



Thanh khoản cổ phiếu khi doanh nghiệp mua lại cổ phần trên thị trường tự do

TRẦN THỊ HẢI LÝ^a

^a Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 09/04/2018 Ngày nhận lại: 07/06/2018 Duyệt đăng : 09/07/2018 Mã phân loại JEL: O16, G12, G39 Từ khóa: <i>Thanh khoản cổ phiếu; Mua lại cổ phần.</i> Keywords: Share repurchase; Stock liquidity.	Nghiên cứu này xem xét ảnh hưởng của việc doanh nghiệp mua lại cổ phần lên thanh khoản của cổ phiếu xung quanh ngày doanh nghiệp đưa ra thông báo mua lại, và trong năm doanh nghiệp tiến hành mua lại. Sử dụng 525 công bố mua lại được thu thập từ dữ liệu của các doanh nghiệp Việt Nam trong giai đoạn 2007–2016, tác giả tìm thấy thanh khoản ngắn hạn có sự cải thiện ở một số khía cạnh. Kiểm soát các nhân tố có khả năng ảnh hưởng tới thanh khoản, kết quả cho thấy tỷ lệ mua lại thực tế giúp giảm độ nhạy cảm của giá, nhưng chưa tìm thấy chứng cứ mua lại giúp thu hẹp khoảng chênh lệch giá và độ sâu cổ phiếu. Vì thế, tác giả kết luận rằng ảnh hưởng của mua lại lên thanh khoản cổ phiếu ở thị trường Việt Nam hỗ trợ hạn chế cho giả thuyết giao dịch cạnh tranh. Abstract This paper examines the effect of share repurchases on stock liquidity surrounding announcement dates, and in the repurchasing year. Using hand-collected 525 repurchase announcements of Vietnamese firms during the period from 2007 to 2016, the author finds a little improvement in liquidity in short term. Controlling for some potential determinants of stock liquidity, the result shows that the effective rate of repurchase reduces stock price sensitivity, but does not affect two other aspects of liquidity, namely depth and relative spread. Therefore, the author concludes that the liquidity effect of repurchase weakly supports the competing market-maker hypothesis.

^a hailyth@ueh.edu.vn

Trích dẫn bài viết: Trần Thị Hải Lý. (2018). Thanh khoản cổ phiếu khi doanh nghiệp mua lại cổ phần trên thị trường tự do. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 29(5), 23–45.

1. Giới thiệu

Cho đến nay, mua lại cổ phần ảnh hưởng như thế nào đến thanh khoản cổ phiếu là một vấn đề chưa có câu trả lời thống nhất. Mua lại cổ phần có thể góp phần cải thiện thanh khoản nếu mua lại cổ phần không hàm ý bất kỳ thông tin riêng nào về giá trị doanh nghiệp mà chỉ nhà quản trị mới có được. Trong tình huống đó, doanh nghiệp mua lại cổ phần cũng tương tự như các nhà đầu tư khác trên thị trường, các giao dịch cạnh tranh sẽ đưa đến thanh khoản được cải thiện (đây là lập luận của giả thuyết “cạnh tranh với người tạo lập thị trường” – Competing Market Maker Hypothesis). Trong khi đó, lập luận ngược lại cũng có thể đúng, đó là mua lại cổ phần làm giảm thanh khoản bởi vì nhà quản lý chính là người thực hiện việc mua lại cổ phần cho doanh nghiệp. Điều này được giải thích là do nhà quản lý biết rõ về giá trị doanh nghiệp (nói cách khác, họ là những người có nhiều thông tin hơn – “Informed Traders” so với những nhà đầu tư bên ngoài) nên các nhà đầu tư bên ngoài lo ngại phải gánh chịu bất lợi khi giao dịch với những người giao dịch được cho là có lợi thế về thông tin hơn, nên họ sẽ thận trọng trong việc giao dịch, bằng cách đặt các mức giá chào bán cao hơn khi họ biết các doanh nghiệp đang mua lại cổ phần. Điều này dẫn đến việc mở rộng khoảng chênh lệch giá, nói cách khác là làm giảm thanh khoản. Chính vì những lập luận trái chiều này mà nghiên cứu vấn đề ảnh hưởng của mua lại cổ phần lên thanh khoản cổ phiếu vẫn là một chủ đề hấp dẫn và cần được bổ sung thêm nhiều bằng chứng trên các thị trường.

Ở Việt Nam, hoạt động mua lại cổ phần trên thị trường tự do của doanh nghiệp bắt đầu diễn ra từ quý IV/2007, trước đó, không có doanh nghiệp nào công bố và thực hiện các chương trình mua lại. Độ trễ trong hoạt động mua lại của doanh nghiệp so với thời gian kể từ khi thị trường chứng khoán chính thức bắt đầu đi vào hoạt động có lẽ bắt nguồn từ hai nguyên nhân chính: Thứ nhất, quý IV/2007 là thời điểm đánh dấu cho sự sụt giảm của giá cổ phiếu sau một thời gian dài tăng trưởng cao trong năm 2006 và đầu năm 2007; Thứ hai, nguyên nhân có lẽ quan trọng hơn là xuất phát từ việc chậm ban hành các luật lệ liên quan đến việc mua lại cổ phần của doanh nghiệp. Cho tới năm 2007, các quy định tạo hành lang pháp lý cho hoạt động này mới được ban hành, bao gồm luật chứng khoán số 70/2006/QH11 của Quốc hội, thông tư số 18/2007/TT-BTC của Bộ Tài chính, và từ đó, mua lại cổ phần trên thị trường tự do của các doanh nghiệp mới bắt đầu diễn ra. Từ cuối năm 2007 đến cuối năm 2016, các doanh nghiệp niêm yết đã công bố tổng cộng 525 vụ mua lại cổ phần của chính mình trên thị trường tự do. Xem xét các thông báo mua lại cổ phần của doanh nghiệp thì một trong những nguyên nhân mà doanh nghiệp đưa ra cho việc thực hiện mua lại là nhằm cải thiện thanh khoản của cổ phiếu. Tuy vậy, thực tế thanh khoản cổ phiếu có được cải thiện nhờ hoạt động này như doanh nghiệp kỳ vọng hay không thật sự vẫn chưa có được câu trả lời.

Việc cho phép các doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu của chính mình trên thị trường Việt Nam đã hấp dẫn các nhà nghiên cứu trong nước. Một số nghiên cứu điển hình đã xem xét các khía cạnh của hoạt động mua lại như: Phản ứng của thị trường với công bố mua lại của Võ Xuân Vinh và Trịnh Tấn Lực (2015); Các nhân tố quyết định hoạt động mua lại của Trần Thị Hải Lý và Hoàng Thị Phương Thảo (2015); Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên (2015). Những nghiên cứu khác xem xét ảnh hưởng của sở hữu lên thanh khoản, cấu trúc vi mô (như cơ chế giao dịch) lên thanh khoản, thanh khoản ảnh hưởng thế nào lên tỷ suất sinh lợi của Batten và Vo (2014), Trần Thị Thùy Linh (2011); thanh khoản ảnh hưởng lên giá trị doanh nghiệp của Nguyễn Ngọc Thuyết và Nguyễn Thị Thanh Túy (2017); sở hữu cổ đông lớn và thanh khoản của Đặng Tùng Lâm và Nguyễn Thị Minh

Huệ (2017). Như vậy, có thể thấy các nghiên cứu về hoạt động mua lại hoặc thanh khoản ở Việt Nam cho đến nay đang hạn chế, và chỉ dừng lại ở hai chủ đề tách biệt, chưa có nghiên cứu về hoạt động mua lại cổ phần của doanh nghiệp trong mối tương quan với thanh khoản cổ phiếu ở Việt Nam.

