

Ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh trong các công ty công nghiệp Việt Nam

Nguyễn Thị Hoa Hồng

Ngày nhận: 04/09/2018

Ngày nhận bản sửa: 05/09/2018

Ngày duyệt đăng: 18/09/2018

Bài viết nghiên cứu những ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh trong các công ty công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam giai đoạn 2010- 2017. Kết quả nghiên cứu từ mô hình hồi quy tác động cố định với các biến phụ thuộc là tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và biến Tobin's Q cho thấy mua lại cổ phiếu có tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty công nghiệp thông qua cải thiện chỉ số Tobin's Q. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa các chỉ số quy mô tổng tài sản, lợi nhuận trước thuế và lãi vay, đòn bẩy tài chính hay chi phí vốn với hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp quan sát.

Từ khóa: Định giá thấp, hiệu quả hoạt động kinh doanh, mua lại cổ phiếu

1. Đặt vấn đề

Những thập kỷ gần đây chúng ta kiến sự bùng nổ trong việc các doanh nghiệp sử dụng mua lại cổ phiếu trên thị trường mở (là một trong những hình thức của hoạt động mua lại cổ phiếu, theo đó doanh nghiệp sử dụng một môi giới và không có nghĩa vụ pháp lý phải thực hiện mua lại cổ phiếu như đã thông báo) như một chính sách tài

chính quan trọng nhằm đạt được các mục tiêu chiến lược, thậm chí giá trị mua lại cổ phiếu đôi khi còn vượt quá cả mức độ chi trả cổ tức cho cổ đông trong công ty (Grullon và Michaely, 2002). Nghiên cứu của Brav và cộng sự (2005) cho rằng, các nhà quản lý đánh giá việc cổ phiếu doanh nghiệp bị định giá thấp là động cơ quan trọng nhất thúc đẩy doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu. Tín hiệu bị đánh giá thấp xuất phát từ việc các nhà quản lý kỳ vọng hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

sẽ tốt hơn so với thị trường vốn kỳ vọng. Vì vậy, một khía cạnh khác của mua lại cổ phiếu là tiết lộ thông tin có triển vọng tới thị trường về hiệu quả hoạt động kinh doanh trong tương lai của doanh nghiệp. Cùng quan điểm này thì những nghiên cứu của Vermaelen (1981) hay Comment và Jarrell (1991) cũng khẳng định rằng thị trường cổ phiếu thường phản ứng tích cực với các chương trình mua lại cổ phiếu trên thị trường mở. Bartov (1991) đã tìm ra bằng chứng những ảnh hưởng tích cực từ hoạt động mua lại cổ phiếu cũng làm gia tăng thu nhập cho doanh nghiệp ngay trong năm doanh nghiệp thông báo mua lại cổ phiếu.

Tuy nhiên những nghiên cứu sau này của Nohel và Tarhan (1998) Lie (2005), Gong và cộng sự (2008), Chandren và cộng sự (2017) đã phân tích trực tiếp những ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Hầu hết kết quả đều đưa ra mối quan hệ tích cực giữa mua lại cổ phiếu và hiệu quả hoạt động kinh doanh với bằng chứng về sự gia tăng của các chỉ số tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA), tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) hay thu nhập trên vốn đầu tư (ROIC) và chỉ số Tobin's Q.

Tại Việt Nam, mua lại cổ phiếu bắt đầu xuất hiện từ năm 2005 và trở nên rất phổ biến vào những năm 2010, 2011 được thực hiện dưới hình thức mua lại cổ phiếu trên thị trường mở. Theo số liệu được cung cấp bởi Công ty Cổ phần StoxPlus, những ngành có số lượng thông báo mua lại cổ phiếu nhiều nhất trong giai đoạn 2010- 2017 lần lượt là Tài chính, Công nghiệp và Hàng tiêu dùng. Ngành Công nghiệp được đánh giá là một ngành mũi nhọn và quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam, đặc biệt khi mục tiêu của Việt Nam luôn là trở thành một nước công nghiệp hóa, hiện đại hóa. Các sản phẩm của ngành công nghiệp phục vụ nhu cầu trong hầu hết các lĩnh vực cuộc sống. Với vai trò quan trọng cũng như số lượng thông báo mua lại cổ phiếu được thực hiện tương đối nhiều trong giai đoạn 2010- 2017, các công ty trong ngành công nghiệp cũng đang sử dụng mua lại cổ phiếu như một công cụ để đạt được các mục tiêu chiến lược của mình. Tuy nhiên câu hỏi được đặt ra là “Mua lại cổ phiếu có mang

