

## MỤC LỤC

### KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Thị Hoa Hồng và Nguyễn Văn Tùng** - Biến động giá cổ phiếu xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Mã số: 128.1FiBa.11* 2  
*Stock Price Fluctuations around the Buy-back Announcement of Listed Companies on Vietnamese Stock Market*
- 2. Trần Thị Thu Hiền và Đàm Văn Huệ** - Một số yếu tố tác động tới quy mô giao dịch của trái phiếu doanh nghiệp niêm yết. *Mã số: 128.1FiBa.11* 10  
*Influencing Factors on the Transaction Volume of Listed Corporate Bonds*

### QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 3. Dương Thị Hoài Nhung và Lê Thái Phong** - Đánh giá năng lực quản lý của nhân sự phụ trách kinh doanh tại các ngân hàng thương mại (NHTM) Việt Nam bằng phương pháp ma trận. *Mã số: 128.2HRMg.21* 20  
*Evaluating Management Capacity of Sales Managers Working in Vietnamese Commercial Banks by Matrix Method*
- 4. Nguyễn Trần Hưng và Vũ Thị Thúy Hằng** - Nghiên cứu ảnh hưởng của truyền thông xã hội tới hiệu quả hoạt động kinh doanh trực tuyến của các doanh nghiệp Việt Nam. *Mã số: 128.2BMkt.21* 31  
*A Study on the Impact of Social Media on Online Business Performance of Vietnamese Enterprises*
- 5. Đào Thanh Bình** - Xây dựng mô hình chấm điểm tín dụng khách hàng cá nhân vay tiêu dùng tại Việt Nam. *Mã số: 128.2FiBa.21* 47  
*Establishing Credit Scoring Model for Consumer Loans in Vietnam*
- 6. Bùi Thị Thu Loan, Vũ Duy Hào và Chu Thị Hiền** - Các nhân tố ảnh hưởng đến ý định sử dụng Internet banking trong thanh toán học phí: nghiên cứu trường hợp sinh viên Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội. *Mã số: 128.2GEMg.21* 55  
*Factors Affecting the Intention of Using Internet Banking in Tuition Payment: A Case Study of Hanoi University of Industry Students*

### Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 7. Đoàn Văn Anh** - IAS 41 - Nông nghiệp và những vấn đề đặt ra cho kế toán nông nghiệp của Việt Nam hiện nay. *Mã số: 128.3BAcc.32* 63  
*IAS 41 - Agriculture and Current Issues for Vietnam's Agricultural Accounting*

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU XUNG QUANH THÔNG BÁO MUA LẠI CỔ PHIẾU CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

**Nguyễn Thị Hoa Hồng**

**Trường Đại học Ngoại thương**

**Email: hongnth@ftu.edu.vn**

**Nguyễn Văn Tùng**

**Trường Đại học Ngoại thương**

**Email: nguyenvantung.ftu@gmail.com**

**Ngày nhận:** 11/01/2019

**Ngày nhận lại:** 13/04/2019

**Ngày duyệt đăng:** 16/04/2019

**B**ài viết nghiên cứu biến động giá cổ phiếu xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở của các công ty niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX tại Việt Nam giai đoạn 2011-2017. Sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, nghiên cứu chỉ ra rằng các công ty niêm yết tại Việt Nam hầu như không xuất hiện lợi nhuận bất thường tích lũy trong cửa sổ sự kiện năm ngày trước và xung quanh thời điểm doanh nghiệp thông báo mua lại, ngoại trừ biến động giá giảm xuống tại ngày thông báo và sau thời điểm đó. Nghiên cứu cũng đưa ra giải thích rằng các doanh nghiệp chỉ có ý định thông báo mua lại cổ phiếu để tăng giá cổ phiếu chứ không có ý định thực hiện nên thị trường phản ứng tiêu cực sau thông báo. Bên cạnh đó, nghiên cứu phân tích các doanh nghiệp có quy mô càng lớn, chênh lệch giữa giá trị thị trường và giá trị ghi sổ càng ít, tỷ lệ sở hữu nhà nước thấp thì càng có ảnh hưởng tới lợi nhuận bất thường tích lũy xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu.

