

Mã số: 473

Ngày nhận: 27/12/2017

Ngày gửi phản biện lần 1: /12 /2017

Ngày gửi phản biện lần 2:

Ngày hoàn thành biên tập: 29/12/2017

Ngày duyệt đăng: 19/1/2018

Ảnh hưởng đến cổ đông khi doanh nghiệp Việt Nam không thực hiện đúng thông báo mua lại cổ phiếu¹

**Cao Đình Kiên²
Nguyễn Thị Hoa Hồng³
Nguyễn Văn Cường⁴**

Tóm tắt

Bài viết này nghiên cứu về 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. Đồng thời, bài viết phân tích và 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.

Từ khoá: *mua lại cổ phiếu, không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu, tài chính hành vi.*

Abstract

The paper examines the stock price movements of Vietnamese firms that fail to comply with their share repurchase announcements. Overview about the incomplete

¹ Bài viết thuộc khuôn khổ đề tài khoa học và công nghệ cấp Bộ mã số B2017-NTH-12 và là kết quả của nhóm nghiên cứu về “Tái cấu trúc doanh nghiệp”, Trường Đại học Ngoại thương

² Trường Đại học Ngoại thương, Email: caokien@ftu.edu.vn

³ Trường Đại học Ngoại thương, Email: hongnht@ftu.edu.vn

⁴ Trường Đại học Ngoại thương, Email: cuongnguyenvan114@gmail.com

stock repurchase activity of two groups of firms during 2011-2016 period is provided, including (1) the firms that did not complete the repurchase announcements and (2) the firms that did not execute the repurchase announcements. In addition, the results show that stock prices of firms that did not complete the repurchase announcements decrease after the repurchase announcement deadline. However, stock prices of firms that did not execute the repurchase announcements decrease even before the repurchase announcement deadline.

Keywords: *share repurchase, incomplete share repurchase, behavior finance.*

1. Đặt vấn đề

Hoạt động mua lại cổ phiếu của các doanh nghiệp đã xuất hiện từ lâu trên thế giới và được xem như là một hình thức phân phối thu nhập quan trọng tới cổ đông. Cổ phiếu được doanh nghiệp mua lại là cổ phiếu do chính doanh nghiệp phát hành trước đó và còn được gọi là cổ phiếu quỹ sau khi được mua lại. Đối với cổ đông, động thái mua cổ phiếu của doanh nghiệp đem lại nhiều lợi ích bởi giá cổ phiếu thường có xu hướng tăng sau khi kế hoạch mua lại cổ phiếu được công bố. Về bản chất, hoạt động mua lại cổ phiếu sẽ làm giảm vốn chủ sở hữu thông qua việc trả lại tiền cho các cổ đông. Cổ đông nào muốn thu hồi vốn đầu tư có thể bán cổ phiếu đang sở hữu.

Việc mua lại cổ phiếu cũng làm đẹp một số chỉ số tài chính. Ví dụ, chỉ số EPS sẽ tăng lên sau hoạt động mua lại kể cả khi doanh thu và lợi nhuận không đổi. Tuy nhiên, sự tăng trưởng này không phải là kết quả từ hoạt động kinh doanh chính và không tạo ra giá trị cho cổ đông. Do vậy, các cổ đông cần hiểu bản chất của hoạt động mua lại cổ phiếu đôi khi đây cũng là một “thủ thuật” của Ban lãnh đạo doanh nghiệp bởi họ sẽ được thưởng dựa trên những chỉ số hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Việc dùng tiền mặt mua lại cổ phiếu của chính mình làm giảm vốn chủ sở hữu, giảm giá trị doanh nghiệp trên sổ sách kế toán, giảm lượng tiền mặt hiện có, và làm giảm sự linh hoạt tài chính của doanh nghiệp khi có những cơ hội đầu tư mới. Xét về dài hạn, hoạt động mua lại cổ phiếu sẽ ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Chính vì vậy, các quyết định mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp cần phải được xem xét một cách rất cẩn thận.

Về mặt lý thuyết, hoạt động mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp có ảnh hưởng cả tích cực và tiêu cực đến các cổ đông của doanh nghiệp. Do đó, sẽ có trường hợp doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu nhằm hưởng những ảnh hưởng tích cực trong ngắn hạn rồi không thực hiện kế hoạch mua lại cổ phiếu như đã thông báo. Có nhiều bằng chứng chỉ ra rằng một số doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu nhưng sau đó không thực hiện đúng thông báo đã đưa ra, ví dụ như trong nghiên cứu của Kracher và Johnson (1997), Kirch và các cộng sự (1998), Stephens và Weisbach (1998)... Việc không thực hiện đúng thông báo mua lại cổ phiếu có thể được giải thích bởi nhiều lý do ngẫu nhiên như doanh nghiệp thay đổi chính sách tài chính hoặc sự thay đổi nhu cầu của doanh nghiệp đối với cổ phiếu quỹ. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu đã lý giải nguyên nhân đưa các thông tin sai lệch về hoạt động mua lại cổ phiếu đến các nhà đầu tư là để tăng giá cổ phiếu. Kracher và Johnson (1997) chứng minh rằng một số nhà quản lý không hề có ý định mua lại khi thông báo hoạt động mua lại cổ phiếu. Một số nghiên cứu khác như Lee và các cộng sự (1992) và Raad và Wu (1995) chỉ ra rằng lãnh đạo doanh nghiệp và những người liên quan có xu hướng tăng mua và giảm bán cổ phiếu trước khi doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu.

Vì các thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở không được coi là một cam kết hoặc nghĩa vụ phải thực hiện trong tương lai nên việc thông báo một chương trình mua lại cổ phiếu có thể chỉ là một nỗ lực của Ban lãnh đạo doanh nghiệp nhằm tăng giá cổ phiếu với chi phí ít hoặc không tốn kém. Billett và Xue (2003) nêu lên những lo ngại về độ tin cậy của những thông báo mua lại cổ phiếu. Họ phỏng đoán rằng thông báo mua lại cổ phiếu có thể là nỗ lực của Ban lãnh đạo doanh nghiệp để truyền những tín hiệu sai lệch vào thị trường để hưởng lợi giá cổ phiếu tăng lên. Billett và Xue cho rằng thị trường có thể phải sử dụng nhiều biện pháp khác nhau để xác minh xem doanh nghiệp có thực sự hoàn thành chương trình mua lại cổ phiếu không. Họ cho rằng sự bất đối xứng về thông tin sẽ giảm xuống khi các doanh nghiệp thực sự hoàn thành đúng thông báo mua lại cổ phiếu. Tại Việt Nam, hiện tượng không thực hiện đúng thông báo mua lại cổ phiếu xảy ra khá nhiều trên thị trường. Tuy nhiên, gần như chưa có nghiên cứu nào xem xét những tác động đến cổ đông khi doanh nghiệp không thực hiện đúng thông báo mua lại cổ phiếu. Vì

vậy, bài viết này được thực hiện với mục tiêu làm sáng tỏ những ảnh hưởng đến cổ đông khi các doanh nghiệp đang niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam không thực hiện đúng thông báo mua lại cổ phiếu.

