

# Nhân tố nào tác động đến mua lại cổ phiếu? Trường hợp Việt Nam

**TỪ THỊ KIM THOA, NGUYỄN THỊ UYÊN UYÊN & VŨ MINH HÀ**

*Trường Đại học Kinh tế TP.HCM*

**N**ghiên cứu này nhằm kiểm định một số lý thuyết ảnh hưởng đến việc mua lại cổ phiếu ở một thị trường chứng khoán non trẻ thông qua sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết VN trong giai đoạn 2006 - 2013. Sử dụng phương pháp hồi quy Tobit, nghiên cứu đã tìm thấy bằng chứng có tương quan thuận chiều giữa nắm giữ tiền mặt và mua lại cổ phiếu ở mức ý nghĩa cao. Đồng thời, tác giả cũng tìm thấy bằng chứng cho thấy khi cổ phiếu phát tín hiệu định dưới giá thì tỷ lệ mua lại sẽ tăng và ngược lại tỷ lệ nợ nghịch biến với tỷ lệ mua lại. Ở VN, các doanh nghiệp lớn thường mua lại cổ phiếu hơn là các doanh nghiệp nhỏ. Ngoài ra, nghiên cứu cũng tìm thấy quan hệ giữa tỷ lệ mua lại cổ phiếu và dòng tiền tạm thời có tương quan dương và tỷ lệ chi trả cổ tức có tương quan âm theo đúng kỳ vọng nhưng chưa đủ bằng chứng khẳng định.

**Từ khóa:** *Mua lại cổ phiếu, nắm giữ tiền mặt, Việt Nam, thị trường chứng khoán VN.*

## 1. Giới thiệu

Trong những năm gần đây, giá trị mua lại cổ phiếu trên thế giới không ngừng tăng lên và mua lại cổ phiếu được xem như là một hình thức của việc phân phối thu nhập cho cổ đông. Do vậy, mặc dù chủ đề này đã được nghiên cứu khá rộng rãi từ những năm của thập niên 1980, nhưng những nhân tố ảnh hưởng đến mua lại cổ phiếu vẫn tiếp tục nhận được sự quan tâm đáng kể. Khả năng nghiên cứu được thực hiện ở các nước có thị trường chứng khoán phát triển như Mỹ, Châu Âu... đã tìm thấy các nhân tố tác động đến việc mua lại cổ phiếu như cho thấy tiền mặt thặng dư và dòng tiền tạm

thời (Jensen - 1986; Stephens và Weisbach - 1998, cổ phiếu phát tín hiệu định dưới giá (Vermaelen - 1981; Ikenberry & cộng sự - 1995; Stephens và Weisbach - 1998; Karhunen - 2002); cấu trúc vốn (Bagwell và Shoven-1989), chính sách cổ tức (Lee và Suh - 2011), bảo vệ khỏi bị mua lại (Bagwell - 1991; Hodrick -1996), chế độ lương thưởng cho ban quản lý (Fenn và Liang - 1997; Jolls -1996), vấn đề đại diện (Harris and Glegg -2007; Oswald và Young (2007)...Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu này được thực hiện ở các nước phương Tây, nơi có thị trường chứng khoán phát triển.

Ở VN, với thị trường chứng

khóan còn non trẻ, các doanh nghiệp đang từng bước hội nhập với thế giới, việc mua lại cổ phiếu quỹ cũng chỉ mới bắt đầu trong vài năm gần đây, đặc biệt trong giai đoạn suy thoái của thị trường chứng khoán trong những năm qua. Dường như các doanh nghiệp đa phần xác định chính sách cổ tức của mình một cách chủ quan chiều theo tâm lý cổ đông. TS. Trần Thị Hải Lý và ThS. Hoàng Thị Phương Thảo (2014) trong nghiên cứu của mình về chủ đề này cũng kiểm định một vài nhân tố tác động đến mua lại cổ phiếu của các doanh nghiệp như phát tín hiệu định giá thấp, tiền mặt thặng dư, điều chỉnh cấu trúc vốn. Do vậy, mục tiêu

của nghiên cứu này mở rộng hơn, nhằm tìm hiểu xem ở VN, một thị trường chứng khoán non trẻ thì các nhân tố nào thực sự ảnh hưởng đến quyết định mua lại cổ phiếu.

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN trong giai đoạn 2006 – 2013 để kiểm định một số giả thuyết như thặng dư tiền mặt, phát tín hiệu định dưới giá, cấu trúc vốn, dòng tiền tạm thời, chính sách cổ tức. Mô hình hồi quy Tobit trên dữ liệu bảng được sử dụng để kiểm định các giả thuyết đề ra do biến phụ thuộc là tỷ lệ mua lại cổ phiếu là biến bị kiểm duyệt (Censored).