lại những ảnh hưởng tích cực cho các công ty trong ngành công nghiệp như những nghiên cứu trên thế giới hay không?”. Vì vậy, việc phân tích những ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty trong một ngành có số lượng nhiều thông báo mua lại cổ phiếu, nhưng không mang tính chất quá đặc thù như ngành công nghiệp tại Việt Nam, là cần thiết để đánh giá những tác động mà mua lại cổ phiếu mang lại, cũng như là cơ sở để các công ty này có cái nhìn tổng quan về việc sử dụng công cụ mua lại cổ phiếu trong thời gian qua, nhằm vận dụng mua lại cổ phiếu trong tương lai một cách hiệu quả hơn.

2. Tổng quan nghiên cứu về ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh trong doanh nghiệp

Có nhiều nghiên cứu trên thế giới đã phân tích những ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của chính doanh nghiệp mua lại.

Nghiên cứu của Nohel và Tarhan (1998), “*Share repurchases and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow*” (tạm dịch là Hoạt động mua lại cổ phiếu và hiệu quả hoạt động kinh doanh: Bằng chứng mới dựa trên những chi phí đại diện của dòng tiền tự do), tiến hành trên tổng cộng 242 doanh nghiệp có thông báo mua lại cổ phiếu trong khoảng thời gian từ năm 1978 đến năm 1991. Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong nghiên cứu này được đo bằng tỷ lệ giữa dòng tiền và giá trị thị trường của tài sản tạo ra dòng tiền đó. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng, có một sự khác biệt đáng kể về hiệu quả hoạt động trước và sau khi doanh nghiệp thực hiện việc mua lại cổ phiếu. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng nêu ra những cải thiện về hiệu quả hoạt động kinh doanh chủ yếu đến từ những doanh nghiệp có kết quả hoạt động kém trước thời điểm thực hiện mua lại cổ phiếu, vì vậy doanh nghiệp muốn sử dụng mua lại cổ phiếu như một công cụ để khai thác hiệu quả hơn nguồn tài sản hiện có của mình thay vì đầu tư mới. Có thể coi mua lại cổ phiếu là một hành động nhằm tái cấu trúc

tổng thể với mục đích làm tăng tài sản doanh nghiệp chứ không chỉ đơn thuần là một giao dịch tài chính nhằm tái cấu trúc vốn.

Nghiên cứu của hai tác giả Gup and Nam (2001) từ Đại học Alamana “*Stock Buybacks, Corporate Performance, and EVA*” (tạm dịch là Hoạt động mua lại cổ phiếu, hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp và giá trị kinh tế tăng thêm) đã nghiên cứu và chứng minh cho giả thuyết rằng, do tác động của việc mua lại cổ phiếu lên lượng tiền mặt dư thừa nên có sự khác biệt rất lớn về giá trị kinh tế tăng thêm (Economic Value Added- EVA) giữa những công ty không thực hiện mua lại cổ phiếu với những công ty thực hiện việc mua lại cổ phiếu của mình. Mẫu nghiên cứu trong bài báo này bao gồm 122 công ty không thực hiện mua lại cổ phiếu và 73 công ty mua lại cổ phiếu trong năm 1995, qua đó nhóm tác giả đo lường hiệu quả hoạt động qua hệ số thu nhập trên vốn đầu tư (Return of Invested Capital- ROIC) và EVA vào các năm trước khi mua lại (năm 1994), năm mua lại (năm 1995) và sau khi mua lại cổ phiếu (năm 1996). Kết quả nghiên cứu cho thấy, những công ty mua lại cổ phiếu có kết quả hoạt động kinh doanh tốt hơn trong năm 1996 (tức là năm sau khi mua lại cổ phiếu) so với những công ty không thực hiện mua lại cổ phiếu.