**Từ khóa:** Biến động giá cổ phiếu, lợi nhuận bất thường tích lũy, mua lại cổ phiếu, hồi quy OLS.

### 1. Đặt vấn đề

Từ đầu những năm 90, mua lại cổ phiếu đã được xem là một chiến lược tài chính rất quan trọng của các công ty ở các nước phát triển như Mỹ hay các nước ở Châu Âu (Grullon và Michaely, 2002). Một trong những động cơ quan trọng mà các doanh nghiệp muốn đạt được thông qua mua lại cổ phiếu là cải thiện giá cổ phiếu bằng cách phát tín hiệu đến thị trường rằng cổ phiếu của doanh nghiệp đang bị định giá thấp (Dittmar, 2000; Voss, 2012). Các nghiên cứu trên thế giới đều chỉ ra phản ứng tích cực của thị trường sau các thông báo mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp, với lợi nhuận bất thường tích lũy từ 2,2% đến 17% xung quanh ngày thông báo (Masulis, 1980; Comment và Jarell, 1991 hay Chan và cộng sự, 2004).

Tại thị trường Việt Nam, hoạt động mua lại cổ phiếu đã xuất hiện từ năm 2005 và trở nên phổ biến

vào giai đoạn 2010-2012 theo số liệu được cung cấp bởi Công ty CP StoxPlus. Nghiên cứu của Từ Thị Kim Thoa và cộng sự (2015) đã kiểm định một số giả thuyết ảnh hưởng đến quyết định mua lại cổ phiếu ở Việt Nam và đưa ra kết quả doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu nhằm phát tín hiệu tới thị trường về cổ phiếu đang bị định dưới giá. Tuy nhiên, quy định về mua lại cổ phiếu ở Việt Nam lại có nhiều khác biệt so với quy định trên các thị trường tiên tiến trên thế giới, trong đó tại Việt Nam các thông báo về chương trình mua lại cổ phiếu được thực hiện sau khi đã hoàn tất giao dịch, khiến phản ứng của nhà đầu tư đối với các thông báo mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp Việt Nam sẽ có những điểm không giống với thị trường thế giới.

Với sự khác biệt về thị trường, pháp luật và quy mô, việc tìm hiểu về biến động giá cổ phiếu xung quanh các thông báo mua lại cổ phiếu tại Việt Nam

là rất cần thiết để các doanh nghiệp nâng cao nhận thức về ảnh hưởng của hoạt động này cũng như sử dụng công cụ mua lại cổ phiếu một cách hiệu quả hơn, đặc biệt trong bối cảnh cuộc cách mạng công nghiệp 4.0 đang ảnh hưởng sâu rộng tại Việt Nam.

## **2. Tổng quan nghiên cứu về biến động giá cổ phiếu xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu**

Có nhiều nghiên cứu trên thế giới đánh giá về biến động giá cổ phiếu của doanh nghiệp xung quanh các thông báo mua lại cổ phiếu, trong đó 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) trên 131 thương vụ chào mua cổ phiếu với giá cố định và 243 vụ mua lại cổ phiếu trên thị trường mở giai đoạn 1962-1978 đưa ra kết quả doanh nghiệp xuất hiện lợi nhuận bất thường dương trong 60 ngày trước và sau thông báo mua lại cổ phiếu. Nghiên cứu của Lakonishok và Vermaelen (1991) trên 258 vụ mua lại cổ phiếu với giá cố định tại Mỹ từ năm 1962 đến năm 1986 cũng đưa ra kết quả các thông báo mua lại cổ phiếu đều mang lại cho doanh nghiệp lợi nhuận bất thường tăng từ 15,75% lên 30,11%. Comment và Jarell (1991) tiếp tục cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về phản ứng của giá cổ phiếu đối với thông báo mua lại cổ phiếu trung bình khoảng 8,3% và 9,3% trong vòng 3 ngày và 7 ngày xung quanh ngày thông báo. Chan và các cộng sự (2004) tiến hành nghiên cứu trên 5508 thông báo mua lại cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường Mỹ giai đoạn 1980 - 1996 cũng cho kết quả tích cực: lợi nhuận bất thường tích lũy trong 3 ngày xung quanh ngày thông báo mua lại là 2,2%, phù hợp với các kết quả nghiên cứu trước đó. Nhóm tác giả Hatakeda và Isagawa (2004) sau khi kiểm định giá cổ phiếu của 452 doanh nghiệp niêm yết trên sàn Tokyo, Nhật Bản xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu từ tháng 11/1995 đến tháng 11/1998 cũng cho thấy kết quả giá cổ phiếu tăng sau khi doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu, cụ thể tăng 0,91% ngay trong ngày thông báo và 1,24%; 2,15% vào ngày +1 và ngày +2 sau thông báo.