Nghiên cứu đã tìm thấy bằng chứng có tương quan thuận chiều giữa nắm giữ tiền mặt và mua lại cổ phiếu ở mức ý nghĩa cao. Tác giả cũng tìm thấy bằng chứng cho thấy khi cổ phiếu bị định dưới giá thì tỷ lệ mua lại sẽ tăng và ngược lại tỷ lệ nợ nghịch biến với tỷ lệ mua lại. Ở VN, các doanh nghiệp lớn thường mua lại cổ phiếu hơn là các doanh nghiệp nhỏ. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy dòng tiền tạm thời có tương quan dương và tỷ lệ chi trả cổ tức có tương quan âm với tỷ lệ mua lại cổ phiếu theo đúng kỳ vọng nhưng chưa đủ bằng chứng khẳng định.

Kết quả nghiên cứu của tác giả đã củng cố thêm các bằng chứng về các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp, đặc biệt trong điều kiện một thị trường chứng khoán còn non trẻ như VN, góp phần làm phong phú thêm cơ sở lý luận của chủ đề.

## 2. Tổng quan các công trình nghiên cứu trước đây

Nghiên cứu về mua lại cổ phiếu có từ những năm của thập niên 1980. Một trong những nghiên cứu

đầu tiên tìm hiểu lý do tại sao các công ty mua lại cổ phiếu là nghiên cứu của Jensen (1986), phát biểu rằng các công ty mua lại cổ phiếu bằng tiền mặt thặng dư và dòng tiền thặng dư. Stephen và Weibach (1998) cũng ủng hộ giả thuyết dòng tiền thặng dư do Jensen (1986) đưa ra, bằng cách cho rằng sự gia tăng dòng tiền cả kỳ vọng lẫn không kỳ vọng có quan hệ đồng biến với mua lại cổ phiếu, hàm ý rằng các công ty chủ động điều chỉnh hành vi mua lại cổ phiếu của mình theo vị thế tiền mặt của họ.

Vermaelen (1981) đã tranh luận rằng các công ty mua lại cổ phiếu của mình khi cổ phiếu được ban quản trị cho rằng đang bị định giá thấp. Nghiên cứu của ông cho rằng mua lại cổ phiếu được ban quản trị công ty sử dụng để phát tín hiệu về định dưới giá. Ikenberry et al (1995) cũng ủng hộ lý thuyết định dưới giá; tuy nhiên, nghiên cứu cũng cho thấy rằng phản ứng tích cực đầy đủ của thị trường đối với thông báo mua lại cổ phần kéo dài đến vài năm. Lý thuyết này cũng được ủng hộ bởi Stephen và Weisbach (1998), Comment và Jarrell (1991), và Karhunen (2002). Họ nhận thấy rằng các công ty mua lại cổ phiếu thường phải trải qua giai đoạn giảm giá cổ phiếu vài tháng trước khi thông báo mua lại, hàm ý rằng việc định dưới giá là một nhân tố “kích hoạt” việc mua lại cổ phiếu.

Bagwell và Shoven (1989) cho rằng các công ty mua lại cổ phiếu với ý định gia tăng tỷ số đòn bẩy. Họ lập luận các công ty đã xác định được mức độ đòn bẩy tối ưu, và do sự gia tăng trong lợi nhuận giữ lại dẫn đến giá trị sổ sách của vốn cổ phần tương ứng tăng lên, công ty có thể mua lại cổ phần như là một

cách để đưa cấu trúc vốn trở về mức độ tối ưu.

Bagwell (1991) đã phát hiện bằng chứng rằng ý thức về sự đe dọa bị thôn tóm đã làm gia tăng đáng kể các hoạt động mua lại của các công ty. Nghiên cứu của Hodrick (1996) có thể được xem là ủng hộ cho lý thuyết hạn chế thôn tóm bằng cách ghi nhận rằng cổ đông có nhận thức khác nhau về giá trị công ty, làm cho đường cung cổ phiếu có độ dốc hướng lên. Các công ty có độ co giãn giá cao hơn được chứng minh là những công ty có tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức lớn hơn và cổ đông nội bộ nhỏ hơn. Brown và Ryngaert (1992) cũng ủng hộ lý thuyết này.

Aboody và Kasznik (2000) đã tìm thấy bằng chứng rằng ban quản trị công ty có xu hướng chọn thời điểm công bố thông tin tự nguyện trùng hợp một cách có lợi với những thời điểm đưa ra các quyền chọn thưởng cổ phiếu. Trong những trường hợp đó, ban quản trị công bố các thông tin bất lợi về công ty, tạo ra phản ứng tiêu cực lên giá cổ phiếu sẽ giúp xác định giá thực hiện của các quyền chọn cổ phiếu được thưởng ở mức thấp hơn là công bố trước đó. Lie (2005) cũng tìm ra các bằng chứng tương tự và ghi nhận diễn biến giá cổ phiếu giảm bất thường gần những ngày thưởng quyền chọn cổ phiếu và diễn biến tăng bất thường sau đó đối với các công ty Mỹ.

