

# ẢNH HƯỞNG NỘI NGÀNH CỦA MUA LẠI CỔ PHIẾU TRONG CÁC CÔNG TY CÔNG NGHIỆP VIỆT NAM

Nguyễn Thị Hoa Hồng

Khoa Quản trị Kinh doanh, Đại học Ngoại Thương

Email: hongnth@ftu.edu.vn

Ngày nhận: 31/7/2018

Ngày nhận bản sửa: 18/9/2018

Ngày duyệt đăng: 05/10/2018

## Tóm tắt:

Bài viết nghiên cứu ảnh hưởng nội ngành của hoạt động mua lại cổ phiếu trong các công ty công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2017. Kết quả từ phương pháp nghiên cứu sự kiện cho thấy việc một doanh nghiệp trong ngành công nghiệp thông báo hay kết thúc việc thực hiện mua lại cổ phiếu hầu như không ảnh hưởng tới giá cổ phiếu của các công ty cùng ngành, trừ tác động mang tính tích cực rất nhỏ trong khoảng thời gian 3 ngày xung quanh thời điểm kết thúc việc mua lại cổ phiếu. Bên cạnh đó, lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty đối thủ cũng phụ thuộc vào những đặc điểm như tính thanh khoản của chính công ty họ, cũng như thời điểm và lợi nhuận bất thường tích lũy của công ty cùng ngành thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu.

**Từ khóa:** Lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình, ảnh hưởng nội ngành, thị trường hiệu quả, biến động giá cổ phiếu, mua lại cổ phiếu.

## Intra-industry effects of stock repurchases in Vietnamese industrial companies

### Abstract:

The paper examines the intra-industry effects of stock repurchase in industrial companies listed on Vietnam stock exchange during 2010-2017. The results from event study method show that when an industrial company announces share repurchases or buys back shares, it does not affect the rival firms' stock prices, except for existing little negative average cumulative abnormal return in three days surrounding executing day. In addition, rival firms' average cumulative abnormal return depends on the characteristics including their liquidity, the announce date and cumulative abnormal return of announcing firm.

**Keywords:** Average cumulative abnormal return, intra-industry effects, market efficiency, stock price movements, stock repurchase.

**JEL code:** G24, G32.

## 1. Đặt vấn đề

Mua lại cổ phiếu là một chính sách tài chính quan trọng của các doanh nghiệp, trong đó hoạt động này không chỉ ảnh hưởng tới chính doanh nghiệp thông báo mua lại, nhà đầu tư mà còn có ảnh hưởng nhất định tới các công ty đối thủ cùng ngành (Akhigbe & Madura, 1999). Từ những năm 90, đã có các công

trình phân tích ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên các đối thủ cùng ngành tại Mỹ như Hertzell (1991), Erwin & Miller (1998) hay Akhigbe & Madura (1999). Kết quả chỉ ra việc một doanh nghiệp cùng ngành thông báo mua lại cổ phiếu có thể không ảnh hưởng gì hoặc ảnh hưởng theo cả hướng tích cực cũng như tiêu cực tới các công ty đối thủ trong ngành. Các nghiên cứu cũng đưa ra bằng chứng

những ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu tới các đối thủ cùng ngành phụ thuộc vào đặc điểm riêng, những yếu tố đặc trưng của từng ngành.

