

NGHIÊN CỨU CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN QUYẾT ĐỊNH MUA LẠI CỔ PHIẾU CỦA DOANH NGHIỆP VIỆT NAM¹

Nguyễn Thị Hoa Hồng²

Cao Đình Kiên³

Vũ Thị Minh⁴

Tóm tắt

Bài viết tập trung nghiên cứu về một số nhân tố ảnh hưởng tới quyết định mua lại cổ phiếu tại các doanh nghiệp Việt Nam. Bằng việc xây dựng mô hình đánh giá mối quan hệ tương quan của các nhân tố với số liệu được thu thập từ các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có hoạt động mua lại cổ phiếu trong khoảng thời gian từ tháng 12/2010 đến tháng 10/2016, bài viết đánh giá mức độ ảnh hưởng của các nhân tố dựa theo những giả thuyết về mua lại cổ phiếu, từ đó đưa ra câu trả lời cho câu hỏi “Những doanh nghiệp nào thì nên thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu?”

Từ khóa: *Cơ cấu vốn, dòng tiền tự do, định giá thấp, đòn bẩy tài chính, mua lại cổ phiếu*

Abstract

This paper focuses on a number of factors that influence on the decision to repurchase shares in Vietnamese enterprises. By constructing a model for assessing correlation of factors with data collected from listed companies in Vietnam stock market which had stock repurchase activities during December 2010 and October 2016, the paper assesses the impact of factors based on stock repurchase hypothesis. Therefore the article proposes the answer to the question “Which businesses should buy back their stocks?”

Keywords: *Capital structure, free cash flow, undervaluation, leverage, share repurchase*

1. Đặt vấn đề

Quyết định mua lại cổ phiếu được coi là chính sách quản trị quan trọng có ảnh hưởng đến các hoạt động khác nhau của công ty như chi trả cổ tức, xây dựng cơ cấu vốn hay các quyết định đầu tư. Vì vậy, quyết định này sẽ mang lại nhiều lợi ích cho doanh nghiệp khi được hoạch định và

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 Khoa Quản trị Kinh doanh, Trường ĐH Ngoại thương, Email: hongnth@ftu.edu.vn

³ Khoa Quản trị Kinh doanh, Trường ĐH Ngoại thương, Email: caokien@ftu.edu.vn

⁴ Khoa Quản trị Kinh doanh, Trường ĐH Ngoại thương, Email: vuthiminh0605@gmail.com

triển khai hợp lý, ngược lại, quyết định sai lầm cũng có thể dẫn tới hậu quả cũng vô cùng nghiêm trọng. Có rất nhiều nghiên cứu trên thế giới đề cập đến hoạt động mua lại cổ phiếu, từ mối quan hệ giữa hoạt động này với hiệu quả kinh doanh, cơ cấu vốn, tính thanh khoản và cả các nhân tố ảnh hưởng. Tại các nước phát triển, quyết định mua lại cổ phiếu được sử dụng như một chiến lược của công ty để thực hiện một số mục tiêu nhất định, tuy nhiên tại thị trường chứng khoán non trẻ như Việt Nam thì dù các doanh nghiệp không còn xa lạ với hoạt động mua lại cổ phiếu nhưng không có nhiều doanh nghiệp biết cách sử dụng hợp lý công cụ này. Điều này có thể nhìn thấy từ rất nhiều thương vụ mua lại cổ phiếu thất bại dẫn đến hậu quả giá cổ phiếu công ty giảm hay niềm tin của nhà đầu tư bị mất đi. Vì vậy, việc nhận thức đầy đủ và kiểm soát được chặt chẽ các nhân tố liên quan đến quyết định mua lại cổ phiếu là một vấn đề cần thiết cho thị trường Việt Nam, để các nhà quản trị có được góc nhìn toàn diện và đúng đắn hơn khi đưa ra quyết định này sao cho phù hợp với tình hình hoạt động cũng như mục tiêu chiến lược của doanh nghiệp.

2. Động cơ của quyết định mua lại cổ phiếu

Các nghiên cứu trước đây đã đề xuất nhiều giả thuyết lý giải động cơ của quyết định mua lại cổ phiếu. Trong đó, giả thuyết phát tín hiệu cổ phiếu bị định giá thấp và giả thuyết dòng tiền tự do là hai giả thuyết quan trọng nhất.