Maxwell và Stephens (2003) đã xác định mối quan hệ giữa mua lại và chuyển giao tài sản giữa chủ sở hữu và chủ nợ. Các tác giả quan sát thấy sự chuyển giao tài sản thông qua phản ứng của giá cổ phiếu và thị trường trái phiếu đối với mua lại cổ phần. Nghiên cứu của họ tìm thấy bằng chứng rằng tỷ suất sinh

lợi trung bình của trái phiếu giảm 18,5 điểm cơ sở (khoảng 1%) xung quanh thời điểm thông báo mua lại cổ phiếu, đặc biệt xếp hạng trái phiếu, sau khi thông báo mua lại cổ phiếu, thường bị hạ bậc hơn là lên bậc.

Oswald và Young (2007) nhận thấy mua lại cổ phiếu có vai trò như là phương tiện giảm thiểu chi phí đại diện liên quan đến thặng dư tiền mặt bởi vì mua lại cổ phiếu hạn chế ban quản trị sử dụng lãng phí nguồn lực của công ty. Do đó, họ cho rằng việc gắn kết chặt chẽ các biện pháp khuyến khích với giám sát chặt chẽ hoạt động quản lý của ban quản trị từ các cổ đông bên ngoài là những nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến việc khuyến khích hoạt động mua lại.

Brav, Graham, Harvey và Michael (2005) đã tìm thấy bằng chứng rằng nhiều cán bộ lãnh đạo xem việc mua lại cổ phiếu là một hình thức phân phối vốn linh hoạt hơn so với cổ tức. Lý giải này là do việc cắt giảm cổ tức trong tương lai đi cùng với phản ứng tiêu cực của giá cổ phiếu trong đó việc mua lại cổ phiếu được thị trường tài chính đánh giá là một hoạt động không thường xuyên. Vì thế tránh mua lại cổ phiếu không ảnh hưởng hoặc ảnh hưởng rất ít đến giá cổ phiếu (Jagannathan, Stephens và Weischach, 2000).

Harris and Glegg (2007) khảo sát mối quan hệ giữa chất lượng quản trị công ty (đại diện cho sự tồn tại của vấn đề đại diện) và mua lại cổ phần đã phát hiện các công ty có các cổ đông lớn, hàm ý rằng mâu thuẫn đại diện thấp thường có xu hướng mua lại cổ phiếu. Họ cho rằng động cơ mua lại cổ phiếu là để ban quản trị công ty sử dụng vốn của cổ đông nhằm loại bỏ các cổ

đông lớn, những người được cho là giám sát họ, nhờ đó bảo vệ được họ.

Oswald và Young (2007) đã tìm thấy bằng chứng rằng các cổ đông tổ chức và cổ đông là thành viên hội đồng quản trị có sự tương quan nghịch biến với việc mua lại cổ phiếu ở mức có ý nghĩa cao.

Ở VN, Trần Thị Hải Lý và Hoàng Thị Phương Thảo (2014) trên một mẫu quan sát gồm 291 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán VN trong giai đoạn 2008 - 2013 cũng đã tìm thấy động cơ đằng sau các quyết định mua lại của nhà quản lý bao gồm việc điều chỉnh cấu trúc vốn, phân phối thặng dư và tiến trình thoái vốn nhà nước khỏi các doanh nghiệp niêm yết. Tuy nhiên, nghiên cứu này sử dụng tỷ lệ nắm giữ tiền mặt truyền thống đại diện cho thặng dư tiền mặt. Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt cao không đồng nghĩa với việc doanh nghiệp có thặng dư tiền mặt.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Các giả thuyết nghiên cứu

Các công trình nghiên cứu tài chính doanh nghiệp đưa ra nhiều giải thích về việc tại sao các công ty chọn mua lại cổ phiếu. Với mục tiêu của nghiên cứu này, tác giả xem xét các giả thuyết thặng dư tiền mặt, định dưới giá, đòn bẩy và giả thuyết về dòng tiền tạm thời, tỷ lệ chi trả cổ tức.