Tại Việt Nam, 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 & cộng sự (2015), Cao Đình Kiên & cộng sự (2018), mà chưa có bất kỳ nghiên cứu nào về ảnh hưởng nội ngành của mua lại cổ phiếu. Có thể nói rằng ngành công nghiệp là một ngành quan trọng trong nền kinh tế, góp phần đánh giá trình độ phát triển kinh tế của Việt Nam, đặc biệt là trong bối cảnh công nghiệp hóa, hiện đại hóa và cuộc cách mạng công nghiệp 4.0 đang có ảnh hưởng lớn tới nền kinh tế nước ta. Các giao dịch trong ngành công nghiệp cũng chiếm tỷ lệ lớn so với các ngành khác, trong đó, theo số liệu được cung cấp bởi Công ty cổ phần StoxPlus, ngành công nghiệp là một trong ba ngành có số lượng giao dịch mua lại cổ phiếu cao nhất trong giai đoạn 2010-2017. Tuy nhiên, những ảnh hưởng nội ngành xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp chưa được phân tích trong bất kỳ nghiên cứu nào. Born & cộng sự (2004) cho rằng ngành nào càng có sự quản lý chặt chẽ với yêu cầu báo cáo ngành thường xuyên sẽ làm giảm sự bất cân xứng về thông tin giữa doanh nghiệp và các bên liên quan. Qua đó, những thông báo mua lại cổ phiếu của một doanh nghiệp trong ngành không phản ánh bất kỳ thông tin nào quan trọng về tiềm năng phát triển của ngành. Tuy nhiên, một số nghiên cứu trên thế giới như Akhigbe & Madura (1999) đã đưa ra kết luận có phản ứng nội ngành trong ngành ngân hàng xung quanh thông báo mua lại cổ phiếu hay Miller & Shanker (2005) cũng cho ra kết quả có phản ứng nội ngành trong ngành bảo hiểm. Mặt khác, thị trường Việt Nam có nhiều điểm khác biệt so với các thị trường khác trên thế giới, nên việc lựa chọn một ngành quan trọng trong nền kinh tế như ngành công nghiệp để phân tích những tác động nội ngành xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu là rất cần thiết nhằm đánh giá những ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến các đối thủ cạnh tranh trong ngành công nghiệp. Qua đó, nó cũng là cơ sở cho các doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu và các công ty cùng ngành nhận định và sử dụng mua lại cổ phiếu hiệu quả hơn.

## **2. Tổng quan nghiên cứu về hiệu ứng nội ngành của hoạt động mua lại cổ phiếu**

Những nghiên cứu của Hertzels (1991), Akhigbe & Madura (1999) hay Miller & Shanker (2005) cho rằng hoạt động mua lại cổ phiếu có thể tác động lên đối thủ cùng ngành thông qua: (1) hoạt động này phản ánh các điều kiện thị trường mà ngành đối mặt; (2) sự thay đổi sức cạnh tranh các doanh nghiệp trong ngành; (3) phụ thuộc vào đặc điểm của ngành.

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

Doanh nghiệp quyết định mua lại cổ phiếu nhằm phát ra thị trường tín hiệu rằng doanh nghiệp đang có triển vọng về tình hình kinh doanh cũng như giá trị doanh nghiệp trong tương lai. Tín hiệu này có thể được những người tham gia thị trường hiểu rằng doanh nghiệp thông báo 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. 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.

Nghiên cứu của Akhigbe & Madura (1999) trên 77 thông báo mua lại cổ phiếu của các ngân hàng trong giai đoạn 1978-1995 tại Mỹ là minh chứng cho ảnh hưởng tích cực của hoạt động mua lại cổ phiếu lên đối thủ cạnh tranh cùng ngành. Kết quả nghiên cứu cho thấy việc mua lại cổ phiếu dẫn đến khoản lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình là 0,19% đối với các ngân hàng đối thủ trong hai ngày xung quanh ngày công bố. Trong nghiên cứu của Chang & Lu (2016) với mẫu là các doanh nghiệp Đài Loan giai đoạn 2002-2010, kết quả cho thấy quyết định mua lại cổ phiếu có tác động tích cực lên đối thủ cạnh tranh với lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình khoảng 0,31% vào ngày công bố và 0,47% một ngày sau ngày thông báo với mức ý nghĩa 1%. Các nghiên cứu này cũng chứng minh hiệu ứng 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 “tín hiệu tốt” sẽ có tính lan tỏa, không chỉ với doanh nghiệp thông báo mà còn cho toàn ngành.

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

Ngược lại với hiệu ứng lan tỏa mang tính tích cực thì phản ứng của đối thủ cùng ngành trước sự kiện này có thể ngược lại với phản ứng của doanh nghiệp đưa ra thông báo. Doanh nghiệp quyết định mua lại cổ phiếu nhằm phát ra thị trường tín hiệu rằng doanh nghiệp đang bị định giá thấp và có những triển vọng về tình hình kinh doanh cũng như giá trị doanh nghiệp trong tương lai. Điều này có thể nhận định rằng sức cạnh tranh của doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu tăng lên, đặc biệt khi so sánh với các đối thủ cùng ngành. Các đối tượng 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 đối thủ. Vì thế, cổ phiếu của doanh nghiệp đối thủ sẽ trở nên kém hấp dẫn, dẫn đến lượng cầu và giá trị cổ phiếu sẽ ảnh hưởng tiêu cực.