Có khá nhiều nghiên cứu trên thế giới về ảnh hưởng của mua lại cổ phần lên thanh khoản, tuy nhiên, mua lại cổ phần ở Việt Nam có những đặc trưng tương đối khác với các quốc gia phát triển như: Chương trình mua lại được thực hiện trong khoảng thời gian khá ngắn, các báo cáo về lượng cổ phần thực tế doanh nghiệp mua lại được công bố một cách rõ ràng hơn trong các thông báo kết quả mua lại do doanh nghiệp đưa ra. Vì thế, đặc điểm này cung cấp một bối cảnh tốt cho việc xem xét mối quan hệ giữa mua lại cổ phần và thanh khoản.

Vì những lý do trên, nghiên cứu này được thực hiện với kỳ vọng giúp hiểu rõ hơn về vai trò của hoạt động mua lại cổ phần đối với thanh khoản chứng khoán ở thị trường Việt Nam trong bối cảnh chưa có bằng chứng thực nghiệm nhất quán về vấn đề này từ các nghiên cứu quốc tế. Câu hỏi nghiên cứu “Mua lại cổ phần giúp cải thiện hay gây ra sự sụt giảm thanh khoản cổ phiếu của doanh nghiệp?” sẽ được làm rõ thông qua việc xem xét thay đổi của thanh khoản trong một số ngày trước và sau ngày công bố mua lại (xét thay đổi thanh khoản trong ngắn hạn), và thay đổi thanh khoản trong năm mà doanh nghiệp tiến hành hoạt động mua lại.

Phần còn lại của của nghiên cứu gồm các nội dung sau: Phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa mua lại cổ phần và thanh khoản của cổ phiếu; phần 3 mô tả chi tiết về việc thu thập dữ liệu, mô hình thực nghiệm và đo lường biến; phần 4 là kết quả thực nghiệm và thảo luận, và cuối cùng là phần 5, kết luận của nghiên cứu.

2. Cơ sở lý thuyết

Mua lại cổ phần có giúp cải thiện thanh khoản cổ phiếu của doanh nghiệp hay không lần đầu tiên được đưa ra trong nghiên cứu của Barclay và Smith (1988) với hai giả thuyết chính: (1) Giả thuyết bất cân xứng thông tin; và (2) giả thuyết cạnh tranh với nhà tạo lập thị trường (Competing Market Maker Hypothesis). Thứ nhất, mua lại cổ phần trên thị trường tự do thường gây ra các chi phí bởi vì chúng tạo cơ hội cho các nhà quản lý sử dụng thông tin nội bộ nhằm làm lợi cho riêng họ, trong khi để lại thiệt hại cho các cổ đông. Giả thuyết này có tên gọi là “giả thuyết bất cân xứng thông tin” (Information Asymmetry Hypothesis). Với giả thuyết này, Barclay và Smith (1988) cho rằng việc doanh nghiệp mua lại cổ phần của chính mình trên thị trường tự do gây ra sự lựa chọn bất lợi (Adverse Selection) cho các nhà đầu tư bên ngoài (được xem là những người không có thông tin) khi họ giao dịch với nhà quản lý. Kết quả là các nhà đầu tư bên ngoài sẽ đặt giá bán cao làm cho khoảng chênh lệch giá chào bán và hỏi mua bị mở rộng ra, và vì thế thanh khoản của cổ phiếu sẽ giảm. Thứ hai, ngược với giả thuyết bất cân xứng thông tin, một doanh nghiệp sử dụng lệnh giới hạn để mua cổ phiếu của chính mình có thể thu hẹp khoảng chênh lệch giá và tạo độ sâu cho cổ phiếu, giả thuyết này gọi là “giả thuyết cạnh tranh với nhà tạo lập thị trường”. Theo đó, nếu nhà quản lý mua lại cổ phần không kèm theo bất cứ thông tin nội bộ nào mà họ đang có về giá trị của doanh nghiệp, trong trường hợp này nếu nhà quản lý đặt các lệnh mua giới hạn, có thể đưa đến sự sụt giảm trong khoảng chênh lệch giá (thông qua việc đặt mua với giá cao hơn), hoặc gia tăng độ sâu thị trường từ bên mua.

Mặc dù đưa ra hai giả thuyết, nhưng bằng chứng thực nghiệm của Barclay và Smith (1988) ủng hộ mạnh mẽ cho giả thuyết bất cân xứng thông tin. Một loạt các nghiên cứu sau đó dựa trên lập luận

về bất cân xứng thông tin của Barclay và Smith (1988) để tiếp tục tìm câu trả lời cho câu hỏi liệu khi mua lại cổ phần của chính mình trên thị trường tự do, thì doanh nghiệp đang cung cấp thanh khoản hay tạo cầu về thanh khoản. Từ góc độ cấu trúc vi mô của thị trường, doanh nghiệp đơn thuần là một trong số những nhà đầu tư tham gia giao dịch trên thị trường thứ cấp, họ có thể ảnh hưởng lên cầu hoặc cung thanh khoản thông qua phạm vi thời gian (Time Horizon), nghĩa là việc họ có sẵn lòng trả giá để mua được cổ phiếu ngay mà không chờ đợi và quan trọng hơn là lợi thế thông tin mà họ có được so với những nhà giao dịch khác, gây ra lựa chọn bất lợi cho bên đối tác khi tham gia giao dịch cùng với họ. Vì lẽ đó, các bên giao dịch khác sẽ miễn cưỡng trong việc giao dịch và qua đó mở rộng khoảng giá chào bán và hỏi mua.

Brockman và Chung (2001) cung cấp bằng chứng ủng hộ cho giả thuyết bất cân xứng thông tin của Barclay và Smith (1988) khi tìm thấy mối quan hệ giữa mua lại và thanh khoản cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Hồng Kông, với khoảng chênh lệch giá chào bán và hỏi mua gia tăng, và độ sâu cổ phiếu sụt giảm. Brockman và Chung (2001) cũng tìm thấy chi phí lựa chọn bất lợi tăng đáng kể trong thời kỳ mua lại. Do đó, mua lại trên thị trường tự do gây ra chi phí thanh khoản (Liquidity Cost) cho doanh nghiệp. Brockman và Chung (2001) cho rằng nhà quản lý thường có lợi thế hơn về thông tin doanh nghiệp và hành vi mua lại cổ phần của doanh nghiệp phản ánh việc định thời điểm thị trường của nhà quản lý. Ginglinger và Hamon (2007) xem xét các công bố mua lại trên thị trường Pháp và đưa ra bằng chứng về việc mua lại cổ phần gây ra ảnh hưởng bất lợi lên thanh khoản. Trong đó, khoảng chênh lệch giá hỏi mua và chào bán gia tăng trong khi độ sâu cổ phiếu sụt giảm.