##### 3.1.1. Giả thuyết về thặng dư tiền mặt

Khi lượng tiền mặt được nắm giữ của một công ty cao hơn nhu cầu tiền mặt cần thiết cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp và các cơ hội đầu tư triển vọng, công ty có thể được xem là đang nắm giữ dư thừa tiền mặt. Các nhà quản lý của công ty có thể chọn lựa

giữa việc giữ lại tiền mặt dư thừa trên bảng cân đối kế toán, hay phân phối lại cho cổ đông. Theo đó, tiền mặt thặng dư sẽ giúp phân phối ngân quỹ của doanh nghiệp thông qua mua lại cổ phiếu và như thế vì lượng tiền mặt tăng trên bảng cân đối kế toán, có vẻ rằng công ty sẽ phân phối cho cổ đông dưới hình thức mua lại vốn cổ phần. Do vậy, sẽ có kỳ vọng tương quan dương giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ vượt trội và tỷ lệ mua lại cổ phiếu.

##### 3.1.2. Giả thuyết về phát tín hiệu định dưới giá

Giả thuyết về phát tín hiệu định dưới giá cho rằng ban quản trị công ty đang sở hữu những thông tin riêng có ảnh hưởng đến giá trị nội tại của doanh nghiệp, gây nên sự bất cân xứng thông tin giữa ban quản trị và các thành viên tham gia thị trường tài chính nếu thông tin của ban quản trị cho rằng giá trị nội tại của công ty cao. Tuy nhiên, Gullon và Michaely (2004) lại ghi nhận mua lại cổ phiếu không có tương quan với việc nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Do vậy, bằng chứng thực nghiệm của các nghiên cứu trước cho rằng mua lại cổ phiếu có thể là dấu hiệu của giá thấp nhưng không giúp nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh. Giá thị trường trên giá trị sổ sách (MB), kỳ vọng có tương quan dương giữa các tỷ số này với tỷ lệ mua lại cổ phiếu, và tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) được dùng làm biến đại diện đo lường hiệu quả hoạt động kinh doanh.

##### 3.1.3. Giả thuyết về đòn bẩy

Giả thuyết đòn bẩy dựa trên giả định rằng ban quản trị đã ghi nhận một cấu trúc vốn tối ưu mà họ không muốn phá vỡ, nhưng do một lý do nào đó, chẳng hạn như



do hiệu quả hoạt động tốt nên tỷ lệ lợi nhuận giữ lại trên bảng cân đối kế toán tăng lên. Và do vậy, để duy trì cấu trúc vốn tối ưu, công ty mua lại cổ phiếu bằng tiền mặt mình có. Công ty cũng có thể phát hành nợ mới để tài trợ cho hoạt động mua lại này, nhưng như vậy sẽ làm gia tăng rủi ro cho công ty nếu công ty không có đủ cơ hội đầu tư. Hành động này có vẻ sẽ gây tác động tiêu cực lên giá cổ phiếu, ngược với tác động tích cực mà thông báo mua lại tạo ra.

#### 3.1.4. Giả thuyết về dòng tiền tạm thời

Nhiều nhà nghiên cứu đưa ra giả thuyết rằng các doanh nghiệp sử dụng mua lại cổ phần để chi trả dòng tiền tạm thời (Guay và Harford – 2000; Jagannathan & cộng sự – 2000; Dittmar – 2000; Lee và Rui – 2007). Các nhà nghiên cứu khác nhau sử dụng các phương pháp khác nhau để ước tính dòng tiền tạm thời, nên có kết quả khác nhau. Guay và Harford (2000) sử dụng các thành phần tạm thời của dòng tiền hoạt động kinh doanh và phát hiện có tương quan cùng chiều với quyết định mua lại cổ phiếu. Jagannathan & cộng sự (2000) và Dittmar (2000) sử dụng thu nhập phi hoạt động kinh doanh là biến đại diện cho dòng tiền tạm thời và cả hai đều tìm ra mối tương quan dương với mua lại cổ phiếu. Lee và Rui (2007) sử dụng mô hình vector tự hồi quy và tìm thấy thành phần tạm thời trong thu nhập có tương quan dương với mua lại cổ phiếu. Tất cả những biến đại diện này được căn cứ trên phương pháp đo lường lợi nhuận, hoặc là hoạt động hoặc phi hoạt động.

#### 3.1.5. Giả thuyết về tỷ lệ chi trả cổ tức

Khi công ty có thặng dư tiền mặt,

các công ty thường phân phối vốn lại cho cổ đông dưới dạng cổ tức tiền mặt hoặc mua lại cổ phiếu. Do vậy, hai hình thức này có thể được xem là có tính thay thế cho nhau và kỳ vọng có mối quan hệ nghịch biến với nhau. Grullon và Michaely (2004); Lee và Suh (2011) cũng đã tìm thấy bằng chứng khẳng định mối quan hệ này.

Trong nghiên cứu này, tỷ lệ cổ tức tiền mặt trên tổng tài sản thuần đầu kỳ được dùng làm biến đại diện.