2.1 Giả thuyết phát tín hiệu cổ phiếu bị định giá thấp (Signaling undervaluation hypothesis)

Giả thuyết tín hiệu khẳng định rằng doanh nghiệp quyết định mua lại cổ phiếu để phát tín hiệu với thị trường rằng cổ phiếu của doanh nghiệp đang bị định giá thấp hơn giá trị thực (Vermaelen, 1981). Bắt nguồn từ sự bất cân xứng thông tin giữa ban lãnh đạo công ty và các thành viên tham gia thị trường tài chính, khi ban quản trị công ty cảm thấy lạc quan về viễn cảnh tương lai, họ có thể tiến hành mua lại cổ phiếu nhằm gửi thông điệp rằng giá cổ phiếu sẽ có xu hướng tăng trong tương lai với các nhà đầu tư bên ngoài. Do vậy, việc tổ chức phát hành mua lại cổ phiếu của chính mình có thể tác động tới thị trường, làm cho tình hình giao dịch cổ phiếu của công ty sôi động hơn và hạn chế tốc độ giảm giá của cổ phiếu, thậm chí, còn giúp cổ phiếu tăng giá trở lại. Ikenberry et al (1995) bổ sung thêm bằng chứng cho thấy phản ứng tích cực của thị trường có thể kéo dài đến vài năm sau thông báo mua lại cổ phiếu. Nghiên cứu của Dittmar (2000) lập luận rằng các công ty lớn thường chịu sự giám sát chặt chẽ hơn và minh bạch hơn trong công bố thông tin, các công ty nhỏ thường có tình trạng bất cân xứng thông tin nghiêm trọng hơn nên các công ty nhỏ có tỉ lệ mua lại cổ phiếu cao hơn. Mặt khác, Dittmar (2000) cũng chỉ ra rằng, quy mô công ty mới chỉ là điều kiện cần để kiểm tra giả thuyết tín hiệu, điều kiện đủ được đo lường bằng tỉ lệ giá trị thị trường cộng với nợ phải trả trên giá trị sổ sách của tổng tài sản và tỉ suất sinh lời của cổ phiếu. Ngược lại, Grullon và Michaely (2002) chứng minh rằng doanh nghiệp mua lại cổ phiếu khi có tỉ suất sinh lời giảm, ngược lại với những lập luận của giả thuyết tín hiệu.

2.2 Giả thuyết về dòng tiền tự do (Free cash flow hypothesis)

Giả thuyết về dòng tiền tự do có liên quan trực tiếp tới chi phí đại diện của doanh nghiệp, trong đó lập luận rằng nhà quản trị ra quyết định mua lại cổ phiếu khi công ty có dòng tiền tự do lớn, tức là công ty có lượng tiền mặt giữ lại lớn sau khi đã đầu tư vào tất cả các dự án có giá trị hiện tại thuần (NPV) dương. Khi xảy ra vấn đề về người đại diện liên quan đến việc sử dụng dòng tiền tự do của doanh nghiệp, mua lại cổ phiếu không chỉ làm hài hòa lợi ích của hai bên mà còn ngăn chặn những rủi ro tiềm ẩn trên (Jensen, 1986). Stephen và Weisbach (1998) bổ sung thêm cho giả thuyết dòng tiền tự do bằng nghiên cứu định lượng cho thấy sự gia tăng của dòng tiền kỳ vọng và không kỳ vọng tỉ lệ thuận với tỉ lệ mua lại cổ phiếu trong một quý. Trong khi nghiên cứu của Dittmar (2000) và Jagannathan (2000) tiếp tục tìm thấy bằng chứng ủng hộ giả thuyết dòng tiền tự do thì nghiên cứu của Dennis (1994) lại chỉ ra điều ngược lại.

2.3 Giả thuyết về điều chỉnh cơ cấu vốn hay tối ưu hóa chỉ số đòn bẩy tài chính (Optimal leverage ratio hypothesis/Capital structure adjustment hypothesis)

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

2.4 Giả thuyết tránh bị thôn tóm (Takeover deterrence hypothesis)

Giả thuyết tránh bị thôn tóm cho rằng doanh nghiệp quyết định mua lại cổ phiếu để tránh bị đối thủ mua lại cổ phần và nắm quyền kiểm soát doanh nghiệp (Denis, 1990). Khi công ty thông báo mua lại cổ phiếu, các điều kiện mua thường có lợi cho cổ đông muốn bán lại cổ phiếu, từ đó công ty nhanh chóng thu hồi một số lượng cổ phiếu nhất định, hạn chế trường hợp công ty khác muốn mua lại cổ phiếu của công ty mình. Bên cạnh đó, với phương thức mua lại theo hình thức đấu giá kiểu Hà Lan, doanh nghiệp mua lại được các cổ phiếu với chi phí thấp nhất, để lại các cổ phiếu với giá cao hơn ngoài thị trường, như vậy nếu một công ty muốn mua cổ phiếu để thôn tóm doanh nghiệp sẽ phải bỏ chi phí cao hơn. Điều này giảm bớt nguy cơ bị mua lại từ các đối thủ tiềm năng, đồng thời tăng tỷ lệ kiểm soát của ban điều hành. Vì vậy, khả năng công ty bị thôn tóm sẽ giảm đi vì phải mất chi phí cao mới có thể mua lại được doanh nghiệp. Mặt khác, khi