2. Thực trạng không thực hiện đúng thông báo mua lại cổ phiếu

Nhằm phân tích thực trạng không thực hiện đúng thông báo mua lại cổ phiếu tại Việt Nam, tác giả sử dụng số liệu về mua lại cổ phiếu từ năm 2011 đến năm 2016 của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HoSE) do Công ty Cổ phần StoxPlus cung cấp. Nhằm tránh làm nhiều số liệu, tác giả không xem xét đến các thông báo mua lại cổ phiếu với số lượng nhỏ hơn 0,05% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp không thực hiện đúng thông báo mua lại cổ phiếu thành hai nhóm như sau:

- ✓ **Nhóm 1 – Các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu:** Bao gồm các doanh nghiệp có số lượng cổ phiếu thực hiện mua lại ít hơn số lượng đã thông báo.
- ✓ **Nhóm 2 – Các doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu:** Bao gồm các doanh nghiệp đã thông báo mua lại cổ phiếu nhưng có số lượng cổ phiếu thực hiện mua lại bằng không.

Tình hình không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu tại Việt Nam giai đoạn 2011 - 2016 có một số điểm chính như sau:

- ✓ Trung bình hàng năm có 39 doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu và có 6 doanh nghiệp không thực hiện mua lại cổ phiếu.
- ✓ Năm 2011 đánh dấu năm có số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại và số lượng doanh nghiệp không thực hiện mua lại cao nhất trong giai đoạn với lần lượt 123 doanh nghiệp và 11 doanh nghiệp.
- ✓ Trung bình tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu (được tính bằng số lượng cổ phiếu không được thực hiện mua lại chia cho số lượng cổ phiếu đăng ký mua lại) là 32,4%.

2.1. Thực trạng không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu

** Số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu*

Trong giai đoạn 2011 - 2016, số liệu trong bảng 1 cho thấy trên cả hai sàn chứng khoán HNX và HoSE trung bình hàng năm có 39 doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu. Trong đó, năm 2011 là năm có số doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu lớn nhất với 123 doanh nghiệp, cao gấp hơn 3 lần so với trung bình của giai đoạn. Số lượng các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại có xu hướng giảm mạnh kể từ năm 2011. Năm 2012, số lượng các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại đã giảm mạnh xuống còn 51 doanh nghiệp (giảm gần 2,5 lần). Năm 2013 và năm 2014 tiếp tục là giai đoạn có số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại giảm hơn 2 lần xuống còn lần lượt là 20 và 13 doanh nghiệp. Sau khi giảm mạnh trong 3 năm liên tiếp, số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại duy trì ở mức thấp 3 trong năm tiếp theo từ năm 2014 đến năm 2016. Đặc biệt, năm 2016 đánh dấu năm có số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu thấp nhất với chỉ 10 doanh nghiệp.

Bảng 1 Số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu trên HoSE và HNX giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2016				
TT	Năm	Số lượng doanh nghiệp thông báo mua lại	Số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại	Số lượng doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại
I	Sàn HoSE	201	123	16
1	2011	88	60	4
2	2012	42	27	2
3	2013	17	11	0
4	2014	13	3	1
5	2015	25	14	8
6	2016	16	8	1
II	Sàn HNX	147	112	14
1	2011	76	63	7
2	2012	31	24	5
3	2013	10	9	0
4	2014	16	10	2
5	2015	9	4	0
6	2016	5	2	0

Đánh giá tổng thể giai đoạn 2011 - 2016, sàn HoSE trội hơn so với sàn HNX về số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại với tổng số 123 doanh nghiệp, chiếm 52% tổng số doanh nghiệp trong giai đoạn này. Năm 2011 có

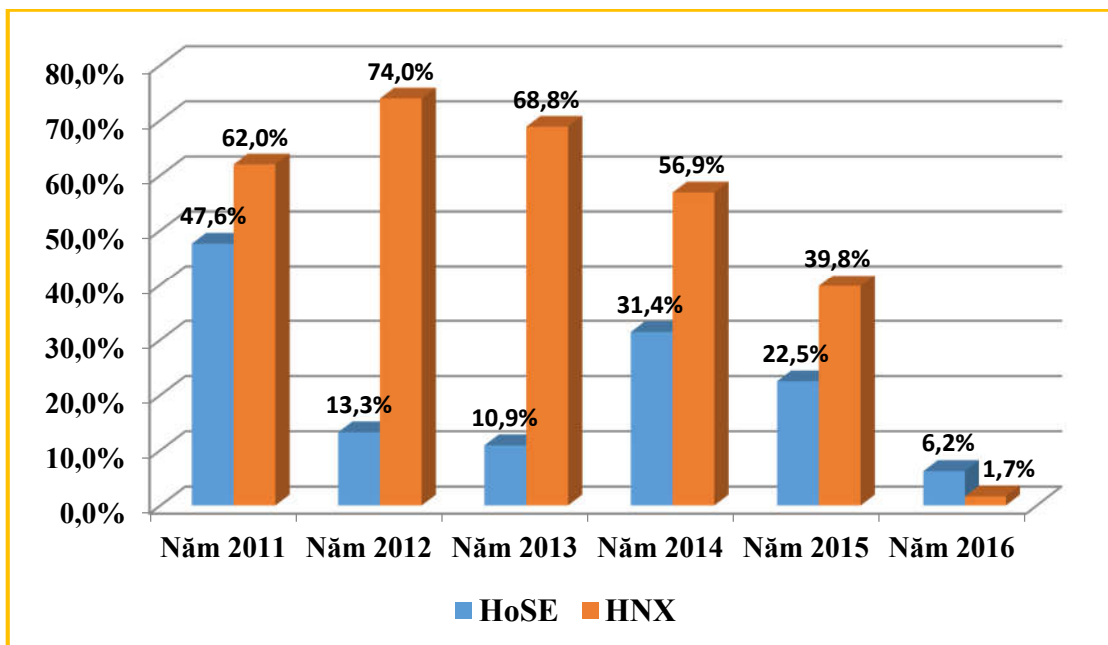
đến 60 doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu trên sàn HoSE. Trong các năm tiếp theo, số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu trên sàn HoSE bắt đầu sụt giảm và chạm đáy vào năm 2014 với chỉ 3 doanh nghiệp. Năm 2014 cũng là năm thứ hai sàn HoSE có số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu thấp hơn sàn HNX (năm còn lại là năm 2011). Sang năm 2015, số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu trên sàn HoSE tăng mạnh trở lại lên 14 doanh nghiệp trước khi giảm xuống còn 8 doanh nghiệp vào năm 2016.