Có thể thấy rằng các nghiên cứu về biến động giá cổ phiếu xung quanh các thông báo mua lại cổ phiếu đều sử dụng phương pháp kiểm định xem có sự xuất hiện của lợi nhuận bất thường xung quanh sự kiện này hay không. Tại Việt Nam, nghiên cứu của Võ Xuân Vinh và Trịnh Tấn Lực (2015) cũng chỉ ra

rằng thị trường có phản ứng với các thông báo mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 1008-2014 nhưng phản ứng chậm thông qua việc giá cổ phiếu tăng trong một giai đoạn sau khi thông tin được công bố. Tuy nhiên, vẫn rất ít nghiên cứu bổ sung thêm nội dung phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường tích lũy xung quanh các thông báo mua lại cổ phiếu. Vì vậy, trên cơ sở kế thừa các nghiên cứu trước thì bài viết tập trung phân tích biến động giá cổ phiếu xung quanh các thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở tại Việt Nam giai đoạn 2011-2017 và kiểm định các nhân tố có ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường tích lũy xung quanh sự kiện này.

## **3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu**

### **3.1. Dữ liệu**

Mẫu nghiên cứu ban đầu bao gồm tất cả các thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở của tất cả các công ty niêm yết trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX tại Việt Nam giai đoạn 2011-2017 được cung cấp bởi Công ty CP StoxPlus. Trong giai đoạn này có 833 thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở, tuy nhiên chỉ những thông báo thỏa mãn các điều kiện loại trừ mới được giữ lại trong nghiên cứu:

Ủy ban Chứng khoán Việt Nam cho phép các công ty thông báo mua lại cổ phiếu sau khi thực hiện trong thời hạn không quá 10 ngày, vì vậy nghiên cứu loại bỏ các thông báo quá thời hạn này.

Nghiên cứu cũng loại bỏ các công ty trong ngành tài chính, các thông báo có tỷ lệ cổ phiếu đăng ký mua lại trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành trên thị trường của công ty đó nhỏ hơn 0,25%.

Nghiên cứu loại bỏ các thông báo không có đầy đủ dữ liệu theo yêu cầu của phương pháp nghiên cứu như giá cổ phiếu và giá tham số thị trường VN-Index trong cửa sổ dự báo là [-121, -11] và cửa sổ sự kiện [-5, 5].

Sau khi lọc dữ liệu với các tiêu chí trên, từ 833 thông báo mua lại cổ phiếu giai đoạn 2011 - 2017, mẫu quan sát của bài nghiên cứu còn lại 206 thông báo.

Nghiên cứu chia 206 thông báo thành ba nhóm (Bảng 1):

- Nhóm A - Các công ty không mua lại bất kỳ cổ phiếu nào như thông báo
- Nhóm B - Các công ty thực hiện mua lại cổ phiếu ít hơn so với số lượng đã thông báo
- Nhóm C - Các công ty thực hiện mua lại nhiều hơn hoặc bằng 100% số lượng cổ phiếu đã đăng ký

trước đó. Số quan sát của toàn bộ mẫu và của mỗi nhóm được cho trong bảng sau.

Có thể thấy rằng trong giai đoạn 2011 - 2017, nhiều công ty nhiều lần thông báo mua lại cổ phiếu với 174 công ty nhưng có đến 206 thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mới. Xét theo ba nhóm, số lượng các thông báo trong nhóm A và nhóm B (139 thông báo) cao hơn 2 lần so với nhóm C (67 thông báo). Điều này cho thấy chỉ có 32,5% số lượng thông báo mua lại được các công ty thực hiện đầy đủ.

**Bảng 1:** Số lượng thông báo mua lại cổ phiếu và công ty theo 3 nhóm trong giai đoạn 2011 - 2017

Năm	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tổng
Số công ty	74	44	13	13	17	6	7	174
Số thông báo	91	55	13	14	19	6	8	206
Nhóm A	8	4	0	2	6	0	0	20
Nhóm B	55	37	9	6	6	2	4	119
Nhóm C	28	14	4	6	7	4	4	67

*Nguồn: Nhóm tác giả thống kê từ dữ liệu tài chính của StoxPlus*

### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

Phương pháp nghiên cứu được sử dụng để đánh giá biến động giá cổ phiếu xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu là phương pháp nghiên cứu sự kiện (Event Study) để tính toán lợi nhuận bất thường tích lũy xung quanh thời điểm doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu và kiểm định giá trị thống kê T để đánh giá giả thuyết cho rằng thông báo mua lại cổ phiếu có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của công ty hay không. Cuối cùng, nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy bình phương thông thường nhỏ nhất (Ordinary Least Square - OLS) nhằm phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường tích lũy xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu.