ban lãnh đạo quyết định mua lại cổ phiếu bằng tiền vay, không chỉ làm tăng chỉ số đòn bẩy mà còn làm giảm động lực của những nhà đầu tư đang có ý định thu tóm vì e ngại khi mua một doanh nghiệp có tỉ lệ nợ cao. Nghiên cứu của Bagwell (1991) cũng chỉ ra đường cung cổ phiếu có xu hướng dốc lên, làm giá cổ phiếu tăng và chi phí doanh nghiệp đi thu tóm phải bỏ ra cũng tăng lên tương ứng bằng việc nghiên cứu doanh nghiệp mục tiêu (có nguy cơ bị thu tóm) và doanh nghiệp đi thu tóm trong giai đoạn phân phối lợi nhuận cho cổ đông và trong quá trình mua bán sáp nhập. Nghiên cứu cũng khẳng định rằng ban quản trị của doanh nghiệp mục tiêu có lợi thế hơn vì họ chỉ cần mua lại lượng cổ phiếu vừa đủ để nắm quyền kiểm soát trong khi doanh nghiệp đi thu tóm buộc phải mua trên một nửa số cổ phiếu đang lưu hành.

2.5 Giả thuyết về thay thế chi trả cổ tức (*Dividend substitution hypothesis*)

Mua lại cổ phiếu là một dạng chi trả cổ tức vì khi một công ty mua lại cổ phiếu của mình trên thị trường, lượng cổ phiếu đang lưu hành giảm nên thu nhập trên mỗi cổ phiếu sẽ tăng. Đồng thời, các cổ đông bán lại cổ phần cho công ty cũng thu được một khoản thu nhập từ chênh lệch giữa giá trị mua ban đầu và giá bán lại. Vì vậy, giả thuyết này cho rằng các công ty lựa chọn mua lại cổ phiếu để chi trả cổ tức thay vì trả bằng tiền mặt nhằm thực hiện các mục tiêu nhất định (Grullon và Michaely, 2002). Nếu thực hiện chi trả cổ tức bằng tiền mặt, công ty luôn phải dự trữ nguồn chi trả cổ tức, điều này làm nguồn vốn sử dụng bị thu hẹp. Vì vậy doanh nghiệp thường trả cổ tức bằng tiền mặt khi có dòng tiền tự do ổn định. Trong khi đó, chương trình mua lại cổ phiếu được các nhà quản trị ưu tiên hơn vì sự linh hoạt cho doanh nghiệp cũng như lợi thế thuế cho cổ đông, thích hợp với doanh nghiệp có dòng tiền tự do không ổn định. Việc thông báo mua lại đẩy giá cổ phiếu lên cao cũng chỉ là động thái nhất thời của thị trường, làm lợi cho các nhà đầu tư lướt sóng, quyền lợi cho cổ đông dài hạn là rất ít.

2.6 Giả thuyết bù đắp pha loãng cổ phiếu (*Dilution minimization hypothesis*)

Giả thuyết này cho rằng doanh nghiệp mua lại cổ phiếu để giảm thiểu các tác động của việc pha loãng cổ phiếu. Pha loãng cổ phiếu là việc lượng cổ phiếu đang lưu hành của một công ty tăng khi cổ đông thực hiện quyền chọn, quyền mua hay chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu. Khi pha loãng cổ phiếu, lượng cổ phiếu tăng lên kéo theo thu nhập trên một cổ phiếu (EPS) giảm xuống và tỉ lệ sở hữu của các cổ đông hiện hữu thay đổi. Do vậy, doanh nghiệp có thể tiến hành mua lại cổ phiếu nhằm giảm lượng cổ phiếu đang lưu hành, từ đó hạn chế tác động của việc pha loãng cổ phiếu đến lợi ích của cổ đông. Vì vậy, Bens et al (2003) và Hribar et al (2006) đã chỉ ra rằng mua lại cổ phiếu đóng vai trò như một công cụ quản trị thu nhập.

3. Các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định mua lại cổ phiếu

Từ các giả thuyết trong các nghiên cứu trước nhằm lý giải những động cơ của quyết định mua lại cổ phiếu trên thì nhóm tác giả đưa ra hai nhóm nhân tố có ảnh hưởng đến quyết định mua lại cổ phiếu: nhân tố tài chính và nhân tố phi tài chính.