Trên sàn HNX, trung bình số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu trong giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2016 là 19 doanh nghiệp. Trong cả giai đoạn 2011 - 2016, sàn HNX cũng có đến 112 doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu, chiếm 48% tổng số doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu tại Việt Nam trong giai đoạn này. Năm 2011 cũng là năm đánh dấu số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cao nhất của sàn HNX với 63 doanh nghiệp, cao hơn cả số lượng doanh nghiệp trên sàn HoSE. Ngoài ra, đây cũng là số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cao nhất trong năm trên cả hai sàn chứng khoán trong giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2016. Sau năm 2011, số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu trên sàn HNX cũng giảm mạnh (gần 3 lần) ở 2 năm tiếp theo xuống còn lần lượt là 24 và 9 doanh nghiệp. Số lượng này tiếp tục duy trì ở mức thấp tại các năm tiếp theo và chạm đáy vào năm 2016 với chỉ 2 doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại.

** Tỷ lệ và số lượng cổ phiếu không được mua lại*

Tổng số lượng cổ phiếu đăng ký mua lại trong giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2016 là xấp xỉ 1,04 tỷ cổ phiếu. Tuy nhiên, số lượng cổ phiếu thực tế được mua lại chỉ là 730,3 triệu cổ phiếu. Năm 2016 là năm kỷ lục về số lượng cổ phiếu được đăng ký mua lại và số lượng cổ phiếu được mua lại với con số lần lượt là 222,3 triệu và 208,8 triệu cổ phiếu. Thêm vào đó, năm 2016 cũng là năm có tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu thấp nhất với chỉ 6%. Trong khi đó, năm 2014 là năm thấp kỷ lục về cả số lượng cổ phiếu được đăng ký mua lại và số lượng cổ phiếu

được thực hiện mua lại với số lượng lần lượt là 93,8 triệu và 49,4 triệu cổ phiếu. Đồng thời, đây cũng là năm cao thứ hai về tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu với tỷ lệ lên đến 47,4%. Năm 2011 là năm đánh dấu tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu cao nhất với 51,4%. Với số lượng cổ phiếu được đăng ký mua lại cao thứ hai với 220,1 triệu cổ phiếu, năm 2015 có tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu thấp thứ ba trong giai đoạn 2011 - 2016 với tỷ lệ là 24,9%. Với số lượng cổ phiếu đăng ký mua lại ở mức trung bình 166,6 triệu cổ phiếu, năm 2012 là năm có tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại ở mức khá thấp là 22,3%, mức thấp thứ hai của giai đoạn.



Hình 1. Tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu của hai sàn HoSE và HNX giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2016

Sàn HoSE có số lượng cổ phiếu được đăng ký mua lại và số lượng cổ phiếu được mua lại vượt trội so với sàn HNX. Trong giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2016, các doanh nghiệp trên sàn HoSE đã đăng ký mua lại đến 794,6 triệu cổ phiếu, chiếm 76% tổng số cổ phiếu được đăng ký mua lại của cả hai sàn. Ngoài ra, số lượng cổ phiếu được mua lại trên sàn HoSE là 629,3 triệu cổ phiếu, chiếm đến 86% tổng số cổ phiếu được mua lại trong giai đoạn này. Mặc dù vượt trội về số lượng cổ phiếu được đăng ký mua lại nhưng sàn HoSE có tỷ lệ trung bình không hoàn thành thông báo mua lại hàng năm rất thấp là 22%, so với tỷ lệ 50,5% trên sàn HNX. Đối với sàn HoSE, năm 2016 là năm có tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại thấp nhất

với chỉ 6,2%. Mặt khác, sàn HoSE có tỷ lệ không hoàn thành thông báo lại ở mức cao nhất lên đến 47,6% trong năm 2011.

Bảng 2 Số lượng cổ phiếu được đăng ký mua lại và số lượng cổ phiếu được mua lại trên HoSE và HNX giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2016					
TT	Năm	Sàn HoSE		Sàn HNX	
		Số CP đăng ký (triệu CP)	Số CP thực hiện (triệu CP)	Số CP đăng ký (triệu CP)	Số CP thực hiện (triệu CP)
	TỔNG	794,6	629,3	248,4	101,1
1	2011	152,6	80,0	55,6	21,1
2	2012	142,0	123,1	24,7	6,4
3	2013	59,0	52,6	71,0	22,1
4	2014	35,0	24,0	58,8	25,3
5	2015	191,4	148,4	30,7	18,5
6	2016	214,6	201,2	7,7	7,5

Ngược lại với sàn HoSE, sàn HNX có tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại trung bình hàng năm rất cao với tỷ lệ là 50,5%. Xét về số lượng cổ phiếu được đăng ký mua lại và số lượng cổ phiếu được mua lại thì sàn HNX cũng rất thấp với số lượng lần lượt là 248,4 triệu và 101,1 triệu cổ phiếu trong cả giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2016. Tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu trên sàn HNX luôn duy trì ở mức rất cao từ 55% đến 74% trong các năm từ 2011 đến 2014. Đặc biệt, năm 2012 chứng kiến tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu cao kỷ lục trên sàn HNX với tỷ lệ là 74%. Đáng chú ý là năm 2016, sàn HNX đã có sự sụt giảm mạnh về tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu với chỉ 1,7%. Tuy nhiên, năm 2016 là năm sàn HNX có số lượng cổ phiếu được đăng ký mua lại rất ít với chỉ 7,7 triệu cổ phiếu (mức thấp thứ hai của giai đoạn).

** Phân tích số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu theo ngành*

Trong giai đoạn 2011 - 2016, ngành Công nghiệp là ngành dẫn đầu về số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu với tổng số 70 doanh nghiệp, cao hơn gấp gần 3 lần trung bình cho tất cả các ngành (24 doanh

nghiệp). Đứng ở vị trí thứ hai là ngành Tài chính⁵ với số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu là 56 doanh nghiệp. Trong khi đó, ngành có số doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu thấp nhất là ngành Dược phẩm Y tế với chỉ 4 doanh nghiệp không hoàn thành. Đứng ngay trên ngành Dược phẩm Y tế là 3 ngành Dầu khí, Công nghệ thông tin và Ngân hàng với số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cùng là 5 doanh nghiệp. Các ngành còn lại đều cho thấy số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại ở mức cao (cao hơn trung bình ngành), bao gồm ngành Dịch vụ Tiêu dùng (27 doanh nghiệp), ngành Hàng tiêu dùng (27 doanh nghiệp) và ngành Nguyên vật liệu (28 doanh nghiệp).