Nghiên cứu của Erwin & Miller (1998) đã kiểm định các thông báo mua cổ phiếu của 240 doanh nghiệp công nghiệp trong giai đoạn 1985-1990, và nhận thấy các doanh nghiệp đối thủ thường có phản ứng tiêu cực trước thông báo mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp cùng ngành với lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình ngành khoảng -0,25%. Miller & Shankar (2005) với 96 mẫu thông báo mua lại cổ phiếu của ngành bảo hiểm ở Mỹ giai đoạn 1980-2000 cũng cho thấy việc một công ty bảo hiểm công bố mua lại cổ phiếu có ảnh hưởng tiêu cực (khoảng -0,32%) đến các công ty đối thủ, đặc biệt là sau 120 ngày thông báo của các doanh nghiệp lần đầu mua lại cổ phiếu. Các nghiên cứu trên đã chứng tỏ được sự xuất hiện của những tác động tiêu cực lên đối thủ cùng ngành do sự nhận định về khả năng cạnh tranh được tác động bởi quyết định mua lại cổ phiếu.

Tuy nhiên không phải nghiên cứu nào cũng đưa ra kết quả như hai giả thuyết trên. Nghiên cứu của Hertzal (1991) trên 134 thông báo mua lại của các doanh nghiệp tại Mỹ trong giai đoạn 1970-1984, kết quả của tác giả đã không tìm thấy phản ứng nội ngành nào đáng kể trước hoạt động mua lại cổ phiếu.

*Mức độ ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên đối thủ cạnh tranh phụ thuộc vào đặc điểm của ngành.*

Anh hưởng của mua lại cổ phiếu lên đối thủ cùng ngành còn được chỉ ra sẽ phụ thuộc vào đặc điểm của ngành như cơ cấu tài sản, cơ cấu vốn, quy mô của doanh nghiệp/ngành hay phản ứng của doanh nghiệp thông báo mua lại.

Nghiên cứu của Titman (1984) và Maksimovic (1988) chỉ ra rằng các đối thủ có thể bị ảnh hưởng

bởi những thay đổi chiến lược trong tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Theo nghiên cứu của Akhigbe & Madura (1999), các doanh nghiệp có tỷ lệ vốn cao 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 thể 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 đối thủ sẽ tỷ lệ thuận với tỷ lệ vốn của doanh nghiệp đó.

Phản ứng của các doanh nghiệp đối thủ cũng được cho rằng sẽ phụ thuộc vào phản ứng của doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu, đặc biệt khi các doanh nghiệp này nhận được hiệu ứng tích cực sau thông báo. Trong trường hợp này, các doanh nghiệp đối thủ sẽ bị ảnh hưởng do hiệu ứng lan tỏa hoặc hiệu ứng cạnh tranh. Phản ứng của các doanh nghiệp đối thủ sẽ tỷ lệ thuận với phản ứng của doanh nghiệp thông báo theo hiệu ứng lan tỏa hoặc tỷ lệ nghịch trong trường hợp hiệu ứng cạnh tranh. Trong nghiên cứu của Akhigbe & Madura (1999) về ngành ngân hàng, thì kết quả là tỷ lệ thuận ở mức 1,0019 với mức ý nghĩa 1%.

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

#### **3.1. Mô tả dữ liệu**

Mẫu nghiên cứu trong bài được tiến hành 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 đối thủ cùng ngành với công ty đưa ra thông báo mua lại cổ phiếu trong bước 1 thỏa mãn những điều kiện về số liệu.