Ngoài các yếu tố này ra, còn có các nhân tố khác tác động đến quyết định mua lại cổ phiếu của các doanh nghiệp như ảnh hưởng của các chương trình quyền chọn cổ phiếu đến việc mua lại (Jolls – 1998; Fenn và Liang – 2001; Kahle – 2002; Jun, Jung và Walkling – 2009) hoặc việc các doanh nghiệp sử dụng mua lại cổ phần để chống lại khả năng bị thâm tóm (Denis – 1990; Billett và Xue – 2007); hoặc ảnh hưởng của thuế (Black – 1976; Barclay và Smith – 1998)... Tuy nhiên, do vấn đề thiếu dữ liệu để nghiên cứu, nên trong khuôn khổ nghiên cứu này, tác giả không kiểm định các giả thuyết này.

#### 3.2. Dữ liệu và mẫu nghiên cứu

Dữ liệu cho đề tài này sẽ gồm các thông tin trên báo cáo tài chính và các thông tin công bố khác liên quan của các công ty niêm yết trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX trong giai đoạn 2007 – 2013 từ cơ sở dữ liệu của Stoxplus. Các dữ liệu liên quan đến giá trị thị trường của cổ phiếu sẽ được lấy từ website [www.vietstock.com.vn](http://www.vietstock.com.vn). Mẫu nghiên cứu được thực hiện như sau:

- Trong tất cả các công ty niêm yết trên hai sàn HSX và HNX, tác giả loại ra các công ty

thuộc ngành tài chính như ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán, các quỹ do đặc thù của những ngành này không phù hợp cho mục tiêu nghiên cứu.

- Các quan sát có giá trị RP lớn hơn nhỏ hơn 0 hoặc lớn hơn 1 và các giá trị PAYOUT lớn hơn 1 cũng bị loại khỏi mẫu do được xem là các giá trị bất thường (outliers).

#### 3.3. Mô tả mô hình nghiên cứu và các biến

Các nhân tố tác động đến quyết định mua lại cổ phiếu sau sẽ được phân tích cơ bản dựa theo mô hình do Lee và Suh (2011) xây dựng như sau:

$$RP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CASH_{it} + \alpha_2 MB_{it} + \alpha_3 SRETURN_{it} + \alpha_4 ROA_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 NOPER_{it-1} + \alpha_7 PAYOUT_{it} + \alpha_8 SIZE_{it} + \alpha_9 RE_{it} + \alpha_{10} ROAVOL_{it} + \gamma_{it}$$

Trong đó:

RP: Tỷ lệ mua lại cổ phiếu của công ty. RP được tính bằng tỷ lệ giữa giá trị mua lại trong kỳ trên tổng tài sản đầu kỳ.

CASH: Tiền mặt nắm giữ vượt trội, được đo lường bằng tỷ lệ tiền mặt nắm giữ trên bảng cân đối kế toán trên tổng tài sản thuần (Net Assets) đầu kỳ

MB: Tỷ lệ giá trị thị trường đầu kỳ của vốn chủ sở hữu trên giá trị sổ sách đầu kỳ của vốn chủ sở hữu.

SRETURN: Tỷ suất sinh lợi hàng năm của cổ phiếu năm trước, được đo lường bằng tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu năm trước.

ROA: Tỷ suất sinh lợi trên tài sản, được đo lường bằng lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh trên tổng tài sản thuần đầu kỳ.

LEV: Tỷ lệ tổng nợ phải trả đầu kỳ trên tổng tài sản thuần đầu kỳ.

NOPER: Tỷ lệ thu nhập phi hoạt động, được tính bằng tỷ lệ lợi nhuận khác năm trước trên tổng vốn chủ sở hữu đầu kỳ.

PAYOUT: Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt trong kỳ, được đo lường bằng cổ tức tiền mặt trong kỳ trên tổng tài sản thuần đầu kỳ. Đây là biến đại diện cho giả thuyết về chi trả cổ tức.

Các biến còn lại là các biến kiểm soát, trong đó:

SIZE là quy mô công ty, được đo lường bằng logarithm tự nhiên của tổng tài sản.

RE: Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại đầu kỳ trên tổng vốn chủ sở hữu đầu kỳ.

ROAVOL: Biến động lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh, được đo lường bằng độ lệch chuẩn của ROA trong 3 năm gần nhất bao gồm cả năm quan sát.

$\gamma$ : Sai số

$i$  ký hiệu cho các công ty,  $t$  ký hiệu cho năm

$\alpha_0$ : Hệ số chặn,

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5, \alpha_6, \alpha_7, \alpha_8, \alpha_9$  và  $\alpha_{10}$  là các hệ số ước lượng của mô hình.

Mô hình trên được ước lượng bằng phương pháp Tobit trên dữ liệu bảng do đặc tính của biến phụ thuộc RP (tỷ lệ mua lại cổ phiếu) là biến bị kiểm duyệt (Censored) vì không phải công ty nào cũng mua lại cổ phiếu, nên rất nhiều giá trị tập trung quanh giá trị 0.