Nếu như nghiên cứu của Gup and Nam (2001), tập trung vào sự khác biệt trong hiệu quả hoạt động giữa hai nhóm công ty thực hiện mua lại cổ phiếu và không mua lại cổ phiếu, thì nghiên cứu của Lie (2005) “*Operating performance following open market share repurchase announcements*” (tạm dịch là Hiệu quả hoạt động kinh doanh sau những thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở), tiến hành phân tích hiệu quả kinh doanh giữa công ty thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở nhưng không thực hiện và những công ty có thông báo và thực hiện mua lại cổ phiếu. Nghiên cứu này tập trung vào 4.729 thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở trong giai đoạn 1981- 2000, tuy nhiên khác với các nghiên cứu trước đây sử dụng dữ liệu theo năm tài chính thì tác giả Lie sử dụng dữ liệu theo quý. Kết quả nghiên cứu

cho thấy những doanh nghiệp thông báo và thực hiện mua lại cổ phiếu có hiệu quả sản xuất kinh doanh thay đổi theo hướng tích cực hơn hẳn so với những doanh nghiệp chỉ có thông báo mà không thực hiện. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra việc cải thiện hiệu quả kinh doanh sẽ diễn ra chủ yếu sau 2 quý và 2 năm tài chính tiếp theo kể từ ngày doanh nghiệp bắt đầu việc mua lại cổ phiếu của mình, tuy nhiên điều này chỉ đúng với những doanh nghiệp thông báo và thực hiện mua lại trong cùng một quý và trong một năm tài chính.

Nghiên cứu của Gong và cộng sự (2008), “*Earnings Management and Firm Performance Following Open-Market Repurchases*” (tạm dịch là Quản trị thu nhập và hiệu quả hoạt động kinh doanh sau các thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở), đo lường các chỉ số ROA theo quý và lợi nhuận bất thường sau 1.720 thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở trong giai đoạn 1984- 2002 tại Mỹ lại đưa ra kết quả đi ngược lại với các nghiên cứu trước đây, khi nhóm tác giả tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa mua lại cổ phiếu và hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Trong khi đó, nghiên cứu của Chandren và cộng sự (2017), “*The Impact of Accretive Share Buyback on Long-term Performance*” (tạm dịch là Ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh trong dài hạn), trên 220 công ty niêm yết tại Malaysia có thực hiện mua lại cổ phiếu trong giai đoạn 2001- 2008 đã đưa ra kết quả rằng, mua lại cổ phiếu có tác động tích cực lên các chỉ số ROA, ROE hay Tobin’s Q của công ty trong chính năm thông báo và 3 năm sau thời điểm thông báo mua lại cổ phiếu.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô tả dữ liệu

Mẫu nghiên cứu ban đầu bao gồm 174 thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở được thực hiện bởi các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX tại Việt Nam giai đoạn 2010-

2017 được cung cấp bởi Công ty Cổ phần StoxPlus. Tuy nhiên, nghiên cứu tiến hành loại bỏ một số mẫu nghiên cứu không đủ điều kiện để phù hợp với mô hình và phương pháp nghiên cứu. Các điều kiện loại trừ bao gồm:

Thứ nhất, nghiên cứu loại bỏ tất cả những thông báo mua lại cổ phiếu mà số lượng cổ phiếu đăng ký mua lại nhỏ hơn 0,05% so với tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp thông báo, vì với những thông báo mua lại cổ phiếu với số lượng ít dường như không có ảnh hưởng tới doanh nghiệp thực hiện và thị trường cũng như các nhà đầu tư cũng không quan tâm đến các thông tin này.

Thứ hai, nghiên cứu loại bỏ những thông báo không có đủ thông tin để tính toán.

Thứ ba, các thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường mở không có ràng buộc cho các doanh nghiệp về nghĩa vụ phải tiến hành mua lại cổ phiếu đúng như thông báo, tuy nhiên để đánh giá ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thì nghiên cứu chỉ thực hiện với những doanh nghiệp thực sự tiến hành mua lại cổ phiếu như thông báo. Vì vậy, nghiên cứu tiến hành loại bỏ tất cả những thông báo mua lại cổ phiếu mà có số lượng cổ phiếu thực hiện so với số lượng cổ phiếu thông báo mua lại bằng 0.