*Mẫu nghiên cứu về các thông báo mua lại cổ phiếu trong ngành công nghiệp.*

Mẫu nghiên cứu ban đầu bao gồm tất cả các thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở trong ngành công nghiệp trên hai sàn chứng khoán Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hà Nội (HNX) tại Việt Nam trong giai đoạn 2010-2017 được cung cấp bởi Công ty cổ phần StoxPlus. Trong 8 năm này, ngành công nghiệp Việt Nam ghi nhận 174 thông báo mua lại cổ phiếu; tuy nhiên, nghiên cứu đã loại bỏ tất cả những thông báo mua lại cổ phiếu mà số lượng cổ phiếu đăng ký mua lại nhỏ hơn 0,25% so với tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp thông báo và những thông

**Bảng 1: Thống kê số lượng thông báo mua lại cổ phiếu và các công ty đối thủ trong ngành công nghiệp tại Việt Nam giai đoạn 2011-2017**

|             | Số thông báo mua lại cổ phiếu | Số công ty thông báo mua lại cổ phiếu | Số công ty đối thủ |
|-------------|-------------------------------|---------------------------------------|--------------------|
| Toàn bộ mẫu | 92                            | 43                                    | 97                 |

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ dữ liệu tài chính StoxPlus.

báo không có đủ thông tin để tính toán. Bên cạnh đó, theo quy định trong các văn bản luật thì các công ty đại chúng được phép thông báo về 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 thông báo mua lại cổ phiếu quá thời hạn trên.

Sau khi lọc dữ liệu, mẫu quan sát còn lại 43 doanh nghiệp niêm yết trong ngành công nghiệp Việt Nam với 92 thông báo mua lại cổ phiếu.

*Mẫu nghiên cứu về các công ty đối thủ trong ngành công nghiệp.*

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 StoxPlus đã áp dụng phân ngành 4 cấp theo chuẩn ICB (Industry Classification Benchmark) được 224 công ty; sau đó sử dụng các tiêu chí loại trừ:

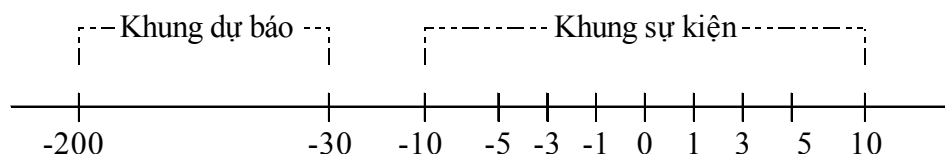
Thứ nhất, nghiên cứu sử dụng tiêu chí loại bỏ giống với nghiên cứu của Akhigbe & Madura (1999) khi loại bỏ tất cả các công ty đã có thông báo mua lại cổ phiếu trong khung dự báo và khung sự kiện xung quanh bất kỳ một thông báo mua lại cổ phiếu nào.

Thứ hai, bất kỳ công ty đối thủ nào trong 224 công ty không có đầy đủ dữ liệu theo phương pháp nghiên cứu cũng bị loại bỏ.

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

### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

**Hình 1: Khung dự báo và khung sự kiện sử dụng trong bài nghiên cứu**



Nguồn: Tác giả tự xây dựng theo phương pháp nghiên cứu.

### Phương pháp nghiên cứu sự kiện (Event Study)

Phương pháp nghiên cứu sự kiện được sử dụng trong bài nghiên cứu để đo lợi nhuận bất thường tích lũy (Cumulative Abnormal Return - 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 đối thủ trong ngành công nghiệp (Average Cumulative Abnormal Return - ACAR) xung quanh hai ngày sự kiện ( $t = 0$ ): (1) ngày doanh nghiệp cùng ngành thông báo mua lại cổ phiếu và (2) ngày doanh nghiệp kết thúc việc mua lại cổ phiếu (Hình 1).

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

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

Trong đó:

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

$\alpha_i$  và  $\beta_i$  là các hệ số hồi quy được ước lượng bằng phương pháp hồi quy trong khung dự báo (-200; -30)

- Lợi nhuận bất thường (AR)

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

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 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  $t$ .