Trong khi đó, các nghiên cứu khác lại tìm thấy mua lại cổ phần làm tăng thanh khoản cổ phiếu. McNally và Smith (2011) tìm thấy thanh khoản được cải thiện do hoạt động mua lại. Khoảng chênh lệch giá nhỏ hơn và độ sâu thị trường cao hơn trong thời kỳ thực hiện chương trình mua lại so với thời kỳ trước đó. Thanh khoản cũng cao hơn vào những ngày mua lại so với những ngày không mua. de Cesari và cộng sự (2011) tìm thấy bằng chứng mạnh mẽ cho việc giao dịch mua lại của doanh nghiệp làm tăng thanh khoản cổ phiếu trên thị trường chứng khoán của Ý. Dựa trên thực tế là các doanh nghiệp tại quốc gia này thường công bố mua lại với mục đích đi kèm là cải thiện thanh khoản và ổn định giá cổ phiếu, và bằng chứng thực nghiệm tìm thấy từ nghiên cứu của de Cesari và cộng sự (2011) bằng cách sử dụng nhiều phương pháp khác nhau là việc doanh nghiệp giao dịch cổ phiếu của chính mình có ảnh hưởng đáng kể lên việc thu hẹp khoảng chênh lệch giá, điều đó hỗ trợ cho mục đích tạo thanh khoản mà các doanh nghiệp đưa ra trước các công bố mua lại.

Rasbrant và de Ridder (2013) lập luận khoảng chênh lệch giá sẽ nhỏ lại và độ sâu cổ phiếu của bên mua sẽ tăng vào những ngày diễn ra việc mua lại nếu nhà quản lý của doanh nghiệp mua lại ưu tiên mức giá mua thấp và có thái độ kiên nhẫn. Các doanh nghiệp có thái độ kiên nhẫn, không cố gắng mua ngay lập tức, có nhiều khả năng sẽ mua từng lượng nhỏ trong mỗi ngày, bằng việc đặt lệnh mua giới hạn tại mức giá đặt mua tốt nhất. Những lệnh mua này có vai trò thiết lập giới hạn dưới của giá chào mua, điều đó có tác dụng cung cấp thanh khoản cho thị trường, thu hẹp khoảng chênh lệch giá và tăng độ sâu cổ phiếu. Tuy nhiên, một khả năng khác cũng có thể xảy ra. Khoảng chênh lệch giá có thể nhỏ lại nhưng độ sâu cổ phiếu phía bên mua bị giảm vào những ngày hoạt động mua lại diễn ra, nếu nhà quản lý muốn thực hiện nhanh chóng chương trình mua lại. Bởi vì những doanh nghiệp như thế có thể đặt khối lượng mua lớn mỗi ngày, và đặt lệnh giới hạn trong khoảng chênh lệch giá hiện hành hoặc tại mức giá chào của bên bán. Lệnh mua giới hạn trong khoảng chênh lệch giá hiện hành sẽ thu hẹp khoảng chênh lệch giá nhưng lại làm giảm độ sâu cổ phiếu ở mức giá đặt mua tốt nhất. Các lệnh mua gặp mức giá chào bán tốt nhất sẽ làm giảm thanh khoản phía bên bán. Tuy nhiên, do ảnh

hường của thông tin trong dòng lệnh, thường sẽ có một lệnh mua mới được đặt sau lệnh mua lớn vừa được thực hiện. Điều này đưa đến sự gia tăng trong mức giá mỗi chào mua tốt nhất. Giá chào mua và chào bán cùng tăng nên không nhất thiết làm mở rộng khoảng chênh lệch giá, tuy nhiên, độ sâu của phía mua có khả năng bị suy giảm. Rasbrant và de Ridder (2013) tìm thấy khoảng chênh lệch giá hỏi mua và chào bán của các cổ phiếu trên thị trường Thụy Điển giảm đi, cùng với đó là sự gia tăng độ sâu cổ phiếu ở thời kỳ doanh nghiệp mua lại cổ phần của chính mình, phù hợp với hướng lập luận các nhà quản lý thực hiện chương trình mua lại một cách kiên nhẫn và ưu tiên mức giá mua thấp.

Cook và cộng sự (2004) cũng báo cáo khoảng chênh lệch giá được thu hẹp, và giải thích sự sụt giảm này là chứng cứ cho thấy mua lại có tác dụng làm tăng thanh khoản cổ phiếu. Hillert và cộng sự (2016) chứng minh mua lại cổ phần cải thiện thanh khoản. Ben-Rephael và cộng sự (2014) tìm thấy các doanh nghiệp mua lại cổ phần có thanh khoản cao hơn trong các tháng mua lại. Hillert và cộng sự (2016) đề xuất kiểm soát các vấn đề nội sinh một cách nghiêm ngặt mà các nghiên cứu trước đây chưa giải quyết. Nghiên cứu của Hillert và cộng sự (2016) cũng tìm thấy thanh khoản có ảnh hưởng tới cách doanh nghiệp thực hiện chương trình mua lại. Mua lại tạo thanh khoản khi các nhà đầu tư bán đi cổ phiếu của doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, một số nghiên cứu báo cáo kết quả hỗn hợp về ảnh hưởng của mua lại lên thanh khoản cổ phiếu. Singh và cộng sự (1994) kiểm định hai giả thuyết được đặt ra lần đầu bởi Barclay và Smith (1988), đồng thời bổ sung thêm giả thuyết về "chi phí nắm giữ tồn kho" (Inventory-Holding-Cost Hypothesis) với kỳ vọng các giả thuyết này không loại trừ nhau, mà thay vào đó, mỗi khía cạnh sẽ giúp giải thích một phần những thay đổi trong các thước đo thanh khoản. Singh và cộng sự (1994) tìm thấy khoảng chênh lệch giá tăng trong thời kỳ trước thông báo mua lại nhưng không tăng sau đó. Miller và McConnell (2009) kiểm định giả thuyết bất cân xứng thông tin đi kèm với hoạt động mua lại cổ phần ảnh hưởng bất lợi lên thanh khoản thông qua việc xem xét khoảng chênh lệch giá xung quanh ngày thông báo mua lại cổ phần trên thị trường tự do. Bằng cả phân tích đơn biến và đa biến để kiểm soát những thay đổi trong khối lượng giao dịch, thay đổi trong độ biến động và giá cổ phiếu, Miller và McConnell (2009) đã không tìm thấy chứng cứ về sự sụt giảm trong thanh khoản cổ phiếu. Wiggins (1994) tìm thấy một sự sụt giảm nhỏ trong khoảng chênh lệch giá nhưng không tìm thấy bằng chứng của sự thay đổi trong độ sâu cổ phiếu sau ngày công bố mua lại và kết luận mua lại cổ phần không gây tác động bất lợi lên thanh khoản. Kim (2005) cũng không tìm thấy chứng cứ về bất cân xứng thông tin làm tăng hay giảm thanh khoản. Nayar và cộng sự (2008) cho rằng thanh khoản cổ phiếu được cải thiện đáng kể trong thời kỳ doanh nghiệp chào mua nhưng không có chứng cứ cho thấy sự cải thiện thanh khoản kéo dài sau đó. Nói cách khác, sự gia tăng trong thanh khoản khi doanh nghiệp mua lại cổ phần chỉ mang tính tạm thời chứ không phải là một trong những cách thức để cải thiện thanh khoản dài hạn.