Sau khi lọc dữ liệu, mẫu quan sát còn lại 125 thông báo mua lại cổ phiếu, trong đó có những công ty thực hiện nhiều lần mua lại cổ phiếu

trong một năm. Vì vậy, với những mẫu quan sát lặp lại nhiều lần trong một năm, nghiên cứu tiếp tục cộng gộp khối lượng mua lại cổ phiếu trong tất cả các lần thông báo thành một mẫu duy nhất. Mẫu nghiên cứu cuối cùng bao gồm 100 thông báo mua lại cổ phiếu của 68 công ty trong ngành Công nghiệp niêm yết tại Việt Nam thực hiện việc mua lại giai đoạn 2010- 2017.

3.2. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Để đánh giá ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động kinh doanh trong các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010- 2017, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy tác động cố định (Fixed Effect Model- FEM) với biến phụ thuộc là các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty bao gồm ROA, ROE và Tobin's Q theo nghiên cứu của Chandren và cộng sự (2017). Trong đó, nhóm chỉ tiêu ROA và ROE được tính toán dựa trên giá trị sổ sách để đánh giá khả năng tạo ra lợi nhuận trong ngắn hạn của doanh nghiệp, còn chỉ tiêu Tobin's Q lại cho biết hiệu quả tương lai của doanh nghiệp vì phản ánh được đánh giá của thị trường về tiềm năng lợi nhuận của doanh nghiệp trong tương lai. Dựa trên các nghiên cứu trước đây của Nohel và Tarhan (1998), Lie (2005), Gong và cộng sự (2008), Chandren và cộng sự (2017) và tình hình thực tế và thu thập số liệu tại Việt

Bảng 1. Định nghĩa các biến trong mô hình

Biến	Giải thích	Dấu kỳ vọng
ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	
ROE	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu	
TOBINQ	(Giá trị vốn hóa thị trường + Nợ phải trả)/Tổng tài sản	
BUY	Logarit của giá trị lượng cổ phiếu mua lại	+
SIZE	Logarit của tổng tài sản	+
LEV	Nợ phải trả/Tổng tài sản	-
PROFIT	EBIT/Doanh thu	+
CAPEX	Chi phí vốn/Doanh thu	-
ε	Phần dư	

Nguồn: Tác giả tự xây dựng và tổng hợp

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy tác động cố định

Biến	Số lượng mẫu	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	100	0,067	0,094	- 0,262	0,602
ROE	100	0,120	0,154	- 0,734	0,715
TOBINQ	100	0,968	0,477	0,402	4,946
BUY	100	20,766	2,847	13,422	27,204
SIZE	100	27,105	1,297	24,322	30,396
LEV	100	0,495	0,231	0,040	0,874
PROFIT	100	0,169	0,261	- 0,620	1,756
CAPEX	100	0,097	0,255	0	2,163

Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13

Nam, mô hình được xây dựng với các biến độc lập, biến kiểm soát, biến phụ thuộc và dấu kỳ vọng về sự ảnh hưởng của các biến kiểm soát, biến độc lập lên biến phụ thuộc như sau:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BUY_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 PROFIT_{it} + \alpha_5 CAPEX_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BUY_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 PROFIT_{it} + \alpha_5 CAPEX_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$TOBINQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BUY_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 PROFIT_{it} + \alpha_5 CAPEX_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

i: công ty thực hiện mua lại cổ phiếu được quan sát

t: thời gian đo lường bằng năm tài chính của

công ty có hoạt động mua lại cổ phiếu

Các biến phụ thuộc (ROA, ROE và TOBINQ),

biến kiểm soát (BUY) và các biến độc lập

(SIZE, LEV, PROFIT, CAPEX) trong mô hình

được tính ở thời gian t, tức là trong năm tài

chính mà công ty thực hiện mua lại cổ phiếu.

Giải thích cách tính từng biến trong mô hình

được tóm tắt ở Bảng 1.