- Lợi nhuận bất thường tích lũy (CAR)

**Bảng 2: Lợi nhuận bất thường tích lũy của doanh nghiệp thông báo và lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của công ty đối thủ trong ngành công nghiệp tại Việt Nam giai đoạn 2010-2017**

| Khung sự kiện |                    | CAR    | ACAR    | diff<br>(= CAR <sub>i</sub> – ACAR <sub>i</sub> ) |
|---------------|--------------------|--------|---------|---------------------------------------------------|
| END (-10; 10) | Giá trị trung bình | -0,007 | 0,013   | -0,020                                            |
|               | Thống kê t         | -0,529 | -1,037  | -1,037                                            |
| END (-5; 5)   | Giá trị trung bình | 0,007  | 0,013   | -0,006                                            |
|               | Thống kê t         | 0,671  | -0,520  | -0,520                                            |
| END (-3; 3)   | Giá trị trung bình | 0,007  | 0,010   | -0,003                                            |
|               | Thống kê t         | 0,907  | -0,323  | -0,323                                            |
| END (-1; 1)   | Giá trị trung bình | -0,003 | 0,005   | -0,008                                            |
|               | Thống kê t         | -0,548 | -1,404* | -1,404*                                           |
| END (-3; -1)  | Giá trị trung bình | 0,008  | 0,004   | 0,004                                             |
|               | Thống kê t         | 1,507* | 0,816   | 0,816                                             |
| END (1; 3)    | Giá trị trung bình | 0,001  | 0,006   | -0,005                                            |
|               | Thống kê t         | 0,199  | -0,809  | -0,809                                            |
| ANN (-10; 10) | Giá trị trung bình | -0,002 | 0,009   | -0,011                                            |
|               | Thống kê t         | -0,160 | -0,963  | -0,963                                            |
| ANN (-5; 5)   | Giá trị trung bình | 0,004  | 0,004   | 0,000                                             |
|               | Thống kê t         | 0,409  | 0,034   | 0,034                                             |
| ANN (-3; 3)   | Giá trị trung bình | -0,003 | 0,002   | -0,005                                            |
|               | Thống kê t         | -0,314 | -0,513  | -0,513                                            |
| ANN (-1; 1)   | Giá trị trung bình | -0,002 | 0,003   | -0,005                                            |
|               | Thống kê t         | -0,296 | -0,730  | -0,730                                            |
| ANN (-3; -1)  | Giá trị trung bình | 0,005  | 0,002   | 0,003                                             |
|               | Thống kê t         | 0,937  | 0,613   | 0,613                                             |
| ANN (1; 3)    | Giá trị trung bình | -0,005 | 0,000   | -0,005                                            |
|               | Thống kê t         | -0,934 | -0,896  | -0,896                                            |

Ghi chú: \* tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%.

Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13.

Ảnh hưởng đối với các doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu

Lợi nhuận bất thường tích lũy trong khoảng thời gian từ t1 đến t2 của chứng khoán i. CAR của doanh nghiệp có hoạt động mua lại cổ phiếu được tính trong các khung sự kiện là (-10; 10), (-5; 5), (-3; 3), (-1; 1), (-3; -1) và (1; 3).

$$CAR(t1, t2) = \sum_{t1}^{t2} AR_{it}$$

- 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 tính ACAR của các công ty đối thủ cùng ngành trong các khung sự kiện như tính CAR.

Nghiên cứu sử dụng kiểm định tham số t-test: để kiểm định lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty đối thủ có khác 0 và có ý nghĩa thống kê không và phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến ACAR của các doanh nghiệp đối thủ trong ngành công nghiệp bằng phương pháp ước lượng mô hình bình phương thông thường nhỏ nhất (Ordinary Least Square - OLS).

#### 4. Kết quả

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

Bảng 2 mô tả CAR của các doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu và ACAR của các công ty đối thủ trong ngành công nghiệp tại Việt Nam trong giai đoạn 2010-2017 xung quanh 2 ngày: (1) ngày doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu (ANN) và (2) ngày doanh nghiệp kết thúc việc mua lại cổ phiếu (END).