Bảng 3 Số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu theo ngành trong giai đoạn 2011 - 2016								
TT	Ngành	TỔNG	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	Công nghiệp	70	41	15	6	3	3	2
2	Tài chính	56	30	11	8	1	3	3
3	Nguyên vật liệu	28	14	8	2	1	2	1
4	Dịch vụ Tiêu dùng	27	14	6	2	4	0	1
5	Hàng tiêu dùng	27	14	4	1	1	4	3
6	Tiện ích Cộng đồng	8	4	2	0	1	1	0
7	Ngân hàng	5	1	0	1	2	1	0
8	Dầu khí	5	1	2	0	0	2	0
9	Công nghệ thông tin	5	2	3	0	0	0	0
10	Dược phẩm Y tế	4	2	0	0	0	2	0

Xét riêng từng năm trong giai đoạn 2011 - 2016, ngành Công nghiệp cũng là ngành đứng đầu về số lượng các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu. Năm 2011 là năm chứng kiến số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại kỷ lục của ngành Công nghiệp với 41 doanh nghiệp. Đây cũng là mức cao nhất của tất cả các ngành trong tất cả các năm của giai đoạn 2011 - 2016. Tuy nhiên, từ năm 2012 trở đi, số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu của ngành Công nghiệp đã giảm nhanh và duy trì ở mức rất thấp với ít hơn 4 doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại trong 3 năm liên tiếp

⁵ Ngành Tài chính không tính các ngân hàng thương mại

từ năm 2014 đến năm 2016. Ngay sau ngành Công nghiệp là ngành Tài chính với số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại hàng năm ở mức cao với trung bình 9 doanh nghiệp một năm. Cũng giống như ngành Công nghiệp, năm 2011 là năm đánh dấu kỷ lục về số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại của ngành Tài chính với 30 doanh nghiệp. Sau khi chạm đỉnh vào năm 2011, các năm tiếp theo số lượng này cũng đã giảm mạnh và duy trì ở mức thấp trong 3 năm từ năm 2013 đến năm 2016 với số lượng ít hơn 4 doanh nghiệp. Đáng chú ý là ngành Công nghệ thông tin và ngành Dược phẩm Y tế có đến 4 năm trên tổng số 6 năm của giai đoạn 2011 - 2016 không có doanh nghiệp nào không hoàn thành thông báo mua lại. Đặc biệt là ngành Công nghệ thông tin không có doanh nghiệp nào không thực hiện lời hứa mua lại trong 4 năm liên tiếp từ năm 2013 đến năm 2016. Ngay sau đó là ngành Dầu khí với 3 năm không có doanh nghiệp nào không hoàn thành thông báo mua lại. Nhìn chung cả giai đoạn, ngoại trừ 2 ngành Công nghiệp và Tài chính, các ngành kinh tế khác đều có số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại ở mức rất thấp (ít hơn 5 doanh nghiệp trên 1 năm).

** Phân tích tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu theo ngành*

Trong cả giai đoạn 2011 - 2016, ngành Dầu khí là ngành có tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu thấp nhất với chỉ 3,7% doanh nghiệp không hoàn thành. Đây là một kết quả rất tốt do số lượng cổ phiếu được đăng ký mua lại của ngành Dầu khí ở mức cao thứ ba trong tất cả các ngành với 161,7 triệu cổ phiếu. Đóng góp chính cho kết quả này là năm 2016 với tỷ lệ không hoàn thành là 0% trong khi số lượng cổ phiếu được đăng ký mua lại rất lớn với 155 triệu cổ phiếu (chiếm đến 96% tổng số cổ phiếu đăng ký của ngành Dầu khí trong cả giai đoạn 2011 - 2016). Tuy nhiên, các năm 2011, 2012 và 2015 cho thấy tỷ lệ không hoàn thành thông báo của ngành Dầu khí ở mức rất cao, lần lượt là 82,7%, 88,2% và 90,5%. Một phần nguyên nhân của tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại rất cao này là số lượng cổ phiếu được đăng ký mua lại trong những năm này là rất ít với con số nhỏ hơn 4 triệu cổ phiếu. Ngoài ra, ngành Dầu khí có hai năm 2013 và năm 2014 không có doanh nghiệp nào có kế hoạch mua lại cổ phiếu.

Trái ngược với ngành Dầu khí, ngành Tiện ích Cộng đồng là ngành có tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu rất cao, lên đến 54% trong cả giai đoạn. Một điểm cũng cần được chú ý là số lượng cổ phiếu đăng ký mua lại của ngành Tiện ích Cộng đồng lại ở mức rất thấp với 22,8 triệu cổ phiếu (mức thấp thứ ba trong tất cả các ngành). Đóng góp chính cho tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu rất cao của ngành Tiện ích Cộng đồng là tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại lên đến 94% trong năm 2015, trong khi số lượng cổ phiếu đăng ký mua lại là 10 triệu cổ phiếu (chiếm 44% tổng số lượng cổ phiếu đăng ký mua lại của ngành này trong cả giai đoạn 2011 – 2016). Thêm vào đó, trong năm 2014, ngành Tiện ích Cộng đồng còn có tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại là 100% mặc dù số lượng cổ phiếu thông báo mua lại rất ít (chỉ 300 nghìn cổ phiếu). Năm 2011 là năm tốt nhất của ngành Tiện ích Cộng đồng về tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại với tỷ lệ 14,3%, trong khi số lượng cổ phiếu mua lại là rất lớn (10 triệu cổ phiếu). Ngành Tiện ích Cộng đồng cũng có hai năm 2013 và năm 2016 không có doanh nghiệp nào dự kiến mua lại cổ phiếu.