Phương pháp nghiên cứu sự kiện trong bài chọn cửa sổ dự báo từ [-121, -11] và cửa sổ sự kiện [-5; 5] để đánh giá tác động của thông báo mua lại cổ phiếu đến giá cổ phiếu với ngày sự kiện (ngày t=0) là ngày công ty đưa ra thông báo mua lại cổ phiếu.

Lợi nhuận hàng ngày thực tế của một cổ phiếu được tính theo công thức:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Trong đó:  $R_{i,t}$  là lợi nhuận thực tế của cổ phiếu  $i$  tại ngày  $t$ ,  $P_{i,t}$  là giá của cổ phiếu  $i$  vào ngày  $t$ ,  $P_{i,t-1}$  là giá của cổ phiếu  $i$  vào ngày  $t-1$ .

Lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được xác định bằng mô hình thị trường (market model), với chỉ số thị trường được dùng là chỉ số VN-Index:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i \times R_{m,t}$$

Trong đó  $R_{m,t}$  là lợi nhuận của thị trường ở ngày  $t$ , sử dụng chỉ số VN-Index. Các tham số  $\alpha$  và  $\beta$  được ước lượng bằng phương pháp hồi quy trong cửa sổ dự báo [-121, -11]

Lợi nhuận bất thường (Abnormal Return - AR) và lợi nhuận bất thường tích lũy (Cumulative Abnormal Return - CAR) được tính như sau:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

$$CAR_i[t_1; t_2] = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{i,t}$$

Trong đó  $AR_{i,t}$  là lợi nhuận bất thường của cổ phiếu  $i$  trong ngày  $t$ ;  $CAR_i[t_1; t_2]$  là lợi nhuận bất thường tích lũy của cổ

phiếu  $i$  trong khoảng thời gian từ ngày  $t_1$  đến ngày  $t_2$ ;

Lợi nhuận bất thường tích lũy trong bài nghiên cứu được tính toán trong các cửa sổ sự kiện là [-5, -1], [-4, -1], [-3, -1], [-2, -1], [1, 2], [1, 3], [1, 4], [1, 5], [-5, 5], [-3, 3], [-1, 1].

### 4. Kết quả nghiên cứu

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

Hầu hết các nghiên cứu trên thế giới đều chỉ ra rằng thông báo mua lại làm tăng giá cổ phiếu doanh nghiệp như Masulis (1980), Comment và Jarell (1991), Chan và cộng sự (2004) và Andriosopoulos and Lasfer (2015). Tuy nhiên, kết quả từ nghiên cứu này lại có sự khác biệt rất lớn với những nghiên cứu trên thế giới, trong đó tất cả các công ty niêm yết tại Việt Nam đều không xuất hiện lợi nhuận bất thường tích lũy (CAR) trong các cửa sổ sự kiện trước và xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu. Điều này có thể được lý giải là do khung pháp luật và các quy định về mua lại cổ phiếu tại Việt Nam chưa được hoàn thiện nên các doanh nghiệp dường như chỉ sử dụng mua lại cổ phiếu để làm tăng giá cổ phiếu mà không có ý định thực hiện theo đúng thông báo. Điều này phần nào làm mất niềm tin với cổ đông nên cổ đông không quan tâm tới những tín hiệu mà các thông báo mua lại cổ phiếu phát ra cho thị

**Bảng 2:** Lợi nhuận bất thường tích lũy của các công ty niêm yết có thông báo mua lại cổ phiếu tại Việt Nam giai đoạn 2011-2017