Tóm lại, lập luận lý thuyết dưới các góc độ khác nhau về ảnh hưởng của mua lại cổ phần lên thanh khoản cổ phiếu đều nhận được những bằng chứng ủng hộ nhất định. Vì thế, trong bối cảnh mức độ bất cân xứng thông tin ở các thị trường không giống nhau, thì mua lại cổ phần và thanh khoản cổ phiếu thật sự là một vấn đề cần nghiên cứu thêm.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Phương pháp được sử dụng trong nghiên cứu này là phương pháp nghiên cứu sự kiện và các phương pháp hồi quy trên dữ liệu bảng. Nghiên cứu sự kiện được sử dụng để xem xét thay đổi thanh khoản sau ngày công bố mua lại so với trước đó, trong khi hồi quy dữ liệu bảng được sử dụng để đánh giá ảnh hưởng của mua lại thực tế lên thanh khoản trong năm.

3.1.1. Nghiên cứu sự kiện

Công bố mua lại cổ phần của chính doanh nghiệp là một dạng sự kiện công bố thông tin ra công chúng của doanh nghiệp, vì thế, nghiên cứu sự kiện được sử dụng để xem liệu thanh khoản của các doanh nghiệp trong mẫu công bố mua lại có cải thiện hay sụt giảm ở những tháng trước và sau công bố. Theo đó, nghiên cứu này sẽ kiểm định (sử dụng kiểm định t) cho mức độ thay đổi của thanh khoản sau so với trước khi xảy ra sự kiện mua lại.

Theo phương pháp này, ngày sự kiện được xác định chính là ngày công bố thông báo triển khai chương trình mua lại cổ phần ra thị trường (ngày 0), là ngày mà thông báo mua lại được đăng tải trên website của các Sở Giao dịch Chứng khoán. Cửa sổ sự kiện được xem xét là một số ngày trước và sau ngày công bố mua lại. Việc xác định độ dài của cửa sổ sự kiện có tính chất tùy nghi và không nhất quán giữa các nghiên cứu, chẳng hạn Singh và cộng sự (1994) thì sử dụng các cửa sổ [2, 99] so với [-100, -3]; [2, 99] với [-30, -3]...; Kim (2005) thì dùng 60 ngày trước so với 60 ngày sau ngày thông báo mua lại. Vì những đặc thù đối với hoạt động mua lại xuất phát từ các quy định tại Việt Nam: Doanh nghiệp phải công bố thông tin tối thiểu là 7 ngày trước ngày thực hiện giao dịch mua cổ phiếu quỹ; sau đó, doanh nghiệp có khoảng thời gian tối đa để hoàn thành hoạt động mua lại đã công bố là 90 ngày (kể từ năm 2012 về trước, theo quy định tại thông tư số 18/2007/TT-BTC của Bộ Tài Chính) và 30 ngày (kể từ năm 2012 về sau, theo quy định tại thông tư 130/2012/TT-BTC). Do đó, một vài cửa sổ sự kiện được chọn để đánh giá thay đổi trong thanh khoản trước khi thông báo và sau khi thông báo, phù hợp với các quy định về thời gian liên quan đến hoạt mua lại ở Việt Nam. Các cửa sổ sự kiện được xem xét bao gồm: [-10, 3] và [0, 7]; [-33, -3] và [0, 30]; [-93, -3] và [0, 90].

Chênh lệch trong thanh khoản của cổ phiếu i trong thời kỳ mua lại, so với thanh khoản của chính cổ phiếu đó trong kỳ trước mua lại được tính toán như sau:

$$\Delta LIQ_i = LIQ_{i,Rep} - LIQ_{i,pre_Rep} \quad (1)$$

ΔLIQ : Thay đổi trong thanh khoản cổ phiếu trước và trong thời kỳ mua lại.

Sau đó, thanh khoản trung bình $\overline{\Delta LIQ}$ của tất các công bố mua được tính toán và kiểm định:

$$\overline{\Delta LIQ} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \Delta LIQ_i \quad (2)$$

Giả thuyết H_0 cần kiểm định là: $\overline{\Delta LIQ} = 0$

3.1.2. Phân tích hồi quy

Các biến thanh khoản

Để nắm bắt các khía cạnh của thanh khoản, thanh khoản cổ phiếu trong nghiên cứu này được đại diện bằng ba thước đo khác nhau, gồm:

(1) *Chênh lệch giá tương đối*: Thước đo này được xác định bằng chênh lệch giữa giá chào bán và giá hỏi mua chia cho khoảng giữa của hai mức giá này. Khoảng chênh lệch giá tương đối càng lớn, cổ phiếu càng kém thanh khoản.

$$\text{QUOTEMID} = \frac{2 \times (\text{Giá chào bán} - \text{Giá hỏi mua})}{(\text{Giá chào bán} + \text{Giá hỏi mua})} \quad (3)$$

(2) *Độ nhạy cảm của giá*: Theo Amihud (2002), thước đo này dựa trên ý tưởng sử dụng thước đo độ nhạy cảm của giá để đo lường mức độ tác động của các lệnh giao dịch trên thị trường lên giá, và được xem là một thước đo nắm bắt khía cạnh nhạy cảm của giá đối với quy mô giao dịch. Thước đo này được tính bằng trị tuyệt đối của tỷ suất sinh lợi trên mỗi USD giao dịch trong ngày như sau:

$$\text{AMIHU} = \frac{|R_{id}|}{V_{id}} \quad (4)$$

Trong đó,

R_{id} : Mức thay đổi trong giá của chứng khoán thứ i trong ngày d ;

V_{id} : Giá trị giao dịch của chứng khoán i vào ngày d .

Độ nhạy cảm theo năm của một cổ phiếu được tính bằng bình quân độ nhạy cảm các ngày trong năm của cổ phiếu đó.

(3) *Độ sâu*: Thước đo này thể hiện giá trị của bên bán và bên mua ở các mức giá chào mua và chào bán tốt nhất. Độ sâu càng cao là một dấu hiệu cho thấy cổ phiếu càng thanh khoản vì các mức giá hỏi mua và chào bán tốt nhất có hiệu lực cho các giao dịch lớn. Độ sâu cổ phiếu được xác định như sau:

$\text{DEPTH} = \text{Giá chào bán tốt nhất} \times \text{Khối lượng chào bán} + \text{Giá hỏi mua tốt nhất} \times \text{Khối lượng hỏi mua}$

DEPTH được tính cho từng ngày giao dịch của từng cổ phiếu, sau đó tính trung bình các ngày trong năm cho từng cổ phiếu.

Biến số mua lại cổ phần

Nghiên cứu này sử dụng hai biến số của mua lại cổ phần gồm:

(1) *Tỷ lệ cổ phần thực tế mua lại (REP)*: Bằng số cổ phần mua lại thực tế chia cho số cổ phần đang lưu hành.

(2) *Biến giả (REP_DUM)*: Nhận giá trị bằng 1 nếu một doanh nghiệp thực tế có mua lại trong một năm, và bằng 0 nếu trong năm đó doanh nghiệp không mua lại.

Các biến kiểm soát

(1) *Tỷ suất sinh lợi (R)* là một yếu tố được tìm thấy có tác động đáng kể và khá nhất quán lên thanh khoản cổ phiếu (Hameed & cộng sự, 2010; Hillert & cộng sự, 2016; Rhee & Wang, 2009).