3.1. Các nhân tố tài chính

- Dòng tiền tự do: là một những nhân tố quan trọng nhất tác động tới việc ra quyết định và thực hiện mua lại cổ phiếu. Jensen (1986) và Dittmar (2000) cho rằng khi một doanh nghiệp có dòng tiền tự do, tức là có số lượng tiền nhàn rỗi sau khi đã đầu tư cho tất cả những dự án có NPV dương thì nhà quản trị thường có xu hướng quyết định tăng phân phối tiền mặt lại cho cổ đông bằng hình thức mua lại cổ phiếu. Dòng tiền tự do cũng là nguồn tài trợ chính để thực hiện chương trình mua lại cổ phiếu. Vì vậy, doanh nghiệp có lượng tiền nhàn rỗi càng lớn thì càng có khả năng thực hiện mua lại cổ phiếu. Mặt khác, lý thuyết về chi phí đại diện cũng khẳng định rằng lượng tiền nhàn rỗi có tỷ lệ thuận với giá trị mua lại cổ phiếu. Cụ thể, khi doanh nghiệp có tiền mặt thặng dư, các cổ đông mong muốn được chia cổ tức trong khi ban lãnh đạo lại mong muốn giữ lại tiền mặt để sử dụng cho những kỳ sản xuất kinh doanh sau. Mâu thuẫn này sẽ được giải quyết nếu doanh nghiệp mua lại cổ phiếu. Dòng tiền tự do càng lớn, cổ đông yêu cầu chi trả càng cao thì giá trị mua lại sẽ càng lớn. Vì vậy, dòng tiền tự do sẽ có tương quan thuận chiều với việc mua lại cổ phiếu.

- Giá cổ phiếu: Sự biến động của giá cổ phiếu có ảnh hưởng lớn tới quyết định mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp. Khi giá cổ phiếu giảm, đặc biệt là khi xuống dưới mức giá trị thực, doanh nghiệp sẽ có xu hướng ra thông báo mua lại cổ phiếu nhằm phát tín hiệu với thị trường và tác động vào quan hệ cung cầu để tạo đà tăng giá. Tiếp theo, trong quá trình mua lại, tùy thuộc vào mức giá cổ phiếu giao dịch trên thị trường cũng như mức giá cổ đông sẵn sàng bán lại mà doanh nghiệp sẽ điều chỉnh giá mua lại. Nếu sau khi thông báo mua lại cổ phiếu được đưa ra, cổ phiếu có xu hướng tăng giá nhanh, các cổ đông chào bán với mức cao thì doanh nghiệp sẽ mua lại ít hơn để tiết kiệm chi phí. Ngược lại, nếu mức giá vẫn chưa đạt mục tiêu, doanh nghiệp có xu hướng mua lại nhiều hơn để tăng lượng cầu, giảm cung từ đó tăng giá cổ phiếu. Như vậy, giá cổ phiếu thường tương quan nghịch với tỷ lệ mua lại (Dittmar, 2000).

- Tỷ lệ chi trả cổ tức: Việc chi trả cổ tức có tác động nghịch chiều lên quyết định mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp hoạt động hiệu quả và có lợi nhuận sau thuế lớn cùng với lượng tiền mặt thặng dư cao, nhà quản trị có thể lựa chọn phân phối lượng tiền mặt này cho cổ đông dưới hình thức chi trả cổ tức hay mua lại cổ phiếu. Vermaelen (1981) chỉ ra rằng hành động mua lại cổ phiếu mang tới tín hiệu tích cực hơn cho cổ đông.

- Chỉ số đòn bẩy tài chính: Công ty có xu hướng mua lại cổ phiếu nhiều hơn khi tỷ lệ đòn bẩy tài chính nằm dưới mức lý tưởng của ngành. Dittmar (2000) và Pacheco (2008) đều kết luận rằng việc mua lại cổ phiếu là một công cụ giúp công ty đạt được cơ cấu vốn lý tưởng hay tối ưu hoá chỉ số đòn bẩy tài chính. Khi tỷ lệ đòn bẩy thấp, công ty sẽ mua lại cổ phiếu nhằm gia tăng chỉ số này và ngược lại.

- Chênh lệch thuế: Đối với doanh nghiệp, nếu sử dụng nợ vay làm nguồn tài trợ cho hoạt động mua lại, chi phí lãi vay tăng sẽ làm giảm lợi nhuận trước thuế, từ đó tạo lá chắn thuế. Đối với cổ đông, họ không phải đóng thuế thu nhập cá nhân khi doanh nghiệp mua lại cổ phiếu. Nghiên cứu của Vermaelen (1981) chỉ ra việc mua lại cổ phiếu dù chỉ lượng nhỏ cũng tạo ra lá

chấn thuế lớn. Trong khi đó, khi thuế suất thay đổi năm 1986, nghiên cứu của Jagannathan và cộng sự (2000) và Dittmar (2000) lại cho rằng lợi ích thuế với quyết định mua lại cổ phiếu không còn ảnh hưởng như trước nữa. Tuy nhiên, tiết kiệm tiền thuế vẫn luôn là tiêu chí được nhà quản trị cân nhắc trong quá trình ra quyết định mua lại cổ phiếu.