	CAR	Toàn bộ mẫu	Nhóm A	Nhóm B	Nhóm C
Trước ngày t = 0	[-5;-1]	0,004	-0,001	0,005	0,003
		(1,018)	(-0,114)	(0,994)	(0,441)
	[-4;-1]	0,004	0,002	0,005	0,002
		(1,106)	(0,402)	(1,079)	(0,282)
	[-3;-1]	0,002	0,004	0,002	0,001
(0,510)		(0,564)	(0,385)	(0,140)	
[-2;-1]	0,001	0,003	0,001	0,001	
	(0,401)	(0,610)	(0,146)	(0,304)	
t = 0	[0]	-0,002	-0,005	-0,001	-0,003
		(-1,229)	(-1,495*)	(-0,413)	(-1,120)
Sau ngày t = 0	[1;2]	-0,004	-0,006	-0,004	-0,002
		(-1,561*)	(-0,769)	(-1,462*)	(-0,383)
	[1;3]	-0,004	0,001	-0,007	-0,001
		(-1,428*)	(0,090)	(-1,876**)	(-0,193)
	[1;4]	-0,006	-0,005	-0,007	-0,003
(-1,573*)		(-0,432)	(-1,647*)	(-0,477)	
[1;5]	-0,004	-0,013	-0,003	-0,003	
	(-1,083)	(0,807)	(-0,721)	(-0,400)	
Xung quanh ngày t = 0	[-5;5]	-0,002	-0,019	0,001	-0,003
		(-0,381)	(-1,036)	(0,117)	(-0,265)
	[-3;3]	-0,005	-0,001	-0,006	-0,004
		(-0,972)	(-0,040)	(-0,929)	(-0,403)
	[-1;1]	-0,001	-0,003	-0,003	0,003
(-0,284)		(-0,480)	(-0,699)	(0,677)	

Số trong ngoặc đơn là giá trị thống kê t  
 \*\*, \* tương ứng với các mức ý nghĩa 5% và 10%

*Nguồn: Nhóm tác giả tính toán bằng phần mềm stata 13*

trường. Bằng chứng là trong 206 thông báo mua lại cổ phiếu chỉ có 67 thông báo là hoàn thành, còn lại là không được thực hiện theo đúng như thông báo (Số liệu Bảng 1).

Kết quả từ bảng 2 cũng chỉ ra lợi nhuận bất thường tích lũy âm chỉ tồn tại ở cửa sổ sự kiện [1, 2], [1, 3], [1, 4] sau thông báo mua lại cổ phiếu có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và 10% với toàn bộ mẫu và nhóm B (nhóm những công ty mua lại cổ phiếu ít hơn so với thông báo). Con số này một lần nữa

chứng minh cho nguyên nhân nhóm tác giả đưa ra rằng doanh nghiệp chỉ định sử dụng mua lại cổ phiếu như một công cụ thao túng giá nên các nhà đầu tư mất niềm tin vào các thông tin này. Vì vậy, giá cổ phiếu có xu hướng giảm xuống sau thông báo mua lại với -4%; -4%; -6% sau 2; 3; 4 ngày thông báo mua lại đối với toàn bộ mẫu và -4%; -7%; -7% sau 2; 3; 4 ngày thông báo đối với nhóm B. Nói một cách khác, việc không thực hiện mua lại cổ phiếu theo đúng số lượng cổ phiếu như đã thông báo đã gây thất vọng cho một số nhà đầu tư quan tâm tới các thông báo này. Vì vậy, phản ứng tiêu cực của thị trường đối với thông báo mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp kể từ thời điểm doanh này là một lẽ tất yếu, đặc biệt có thể thấy rõ tại nhóm những doanh nghiệp không mua lại một cổ phiếu nào như thông báo - Nhóm A (phản ứng ngay tại ngày sự kiện với CAR là -5% có ý nghĩa thống kê ở mức 10%) và nhóm những doanh nghiệp không hoàn thành kế hoạch mua lại (phản ứng ở các khoảng thời gian lần lượt là 2 ngày, 3 ngày và 4 ngày sau thông báo).

**4.2. Kết quả mô hình sử dụng phương pháp hồi quy với dữ liệu chéo**

**4.2.1. Mô hình nghiên cứu**

Để kiểm định các nhân tố ảnh hưởng tới lợi nhuận bất thường tích lũy xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu của các công ty niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2011-2017, nghiên cứu sử dụng

## KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS). Mô hình được xây dựng bao gồm các biến độc lập và phụ thuộc như sau:

$$CAR_{it}[-3;3] = \alpha_0 + \alpha_1 REPO_{it} + \alpha_2 SIZE_{i(t-1)} + \alpha_3 LEV_{i(t-1)} + \alpha_4 MTBV_{i(t-1)} + \alpha_5 ROA_{i(t-1)} + \alpha_6 STATE_{i(t-1)} + u_i$$

Trong đó:

$i$  là công ty thông báo mua lại cổ phiếu

$t$  là 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 công ty

thông báo mua lại cổ

phiếu, riêng biến

REPO được đo lường

vào năm doanh

ng nghiệp thông báo mua

lại cổ phiếu.