Bảng 4 Tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu theo ngành trong giai đoạn 2011 – 2016								
TT	Ngành	Cả giai đoạn 2011-2016	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	Công nghệ thông tin	36,7%	47,5%	58,2%	0,0%	n/a	0,0%	n/a
2	Công nghiệp	26,8%	42,3%	57,5%	60,0%	10,1%	12,8%	2,2%
3	Dầu khí	3,7%	82,7%	88,2%	n/a	n/a	90,5%	0,0%
4	Dịch vụ Tiêu dùng	49,7%	57,8%	31,0%	66,4%	33,7%	0,0%	86,9%
5	Dược phẩm Y tế	51,3%	75,1%	0,0%	n/a	0,0%	41,8%	0,0%
6	Hàng tiêu dùng	31,7%	47,2%	24,9%	34,2%	97,8%	11,8%	37,6%
7	Ngân hàng	23,5%	25,5%	0,0%	70,8%	60,3%	4,0%	n/a
8	Nguyên vật liệu	44,3%	39,7%	59,5%	50,2%	0,6%	52,5%	100,0%
9	Tài chính	50,0%	69,9%	60,6%	17,3%	38,4%	87,5%	1,6%
10	Tiện ích Cộng đồng	54,0%	14,3%	47,5%	n/a	100,0%	94,0%	n/a

Đứng ở vị trí thấp thứ hai về tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu là ngành Ngân hàng với tỷ lệ 23,5%. Đây cũng được đánh giá là tỷ lệ rất tốt khi mà số lượng cổ phiếu được đăng ký mua lại và số lượng cổ phiếu thực hiện mua

lại của ngành Ngân hàng là lớn nhất với số lượng lần lượt là 303,9 triệu và 232,4 triệu cổ phiếu. Tiếp theo là ngành Công nghiệp với tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại thấp thứ ba với tỷ lệ 26,8% và số lượng cổ phiếu được đăng ký mua lại ở mức 161,7 triệu cổ phiếu. Tương tự ngành Công nghiệp là ngành Tiêu dùng khi tỷ lệ không hoàn thành thông báo thấp thứ tư với 31,7% số lượng cổ phiếu được đăng ký mua lại ở mức 142,1 triệu cổ phiếu. Các ngành tiếp theo là ngành Công nghệ thông tin và Nguyên vật liệu với lần lượt tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại là 36,7% và 44,3%. Các ngành Dịch vụ Tiêu dùng, Tài chính và Dược phẩm Y tế chia nhau các vị trí còn lại với lần lượt tỷ lệ không hoàn thành thông báo mua lại lần lượt là 49,7%, 50% và 51,3%.

2.2. Thực trạng không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu

** Số lượng doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu*

Theo số liệu trong bảng 1, trung bình hàng năm, cả hai sàn HoSE và HNX có 5 doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 2011 - 2016. Năm 2011 là năm đánh dấu số lượng doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu cao nhất với 11 doanh nghiệp, cao gấp hơn 2 lần trung bình của giai đoạn. Ngược lại, trong năm 2013, không có doanh nghiệp nào không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu. Đứng ở vị trí thứ hai về số lượng doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại là năm 2015 với 8 doanh nghiệp. Ngay sau đó là năm 2012 với 7 doanh nghiệp. Hai năm còn lại là năm 2014 và năm 2016 có số lượng doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại đều thấp hơn trung bình của giai đoạn, với lần lượt là 3 và 1 doanh nghiệp.

Sàn HoSE tiếp tục cho thấy tỷ lệ vượt trội về số lượng doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu với tổng số 16 doanh nghiệp, chiếm 53% tổng số doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 2011 - 2016. Năm 2011 có 4 doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu trên sàn HoSE và con số này được ở mức thấp trong 4 năm tiếp theo (đến năm 2014). Tuy nhiên, đến năm 2015, số lượng doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu tăng vọt lên 8 doanh nghiệp, đánh dấu năm có số lượng doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cao nhất trên sàn HoSE. Đến năm 2016,

số lượng doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu trên sàn HoSE đã giảm trở lại xuống còn 1 doanh nghiệp.

Đối với sàn HNX, giai đoạn 2011 - 2016 chứng kiến số lượng doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu ở mức thấp với tổng số 14 doanh nghiệp. Khác với sàn HoSE, năm 2011 lại là năm đánh dấu số lượng doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu cao nhất của sàn HNX với 7 doanh nghiệp. Số lượng này đã giảm xuống còn 5 doanh nghiệp trong năm 2012 trước khi duy trì ở mức rất thấp trong 4 năm tiếp theo. Trong đó, có đến 3 năm là năm 2013, năm 2015 và năm 2016, sàn HNX không có doanh nghiệp nào không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu. Xen kẽ vào đó là năm 2014 cũng chỉ có 2 doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu.

** Phân tích số lượng doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu theo ngành*

Giai đoạn 2011 - 2016 là giai đoạn có số lượng các doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu ở mức thấp với trung bình chỉ 5 doanh nghiệp trên một năm. Ngành Hàng tiêu dùng là ngành dẫn đầu về số lượng doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu trong giai đoạn này với 7 doanh nghiệp. Trong khi đó, ngành Ngân hàng là ngành đứng ở vị trí thấp nhất khi không có doanh nghiệp nào không thực hiện thông báo mua lại trong cả giai đoạn. Ngay sau ngành Hàng tiêu dùng là ngành Công nghiệp với 6 doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại trong cả giai đoạn. Cùng ở vị trí thứ ba là 2 ngành Tài chính và Dịch vụ Tiêu dùng với 5 doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại trong cả giai đoạn. Các ngành còn lại bao gồm ngành Tiện ích Cộng đồng, Nguyên vật liệu, Dược phẩm Y tế, Dầu khí và Công nghệ thông tin đều có số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại trong cả giai đoạn ở mức thấp với ít hơn 3 doanh nghiệp.

Bảng 5 Số lượng doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu theo ngành trong giai đoạn 2011 – 2016								
TT	Ngành	TỔNG	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	Hàng tiêu dùng	7	3	0	0	1	3	0

Bảng 5 Số lượng doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu theo ngành trong giai đoạn 2011 – 2016								
TT	Ngành	TỔNG	2011	2012	2013	2014	2015	2016
2	Công nghiệp	6	3	2	0	0	1	0
3	Tài chính	5	1	2	0	0	2	0
4	Dịch vụ Tiêu dùng	5	2	2	0	1	0	0
5	Nguyên vật liệu	2	0	1	0	0	0	1
6	Tiện ích Cộng đồng	2	1	0	0	1	0	0
7	Dầu khí	1	0	0	0	0	1	0
8	Dược phẩm Y tế	1	0	0	0	0	1	0
9	Công nghệ thông tin	1	1	0	0	0	0	0
10	Ngân hàng	0	0	0	0	0	0	0

3. Ảnh hưởng đến cổ đông khi doanh nghiệp không thực hiện đúng thông báo mua lại cổ phiếu

Để phân tích ảnh hưởng đến cổ đông khi doanh nghiệp không thực hiện đúng thông báo mua lại cổ phiếu tại Việt Nam, tác giả sử dụng cùng bộ số liệu về mua lại cổ phiếu từ năm 2011 đến năm 2016 của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HoSE) do Công ty Cổ phần StoxPlus cung cấp. Nhằm tránh làm nhiễu số liệu, tác giả không xem xét đến các thông báo mua lại cổ phiếu với số lượng nhỏ hơn 0,05% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp. Ảnh hưởng đến cổ đông khi doanh nghiệp không thực hiện đúng thông báo mua lại cổ phiếu được xem xét dựa vào trung bình biến động giá cổ phiếu trong vòng 11 ngày bao gồm 5 ngày trước ngày kết thúc thực hiện thông báo, ngày thực hiện thông báo và 5 ngày sau ngày kết thúc thực hiện thông báo. Biến động giá cổ phiếu được tính theo từng ngày trong khoảng 11 ngày ở trên và theo công thức (1).

$$\Delta_i = \frac{P_i - P_{i-1}}{P_{i-1}} \times 100\% \quad (1)$$

Trong đó:

Δ_i : Là biến động giá cổ phiếu ngày i .

