.0521772	.0037417
_cons	-.3139534	.187579	-1.67	0.100	-.6894335	.0615267

```
. regress ANN3 ROA Liquidity FCF LV2 Size Repurchase BTM PERIOD2, vce(robust)
```

```
Linear regression
```

```
Number of obs =      67
F( 8, 58) =      4.05
Prob > F      =      0.0007
R-squared     =      0.0428
Root MSE     =      .05977
```

ANN3	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
ROA	.0824312	.1318139	0.63	0.534	-.181423	.3462854
Liquidity	-.0000797	.0058694	-0.01	0.989	-.0118287	.0116692
FCF	-.0327883	.0397515	-0.82	0.413	-.1123595	.046783
LV2	-.000235	.0041852	-0.06	0.955	-.0086127	.0081427
Size	.0001202	.0066497	0.02	0.986	-.0131906	.013431
Repurchase	.2224086	.2199543	1.01	0.316	-.2178777	.6626948
BTM	.0359435	.0621548	0.58	0.565	-.0884728	.1603598
PERIOD2	-.0344765	.0147242	-2.34	0.023	-.0639503	-.0050028
_cons	-.030152	.1787168	-0.17	0.867	-.3878926	.3275886

```
. regress END3 ROA Liquidity FCF LV2 Size Repurchase BTM PERIOD2, vce(robust)
```

```
Linear regression
```

```
Number of obs =    25
F( 8,    16) =    5.66
Prob > F      =    0.0016
R-squared     =    0.5258
Root MSE     =    .02454
```

END3	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
ROA	.0867474	.2337442	0.37	0.715	-.4087682	.5822629
Liquidity	-.0034946	.0082332	-0.42	0.677	-.0209481	.013959
FCF	.1227395	.0467795	2.62	0.018	.0235713	.2219077
LV2	-.005217	.005518	-0.95	0.358	-.0169145	.0064806
Size	.008837	.0047043	1.88	0.079	-.0011357	.0188097
Repurchase	.0025994	.0555952	0.05	0.963	-.1152571	.1204558
BTM	.0492363	.0591162	0.83	0.417	-.0760845	.1745572
PERIOD2	-.0378486	.0139871	-2.71	0.016	-.0674999	-.0081973
_cons	-.2499357	.1529693	-1.63	0.122	-.574216	.0743447

```
. regress ANN3 ROA Liquidity FCF LV2 Size Repurchase BTM PERIOD2, vce(robust)
```

```
Linear regression
```

```
Number of obs =    25
F( 8,    16) =    4.16
Prob > F      =    0.0074
R-squared     =    0.4737
Root MSE     =    .03454
```

ANN3	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
ROA	.0735364	.2866259	0.26	0.801	-.5340834	.6811563
Liquidity	.0069354	.0092725	0.75	0.465	-.0127215	.0265923
FCF	-.0317844	.0464656	-0.68	0.504	-.130287	.0667183
LV2	.0042923	.0087582	0.49	0.631	-.0142742	.0228589
Size	.0204758	.0070315	2.91	0.010	.0055697	.035382
Repurchase	.03338	.0860678	0.39	0.703	-.1490757	.2158356
BTM	.247267	.105519	2.34	0.032	.0235767	.4709572
PERIOD2	-.0177494	.0175128	-1.01	0.326	-.054875	.0193761
_cons	-.6721939	.2520236	-2.67	0.017	-1.20646	-.1379278

Phụ lục 6: Kết quả chạy mô hình OLS phân tích các nhân tố ảnh hưởng tới lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty cùng ngành trong khung sự kiện (-1, 1) xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu của các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017

```
. regress AT Sum ROE Cash Leverage Size Interest Liquidity PERIOD2, vce(robust)
```

```
Linear regression                               Number of obs =      92
                                                F(  8,    83) =    3.68
                                                Prob > F      =  0.0010
                                                R-squared    =  0.1552
                                                Root MSE    =  .02575
```

AT	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Sum	.0856794	.0332733	2.58	0.012	.0195001	.1518588
ROE	.1836911	.1435374	1.28	0.204	-.1017991	.4691813
Cash	-.0229295	1.060686	-0.02	0.983	-2.132592	2.086733
Leverage	-.0110605	.0938508	-0.12	0.906	-.197726	.1756049
Size	.0008916	.0782957	0.01	0.991	-.1548353	.1566186
Interest	-.0002375	.0001685	-1.41	0.162	-.0005726	.0000976
Liquidity	-.1618461	.0544134	-2.97	0.004	-.2700721	-.0536201
PERIOD2	.0533991	.015791	3.38	0.001	.0219916	.0848067
_cons	.1835045	2.315647	0.08	0.937	-4.422225	4.789234

```
. regress ACAR3 Sum ROE Cash Leverage Size Interest Liquidity PERIOD2, vce(robust)
```

```
Linear regression                               Number of obs =      92
                                                F(  8,    83) =    2.26
                                                Prob > F      =  0.0306
                                                R-squared    =  0.0391
                                                Root MSE    =  .02145
```

ACAR3	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Sum	.0171543	.0264128	0.65	0.518	-.0353797	.0696884
ROE	.020226	.1055785	0.19	0.849	-.1897654	.2302173
Cash	.4820592	.8714614	0.55	0.582	-1.251242	2.215361
Leverage	.0316253	.0740121	0.43	0.670	-.1155818	.1788324
Size	.0029692	.0727865	0.04	0.968	-.1418002	.1477387
Interest	-.000158	.0001331	-1.19	0.238	-.0004227	.0001067
Liquidity	-.0747612	.0416045	-1.80	0.076	-.1575108	.0079884
PERIOD2	.0185604	.0103375	1.80	0.076	-.0020004	.0391212
_cons	-.0903818	2.104375	-0.04	0.966	-4.275899	4.095135