#### 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Bảng 1 thể hiện kết quả hồi quy Tobit của mô hình nghiên cứu. Kết quả hồi quy cho thấy tỷ lệ nắm giữ tiền mặt truyền thống (CASH) có quan hệ đồng biến

(0.061) đúng như kỳ vọng với tỷ lệ mua lại cổ phiếu ở mức với ý nghĩa thống kê 1%, khẳng định thêm giả thuyết về quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và mua lại cổ phiếu. Điều này hàm ý khi lượng tiền mặt nắm giữ tăng lên thì các doanh nghiệp có xu hướng phân phối vốn lại cho cổ đông dưới dạng mua lại cổ phiếu.

RP = Tỷ lệ mua lại cổ phiếu của công ty. CASH = tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. ROA = Tỷ lệ lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh. DIV = tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt. SRETURN = Tỷ suất sinh lợi hàng năm của cổ phiếu. NOPER = Tỷ lệ thu nhập phi hoạt động. LEV = Tỷ số đòn bẩy. SIZE = quy mô công ty. MB = tỷ số giá trên giá trị sổ sách...RE = Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại. ROAVOL = Biến động lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh.

Các hệ số hồi quy của biến MB và SRETURN, đại diện cho lý thuyết phát tín hiệu định dưới giá thể hiện dấu dương, đúng như kỳ vọng cho thấy khi cổ phiếu bị định giá thấp hơn giá trị thị trường thì các doanh nghiệp thường có xu hướng tăng mua lại cổ phiếu làm cổ phiếu quỹ để gia tăng thu nhập trên mỗi cổ phiếu cho cổ đông hoặc để tái phát hành khi có nhu cầu. Tuy nhiên, chỉ có hệ số hồi quy của biến MB là có ý nghĩa thống kê ( $\alpha = 5\%$ ), trong khi SRETURN không có ý nghĩa thống kê. Nghiên cứu này cũng tìm thấy bằng chứng cho thấy hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (ROA) gia tăng cũng làm gia tăng tỷ lệ mua lại cổ phiếu. Kết quả này nhất quán với kết quả từ nghiên cứu của Lee và Suh (2011).

Với giả thuyết đòn bẩy, hệ số hồi quy của biến LEV mang dấu

**Bảng 1: Kết quả hồi quy Tobit các nhân tố tác động đến mua lại cổ phiếu**

Biến phụ thuộc RP	Dấu kỳ vọng	Hệ số hồi quy
CASH	+	0.061*** (4.200)
MB	+	0.005** (2.040)
SRETURN	+	0.000 (1.620)
ROA	+/-	0.019 (0.610)
LEV	-	-0.052** (-2.200)
NOPER	+	0.208 (1.390)
PAYOUT	-	-0.059 (-0.790)
SIZE	-	0.007*** (3.710)
RE	-	-0.005 (-0.270)
ROAVOL	+/-	0.021 (0.550)
_CONS		-0.201*** (-7.460)
/SIGMA_U		0.000*** (7.070)
/SIGMA_E		0.074*** (22.090)
N		2119

\*, \*\* và \*\*\* tương ứng với các mức ý nghĩa 10, 5 và 1%. Số trong ngoặc là giá trị thống kê z.

âm (-0,052) và có ý nghĩa thống kê ở mức cao (5%). Điều này hàm ý khi tỷ lệ nợ của công ty tăng lên thì tỷ lệ mua lại cổ phiếu giảm. Các doanh nghiệp không thể phát hành nợ và dùng tiền này để mua lại cổ phiếu. Kết quả này cũng nhất quán với các nghiên cứu trước đó (Dittmar, 2000; Lee và Suh, 2011; Trần Thị Hải Lý và Hoàng Thị Phương Thảo, 2014).

Hệ số hồi quy của NOPER (Đại diện cho giả thuyết dòng tiền tạm

thời) mang dấu dương đúng như kỳ vọng (0.208) hàm ý rằng dòng tiền tạm thời có tác động tích cực lên mua lại cổ phiếu. Tuy nhiên, hệ số này không có ý nghĩa thống kê nên chưa đủ bằng chứng để khẳng định.

Hệ số hồi quy âm của biến PAYOUT (đại diện cho giả thuyết tỷ lệ chi trả cổ tức) cũng thể hiện đúng kỳ vọng rằng chi trả cổ tức bằng tiền mặt và mua lại cổ phiếu là hai hình thức thay thế lẫn nhau. Kết quả này cũng tương đồng với Lee và Suh (2011), Trần Thị Hải Lý và Hoàng Thị Phương Thảo (2014). Tuy nhiên, kết quả hồi quy của tác giả không có ý nghĩa thống kê.