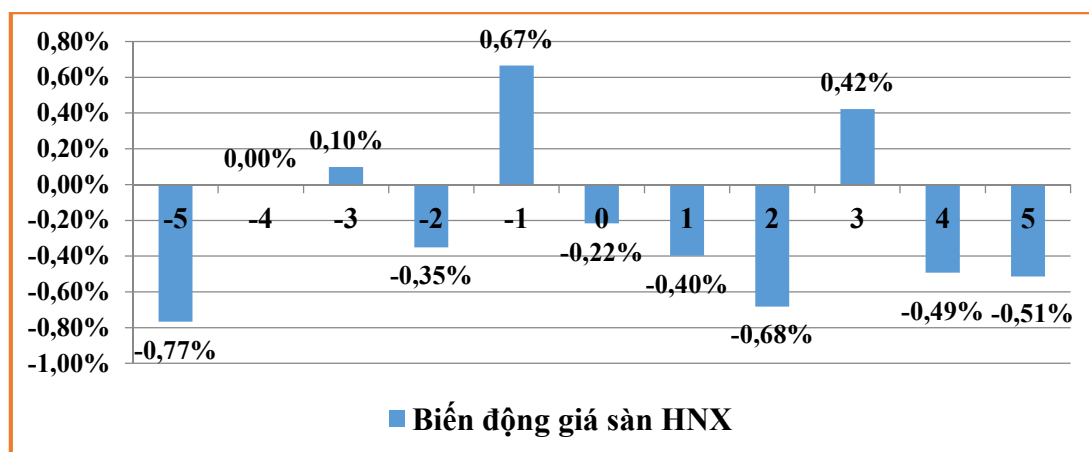
P_i : Là giá cổ phiếu (giá đóng cửa) ngày i .

- P_{i-1} : Là giá cổ phiếu (giá đóng cửa) ngày $i-1$.
- i : Là các số nguyên nằm trong khoảng từ -5 đến +5.
- Ngày 0 : Là ngày kết thúc thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu. Nếu ngày này rơi vào ngày nghỉ (thứ bảy, chủ nhật hoặc các ngày nghỉ lễ theo quy định của Nhà nước) thì sẽ được tính vào ngày làm việc tiếp theo gần nhất.

3.1. Biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu

**** Các doanh nghiệp trên sàn HNX***

Biến động giá của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HNX không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 2011 - 2016 được thể hiện trong hình 2. Giá cổ phiếu của các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu trên sàn HNX sụt giảm ở mức 0,2% đến 0,8% ở 7 ngày trong khoảng thời gian từ 5 ngày trước đến 5 ngày sau khi hết hạn thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu. Cụ thể, ngay trong ngày kết thúc thực hiện thông báo (ngày 0), giá cổ phiếu của các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu trên sàn HNX giảm 0,22%. Giá cổ phiếu của các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu tiếp tục sụt giảm trong 2 ngày tiếp theo (ngày 1 và ngày 2). Đặc biệt, ngày 2 có sự sụt giảm giá khá cao là 0,68%. Kể từ ngày 0 đến ngày 2, cổ phiếu của các doanh nghiệp này giảm khoảng 1.3% giá trị. Có thể nói đây là phản ứng của thị trường đối với việc các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu. Tuy nhiên, giá cổ phiếu của các doanh nghiệp này tăng ở mức 0,42% trong ngày 3 và sụt giảm ở mức lần lượt là 0,49% và 0,51% ở ngày 4 và ngày 5.

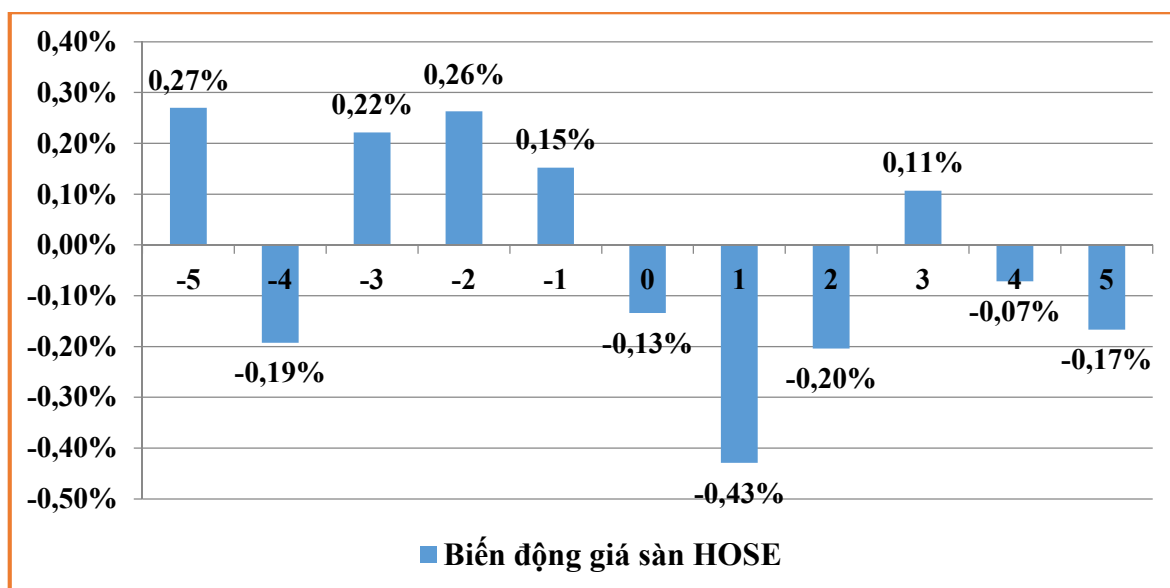


Hình 2. Biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HNX không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 2011 - 2016

Trong những ngày trước khi hết hạn thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu, giá cổ phiếu của các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại diễn biến khá phức tạp. Trong ngày -1, giá cổ phiếu của các doanh nghiệp này tăng 0,67%. Tuy nhiên, giá cổ phiếu của các doanh nghiệp này trên sàn HNX lại sụt giảm ở mức 0,77% và 0,35% lần lượt ở ngày -5 và ngày -2. Trong các ngày còn lại, giá cổ phiếu biến động không đáng kể. Kết quả phân tích cho thấy, không có dấu hiệu giá cổ phiếu các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại sụt giảm trước ngày hết hạn thực hiện thông báo mua lại. Tuy nhiên, có bằng chứng rõ ràng rằng giá cổ phiếu của các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại sụt giảm trong khoảng 5 ngày sau khi hết hạn thực hiện thông báo mua lại.