Ảnh hưởng đối với các doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu

Kết quả trong Bảng 2 chỉ ra các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp hầu như không có phản ứng về giá cổ phiếu xung quanh cả 2 ngày: ngày doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu và ngày doanh nghiệp kết thúc thực hiện mua lại cổ phiếu, ngoại trừ xuất hiện 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%. Kết quả này có sự khác biệt lớn so với các nghiên cứu trước của Dann (1981), Vermaelen (1981), Hatakeda & Isagawa (2004), Chan & các cộng sự (2004) và Andriosopoulos & Lasfer (2015). Nguyên nhân của hiện tượng này có thể là do hai nguyên nhân: (1) Thị trường chứng khoán Việt Nam rất hoàn hảo và hiệu quả nên không có hiện tượng rò rỉ thông tin và (2) 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. Tuy nhiên, dường như nguyên nhân thứ 2 phù hợp để giải thích trường hợp tại Việt Nam hơn vì các văn bản pháp luật Việt Nam còn nhiều lỗ hổng dẫn đến việc quản lý và áp dụng các quy định của pháp luật còn nhiều thiếu sót. Do đó, dường như các doanh nghiệp chỉ có ý định sử dụng mua lại cổ phiếu như một công cụ thao túng giá mà không hề có kế hoạch sẽ thực hiện mua lại; nên trước khi kết thúc việc mua lại, 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. 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.

#### *Ảnh hưởng đối với các công ty đối thủ trong ngành công nghiệp*

Kết quả nghiên cứu ảnh hưởng đối với giá cổ phiếu của các công ty đối thủ trong 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 thông báo mua lại cổ phiếu hay doanh nghiệp kết thúc việc thực hiện 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, nên những tác động của các chương trình mua lại cổ phiếu lên đối thủ cạnh tranh gần như không có. Tuy nhiên, chỉ có khung sự kiện (-1; 1) xung quanh ngày doanh nghiệp thông báo 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 mức ý nghĩa 10%. Phản ứng này cho thấy nhận định về hiệu ứng lan tỏa thông tin thị trường của các thông báo mua lại cổ

**Bảng 3: Định nghĩa các biến trong mô hình OLS**

| <b>Biến</b>  | <b>Giải thích</b>                                                                                                                                                                                                                        |
|--------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ACAR (-1; 1) | Lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty đối thủ trong 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 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 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) |
| u            | Phần dư                                                                                                                                                                                                                                  |

*Nguồn: Tác giả tự xây dựng và tổng hợp.*

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

| <b>Biến</b> | <b>Số lượng mẫu</b> | <b>Giá trị trung bình</b> | <b>Độ lệch chuẩn</b> | <b>Giá trị nhỏ nhất</b> | <b>Giá trị lớn nhất</b> |
|-------------|---------------------|---------------------------|----------------------|-------------------------|-------------------------|
| 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.*

phiếu tới các đối thủ cạnh tranh trong ngành khi mà những thông báo này mang lại phản ứng tích cực của giá cổ phiếu các công ty đối thủ 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 đối thủ cạnh tranh cùng ngành, còn lại hầu như là không có ảnh hưởng gì.

#### **4.2. Kết quả mô hình sử dụng phương pháp hồi quy OLS**

##### **4.2.1. Mô hình nghiên cứu**

Dựa trên nghiên cứu trước đây của Akhigbe & Madura (1999) 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:

$$ACAR_{jt}(-1, 1) = \alpha_0 + \alpha_1 CAR_{it}(-1, 1) + \alpha_2 ROE_{j(t-1)} + \alpha_3 CASH_{(t-1)} + \alpha_4 LEV_{j(t-1)} + \alpha_5 SIZE_{j(t-1)} + \alpha_6 INTEREST_{j(t-1)} + \alpha_7 LIQUID_{j(t-1)} + \alpha_8 PERIOD_{it} + u_j$$

Trong đó:

j: các công ty đối thủ trong ngành công nghiệp được quan sát.

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

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.

Giải thích cách tính từng biến trong mô hình được tóm tắt ở Bảng 3.