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 2 mô tả một số đặc điểm định lượng của các biến trong mô hình hồi quy tác động cố định nhằm phân tích những ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty trong ngành Công nghiệp niêm yết tại TTCK Việt Nam giai đoạn 2010- 2017. Biến ROA và ROE có sự tương đồng với nhau khi có giá trị nhỏ nhất là ROA (-0,262), ROE

(-0,734) với giá trị lớn nhất là ROA (0,602), ROE (0,715) và giá trị trung bình lần lượt là 0,067 và 0,120 cho thấy trong 100 mẫu quan sát, hầu hết các công ty đều có lợi nhuận dương, tuy nhiên vẫn tồn tại công ty hoạt động không hiệu quả khi có lợi nhuận âm. Trong khi đó, biến TOBINQ thể hiện tình hình khả quan về tiềm năng lợi nhuận của công ty trong tương lai khi các giá trị trung bình (0,968), giá trị nhỏ nhất (0,402) đều dương, đặc biệt giá trị lớn nhất khá lớn là 4,946. Giá trị cổ phiếu mua lại có sự chênh lệch khá lớn giữa các mẫu quan sát khi biến BUY có giá trị nhỏ nhất là 13,433, còn giá trị lớn nhất là 27,204. Quy mô của các công ty thực hiện mua lại cổ phiếu trong nghiên cứu có sự tương đồng với nhau khi biến SIZE có giá trị trung bình là 27,105 và không có sự chênh lệch quá nhiều giữa giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất. Biến PROFIT có giá trị nhỏ nhất là -0,620 chứng tỏ rằng trong 100 mẫu quan sát có công ty có lợi nhuận trước thuế và lãi vay âm. Biến CAPEX có giá trị trung bình là 0,097 với khoảng cách từ 0 đến 2,163 cho thấy có công ty vào một năm nào đó trong giai đoạn 2010- 2017 không hề có các khoản chi phí vốn.

Tương quan Pearson giữa các biến trong mô hình hồi quy tác động cố định được trình bày trong Bảng 3.

Kết quả từ Bảng 3 cho thấy, các cặp biến độc lập đều có mức độ tương quan nhỏ với nhau, trừ trường hợp biến CAPEX và biến PROFIT có tương quan lớn hơn ở mức 0,5231. Điều này hoàn toàn có thể giải thích được khi mà công

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

	ROA	ROE	TOBINQ	BUY	SIZE	LEV	PROFIT	CAPEX
ROA	1,0000							
ROE		1,0000						
TOBINQ			1,0000					
BUY	- 0,0756	0,0536	- 0,0591	1,0000				
SIZE	- 0,1558	- 0,0291	0,0563	0,2886	1,0000			
LEV	- 0,5284	- 0,2052	- 0,1139	0,0691	0,3747	1,0000		
PROFIT	0,5331	0,5579	0,1534	0,0508	0,1822	- 0,2652	1,0000	
CAPEX	0,0542	0,0901	0,0656	0,2545	0,3000	0,0087	0,5231	1,0000

Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13

ty muốn có lợi nhuận cao thì đòi hỏi mức chi phí vốn đi kèm cũng cao tương ứng. Bên cạnh đó, hệ số tương quan Pearson giữa các biến phụ thuộc là ROA, ROE và TOBINQ với các biến kiểm soát và độc lập bao gồm biến BUY, SIZE, LEV, PROFIT và CAPEX cho thấy sự tương quan giữa các cặp biến trong mô hình, tuy nhiên có sự khác biệt về mối quan hệ tương quan thuận chiều và ngược chiều giữa các cặp biến ROA, ROE, TOBINQ với các biến BUY và SIZE.

Trước khi chạy mô hình hồi quy tác động cố định, nghiên cứu sử dụng chỉ số VIF nhằm kiểm tra xem các biến độc lập trong mô hình có bị đa cộng tuyến hay không (Bảng 4). Kết quả từ Bảng 4 cho thấy, hệ số phóng đại phương sai VIF của tất cả các biến độc lập trong mô hình đều nhỏ hơn 2 và chỉ số 1/VIF lớn hơn 0,5 nên hiện tượng đa cộng tuyến

Bảng 4. Kiểm định sự tự tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình

Biến	VIF	1/VIF
PROFIT	1,61	0,622952
CAPEX	1,55	0,646211
SIZE	1,42	0,704242
LEV	1,36	0,736318
BUYVALUE	1,15	0,871063
Giá trị trung bình VIF	1,42	

Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13

không xảy ra với các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu.