- Chỉ số thu nhập trên cổ phiếu (Earning per share – EPS): chỉ số này ảnh hưởng tới giai đoạn trước và trong khi mua lại cổ phiếu. Trong trường hợp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả nhưng chỉ số EPS không tăng lên tương ứng để phản ánh đúng tình hình sản xuất kinh doanh hiện tại thì công ty có thể mua lại cổ phiếu, làm giảm số lượng cổ phiếu đang lưu hành nhằm tăng EPS. Khi thông báo mua lại cổ phiếu được công bố, chỉ số EPS biến động tăng trong thời gian ngắn, nhà quản trị sẽ dựa trên tốc độ tăng trưởng và mức EPS mục tiêu để triển khai chương trình mua lại. Đồng thời, doanh nghiệp cũng có xu hướng mua lại cổ phiếu nhiều hơn khi cổ phiếu bị pha loãng, đặc biệt là khi nhân viên thực hiện quyền chọn mua lại cổ phiếu.

3.2. Các nhân tố phi tài chính

- Tình trạng thông tin bất cân xứng: Mua lại cổ phiếu được sử dụng để nhà quản trị công ty đưa ra tín hiệu tới thị trường, vì vậy tình trạng bất cân xứng càng nghiêm trọng thì tần suất và giá trị mua lại càng lớn. Vermaelen (1981) đã chỉ ra công ty có quy mô càng nhỏ thì càng ít chịu sự giám sát của cơ quan quản lý cũng như thị trường nên mức độ bất cân xứng thông tin càng lớn.

- Nguy cơ bị thâm tóm: Đối mặt với nguy cơ thâm tóm đến từ các đối thủ tiềm năng, doanh nghiệp có thể sử dụng công cụ mua lại cổ phiếu để phòng tránh. Vì vậy, những công ty có rủi ro trở thành mục tiêu thâm tóm càng cao thì càng nhiều khả năng sẽ mua lại cổ phiếu.

4. Phương pháp và mô hình nghiên cứu

Bài viết xây dựng mô hình kiểm định các giả thuyết về các nhân tố ảnh hưởng tới quyết định mua lại cổ phiếu dựa trên mẫu quan sát là các công ty đã niêm yết trên cả hai sàn chứng khoán HOSE và HNX có thực hiện chương trình mua lại cổ phiếu như đã thông báo trong thời gian từ năm 2010 đến năm 2016. Dữ liệu được thu thập từ các báo cáo tài chính và các thông tin có chọn lọc từ hệ thống dữ liệu tài chính FiinPro của Stoxplus. Từ 851 chương trình mua lại cổ phiếu trong phạm vi nghiên cứu, nhóm tác giả thu thập được dữ liệu của 359 chương trình và sau khi cộng gộp lại các chương trình của cùng một doanh nghiệp, mô hình được chạy trên 298 mẫu quan sát.

Về phương pháp nghiên cứu, nhóm tác giả lựa chọn hồi quy Tobit cho mô hình có biến phụ thuộc là tỷ lệ mua lại cổ phiếu như nghiên cứu của Dittmar (2000) hay Pacheco (2008). Để khắc phục phương sai sai số thay đổi, hồi quy Robust cũng được sử dụng.

$$SR_{it} = \alpha_1 CASHFLOW_{i(t-1)} + \alpha_2 MKBK_{i(t-1)} + \alpha_3 PAYOUT_{it} + \alpha_4 SIZE_{i(t-1)} + \alpha_5 LEVERAGE_{i(t-1)} + \alpha_6 EPS_{i(t-1)} + u_{it}$$

Trong đó:

i: tên công ty

t: thời gian (đo bằng năm tài chính của công ty). Hầu hết các biến trong mô hình được tính ở thời gian (t-1), tức là vào năm tài chính trước năm công ty thực hiện mua lại cổ phiếu, riêng biến PAYOUT được đo lường tại năm thực hiện mua lại.

SR (Share reacquisition): Tỷ lệ mua lại cổ phiếu trong một năm, được tính bằng giá trị cổ phiếu mua lại trong kì (công ty thực hiện nhiều lần thì cộng gộp giá trị) trên giá trị thị trường của doanh nghiệp. Nghiên cứu chỉ tập trung phân tích trường hợp doanh nghiệp công bố rồi thực hiện mua lại nên các giá trị SR bằng 0 bị loại khỏi mẫu.

CASHFLOW: Tỷ lệ dòng tiền tự do, được tính bằng tỉ lệ dòng tiền thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh cộng với các chi phí đã bỏ ra để mua sắm tài sản cố định trong kì chia cho tổng tài sản đầu kì.

PAYOUT: Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt, được tính bằng cổ tức tiền mặt trong năm trên lợi nhuận sau thuế trong kì. Các doanh nghiệp có tỉ lệ chi trả cổ tức lớn hơn 1 bị loại khỏi mẫu do được xem làm giá trị bất thường.

SIZE: Biến đại diện cho quy mô công ty, được tính bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản.

MKBK: Tỷ lệ tổng giá trị thị trường của nguồn vốn chủ sở hữu cộng với nợ phải trả trên giá trị sổ sách đầu kì của doanh nghiệp. Đây là biến kiểm soát được đưa ra để đại diện cho những cơ hội đầu tư của công ty.