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

*quy*

Bảng 4 mô tả một số đặc điểm định lượng của các biến trong mô hình hồi quy OLS:

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 đối thủ trong 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 đối thủ 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 đối thủ trong 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 đối thủ đối thủ 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, 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. Việc Chính phủ ban hành Thông tư 203/2015/TT-BTC (Bộ Tài chính, 2015) 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

**Bảng 5: Kết quả hồi quy OLS giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến ACAR của công ty đối thủ trong ngành công nghiệp Việt Nam xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu**

| Biến           | ACAR (-1, 1)<br>Xung quanh ngày thông báo |            | ACAR (-1, 1)<br>Xung quanh ngày kết thúc |            |
|----------------|-------------------------------------------|------------|------------------------------------------|------------|
|                | Hệ số hồi quy                             | Thống kê t | Hệ số hồi quy                            | Thống kê 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 <sup>2</sup> | 0,039                                     |            | 0,155                                    |            |
| Thống kê F     | 2,26**                                    |            | 3,68***                                  |            |

Ghi chú: \*, \*\* và \*\*\* tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13.

đã công bố, đã làm cho các doanh nghiệp dè dặt hơn trong việc sử dụng mua lại cổ phiếu như một công cụ nhằm thực hiện các mục tiêu chiến lược của mình.

#### 4.2.3. Kết quả nghiên cứu

Kết quả ở Bảng 5 thể hiện kiểm định hồi quy OLS về mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến ACAR của công ty đối thủ trong khung sự kiện (-1; 1) xung quanh ngày doanh nghiệp cùng ngành thông báo mua lại cổ phiếu và ngày doanh nghiệp cùng ngành kết thúc việc mua lại cổ phiếu.

Kết quả từ Bảng 5 cho thấy các nhân tố ảnh hưởng tới lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của các công ty đối thủ trong khung sự kiện (-1; 1) xung quanh ngày doanh nghiệp cùng ngành thông báo mua lại cổ phiếu và ngày doanh nghiệp cùng ngành kết thúc việc mua lại cổ phiếu tương đối giống nhau, bao gồm: biến LIQUID và biến PERIOD.

Biến LIQUID có tương quan âm với lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình của công ty đối thủ cùng ngành trong khung (-1; 1) với hệ số hồi quy lần lượt là -0,075, tại mức ý nghĩa thống kê 10% xung quanh ngày doanh nghiệp cùng ngành thông báo 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 đối thủ mà có khả năng thanh toán lớn, tình hình tài chính ổn định thì càng 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 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 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 có ảnh hưởng tích cực tới giá cổ phiếu của các công ty đối thủ trong ngành công nghiệp. Điều này là hợp lý vì với quy định chặt chẽ hơn về các chính sách mua lại cổ phiếu sẽ làm cho thị trường, các nhà đầu tư cũng như các đối thủ cạnh tranh 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.

Xét riêng ảnh hưởng đến ACAR (-1; 1) của công ty đối thủ xung quanh ngày doanh nghiệp trong ngành kết thúc việc mua lại cổ phiếu thì biến CAR (-1; 1) có tương quan dương là 0,086 ở mức ý nghĩa thống kê 5%. Kết quả này cũng có thể giải thích 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 đối thủ 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 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 đối thủ 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 & Madura (1999) hay Chang & Lu (2016).

## 5. Kết luận

Nghiên cứu tập trung vào ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu trong các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010-2017 tới các công ty đối thủ cùng ngành. Kết quả nghiên cứu cho thấy hầu như không xuất hiện lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình (ACAR) của công ty đối thủ trong ngành công nghiệp Việt Nam xung quanh sự kiện mua lại cổ phiếu của một công ty cùng ngành; ngoại trừ việc có tồn tại sự biến động giá cổ phiếu trong thời gian ba ngày xung quanh ngày kết thúc mua lại cổ phiếu. Nghiên cứu đã đưa ra lý giải rằng dường như các công ty đối thủ chưa dành nhiều sự quan tâm tới hoạt động mua lại cổ phiếu, vì vậy sự tác động là rất ít.

Bên cạnh đó, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy OLS để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến ACAR của công ty đối thủ trong khung (-1; 1) xung quanh sự kiện doanh nghiệp trong ngành công nghiệp tại Việt Nam mua lại cổ phiếu và đưa ra kết quả tính

thanh khoản của các doanh nghiệp đối thủ, thời điểm thông báo mua lại cổ phiếu và lợi nhuận bất thường tích lũy của doanh nghiệp thông báo sẽ tác động tới giá cổ phiếu của doanh nghiệp đối thủ.