(2) *Độ biến động (VOL)* thể hiện cho khía cạnh rủi ro mà người cung cấp thanh khoản trên thị trường phải đối mặt, do vậy, nhiều nghiên cứu như: Fernández-Amador và cộng sự (2013), Kale và Loon (2011), Lesmond (2005) đã tìm thấy độ biến động có ảnh hưởng lên thanh khoản cổ phiếu, mặc dù các kết quả báo cáo là không nhất quán.

(3) *Quy mô vốn hóa (lnMC)* tác động lên thanh khoản bắt nguồn từ vấn đề bất cân xứng thông tin, theo đó, doanh nghiệp càng lớn được kỳ vọng bất cân xứng thông tin càng thấp và giảm chi phí lựa chọn đối nghịch mà các đối tác giao dịch phải gánh chịu và vì thế làm tăng thanh khoản (Acharya & Pedersen, 2005; Hillert & cộng sự, 2016; Lesmond & cộng sự, 1999; Rhee & Wang, 2009).

(4) *Tỷ suất sinh lợi ròng trên tổng tài sản* (ROA) cũng được các nghiên cứu báo cáo là có tác động tích cực lên thanh khoản cổ phiếu (Qi & cộng sự, 2010).

(5) *Đòn bẩy tài chính* có thể làm gia tăng rủi ro của doanh nghiệp, điều này sẽ làm sụt giảm thanh khoản (Chang & Yu, 2010; Peress, 2010). Tuy nhiên, đòn bẩy cũng có thể đóng vai trò giám sát trong các doanh nghiệp, từ đó giảm thiểu chi phí đại diện cũng như thúc đẩy nhà quản lý đưa ra các quyết định quản trị tốt hơn và do đó làm tăng thanh khoản (Frieder & Martell, 2006).

(6) *Giá trị thị trường trên giá trị sổ sách* cũng được đưa vào để đại diện cho cơ hội tăng trưởng (Hillert & cộng sự, 2016).

Hai biến sở hữu nhà nước và sở hữu cổ phần của tổ chức được đưa vào để đại diện cho cấu trúc sở hữu (Bushee & Goodman, 2007; Choi & cộng sự, 2010) bởi cấu trúc sở hữu có thể cung cấp cơ chế quản trị doanh nghiệp, ảnh hưởng lên mức độ minh bạch thông tin và qua đó tác động lên thanh khoản.

Ngoài ra, biến kiêm nhiệm của chủ tịch/phó chủ tịch hội đồng quản trị (DUAL) đối với chức vụ CEO, và biến kiểm toán BIG4 cũng được đưa vào như là những biến kiểm soát khác cho chất lượng quản trị doanh nghiệp. Cách tính các biến kiểm soát được tóm lược trong Bảng 1.

Bảng 1

Các biến kiểm soát của mô hình

Ký hiệu	Tên biến	Định nghĩa biến
R	Tỷ suất sinh lợi	$(\text{Giá đóng cửa ngày cuối năm } t - \text{Giá đóng cửa ngày cuối năm } t-1) / \text{Giá đóng cửa ngày cuối năm } t-1$
VOL	Độ biến động của tỷ suất sinh lợi	Độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi hàng ngày của các ngày trong năm, được chuẩn hóa theo năm
lnMC	Quy mô vốn hóa	Logarit tự nhiên của vốn hóa thị trường của doanh nghiệp
ROA	Tỷ suất sinh lợi ròng trên tài sản	Lợi nhuận ròng chia tổng tài sản
LEV	Đòn bẩy tài chính	Nợ phải trả chia tổng tài sản
MTB	Giá trị thị trường trên giá trị sổ sách	Giá trị thị trường chia cho giá trị sổ sách của vốn cổ phần
BIG4	Kiểm toán Big4	Lấy giá trị 1 nếu báo cáo tài chính trong năm được kiểm toán bởi một trong bốn tổ chức kiểm toán Big4, gồm: PricewaterhouseCoopers (PwC), Ernst & Young (E&Y), Klynveld Peat Marwick Geordeler (KPMG), Deloitte Touche Tohmatsu Limited (Deloitte)
DUAL	Kiểm nhiệm	Lấy giá trị 1 nếu chủ tịch/phó chủ tịch cũng là CEO
GOV	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông nhà nước	Số cổ phần nhà nước sở hữu chia tổng số cổ phần lưu hành

Ký hiệu	Tên biến	Định nghĩa biến
INST	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông tổ chức	Số cổ phần do các nhà đầu tư tổ chức phi nhà nước sở hữu chia tổng số cổ phần lưu hành

Mô hình nghiên cứu

Để xem xét việc mua lại thực tế có ảnh hưởng lên thanh khoản cổ phiếu trong năm xảy ra hoạt động mua lại hay không, tác giả ước lượng mô hình hồi quy đa biến, trên cơ sở phát triển các mô hình thực nghiệm của Brockman và Chung (2001), de Cesari và cộng sự (2011), Hillert và cộng sự (2016). Mô hình được viết như sau:

$$LIQ_{it} = \alpha_0 + \delta REP_{it} + \beta_1 R_{it} + \beta_2 VOL_{it} + \beta_3 MTB_{it-1} + \beta_4 LEV_{it-1} + \beta_5 \ln MC_{it-1} + \beta_6 ROA_{it-1} + \beta_7 BIG4_{it-1} + \beta_8 DUAL_{it-1} + \beta_9 GOV_{it-1} + \beta_{10} INST_{it-1} + \beta_{11} LIQ_{it-1} + \vartheta_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Trong đó,

LIQ: Thước đo thanh khoản;

REP: Biến số thể hiện quy mô hoạt động mua lại cổ phần của doanh nghiệp (trong phần kiểm định tính vững, biến REP được thay thế bằng biến giả REP_DUM);

Các biến kiểm soát đã được định nghĩa ở Bảng 1, bao gồm:

R: Tỷ suất sinh lợi năm của cổ phiếu;

VOL: Độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi hàng ngày được chuyển đổi thành năm

MTB: Giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của vốn cổ phần;

lnMC: Quy mô doanh nghiệp;

LEV: Đòn bẩy;

ROA: Tỷ suất lợi nhuận ròng trên tổng tài sản;

BIG4: Biến giả kiểm toán Big4;

DUAL: Kiểm nhiệm;

GOV: Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nhà nước;

INST: Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông tổ chức;

γ_t : Hiệu ứng cố định năm (Year Fixed Effects) được kiểm soát để nắm bắt những thay đổi trong môi trường kinh tế vĩ mô.

Phương pháp hồi quy trên dữ liệu bảng (Fixed Effects Model) được dùng để xem xét mua lại cổ phần có ảnh hưởng như thế nào lên thanh khoản cổ phiếu ở phạm vi thời gian dài hơn sau các công bố mua lại, và chỉ xét đến các giao dịch mua lại thực tế, với sự kiểm soát của các yếu tố khác có thể có ảnh hưởng lên thanh khoản.