LEVERAGE: biến tỉ lệ đòn bẩy đại diện cho giả thuyết tối ưu hóa cơ cấu vốn, được tính bằng tỉ lệ đòn bẩy tài chính của công ty trừ đi tỉ lệ đòn bẩy tài chính lý tưởng của ngành.

EPS: Lợi nhuận trên một cổ phiếu, được tính bằng lợi nhuận giữ lại trong kì chia số cổ phiếu đang lưu hành.

u: sai số do biến ngẫu nhiên

Dấu kỳ vọng của các biến trong mô hình được tổng hợp trong bảng 1, trong đó: (+) là tương quan thuận chiều và (-) là tương quan nghịch chiều:

Bảng 1. Tổng hợp dấu kỳ vọng của các biến độc lập

Biến độc lập	Dấu kỳ vọng
CASHFLOW	+
MKBK	-
PAYOUT	-

SIZE	-
LEVERAGE	-
EPS	-

5. Kết quả nghiên cứu

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Year	298	2012.614	1.770142	2010	2016
SR	298	0.0237683	0.0374618	0.0000000333	0.2499985
CASHFLOW	298	0.1053025	0.7619032	-0.5772322	12.96226
MKBK	298	3.132935	34.37125	0.3334627	594.335
PAYOUT	298	0.8486075	4.831913	0	81.75265
SIZE	298	27.4331	1.56645	23.46358	31.95876
EPS	298	3235.966	2964.008	-4056.829	17740.37
LEVERAGE	298	-0.0086683	0.2613844	-0.8828062	0.4742898

Nguồn: Nhóm tác giả tự tính toán bằng phần mềm Stata 13

Từ bảng mô tả dữ liệu trên có thể nhận thấy một vài đặc tính của các biến. Có thể thấy rằng giá trị của biến tỉ lệ mua lại cổ phiếu (SR) khá nhỏ, dưới mức 0.3, đặc biệt giá trị nhỏ nhất gần như bằng 0, chứng tỏ quy mô mua lại cổ phiếu của các doanh nghiệp Việt Nam hiện vẫn ở mức thấp. Bên cạnh đó, biến CASHFLOW có sự phân bố các quan sát không đồng đều, cụ thể số trung bình khoảng 0.1 trong khi khoảng chênh lệch giữa giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất là khá lớn (khoảng hơn 13.5). Biến PAYOUT cũng có sự chênh lệch lớn giữa giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất, đặc biệt là một số quan sát có giá trị bằng 0, tức là có doanh nghiệp mua lại cổ phiếu đồng thời không chi trả cổ tức trong năm. Ngoài ra, biến EPS cũng là biến có sự chênh lệch lớn giữa các quan sát khi giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất chênh lệch nhau một khoảng là khoảng 21.796 đồng trên một cổ phiếu. Trong khi đó, các giá trị quan sát của biến SIZE là khá đồng đều với khoảng dao động giữa giá trị lớn nhất, nhỏ nhất chỉ khoảng 8.5.

Tương quan Pearson giữa các biến trong mô hình hồi quy được thể hiện trong Bảng 3 dưới đây:

Bảng 3. Tương quan Pearson giữa các biến trong mô hình

	SR	CASHFLOW	MKBK	PAYOUT	SIZE	EPS
CASHFLOW	-0.0222					
MKBK	-0.0145	-0.0390				
PAYOUT	0.0198	-0.0015	-0.0103			
SIZE	-0.1962	0.0079	-0.0379	0.0316		
EPS	-0.0768	0.0378	-0.0270	-0.0893	0.1694	
LEVERAGE	-0.0882	0.0006	-0.0558	0.0587	-0.0421	0.0469

Nguồn: Nhóm tác giả tự tính toán bằng phần mềm Stata 13

Tương quan Pearson cho biết mức độ tương quan giữa hai biến với nhau, với những cặp biến có hệ số tương quan Pearson bằng 0 thì được coi là không có tương quan, hệ số này càng gần giá trị 1 và -1 thì mức độ tương quan giữa hai biến càng lớn. Nếu như giữa các biến độc lập có tương quan đáng kể có thể dẫn tới tình trạng đa cộng tuyến làm giảm độ chính xác của mô hình hồi quy. Từ bảng trên có thể thấy các cặp biến độc lập hầu hết đều có mức độ tương quan nhỏ với nhau, trừ trường hợp biến SIZE với biến EPS có tương quan khá lớn ở mức 0.1694. Điều này hoàn toàn có thể lý giải được vì doanh nghiệp quy mô càng lớn, đặc biệt là các tập đoàn, tổng công ty có uy tín, hoạt động kinh doanh thường ổn định và cổ phiếu có mức tỉ suất sinh lời cao nên chỉ số EPS cũng cao tương ứng. Bên cạnh đó, hệ số tương quan Pearson giữa biến SR với các biến độc lập cho thấy sự tương quan của các cặp biến. Dựa trên kết quả trong bảng 3, các biến độc lập đều có tương quan với biến phụ thuộc, tuy nhiên chiều hướng tác động của biến CASHFLOW và PAYOUT hiện đang ngược lại với kì vọng.