Kết quả mô hình hồi quy tác động cố định phân tích ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động kinh doanh trong các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010- 2017 được trình bày ở Bảng 5.

Đối với Mô hình 1 có biến phụ thuộc là ROA, ngoại trừ biến BUY, nghiên cứu đều tìm ra bằng chứng về mối liên hệ giữa biến SIZE, biến LEV, biến PROFIT, biến CAPEX với biến ROA. Biến SIZE và biến PROFIT có tương quan cùng chiều với ROA với ý nghĩa thống kê ở mức 5% và 1%, chỉ ra rằng các công ty trong ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010- 2017 có quy mô tổng tài sản và lợi nhuận trước thuế càng lớn thì sẽ ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty. Ngược lại, biến LEV và biến CAPEX lại cho thấy mối quan hệ ngược chiều với ROA ở mức thống kê là 5% và 1%, phù hợp với dấu kỳ vọng ban đầu của mô hình cho thấy, các công ty có chỉ số đòn bẩy lớn và chi phí vốn cao sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Khác với Mô hình 1, Mô hình 2 với biến phụ thuộc là ROE, nghiên cứu chỉ tìm thấy bằng chứng về mối tương quan giữa biến PROFIT, biến CAPEX với ROE, nhưng kết quả từ Bảng 6 đều cho thấy sự tương đồng về mối quan hệ giữa 2 biến PROFIT và CAPEX với biến ROE giống với Mô hình 1 (biến ROA). Có thể thấy rằng, các công ty có lợi nhuận trước thuế và lãi vay cao và chi phí vốn lớn không chỉ ảnh

Bảng 5. Kết quả hồi quy tác động cố định phân tích ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh trong các công ty công nghiệp Việt Nam

Biến	Dấu kỳ vọng	Mô hình 1- ROA	Mô hình 2- ROE	Mô hình 3- TOBINQ
Hằng số		- 0,613 (1,45)	0,005 (1,28)	- 10,409 (- 2,88)
BUY	+	0,001 (1,45)	0,032 (1,03)	0,021** (2,26)
SIZE	+	0,025** (2,26)	0,025 (2,26)	0,413*** (3,14)
LEV	-	- 0,168** (- 2,42)	- 0,061 (- 0,53)	- 0,603** (- 2,06)
PROFIT	+	0,395*** (8,04)	1,047*** (15,56)	0,0149 (0,03)
CAPEX	-	- 0,169*** (- 6,46)	- 0,5105*** (- 17,53)	0,390 (1,23)
N		100	100	100
R bình phương		0,382	0,348	0,008
Thống kê F		25,37***	239,89***	4,35***

Ghi chú: ** và *** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 5% và 1%

Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm Stata 13

hưởng đến chỉ số ROA mà còn có ảnh hưởng tới biến ROE, trong đó biến PROFIT có tương quan cùng chiều và biến CAPEX có tương quan ngược chiều với biến ROE đều ở mức ý nghĩa thống kê 1%.

Nếu như ROA và ROE là các chỉ số được tính toán theo giá trị sổ sách thể hiện lợi nhuận trong ngắn hạn của doanh nghiệp thì chỉ số TOBINQ thể hiện tiềm năng lợi nhuận trong tương lai của doanh nghiệp. Trong Mô hình 3 với biến phụ thuộc TOBINQ, nghiên cứu đã tìm thấy ảnh hưởng của mua lại cổ phiếu lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010-2017 khi biến BUY có tương quan dương với biến TOBINQ tại mức ý nghĩa thống kê 5%. Điều này có nghĩa là công ty mua lại càng nhiều cổ phiếu thì hiệu quả kinh doanh càng được cải thiện ngay trong năm công ty thực hiện mua lại cổ phiếu thông qua chỉ số TOBINQ. Bên cạnh đó, biến SIZE có mối quan hệ cùng chiều với biến TOBINQ với mức ý nghĩa thống kê 1% một lần nữa chứng minh rằng công ty có quy

mô tổng tài sản càng lớn thì chỉ số TOBINQ càng cao.