Các nguyên nhân gây ra nội sinh tiềm ẩn trong mối quan hệ giữa mua lại và thanh khoản sẽ được kiểm soát bằng các phương pháp ước lượng GMM (Generalized Method of Moments) trong phần kiểm định tính vững.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu bao gồm 525 công bố mua lại cổ phần của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX). Trên tổng số 525 công bố này, có xảy ra mua lại thực tế trong 337 quan sát doanh nghiệp–năm do một số doanh nghiệp thực hiện công bố mua lại nhiều hơn một lần trong năm.

Bảng 2

Thống kê hoạt động mua lại cổ phần của các doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2007–2016

Năm	Lượng dự kiến mua	Lượng thực tế mua	Tỷ lệ dự kiến mua	Tỷ lệ thực tế mua	Số công bố mua lại
2007	1.302.280	1.223.800	1,02%	0,78%	3
2008	45.142.322	30.254.515	3,29%	1,81%	84
2009	26.278.371	6.081.970	3,59%	1,40%	44
2010	80.677.614	37.546.468	3,92%	1,71%	87
2011	214.465.944	109.917.531	4,42%	2,25%	177
2012	33.464.710	11.935.965	4,19%	1,83%	46
2013	80.411.820	60.361.220	5,22%	2,73%	20
2014	108.859.200	65.368.060	7,61%	5,03%	20
2015	113.340.006	58.387.095	5,91%	3,68%	27
2016	69.927.351	56.390.826	2,35%	1,81%	17
Tổng	773.869.618	437.467.450	4,15%	2,30%	525

Dữ liệu mua lại cổ phần được thu thập thủ công từ các thông báo kết quả mua lại (từ website của HOSE và HNX, các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ tài chính và website của chính các doanh nghiệp niêm yết).

Bảng 2 trình bày thống kê hoạt động mua lại cổ phần của các doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2007–2016. Theo đó, trung bình, trong giai đoạn 2007–2016, với 525 công bố mua lại cổ phần trên thị trường tự do, các doanh nghiệp công bố mua lại 4,15% số cổ phần đang lưu hành, nhưng tỷ lệ thực tế mua lại chỉ đạt 2,3%.

Dữ liệu dùng cho việc tính toán các thước đo khác nhau của thanh khoản là dữ liệu thị trường, gồm: Giá đóng cửa hàng ngày, khối lượng giao dịch, số ngày giao dịch, tỷ suất sinh lợi, giá chào bán và hỏi mua tốt nhất của các cổ phiếu trong các ngày giao dịch (từ nguồn của Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT)

Dữ liệu kế toán và thị trường khác bao gồm: Tổng tài sản, tổng vốn hóa, nợ phải trả, giá trị sổ sách của vốn cổ phần, lợi nhuận ròng, sở hữu cổ phần của cổ đông nhà nước và cổ đông tổ chức được dùng để tính các biến kiểm soát. Dữ liệu này được thu thập từ nguồn Datastreams Thomson Reuters.

Dữ liệu về sự kiểm nhiệm và tổ chức kiểm toán báo cáo tài chính doanh nghiệp được thu thập thủ công trên từng báo tài chính kiểm toán của doanh nghiệp, từ website cafef.vn.

Bảng 3 trình bày thống kê mô tả cơ bản của các biến giải thích cho thanh khoản.

Bảng 3

Tổng kê cơ bản của các biến giải thích

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
R	4.728	-0,140	0,546	-1,332	0,737
VOL	4.728	0,342	0,508	0,002	1,853
MTB	4.327	0,759	0,412	0,243	1,849
LEV	4.341	0,513	0,216	0,120	0,847
lnMC	4.340	12,180	1,514	9,682	15,279
ROA	4.341	0,061	0,057	-0,016	0,199
BIG4	4.362	0,216	0,412	0	1
DUAL	4.362	0,759	0,428	0	1
GOV	4.345	0,319	0,254	0	0,953
INST	4.367	0,282	0,272	0	0,78
REP_DUM	4.731	0,071	0,256	0	1
REP	4.371	0,002	0,012	0	0,262

Bảng 3 cho thấy các thống kê mô tả của các biến kiểm soát, và hai biến độc lập chính trong phương trình thanh khoản. Giai đoạn nghiên cứu được đặc trưng bởi tỷ suất sinh lợi trung bình âm 14% với độ biến động khá cao (34,2%). Tỷ số MTB trung bình nhỏ hơn 1, phù hợp với giai đoạn thị trường chứng khoán kém thuận lợi (tỷ suất sinh lợi trung bình cũng âm), giá thị trường trung bình dưới giá trị sổ sách. Nhìn chung, các doanh nghiệp tài trợ cho khoảng 51% tổng tài sản của mình bằng nợ phải trả. Trong giai đoạn nghiên cứu, các doanh nghiệp có ROA trung bình chỉ khoảng 6,1%. Có khoảng 21% quan sát doanh nghiệp–năm có báo cáo được kiểm toán bởi một trong bốn tổ chức kiểm toán quốc tế (Big4). Tỷ lệ 75% doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có chủ tịch hoặc phó chủ tịch nắm giữ vị trí giám đốc điều hành cho thấy mức độ độc lập là khá thấp. Sở hữu nhà nước khá cao trong các doanh nghiệp, với tỷ lệ trung bình lên tới 31,9%, cao hơn so với sở hữu tổ chức. Trong tất cả các quan sát doanh nghiệp–năm, có 7,1% các doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phần. Tính trung bình, các doanh nghiệp niêm yết chỉ mua lại khoảng 0,21% lượng cổ phần đang lưu hành. Doanh nghiệp có tỷ lệ mua lại nhiều nhất trong một năm nào đó tối đa khoảng 26% cổ phần lưu hành.

4. Kết quả thực nghiệm và thảo luận

4.1. Thay đổi thanh khoản trong ngắn hạn với các công bố mua lại

Bảng 4 trình bày giá trị trung bình của các thước đo thanh khoản trước và trong giai đoạn mua lại. Khung cửa sổ 7 ngày được xem xét do quy định của Việt Nam là doanh nghiệp phải công bố thông tin mua lại ít nhất là 7 ngày trước ngày bắt đầu giao dịch. Xem xét thay đổi thanh khoản trong khung thời gian này nhằm thấy được phản ứng thị trường với tin tức công bố mua lại. Với khung thời gian

30 ngày và 90 ngày trước và sau công bố, tác giả muốn xem ảnh hưởng của hành động mua lại lên thanh khoản hơn là ảnh hưởng của công bố tin tức, bởi theo luật định thì doanh nghiệp sẽ mua lại trong vòng 30 ngày (theo quy định từ năm 2012) và 90 ngày (theo quy định trước năm 2012) kể từ ngày thông báo.

Kết quả trong Bảng 4 cho thấy trong khung cửa sổ thông báo 7 ngày, có sự cải thiện trong thanh khoản, khoảng chênh lệch giá thu hẹp 0,2% (tính trung bình). Tuy nhiên, không có sự cải thiện rõ ràng trong việc công bố mua lại giúp giảm ảnh hưởng lên giá và tăng độ sâu cổ phiếu.