Khung sự kiện  $[-3,$

$3]$  được coi là khoảng

thời gian vừa đủ, không

quá dài để đo

lường được chính xác

những tác động của sự

kiện mua lại cổ phiếu

lên CAR của doanh

ng nghiệp, đây cũng là

khung sự kiện phổ

biến trong các nghiên

cứ kiểm định OLS

các nhân tố ảnh hưởng

đến CAR của doanh

ng nghiệp xung quanh

thông báo mua lại cổ

phiếu như Grullon và

Michaely (2002),

Andriosopoulos and

Lasfer (2015)...

4.2.2. *Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy*

Bảng 4 dưới đây

mô tả một số đặc điểm

định lượng của các

biến trong mô hình

hồi quy kiểm định các

nhân tố có ảnh hưởng tới lợi nhuận bất thường tích lũy xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu. Trong vòng 7 ngày xung quanh thời điểm doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu, CAR dao động từ -30,4% đến 26,2%; tỷ lệ đăng ký mua lại (REPO) cao nhất là 25% (đây là tỷ lệ đăng ký của mã chứng khoán VCS, công bố ngày 29/9/2014). Tính thanh khoản của 206 mẫu quan sát cũng khá tốt với giá trị trung bình của biến LEV là 1,496. Biến MTBV có giá trị trung bình là 0,932 chứng tỏ các doanh nghiệp có giá trị sổ sách cao hơn giá trị thị trường.

**Bảng 3:** Định nghĩa các biến và dấu kỳ vọng của các biến độc lập trong mô hình OLS

Biến độc lập	Giải thích	Lập luận về dấu kỳ vọng	Dấu kỳ vọng
CAR [-3; 3]	Biến phụ thuộc, là lợi nhuận bất thường tích lũy của công ty trong cửa sổ sự kiện [-3, 3] xung quanh ngày thông báo mua lại cổ phiếu		
REPO	Tỷ lệ giữa số lượng cổ phiếu công ty đăng ký mua lại và số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Tỷ số REPO càng cao sẽ tạo ra kỳ vọng về việc tăng chỉ số thu nhập trên một cổ phiếu (EPS) khiến nhu cầu về cổ phiếu công ty tăng	+
SIZE	Logarit của tổng tài sản	Các công ty càng nhỏ thường có khả năng càng ít xảy ra hiện tượng bất cân xứng thông tin nên các nhà đầu tư có xu hướng tin tưởng vào các thông báo mua lại cổ phiếu hơn	+
LEV	Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	Các công ty có chỉ số đòn bẩy thấp có xu hướng mua lại cổ phiếu để đưa chỉ số đòn bẩy về mức tối ưu	-
MTBV	Tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị ghi sổ	Sự chênh lệch càng lớn giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách càng thúc đẩy doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu để phát tín hiệu tới thị trường	+
ROA	Tỷ lệ giữa lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản	Thông thường, các doanh nghiệp có chỉ số ROA cao có nhiều cơ hội hơn với những khoản đầu tư thực sinh lời so với nhóm doanh nghiệp có chỉ số ROA thấp hơn. Vì vậy doanh nghiệp với chỉ số ROA thấp cảm thấy việc dùng tiền để mua lại lượng cổ phiếu là giải pháp tăng ROA	-
STATE	Tỷ lệ sở hữu nhà nước	Các công ty ngoài khối quốc doanh có xu hướng kiểm soát và công bố thông tin tốt hơn so với các công ty nhà nước, nên các thông báo mua lại cổ phiếu của các công ty ngoài quốc doanh thường được thị trường tin tưởng hơn	-

(Trong đó: + là tương quan thuận chiều, - là tương quan nghịch chiều)

Nguồn: Tác giả tự xây dựng và tổng hợp

Biến ROA có giá trị nhỏ nhất là -0,072, cho thấy trong 206 thông báo mua lại cổ phiếu vẫn có những doanh nghiệp có lợi nhuận sau thuế/vốn chủ sở hữu âm. Trong số các mẫu quan sát có các công ty không có sở hữu nhà nước nhưng cũng có công ty mà nhà nước sở hữu đến 96,7%.

4.2.3. *Kết quả nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính*

Kết quả kiểm định hồi quy OLS nhằm phân tích các nhân tố có ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường tích lũy trong cửa sổ sự kiện [-3, 3] xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu được trình bày ở Bảng 5 dưới đây:

Kết quả từ mô hình OLS trong bảng 5 đã giải thích sự phụ thuộc của lợi nhuận bất thường tích lũy trong cửa sổ sự kiện [-3, 3] xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu vào các biến độc lập SIZE, MTBV và STATE với mức ý nghĩa thống kê cao.