Kết quả kiểm định các nhân tố ảnh hưởng tới quyết định mua lại cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán được trình bày ở bảng 4. Có thể thấy rằng quyết định mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi nhiều nhân tố khác nhau và mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố là không giống nhau. Đồng thời, giá trị của F nhỏ hơn 0.05 tức là các biến độc lập có ý nghĩa thống kê.

Bảng 4. Kết quả hồi quy Tobit các nhân tố tác động đến quyết định mua lại cổ phiếu của toàn bộ doanh nghiệp

Biến độc lập	Dấu kì vọng	Hệ số hồi quy
CASHFLOW	+	-0.001**
		(-2.21)
MKBK	-	-0.0001***
		(-4.37)
PAYOUT	-	0.000218

		(0.60)
SIZE	-	-0.005***
		(-3.39)
EPS	-	-0.0001
		(-0.60)
LEVERAGE	-	-0.014
		(-1.69)
_cons		0.154***
		(4.10)
Sigma		
_cons		0.0364***
		(8.96)
N		298
pseudo R-sq		-0.014
t statistics in parentheses		
* p<0.1	** p<0.05	*** p<0.01

Nguồn: Nhóm tác giả tự tính toán bằng phần mềm Stata 13

Biến CASHFLOW có tương quan nghịch chiều ở mức ý nghĩa thống kê 5% với hệ số hồi quy là 0.001 chứng tỏ rằng khi biến này thay đổi 1 đơn vị sẽ dẫn tới sự tăng giảm ngược lại 0.001 đơn vị của biến phụ thuộc SR. Kết quả trong nghiên cứu đi ngược với giả thuyết về dòng tiền tự do khẳng định doanh nghiệp có dòng tiền tự do càng nhiều thì càng có xu hướng lựa chọn mua lại cổ phiếu. Việc kết quả mô hình với biến CASHFLOW trái ngược với giả thuyết về dòng tiền tự do cũng như nghiên cứu của Vermaelen (1981) và Dittmar (2000) có thể được lý giải từ tình hình thực tế tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Đa số doanh nghiệp mua lại cổ phiếu thường công bố lý do mua lại nhằm bình ổn giá cổ phiếu khi doanh nghiệp gặp những vấn đề liên quan đến giá cổ phiếu như giá cổ phiếu của công ty bị sụt giảm mạnh hoặc khi cổ phiếu bị đánh giá thấp.

Trong khi đó, nếu có dòng tiền nhàn rỗi lớn, doanh nghiệp thường có xu hướng tìm kiếm những cơ hội đầu tư ra bên ngoài thị trường thay vì sử dụng để mua lại cổ phiếu để làm tăng giá trị của cổ đông. Vì vậy, biến CASHFLOW tỉ lệ nghịch với tỉ lệ mua lại cổ phiếu là điều có thể lý

giải được tại thị trường Việt Nam, đặc biệt trong giai đoạn 2010 - 2016 khi thị trường đang có sự phục hồi mạnh mẽ sau khủng hoảng, hứa hẹn những cơ hội đầu tư lớn với tỉ suất sinh lời cao.

Biến MKBK có tương quan âm với biến độc lập ở mức ý nghĩa cao (1%), đồng nhất với kì vọng ban đầu cũng như với kết quả nghiên cứu trước đó của Dittmar (2000). Kết quả này cũng khẳng định thêm giả thuyết cổ phiếu bị định giá thấp. Khi MKBK tăng giảm 1 đơn vị sẽ dẫn tới sự biến động theo chiều hướng đối lập của biến SR là 0.0001 đơn vị.

Đối với giả thuyết về thay thế chi trả cổ tức mà biến đại diện là PAYOUT, kết quả mô hình chỉ ra tương quan dương với tỉ lệ mua lại cổ phiếu nhưng không có ý nghĩa thống kê. Vì vậy, nghiên cứu vẫn chưa tìm thấy bằng chứng để chứng minh giả thuyết thay thế chi trả cổ tức trong việc mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp Việt Nam. Kết quả này tương đồng với những khẳng định của Dittmar (2000) khi biến PAYOUT không có ý nghĩa thống kê và có tương quan dương với tỉ lệ mua lại. Việc biến PAYOUT tương quan dương với biến phụ thuộc có thể lý giải là do hiện nay các nhà đầu tư tại thị trường Việt Nam không ưa chuộng hình thức chi trả cổ tức mới này mà có xu hướng ủng hộ việc chi trả cổ tức tiền mặt hơn bởi cam kết chi trả cổ tức tiền mặt có mức độ ràng buộc trách nhiệm cao hơn và đáng tin cậy hơn, trong khi đó doanh nghiệp sau khi công bố mua lại cổ phiếu hoàn toàn có thể thay đổi chương trình mua lại hoặc lách luật với lý do điều kiện thị trường bất lợi để hoãn chương trình. Vì vậy, để gia tăng niềm tin của nhà đầu tư, một số doanh nghiệp có thể đồng thời mua lại cổ tức và chi trả cổ tức tiền mặt mà không sử dụng hai hình thức này thay thế cho nhau.