Đối với các biến kiểm soát, hệ số hồi quy của các biến quy mô (SIZE) là dương và có ý nghĩa 1% (0,007). Tuy hệ số này ngược với kỳ vọng và kết quả nghiên cứu của Lee và Suh (2011) nhưng lại phù hợp với kết quả nghiên cứu của Trần Thị Hải Lý và Hoàng Thị Phương Thảo (2014). Các doanh nghiệp lớn VN được cho là các doanh nghiệp trong giai đoạn phát triển ổn định, có dòng tiền ổn định, khả năng tiếp cận với thị trường vốn dễ dàng, và thặng dư tiền mặt cao nên khi có thặng dư tiền mặt họ thường thực hiện việc mua lại cổ phiếu như một cách nâng cao thu nhập trên mỗi cổ phiếu cho cổ đông. Trong khi đó, các doanh nghiệp nhỏ, vốn yếu, khả năng tiếp cận thị trường vốn thấp nên khi có thặng dư tiền mặt, họ chủ yếu sử dụng để bổ sung vốn luân chuyển hoặc dùng để thực hiện các cơ hội đầu tư. Điều này càng đúng trong giai đoạn kinh tế khó khăn, cơ hội đầu tư mở rộng không nhiều.

Hai biến RE và ROAVOL có dấu đúng kỳ vọng. Khi cơ hội đầu

tư tăng lên, các doanh nghiệp có xu hướng giữ lại lợi nhuận để gia tăng đầu tư vì đây là nguồn vốn rẻ, thay vì phải phát hành cổ phiếu hoặc vay nợ với chi phí cao hơn. Điều đó giải thích tương quan nghịch biến giữa RE và RP. Tương tự, ROAVOL có dấu dương (0,021) phù hợp với kết quả nghiên cứu của Lee và Suh (2011) cho thấy rằng khi biến động dòng tiền tăng lên thì việc công ty cân nhắc giữa chi trả cổ tức và mua lại cổ phiếu nghiêng về mua lại. Tuy nhiên, kết quả này không có ý nghĩa thống kê, nên chưa đủ bằng chứng để khẳng định. Có thể giải thích kết quả này là do giai đoạn nghiên cứu của đề tài là 2007 - 2013, là giai đoạn chứng khoán giảm tương đối mạnh so với trước đó.

Tóm lại, kết quả nghiên cứu của tác giả đã tìm thấy bằng chứng có tương quan thuận chiều giữa nắm giữ tiền mặt và mua lại cổ phiếu ở mức ý nghĩa cao. Đồng thời, tác giả cũng tìm thấy bằng chứng cho thấy khi cổ phiếu bị định dưới giá thì tỷ lệ mua lại sẽ tăng và ngược lại tỷ lệ nợ nghịch biến với tỷ lệ mua lại. Ở VN, các doanh nghiệp lớn thường mua lại cổ phiếu hơn là các doanh nghiệp nghiệp nhỏ. Ngoài ra, các giả thuyết về dòng tiền tạm thời và chi trả cổ tức cũng được kiểm định và phát hiện quan hệ theo đúng kỳ vọng nhưng chưa đủ bằng chứng khẳng định. Tương tự cho hai biến kiểm soát cơ hội đầu tư và biến động dòng tiền.

## 5. Kết luận

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm tìm hiểu về mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và mua lại cổ phiếu của các doanh nghiệp VN thông qua việc sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính và thị trường chứng khoán của các doanh nghiệp

phi tài chính VN niêm yết trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX trong giai đoạn 2006 – 2013. Kết quả nghiên cứu cho thấy có tương quan dương giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và tỷ lệ mua lại cổ phiếu ở mức ý nghĩa thống kê 1%. Bài nghiên cứu cũng tìm thấy bằng chứng khẳng định giả thuyết định dưới giá, cho rằng khi cổ phiếu bị định giá thấp thì tỷ lệ mua lại cổ phiếu sẽ tăng và một lần nữa giống như kết quả của Gullon và Michael (2004) chưa tìm thấy mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động và mua lại cổ phiếu. Giả thuyết về đòn bẩy được tiếp tục hỗ trợ thông qua nghiên cứu này cho thấy rằng tỷ lệ nợ tăng sẽ làm giảm tỷ lệ mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp. Chúng tôi cũng chưa tìm thấy bằng chứng khẳng định giả thuyết dòng tiền tạm thời và chi trả cổ tức ở các doanh nghiệp VN trong giai đoạn nghiên cứu của đề tài. Ngoài ra, tác giả cũng tìm thấy bằng chứng khẳng định rằng ở VN các doanh nghiệp có quy mô càng lớn, tỷ lệ mua lại cổ phiếu càng nhiều do khả năng tiếp cận thị trường vốn dễ dàng hơn, dòng tiền ổn định hơn. Nhưng ngược lại cơ hội đầu tư và biến động dòng tiền chưa được tìm được sự hỗ trợ ở nghiên cứu này đối với tỷ lệ mua lại cổ phiếu.