**Bảng 4:** Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy

Biến	Số lượng mẫu	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CAR[-3;3]	206	-0,005	0,069	-0,304	0,262
REPO	206	0,049	0,041	0,003	0,250
SIZE	206	27,387	1,817	23,381	32,877
LEV	206	1,496	1,836	0,038	12,966
MTBV	206	0,932	0,531	0,259	3,118
ROA	206	0,088	0,080	-0,072	0,415
STATE	206	0,174	0,215	0	0,967

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán bằng phần mềm stata 13

**Bảng 5:** Kết quả hồi quy OLS theo toàn bộ mẫu và từng nhóm doanh nghiệp

CAR[-3,3]	Dấu kỳ vọng	Toàn bộ mẫu	Nhóm A	Nhóm B	Nhóm C
REPO	+	0,046 (0,31)	-0,369 (-0,72)	0,264 (1,50)	-0,152 (-0,80)
SIZE	+	0,007 (2,63***)	-0,001 (-0,28)	0,008 (2,31**)	0,011 (1,69*)
LEV	-	0,001 (0,41)	0,005 (0,34)	-0,000 (-0,03)	0,002 (0,27)
MTBV	+	-0,012 (-1,66*)	-0,027 (-0,57)	-0,007 (-0,77)	-0,031 (-2,04**)
ROA	-	0,098 (1,69*)	0,199 (0,86)	0,070 (0,92)	0,173 (0,80)
STATE	-	-0,047 (-2,18**)	-0,162 (-2,70***)	-0,025 (-0,86)	-0,063 (-1,23)
_cons		-0,198 (-2,43**)	0,090 (0,59)	-0,246 (-2,35**)	-0,283 (-1,58)
N		206	20	119	67
R <sup>2</sup> điều chỉnh		0,030	0,344	0,048	0,015
Thống kê F		2,07*	2,66*	2,01*	1,16*

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

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán bằng phần mềm stata 13

Biến SIZE tương quan dương giống dấu kỳ vọng với biến phụ thuộc CAR trong cửa sổ  $[-3, 3]$  với ý nghĩa thống kê ở mức 1% trên toàn bộ mẫu và 5%; 10% trên nhóm B và nhóm C, chỉ ra rằng công ty có quy mô càng lớn thì phản ứng của thị trường càng tích cực với các thông báo mua lại cổ phiếu.

Nghiên cứu cũng tìm ra bằng chứng về mối liên hệ giữa tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách với CAR  $[-3, 3]$  nhưng khác với dấu kỳ vọng thì biến MTBV có tương quan âm với biến phụ thuộc ở mức thống kê ở mức 10% trên toàn bộ mẫu và 5% với nhóm C. Điều này cho thấy doanh nghiệp càng ít có sự chênh lệch giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách thì có xu hướng thực hiện các hoạt động mua lại cổ phiếu.

Bên cạnh đó, biến STATE cũng xác định được mối tương quan âm với CAR  $[-3, 3]$  giống với dấu kỳ vọng ở mức ý nghĩa thống kê 5% trên toàn bộ mẫu và 1% với nhóm A, tức doanh nghiệp mà tỷ lệ sở hữu nhà nước càng ít thì thị trường càng phản ứng tích cực với các thông báo mua lại cổ phiếu.

Mô hình có hệ số xác định bội R2 lần lượt là 0,030; 0,344; 0,048 và 0,015 với toàn bộ mẫu, nhóm A, nhóm B và nhóm C thể hiện các biến độc lập giải thích được 3%; 34,4%; 4,8% và 1,5% giá trị của biến phụ thuộc CAR $[-3, 3]$ . Thống kê F của mô hình cũng đều nhỏ hơn 0,1 nên mô hình này được coi là phù hợp.

### Kết luận

Mua lại cổ phiếu là một công cụ tài chính không còn xa lạ và được các công ty trên nhiều thị trường chứng khoán tiên tiến trên thế giới sử dụng nhằm mang lại những ảnh hưởng tích cực về giá cổ phiếu tới chính doanh nghiệp mình. Tuy nhiên, khác với những kết quả tích cực về giá cổ phiếu xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu trên thế giới thì nghiên cứu tại Việt Nam trên hai sàn HOSE và HNX trong giai đoạn 2011-2017 trên tất cả các thông báo mua