Biến SIZE tương quan tỉ lệ nghịch với biến phụ thuộc SR ở mức ý nghĩa thống kê cao (1%), tức là doanh nghiệp với quy mô càng nhỏ thì tỉ lệ mua lại cổ phiếu càng cao. Kết quả này nhất quán với những lý thuyết được đưa ra của Dittmar (2000) cũng như lập luận của giả thuyết tín hiệu do Vermaelen đề xuất năm 1981. Điều này cũng chứng tỏ ở Việt Nam, doanh nghiệp càng nhỏ thì tình trạng bất cân xứng thông tin càng nghiêm trọng và doanh nghiệp càng có nhiều lý do để mua cổ phiếu quỹ. Mặt khác, hệ số thống kê ở mức 0.005 cho thấy khi biến SIZE tăng hoặc giảm 1 đơn vị thì tỉ lệ mua lại cổ phiếu sẽ giảm hoặc tăng tương ứng 0.005 đơn vị.

Biến độc lập EPS và LEVERAGE có tương quan âm với tỉ lệ mua lại cổ phiếu nhưng không có ý nghĩa thống kê nên nghiên cứu này chưa tìm được bằng chứng chứng minh cho giả thuyết bù đắp pha loãng cổ phiếu và giả thuyết tối ưu hóa đòn bẩy tài chính

Kết luận từ kết quả của mô hình hồi quy trên toàn bộ doanh nghiệp

Lý do các doanh nghiệp Việt Nam thực hiện mua lại cổ phiếu có nhiều điểm khác biệt so với các doanh nghiệp tại thị trường chứng khoán các nước phát triển trên thế giới. Tại Việt Nam, những doanh nghiệp nào có quy mô nhỏ, cổ phiếu đang bị định giá thấp và dòng tiền tự do ít thì sẽ thực hiện hoạt động mua lại cổ phiếu. Như vậy, mô hình đã tìm được bằng chứng khẳng định thêm cho giả thuyết cổ phiếu bị định giá thấp và giả thuyết tín hiệu. Tuy nhiên kết quả mô hình

hỏi quy chưa tìm được bằng chứng hoặc chứng minh điều ngược lại với giả thuyết dòng tiền tự do, giả thuyết thay thế chi trả cổ tức và giả thuyết tối ưu hóa chỉ số đòn bẩy.

Tài liệu tham khảo

1. Bagwell, L. và Shoven, J. (1989), “Cash Distribution to Shareholders”, *Journal of Economic Perspective*, Vol. 3, pp. 129-140.
2. Bagwell, L. (1991), “Share repurchase and take over deterrence”, *RAND Journal of Economics*, Vol. 22, No. 1, pp. 72-88.
3. Bens, D., Nagar, V., Skinner, D. và Wong, M. H. F. (2003), “Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchase”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 36, pp. 51-90.
4. Dennis, J., Dennis, K. và Sarin, A. (1994), “The information content of Dividend changes: Cash flow signaling, Overinvestment and Dividend Clientteles”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. No. 29, pp. 567 - 587
5. Dittmar, A.K. (2000), “Why do firms repurchase stock?”, *Journal of Businessm*, Vol. 73 (3), pp. 331 – 356.
6. Grullon, G. và Michaely, R. (2002), “Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis”, *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 1649-1684.
7. Hribar, P., Jenkins, N. T. và Johnson, W. B. (2006), “Stock repurchases and earning management device”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 41, pp. 3 – 27.
8. Ikenberry, D.L., Lakonishok, J. and Vermaelen T. (1995), “Market underreaction to open market share repurchases”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, pp. 181 – 208.
9. Ikenberry, D.L. và Vermaelen T. (1996), “The option to repurchase stock”, *Financial Management*. Vol. 25 (4), pp. 9 - 24.
10. Jagannathan, M., Stephen, C. và Weisbach, M. (2000), “Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases”, *Journal of Financial Economics*. No. 57, Vol. 3, pp. 355 – 384.
11. Jensen, M.C. (1986), “Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers”, *The American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323 – 329.
12. Pacheco, L.K. và Clara R. (2009), “The determinants of initial stock repurchases”, *Management working papers*. 05, pp. 01 - 85.
13. Stephens, C. và Weisbach M. (1998), “Actual share reacquisitios in the open-market repurchase programs”, *Journal of Finance*. Vol. 53, pp. 313 – 333.
14. Vermaelen, T. (1981), “Common stock repurchases and market signalling: An empirical study”, *Journal of Financial Economics*. Vol. 9, pp.139 – 183.