Với kết quả nghiên cứu đã trình bày ở trên, tác giả cho rằng các doanh nghiệp cần duy trì một tỷ lệ tiền mặt mục tiêu để đảm bảo cho các nhu cầu cần thiết của mình. Đồng thời, khi có tỷ lệ tiền mặt nắm giữ cao, doanh nghiệp có thể mua lại cổ phiếu như một hình thức phân phối vốn lại cho cổ đông, đặc biệt khi cổ phiếu bị định dưới giá ●

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Aboddy, D., Kasznik, R. (2000), “CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures”, *Journal of Accounting & Economics*, 29, 73–100.
- Bagwell, L., Shoven, J. (1989), “Cash Distributions to Shareholders”, *Journal of Economic Perspectives* 3:129-40.
- Bagwell, L. (1991), “Share repurchase and take over deterrence”, *RAND Journal of Economics*, Vol. 22, No.1, 72-88.
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., Michaely, R. (2005), “Payout Policy in the 21st Century”, *Journal of Financial Economics* 77, 483–527.
- Brown, D., Ryngaert, M., (1992), “The determinants of tendering rates in interfirm and selftender offers”, *Journal of Business* 65, 529–556.
- Comment, R., Jarrell, G. (1991), “The Relative Signaling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases”, *Journal of Finance* 46, 1243–1271.
- Fenn, G., Liang, N. (2001), “Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives”, *Journal of Financial Economics* 60, 45–72.
- Harris, O., Glegg, C. (2007), *Governance Quality and Privately Negotiated Stock Repurchases: Evidence of Agency Conflict*, Unpublished working paper. East Carolina University, Greenville.

## PHỤ LỤC

**Bảng 1: Thông kê mô tả biến**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
RP	2119	0.003	0.023	0.000	0.779
CASH	2119	0.154	0.184	0.000	1.771
XCSH	2119	1.546	23.570	0.015	1086
MB	2119	1.210	1.396	0.150	25.45
SRETURN	2119	6.750	29.010	-0.930	353.0
ROA	2119	0.078	0.110	-0.328	1.122
LEV	2119	0.085	0.133	0.000	0.693
NOPER	2119	0.006	0.016	-0.118	0.250
PAYOUT	2119	0.032	0.041	-0.066	0.440
SIZE	2119	12.99	1.439	9.000	18.00
RE	2119	0.117	0.161	-2.890	0.728
ROAVOL	2119	0.052	0.064	0.000	1.367

RP = Tỷ lệ mua lại cổ phiếu của công ty. CASH = tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. ROA = Tỷ lệ lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh. DIV = tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt. SRETURN = Tỷ suất sinh lợi hàng năm của cổ phiếu. NOPER = Tỷ lệ thu nhập phi hoạt động. LEV = Tỷ số đòn bẩy. SIZE = quy mô công ty. MB = tỷ số giá trên giá trị sổ sách. RE = Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại. ROAVOL = Biến động lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh.

**Bảng 2: Tương quan Pearson giữa các biến trong mô hình**

	RP	CASH	MB	SRETURN	ROA	LEV	NOPER	PAYOUT	SIZE	RE
CASH	0.0517**									
MB	0.081***	0.181***								
SRETURN	0.067***	0.057***	0.766***							
ROA	0.061***	0.493***	0.321***	0.106***						
LEV	-0.025	-0.211***	0.007	-0.035	-0.188***					
NOPER	-0.014	0.053**	-0.021	-0.024	0.001	-0.003				
PAYOUT	0.014	0.360***	0.276***	0.138***	0.621***	-0.214***	0.093***			
SIZE	-0.006	-0.087***	0.045*	-0.026	-0.102***	0.376***	-0.053**	-0.180***		
RE	-0.002	0.180***	0.215***	0.090***	0.337***	-0.051**	0.050**	0.302***	0.101***	
ROAVOL	0.070***	0.214***	0.221***	0.174***	0.222***	-0.093***	0.004	0.192***	-0.007	0.084***

RP = Tỷ lệ mua lại cổ phiếu của công ty. CASH = tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. ROA = Tỷ lệ lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh. DIV = tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt. SRETURN = Tỷ suất sinh lợi hàng năm của cổ phiếu. NOPER = Tỷ lệ thu nhập phi hoạt động. LEV = Tỷ số đòn bẩy. SIZE = quy mô công ty. MB = tỷ số giá trên giá trị sổ sách. RE = Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại. ROAVOL = Biến động lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh.

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