lại cổ phiếu trên thị trường mở lại đưa ra kết quả khác biệt. Bằng phương pháp nghiên cứu sự kiện, kết quả cho thấy hầu như không xuất hiện lợi nhuận bất thường tích lũy vào thời điểm trước và xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu tại Việt Nam. Nhóm tác giả cũng đưa ra giải thích do hệ thống pháp luật và quy định của Việt Nam còn nhiều lỗ hổng nên các nhà đầu tư dường như không mấy quan tâm tới các thông báo mua lại cổ phiếu trong khi các doanh nghiệp cũng chỉ có ý định sử dụng mua lại cổ phiếu nhằm tăng giá cổ phiếu mà không mất nhiều chi phí chứ không có ý định thực hiện mua lại theo đúng thông báo. Bằng chứng là ngay tại thời điểm doanh nghiệp thông báo và sau thông báo đã xuất hiện lợi nhuận bất thường tích lũy âm với toàn bộ mẫu quan sát và những nhóm không mua lại cổ phiếu nào hoặc mua lại ít hơn so với đăng ký.

Kết quả mô hình hồi quy OLS cũng đã đưa ra thêm thông tin về các nhân tố ảnh hưởng đến CAR  $[-3, 3]$  xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu bao gồm biến SIZE, MTBV và STATE. Điều này chỉ ra rằng, doanh nghiệp càng lớn, càng ít có sự chênh lệch giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách cũng như tỷ lệ sở hữu nhà nước thấp thì thị trường phản ứng tích cực hơn với các thông báo mua lại cổ phiếu.

Có thể thấy phần lớn các chương trình mua lại cổ phiếu tại thị trường chứng khoán Việt Nam chưa đáp ứng được kỳ vọng của cả thị trường và doanh nghiệp đến từ nhiều phía, vì thế đòi hỏi Nhà nước cần hoàn thiện hơn thị trường chứng khoán tương lai cũng cần nâng cao hiểu biết và nhận thức về mua lại cổ phiếu với tất cả các đối tượng tham gia thị trường tài chính như doanh nghiệp, nhà đầu tư, các đối thủ cạnh tranh.... Thực hiện được những điều này, trong tương lai, thị trường chứng khoán Việt Nam mới có thể trở

thành một kênh đầu tư an toàn, hiệu quả và hấp dẫn. Các nhà đầu tư cũng có niềm tin vào các thông tin tài chính từ doanh nghiệp và trên thị trường. Doanh nghiệp cũng sẽ sử dụng công cụ mua lại cổ phiếu hiệu quả hơn để thực hiện những mục tiêu nhất định của mình. ♦

**Tài liệu tham khảo:**

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

2. Comment, R. & Jarrell, G.A., 1991, *The relative signaling power of dutchauction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases*, Journal of Finance, 46(4), 1243-1271.

3. Chan, K., Ikenberry, D. & và Lee, I., 2004, *Economic sources of gain in stock repurchases*, Journal of Financial Economics, 8(2), 139-178.

4. Grullon, G. and Michaely, R., 2002, *Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis*, The Journal of Finance, LVII(4), 1649-1684.

5. Hatakeda, T. and Isagawa, N., 2004, *Stock price behavior surrounding stock repurchase announcements: Evidence from Japan*, Pacific-Basin Finance Journal, 12, 271-290.

6. Lakonishok, J. & Vermaelen, T., 1990, *Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers*, The Journal of Finance, XLV(2), 455-477.

7. Masulis, R.W., 1980, *The effects of capital structure change on security prices: A study of exchange offers*, Journal of financial economics, 8(2), 139-178.

8. Vermaelen, T., 1981, *Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study*, Journal of Financial Economics, 9, 139-183.

9. Từ Thị Kim Thoa, Nguyễn Thị Uyên Uyên và Vũ Minh Hà, 2015, *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.

10. 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*, Tạp chí Công nghệ Ngân hàng, số 117, trang 35-44.

**Summary**

The paper examines stock price fluctuations around the announcement of stock repurchase on the open market of companies listed on the HOSE and HNX in Vietnam for the period of 2011-2017. Using the method of event research, the study indicates that listed companies in Vietnam hardly display abnormal accumulated profits in the event window of five previous days and around the time the business announces buy-back activity, except for price reduction at the announcement day and after that time. The study also explained that businesses only intended to announce the acquisition of shares to increase stock prices but did not implement the real transaction; therefore, the market reacted negatively after the announcement. Besides, the study also analyzed that enterprises with larger scale, the less the difference between market value and book value, the lower the state ownership rate will have greater effect on the abnormal accumulated profit around the buy-back notice.