Ngoài ra, thống kê F cũng cho thấy cả ba mô hình đều có ý nghĩa có mức thống kê 1% với các biến độc lập lần lượt giải thích được 38,2%; 34,8% và 0,8% cho các Mô hình 1 (biến ROA), Mô hình 2 (biến ROE) và Mô hình 3 (biến TOBINQ).

5. Kết luận

Quyết định mua lại cổ phiếu được các doanh nghiệp sử dụng khá phổ biến trong những năm gần đây như một công cụ nhằm đạt được mục tiêu liên quan đến phát tín hiệu cho thị trường về cổ phiếu của doanh nghiệp đang bị định giá thấp, qua đó làm tăng giá cổ phiếu doanh nghiệp. Tuy nhiên, mua lại cổ phiếu cũng được thực hiện nhằm các mục tiêu chiến lược khác như cải thiện tình hình kinh doanh, quản trị thu nhập, bù đắp pha loãng cổ phiếu hay sử dụng tối ưu dòng tiền tự do. Nghiên cứu này tập trung vào các công ty trong ngành Công nghiệp

niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX có thực hiện mua lại cổ phiếu giai đoạn 2010- 2017, nhằm đánh giá những ảnh hưởng của hoạt động mua lại cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động kinh doanh ngay trong năm công ty thực hiện mua lại cổ phiếu.

Kết quả từ mô hình hồi quy tác động cố định cho thấy, mua lại cổ phiếu có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010- 2017 thông qua làm gia tăng chỉ số Tobin's Q. Ngoài ra, nghiên cứu cũng tìm thấy

các bằng chứng chứng minh rằng doanh nghiệp có quy mô tổng tài sản và lợi nhuận trước thuế và lãi vay lớn thì càng có ảnh hưởng tới hiệu quả hoạt động kinh doanh, trong khi đó chỉ số đòn bẩy và chi phí vốn sẽ tác động tiêu cực tới các chỉ số ROA và ROE của doanh nghiệp. Vì vậy, nghiên cứu này có thể tạo tiền đề cho các công ty công nghiệp niêm yết tại Việt Nam cải thiện lợi nhuận tiềm năng của doanh nghiệp thông qua việc thực hiện các chương trình mua lại cổ phiếu. Tuy nhiên, hiệu quả kinh doanh còn chịu tác động bởi các chỉ tiêu khác

xem tiếp trang 69

Tài liệu tham khảo

1. Bartov, E. (1991), 'Open- market stock repurchases as signals for earnings and risk changes', *Journal of Accounting and Economics*, 14, 275- 294.
2. Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R. and Michaely, R. (2003), 'Payout policy in the 21st century', *Journal of Financial Economics*, 77 (3), 483- 527.
3. Chandren, S., Ahmad, Z. and Ali, R. (2017), 'The Impact of Accretive Share Buyback on Long- term Firm Performance', *International Journal of Economics and Management*, 11 (1), 49- 66.
4. Comment, R. and Jarrell, G. A. (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.
5. Gong, G., Louis, H. and Sun, A. X. (2008), 'Earnings Management and Firm Performance Following Open- Market Repurchases', *The Journal of Finance*, LXIII (2), 947- 986.
6. Grullon, G. and Michaely, R. (2002), 'Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis', *Journal of Finance*, 57, 1649- 1684.
7. Gup, B. E. and Nam, D. (2001), 'Stock Buybacks, Corporate Performance, and EVA', *Journal of Applied Corporate Finance*, 14 (1), 99-110.
8. Lie, E. (2005), 'Operating performance following open market share repurchase announcements', *Journal of Accounting and Economics*, 39, 411- 436.
9. Nohel, T. and Tarhan, V. (1998), 'Share repurchases and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow', *Journal of Financial Economics*, 49, 187- 222.
10. Vermaelen, T. (1981), 'Common stock repurchases and market signaling: an empirical study', *Journal of Financial Economics*, 9, 139- 183.

Thông tin tác giả

Nguyễn Thị Hoa Hồng, Thạc sỹ
Khoa Quản trị Kinh doanh, Đại học Ngoại thương
Email: hongnth@ftu.edu.vn

Summary

Impact of stock repurchase on the performance of Vietnamese industrial companies

The paper examines the impact of stock repurchase on the performance of industrial companies listed on Vietnam stock exchange during 2010- 2017. The empirical results from Fixed Effect Regression model with dependent variables of Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE) and Tobin's Q show that stock repurchases have positive impact on firm performance by improving Tobin's Q. In addition, the paper also finds evidence about the relationship between total assets, profit before tax and interest, leverage or capital expenditure and firm performance.