Trong khung thời gian dài hơn, bao gồm cả những ngày hoạt động mua lại của doanh nghiệp diễn ra, khoảng chênh lệch giá có sự thu hẹp khoảng 0,1%, ảnh hưởng của giá cũng giảm và có ý nghĩa thống kê với khung thời gian 30 ngày, nhưng độ sâu cổ phiếu không thể hiện sự cải thiện rõ rệt, mặc dù độ sâu cổ phiếu có tăng nhưng không có ý nghĩa thống kê. Với khung thời gian 90 ngày, không có sự cải thiện trong thanh khoản, khoảng chênh lệch giá tăng còn cho thấy sự kém thanh khoản. Thậm chí khoảng chênh lệch giá còn mở rộng hơn 0,1%. Kết luận ban đầu cho phân tích đơn biến là mua lại cổ phần giúp cải thiện thanh khoản trong thời gian ngắn xung quanh ngày ra thông báo mua lại.

Kiểm định thống kê trung bình của chênh lệch thanh khoản sau và trước công bố mua lại được thể hiện trong Bảng 4.

Bảng 4

Thay đổi thanh khoản xung quanh sự kiện công bố mua lại

Giả thuyết kiểm định: $\overline{\Delta LIQ} = 0$

ΔLIQ	N	Trung bình	Thống kê t (Trung bình = 0)	Độ lệch chuẩn	p25	p50	p75
7 ngày trước và sau thông báo mua lại ([−10, −3] và [0, 7])							
QUOTEMID	426	−0,002	−4,094	0,012	−0,0060	−0,0006	0,0021
AMIHUUD	432	−0,342	−1,071	6,643	−0,0888	−0,0011	0,0054
DEPTH	426	31.553	1,076	605.265	−18.600	5.812	57.476
30 ngày trước và sau thông báo mua lại ([−33, −3] và [0, 30])							
QUOTEMID	432	−0,001	−2,0793	0,010	−0,0035	0,0000	0,0028
AMIHUUD	436	−0,496	−2,2928	4,517	−0,1322	−0,0006	0,0132
DEPTH	432	9.958	0,3119	663.558	−19.294	5.825	52.353
90 ngày trước và sau thông báo mua lại ([−93, −3] và [0, 90])							
QUOTEMID	436	0,001	2,638	0,010	−0,0019	0,0011	0,0049
AMIHUUD	437	0,019	0,070	5,823	−0,0156	0,0019	0,2016
DEPTH	436	−38.920	−1,6041	506.630	−48.477	−3.168	26.695

Ghi chú: QUOTEMID là khoảng chênh lệch giá tương đối, AMIHUUD là độ nhạy cảm của giá, DEPTH là độ sâu của cổ phiếu. Các con số in đậm cho thấy sự chênh lệch khác là 0 và có ý nghĩa thống kê.

4.2. Phân tích ảnh hưởng của mua lại thực tế lên thanh khoản

4.2.1. Phân tích đơn biến

Các phân tích trên cho thấy thay đổi của thanh khoản những ngày trước công bố mua lại và những ngày sau đó. Trong phần này, tác giả sẽ phân tích ảnh hưởng của động mua lại thực tế lên thanh khoản của cổ phiếu, sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp có mua lại lẫn các doanh nghiệp không mua lại.

Bảng 5 so sánh tính thanh khoản cổ phiếu giữa hai nhóm: Nhóm các quan sát doanh nghiệp–năm xảy ra hoạt động mua lại thực tế so với các quan sát doanh nghiệp–năm không có xảy ra hoạt động mua lại thực tế. Thanh khoản của các năm có mua lại cao hơn có ý nghĩa thống kê so với thanh khoản của các năm không có mua lại, AMIHUĐ và QUOTMID giảm, DEPTH tăng. Các chênh lệch đều khác 0 và có ý nghĩa thống kê.

Bảng 5

Mua lại cổ phần và thanh khoản

	REP (Số quan sát = 337)	Non_REP (Số quan sát = 4.393)	Chênh lệch	p-value (Chênh lệch = 0)
LnAMIHUĐ	-1,3045700	-0,1960809	- 1,1084890***	5,8561
QUOTEMID	0,0235685	0,0337832	-0,0102147***	7,3994
lnDEPTH	12,013900	11,625330	0,3885661***	5,4097

Ghi chú: QUOTEMID là khoảng chênh lệch giá tương đối, AMIHUĐ là độ nhạy cảm của giá, DEPTH là độ sâu của cổ phiếu. REP là các quan sát doanh nghiệp–năm có hoạt động mua lại thực tế, Non_REP là các quan sát doanh nghiệp–năm không xảy ra hoạt động mua lại.

4.2.2. Phân tích đa biến

Phân tích đơn biến ở Bảng 5 đã bỏ qua tác động có thể có của các yếu tố khác lên thanh khoản, mà chỉ xét hoạt động mua lại. Tác giả sẽ phân tích tác động của mua lại lên thanh khoản, với sự kiểm soát các nhân tố quyết định thanh khoản đã được trình bày trong phần 3.1.2.

Bảng 6 cho thấy tương quan giữa các nhân tố sẽ được đưa vào như là những nhân tố giải thích cho thanh khoản cổ phiếu. Ngoại trừ mối quan hệ ngược chiều tương đối cao (0,567) giữa tỷ suất sinh lợi và đòn bẩy, các nhân tố giải thích khác có mức tương quan thấp nên ít có khả năng các biến có sự tương quan chặt chẽ với nhau gây ra kết quả hồi quy đáng ngờ.

Phần cuối của Bảng 6 cho thấy tương quan của ba thước đo thanh khoản được sử dụng trong nghiên cứu này. Các thước đo thanh khoản có tương quan từ 0,75 đến 0,85. Lưu ý, tương quan âm giữa DEPTH và hai thước đo còn lại là như kỳ vọng vì ý nghĩa trái ngược của DEPTH và hai thước đo còn lại.

Bảng 6

Tương quan các biến kiểm soát

	R	VOL	MTB	LEV	LnMC	ROA	BIG4
VOL	-0,567 0,000						
MTB	0,254 0,000	-0,083 0,000					
LEV	-0,015 0,328	0,011 0,485	-0,286 0,000				
LnMC	0,146 0,000	-0,106 0,000	0,446 0,000	-0,003 0,833			
ROA	0,158 0,000	-0,041 0,006	0,553 0,000	-0,468 0,000	0,227 0,000		
BIG4	0,011 0,468	-0,067 0,000	0,047 0,002	0,098 0,000	0,494 0,000	-0,034 0,026	
DUAL	0,005 0,755	0,019 0,207	-0,009 0,577	0,011 0,459	-0,151 0,000	0,042 0,005	-0,146 0,000
GOV	0,138 0,000	-0,212 0,000	-0,104 0,000	0,080 0,000	0,015 0,331	-0,037 0,016	0,116 0,000
INST	0,086 0,000	-0,130 0,000	0,014 0,367	0,032 0,037	0,156 0,000	0,101 0,000	0,188 0,000
lnAMIHU							
QUOTEMID	0,790 0,000						
lnDEPTH	-0,864 0,000	-0,733 0,000					

Bảng 7 trình bày kết quả hồi quy của thanh khoản với các nhân tố giải thích. Tác giả quan tâm đến biến mua lại cổ phần REP. Cột (1) cho thấy REP có tác dụng làm giảm độ nhạy cảm của giá, hàm ý một sự cải thiện trong thanh khoản, cột (3) cho thấy mua lại cũng giúp cải thiện độ sâu của cổ phiếu trong cùng năm (với hệ số dương và có ý nghĩa thống kê 1%). Tuy nhiên, việc mua lại không làm thu hẹp đáng kể khoảng chênh lệch giá, mặc dù dấu của hệ số hồi quy của REP trong cột (2) là âm nhưng không có ý nghĩa thống kê.