Kết quả từ nghiên cứu này chỉ ra rằng hoạt động mua lại cổ phiếu vẫn có ảnh hưởng tích cực tới các công ty đối thủ trong ba ngày xung quanh ngày kết thúc sự kiện mua lại. Vì vậy, các công ty đối thủ cùng ngành nên tận dụng những ảnh hưởng tích cực của mua lại cổ phiếu tới giá cổ phiếu của mình trong thời gian này để nâng cao vị thế cũng như danh tiếng của công ty. Trong khi đó, các nhà đầu tư cũng có thể nhận định những cơ hội đầu tư không chỉ với cổ phiếu của doanh nghiệp thực hiện việc mua lại cổ phiếu và cả với cổ phiếu của các công ty đối thủ cùng ngành để kiếm lợi nhuận và hạn chế rủi ro khi sở hữu những cổ phiếu này. Mặt khác, nghiên cứu cũng đưa ra cho Nhà nước một cái nhìn tổng quan về việc một sự kiện tài chính cũng có thể ảnh hưởng đến hoạt động của một ngành nghề. Qua đó, Nhà nước cần kiện toàn các văn bản pháp luật và kiểm soát chặt chẽ hoạt động mua lại cổ phiếu để đẩy mạnh những ảnh hưởng tích cực mang tính lan tỏa cho các công ty trong cùng ngành và hạn chế những rủi ro cho cả ngành.

## Tài liệu tham khảo:

- Akhigbe, A. & Madura, J. (1999), 'Intraindustry effects of bank stock repurchases', *Journal of Financial Services Research*, 15(1), 23-26.
- Andriosopoulos, D. & Lasfer, M. (2015), 'The market valuation of share repurchases in Europe', *Journal of Banking and Finance*, 55, 327-339.
- Born, P., Giaccotto, C. & Ritsatos, T. (2004), 'The wealth and information effects of insurer's open market stock repurchase announcements', *Risk Management and Insurance Review*, 7, 25-40.
- Bộ Tài chính (2015), *Thông tư số 203/2015/TT-BTC về hướng dẫn về giao dịch trên thị trường chứng khoán*, ban hành ngày 21 tháng 12 năm 2015.
- Cao Đình Kiên, Nguyễn Thị Hoa Hồng & Nguyễn Văn Cường (2018), '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*, 102, 47-62.
- Chan, K., Ikenberry, D. & Lee, I. (2004), 'Economic sources of gain in stock repurchases', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(3), 461-479.
- Chang, C. & Lu, T. (2016), 'Information content and intra-industry effects of cash refund capital reduction announcements in Taiwan', *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 45, 405-438.
- Dann, L.Y. (1981), 'Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders', *Journal of Financial Economics*, 9, 113-138.
- Erwin, G.R. & Miller, J.M. (1998), 'The intra-industry effects of open market share repurchases: contagion or competitive?', *The Journal of Financial Research*, 21(4), 389-406.
- Hatakeda, T. & Isagawa, N. (2004), 'Stock price behavior surrounding stock repurchase announcements: Evidence

- from Japan', *Pacific-Basin Finance Journal*, 12, 271-290.
- Hertzel, M.G. (1991), 'The effects of stock repurchases on rival firms', *The Journal of Finance*, 46(2), 707-716.
- Maksimovic, V. (1988), 'Capital structure in repeated oligopolies', *Rand Journal of Economics*, 19, 389-407.
- Miller, J.M. & Shanker, S.G. (2005), 'The Effects of open-market stock repurchases by insurance companies', *Journal of Insurance Issues*, 28(2), 167-182.
- Nguyễn Thu Thủy (2011), 'Mua lại cổ phiếu: Một chính sách quan trọng của công ty cổ phần', *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, 46, 21-29.
- Titman, S. (1984), 'The effect of capital structure on a firm's liquidation decision', *Journal of Financial Economics*, 13, 137-151.
- Từ Thị Kim Thoa, Nguyễn Thị Uyên Uyên & 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*, 23(33), 65-71.
- Vermaelen, T. (1981), 'Common stock repurchases and market signalling: An empirical study', *Journal of Financial Economics*, 9, 139-183.