** Các doanh nghiệp trên sàn HoSE*

Đối với các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu niêm yết trên sàn HoSE, có một xu hướng chung là giá cổ phiếu của các doanh nghiệp này có xu hướng tăng trước ngày hết hạn thông báo và xu hướng giảm sau ngày hết hạn thông báo. Cụ thể, trong ngày kết thúc thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu, giá cổ phiếu của các doanh nghiệp này trên sàn HoSE có sự sụt giảm nhẹ ở mức 0,13%. Hai ngày tiếp theo tiếp tục chứng kiến sự sụt giảm giá cổ phiếu với mức giảm lần lượt là 0,43% và 0,2%. Tương tự như biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp trên sàn HNX, đây là phản ứng tiêu cực của thị trường đối với cổ phiếu các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu.



Hình 3. Biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HoSE không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 2011 - 2016

Ở chiều hướng ngược lại, cổ phiếu của các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu niêm yết trên sàn HoSE tăng giá trong cả 3 ngày trước khi kết thúc thực hiện thông báo mua lại với mức tăng lần lượt là 0,22%, 0,26% và 0,15%. Trong ngày -5, giá cổ phiếu của các doanh nghiệp này cũng tăng ở mức 0,27%. Tuy nhiên, giá cổ phiếu giảm 0,19% trong ngày -4. Kết quả phân tích cho thấy dường như thị trường hy vọng mức độ cam kết thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HoSE là cao hơn so với mức độ này của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HNX.

** Phân loại các doanh nghiệp theo ngành*

Không xét đến các ngành có số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu quá ít (nhỏ hơn 10 doanh nghiệp), cổ phiếu của doanh nghiệp thuộc 5 ngành được phân tích biến động giá bao gồm: Công nghiệp, Tài chính, Nguyên vật liệu, Hàng tiêu dùng và Dịch vụ Tiêu dùng. Đầu tiên là ngành Công nghiệp với số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu nhiều nhất (70 doanh nghiệp). Ở ngày kết thúc thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu (ngày 0), cổ phiếu doanh nghiệp không hoàn thành mua lại của ngành Công nghiệp có mức tăng nhẹ 0,14%. Trong 4 ngày trước đó, cổ phiếu của các doanh nghiệp này đều tăng, đặc biệt là ngày -1 với mức độ tăng là 0,57%. Điều này cho thấy thị

trường dường như rất mong đợi các doanh nghiệp đã thông báo mua lại cổ phiếu trong ngành Công nghiệp sẽ thực hiện đúng thông báo của mình. Tuy nhiên, khi các doanh nghiệp ngành Công nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu, thị trường cũng phản ứng tiêu cực ngay lập tức khi cổ phiếu của các doanh nghiệp này giảm ở 4 trong 5 ngày sau ngày kết thúc thực hiện thông báo với mức cao nhất là 0,33% (trừ ngày 3 giá cổ phiếu tăng không đáng kể với tỷ lệ 0,06%). Diễn biến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp không hoàn thành mua lại cổ phiếu trong các ngành Dịch vụ Tiêu dùng và Nguyên vật liệu cũng cho thấy câu chuyện tương tự như ngành Công nghiệp. Đáng chú ý là các doanh nghiệp thuộc ngành Dịch vụ Tiêu dùng khi ở ngay sau ngày kết thúc thực hiện thông báo mua lại, giá cổ phiếu của các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại của ngành này giảm mạnh ở mức 1,17%.

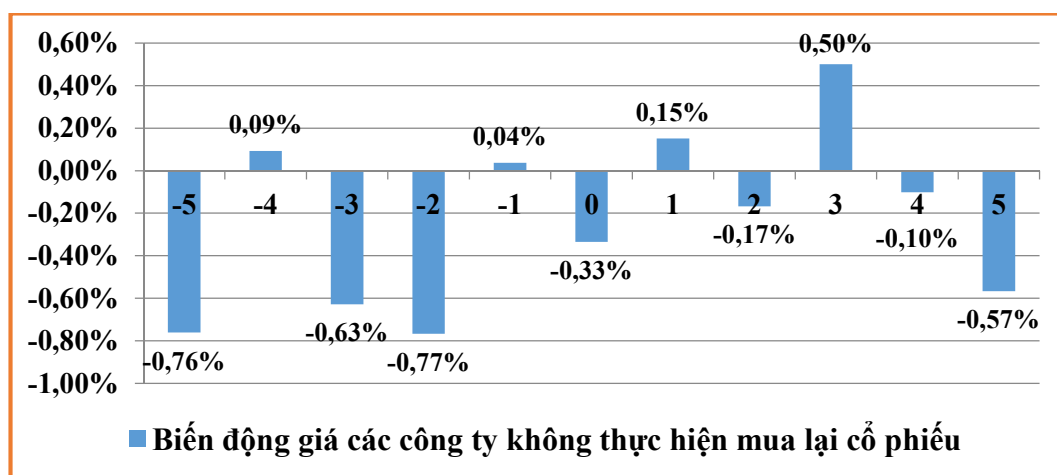
Bảng 6 Biến động giá của các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu theo Ngành trong giai đoạn 2011 - 2016						
TT	Ngày thứ	Công nghiệp	Dịch vụ Tiêu dùng	Hàng tiêu dùng	Nguyên vật liệu	Tài chính
1	-5	-0,45%	-0,09%	0,37%	0,22%	0,06%
2	-4	0,34%	0,12%	0,12%	-0,05%	-0,36%
3	-3	0,38%	0,28%	-0,14%	0,32%	-0,22%
4	-2	0,37%	-0,29%	-0,34%	0,26%	-0,19%
5	-1	0,57%	-0,07%	0,00%	0,48%	0,09%
6	0	0,14%	-0,43%	-0,32%	-0,06%	-0,40%
7	1	-0,33%	-1,17%	0,04%	-0,01%	-0,58%
8	2	-0,13%	-0,50%	-0,60%	-0,37%	-0,33%
9	3	0,06%	-0,12%	0,25%	0,20%	0,66%
10	4	-0,22%	-0,72%	0,10%	-0,12%	0,18%
11	5	-0,13%	0,24%	0,34%	-1,05%	-0,21%