Keywords: Undervaluation, firm performance, stock/share repurchase.

Hong Thi Hoa Nguyen, MEd
Foreign Trade University (FTU)

Tài liệu tham khảo

1. Bộ Công thương (2017), Báo cáo xuất nhập khẩu Việt Nam 2017.
2. Bộ Công thương (2015), Đề án phát triển các thị trường khu vực thời kỳ 2015-2020, tầm nhìn 2030, số 1467/QĐ -TTg.
3. Tổng cục Hải quan- Bộ Tài chính (2017), Xuất khẩu hàng hóa sang một số nước/ vùng lãnh thổ chia theo mặt hàng chủ yếu.
4. Bộ Nông nghiệp & PTNT (2018), Báo cáo Tổng kết thực hiện Kế hoạch phát triển nông nghiệp, nông thôn năm 2017 và triển khai Kế hoạch năm 2018.
5. Cục Xúc tiến thương mại (VIETRADE)- Bộ Công Thương (2015), Báo cáo Thị trường rau quả Nhật Bản.
6. Cục Trồng trọt- Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn (2017), Chứng nhận VietGAP năm 2017.
7. Trademap ITC, 2018, List of supplying markets for the product imported by Japan.
8. <https://www.trademap.org/Index.aspx>
9. <https://www.tradingeconomics.com/Japan/customs>

Thông tin tác giả

Nguyễn Thị Cẩm Thủy, Tiến sĩ
Khoa Kinh doanh Quốc tế, Học viện Ngân hàng
Email: thuynctc@hvn.edu.vn

Phan Thị Diệu Linh
Sinh viên K17, Khoa Kinh doanh Quốc tế, Học viện Ngân hàng
Email: phanthidiuolinh96@gmail.com

Summary**Promoting Vietnamese vegetable exports to Japan**

Vietnam's vegetable industry made breakthroughs in 2017. It is the fastest growing export item among agricultural and aquatic products and is expected to set a record in 2018. Fruits and vegetables of Vietnam have gradually affirmed the quality, conquering difficult markets such as USA, Japan, EU, Canada, Australia, New Zealand...in addition to traditional markets. According to Vietnam Fruit and Vegetables Association, in 2017, vegetable exports to Japan reached 127.2 million USD, up to 69.3% compared to 2016. This is the highest growth in the top 10 export markets of Vietnam vegetables and fruits, and only second to China. However, Japan accounted for only 3.63% of the total value of Vietnam's fruit and vegetable exports, far surpassing Chinese market (accounting for 75.7%). Proportion for Vietnam's vegetables and fruits were also small in the total of nearly USD 9 billion of Japan's vegetables and fruits imports in 2017. Therefore, the article is to discover the situation of Vietnam's fruit and vegetable exports to Japan, on which basis to propose the solutions to increase the export of vegetables and fruits of Vietnam to meet the requirements of this fastidious market.

Keywords: Japan, vegetables, market, Vietnam, export.

Thuy Thi Cam Nguyen, PhD.
International Business Faculty, Banking Academy

Linh Thi Dieu Phan
K17 student of International Business Faculty, Banking Academy

tiếp theo trang 77

chứ không phải duy nhất là số lượng cổ phiếu doanh nghiệp mua lại, nên các công ty cũng nên có chính sách và kế hoạch để kiểm soát nợ và chi phí vốn cũng như xem xét mở rộng quy mô tài sản và tăng lợi nhuận trước thuế và lãi vay. Bên cạnh đó, để các chương trình mua lại cổ phiếu thực sự mang lại lợi ích, các doanh nghiệp thực hiện cũng cần nhận thức đầy đủ và chính xác những tác động của nó đến bản thân doanh nghiệp và thường xuyên cập nhật các văn

bản pháp luật từ các cơ quan quản lý nhà nước, cũng như tích lũy kinh nghiệm thành công từ các chương trình mua lại cổ phiếu trên thế giới.

■