Khi xét đến ngành Tài chính, ngày kết thúc thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu cũng chứng kiến sự sụt giảm giá cổ phiếu của các doanh nghiệp thuộc ngành này ở mức 0,4%. Đặc biệt là ở các ngày -4, -3 và -2 giá cổ phiếu của các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại của ngành Tài chính lại liên tục giảm ở các mức lần lượt là 0,36%, 0,22% và 0,19%. Vào ngày trước ngày kết thúc thực hiện thông báo mua lại (tức ngày -1), giá cổ phiếu của các doanh nghiệp này gần như không thay đổi (tăng nhẹ ở mức 0,09%). Giá cổ phiếu các doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại ngành Tài chính sụt giảm liên tục trong 2 ngày sau

ngày kết thúc thực hiện thông báo ở mức lần lượt là 0,58% và 0,33%. Tuy nhiên, giá cổ phiếu của các doanh nghiệp này có xu hướng tăng ở ngày 3 và ngày 4 khi có mức tăng khá lớn là 0,66% và 0,18%. Kết quả này cho thấy, diễn biến giá cổ phiếu của doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu thuộc ngành Tài chính là khá phức tạp sau khi hết hạn thông báo mua lại. Ngành Hàng tiêu dùng cũng cho thấy sự biến động giá cổ phiếu gần giống với ngành Tài chính.

3.2. Biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu

Cả hai sàn HoSE và HNX có tổng cộng 30 doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 2011 - 2016. Biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại được thể hiện như hình 4. Ở ngày hết hạn thông báo mua lại cổ phiếu, giá cổ phiếu của các doanh nghiệp này giảm 0,33%. Tuy nhiên, giá cổ phiếu của các doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại biến động bất thường không theo quy luật nào trong những ngày tiếp theo khi giá cổ phiếu biến động lần lượt ở mức 0,15%, -0,17%, 0,50%, -0,1% và -0,57% từ ngày 1 đến ngày 5.



Hình 4. Biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 2011 – 2016

Khác với những biến động không theo quy luật nào sau khi hết hạn thông báo mua lại cổ phiếu, giá cổ phiếu của các doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại có xu hướng giảm trong vài ngày trước khi hết hạn thông báo mua lại cổ phiếu. Cụ thể, trong 5 ngày trước khi hết hạn thông báo mua lại, giá cổ phiếu của

các doanh nghiệp này sụt giảm mạnh ở mức trên 0,6% trong 3 ngày. Ở các ngày -2, -3 và -5, giá cổ phiếu giảm ở mức lần lượt là 0,77%, 0,63% và 0,76%. Do đó, chúng ta có một số bằng chứng về sự sụt giảm giá cổ phiếu của các doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu trước ngày hết hạn thông báo mua lại. Dường như thị trường có thể dự đoán được rằng các doanh nghiệp này sẽ không thực hiện mua lại. Tuy nhiên, số lượng các doanh nghiệp là khá ít (30 doanh nghiệp) nên vẫn cần có thêm những nghiên cứu ở các năm tiếp theo để kiểm chứng và làm sáng tỏ hơn nhận định về biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu.

4. Kết luận

Trong giai đoạn 2011-2016, kết quả nghiên cứu cho thấy trung bình hàng năm số lượng doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu cao hơn nhiều so với số lượng các doanh nghiệp không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu. Xét theo ngành thì trong cả hai nhóm doanh nghiệp không hoàn thành và không thực hiện thông báo mua lại cổ phiếu, số doanh nghiệp nằm trong ngành Công nghiệp và Tài chính đều ở mức cao so với các ngành còn lại. Hai ngành này đều là những ngành mũi nhọn đặc biệt quan trọng của nền kinh tế Việt Nam hiện nay; vì vậy, các nhà đầu tư và các cơ quan quản lý Nhà nước cần đặc biệt chú ý nhằm hạn chế nguy cơ sử dụng hoạt động mua lại cổ phiếu như một công cụ thao túng giá trong ngành Công nghiệp và Tài chính. Ngoài ra, kết quả phân tích về ảnh hưởng tới cổ đông bằng đánh giá biến động về giá cổ phiếu trong vòng 11 ngày từ 5 ngày trước ngày kết thúc thực hiện thông báo đến 5 ngày sau ngày kết thúc thực hiện thông báo cho thấy bằng chứng về những biến động bất thường của giá cổ phiếu. Đối với nhóm doanh nghiệp không hoàn thành thông báo mua lại cổ phiếu, 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. 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. Điều này cho thấy, dường như thị trường có thể đoán được việc một số doanh nghiệp sẽ không thực hiện theo đúng như thông báo mua lại cổ phiếu. Tuy nhiên, những ảnh hưởng với cổ đông khi doanh nghiệp không thực hiện đúng thông báo mua lại cổ phiếu vẫn cần được nghiên cứu trong

thời gian dài hơn vì rất nhiều nghiên cứu trên thế giới đều chỉ ra tác động tiêu cực trong dài hạn của hiện tượng này.

Tài liệu tham khảo

1. Billett, Mathew, T. and Xue, H. (2003), “Share Repurchases Preceding Seasoned equity Offerings”, *SSRN Working Paper*.
2. Kirch, D., BarNiv, R. and Zucca, L. (1998), “Investment Strategies Based on Completion of Open Market Repurchase Programs”, *The Journal of Financial Statement Analysis*. Vol. 3, No. 2, pp.5-13.
3. Kracher, B. and Johnson, R. R. (1997), “Repurchase Announcements, Lies and False Signals”, *Journal of Business Ethics*, No.16, pp.1677-1685.
4. Lee, D. Scott, Wayne H. Mikkelson, and M. Megan Partch. (1992), “Manager Trading Around Stock Repurchase”, *Journal of Finance*, No. 47:5, pp.1947-1962.
5. Raad, E. and Wu, H. K. (1995), “Insider Trading Effects on Stock Returns Around Open-Market Stock Repurchase Announcements: An Empirical Study”, *Journal of Financial Research*, Vol. 18:1, pp.45-57.
6. Stephens, C. and Weisbach, M. (1998), “Actual share reacquisitions in the open-market repurchase programs”, *Journal of Finance*, Vol. 53, pp.313-333.