Bảng 7

Tỷ lệ mua lại và thanh khoản

	(1)	(2)	(3)
	lnAMIHUD	QUOTEMID	lnDEPTH
REP _{it}	-4,638*** (-2,875)	-0,016 (-1,140)	1,395** (2,486)
R _{it}	-0,774*** (-9,404)	-0,005*** (-8,206)	0,448*** (14,169)
VOL _{it}	0,013 (0,171)	-0,002*** (-2,884)	0,110*** (3,513)
MTB _{it-1}	0,670*** (4,515)	0,008*** (6,212)	-0,141** (-2,414)
LEV _{it-1}	-0,635* (-1,929)	-0,009*** (-3,878)	-0,013 (-0,103)
lnMC _{it-1}	-0,905*** (-10,674)	-0,006*** (-7,944)	0,321*** (9,684)
ROA _{it-1}	-6,770*** (-7,295)	-0,076*** (-10,305)	1,892*** (5,786)
BIG4 _{it-1}	-0,071 (-0,468)	-0,001 (-0,511)	0,070 (1,323)
DUAL _{it-1}	-0,056 (-0,499)	0,000 (0,164)	0,053 (1,168)
GOV _{it-1}	0,364* (1,780)	0,005*** (3,225)	-0,215*** (-2,668)
INST _{it-1}	0,058 (0,489)	-0,002* (-1,738)	-0,020 (-0,439)
lnAMUHUD _{it-1}	0,290*** (16,538)		
QUOTEMID _{it-1}		0,430*** (18,816)	
LnDEPTH _{it-1}			0,341*** (16,430)
Kiểm soát hiệu ứng năm	Có	Có	Có
Số quan sát	3.705	3.657	3.657
F	93,654	94,561	112,260

	(1)	(2)	(3)
	lnAMIHU	QUOTEMID	lnDEPTH
p	0,000	0,000	0,000
R ²	0,384	0,482	0,465

Ghi chú: Các kết quả hồi quy đã được hiệu chỉnh sai số, kiểm soát hiệu ứng cố định thời gian và hiệu chỉnh phương sai thay đổi.

Với các biến giải thích khác, những doanh nghiệp có quy mô càng lớn, ROA càng cao thì thanh khoản càng cao. Tỷ suất sinh lợi cổ phiếu càng cao cũng góp phần cải thiện thanh khoản. Tác động của các nhân tố này lên thanh khoản nhất quán với các bằng chứng trước đó. Cơ hội tăng trưởng (MTB) có ảnh hưởng bất lợi lên thanh khoản. Tác giả cho rằng những doanh nghiệp có nhiều cơ hội tăng trưởng chứa đựng rủi ro kinh doanh cao và bất cân xứng thông tin mạnh hơn các doanh nghiệp ít cơ hội tăng trưởng. Do đó, chi phí lựa chọn bất lợi khi giao dịch các cổ phiếu của những doanh nghiệp tăng trưởng cao sẽ góp phần làm giảm thanh khoản. Độ biến động (VOL) có tác động cùng chiều lên thanh khoản. Điều này có vẻ trái với kỳ vọng, tuy nhiên, có thể trong một thị trường mang tính đầu cơ cao, độ bất ổn cao có thể lại là cơ hội để các nhà đầu tư ngắn hạn tìm kiếm lợi nhuận qua hoạt động giao dịch, do vậy, độ biến động của tỷ suất sinh lợi có thể thu hút các giao dịch đầu cơ, làm giảm độ nhạy cảm của giá (AMUHUD) và tăng độ sâu cổ phiếu. Trong khi thị trường có vẻ e ngại rủi ro kinh doanh thì lại đặt cược lên rủi ro tài chính khi mà đòn bẩy (LEV) có tác động làm giảm khoảng chênh lệch giá tương đối và cũng đồng thời giảm độ nhạy cảm của giá.

Đối với hai biến đại diện cho quản trị doanh nghiệp, tác giả chưa tìm thấy bằng chứng về sự kiểm nhiệm của nhà quản lý (DUAL) và việc doanh nghiệp được kiểm toán bởi một trong các tập đoàn kiểm toán hàng đầu (BIG4) ảnh hưởng lên thanh khoản. Trong khi xét về cấu trúc sở hữu, kết quả cho thấy sở hữu nhà nước có ảnh hưởng bất lợi lên thanh khoản. Cụ thể, sở hữu nhà nước càng cao, thì độ nhạy cảm của giá và khoảng chênh lệch giá càng mở rộng, và độ sâu cổ phiếu càng giảm. Các kết quả này là nhất quán và có ý nghĩa thống kê cao. Sở hữu nhà nước làm giảm thanh khoản là điều được kỳ vọng, bởi sở hữu nhà nước cao đi kèm với bất cân xứng thông tin cao, cơ chế quản trị yếu trong các doanh nghiệp do nhà nước sở hữu chi phối, và do nhà nước không giao dịch năng động nên sở hữu nhà nước làm giảm lượng cổ phiếu tự do giao dịch. Ngược lại, bằng chứng về ảnh hưởng của sở hữu tổ chức lên thanh khoản khá yếu, thể hiện ở hệ số hồi quy của biến INST chỉ có ý nghĩa thống kê 10% trong mô hình hồi quy khoảng chênh lệch giá.

4.2.3. Kiểm định tính vững

Thay đổi biến mua lại

Bảng 8 trình bày các kết quả hồi quy Fixed Effects Model của lần lượt ba thước đo thanh khoản và các biến giải thích.

Bảng 8

Mua lại (biến nhị phân) và thanh khoản.

	(1)	(2)	(3)
	lnAMIHUDD	QUOTEMID	lnDEPTH
REP_DUM _{it}	−0,240*** (−2,597)	−0,000 (−0,634)	0,035 (1,091)
R _{it}	−0,775*** (−9,447)	−0,005*** (−8,241)	0,449*** (14,183)
VOL _{it}	0,015 (0,192)	−0,002*** (−2,877)	0,110*** (3,500)
MTB _{it−1}	0,659*** (4,429)	0,008*** (6,181)	−0,139** (−2,365)
LEV _{it−1}	−0,635* (−1,926)	−0,009*** (−3,849)	−0,018 (−0,141)
lnMC _{it−1}	−0,900*** (−10,625)	−0,006*** (−7,934)	0,322*** (9,662)
ROA _{it−1}	−6,758*** (−7,271)	−0,075*** (−10,300)	1,882*** (5,773)
BIG4 _{it−1}	−0,069 (−0,451)	−0,001 (−0,502)	0,069 (1,306)
DUAL _{it−1}	−0,048 (−0,432)	0,000 (0,179)	0,051 (1,137)
GOV _{it−1}	0,372* (1,819)	0,005*** (3,273)	−0,221*** (−2,743)
INST _{it−1}	0,063 (0,538)	−0,002* (−1,734)	−0,020 (−0,443)
lnAMUHUD _{it−1}	0,291*** (16,713)		
QUOTEMID _{it−1}		0,430*** (18,796)	
LnDEPTH _{it−1}			0,342*** (16,489)
Kiểm soát hiệu ứng năm	Có	Có	Có

	(1)	(2)	(3)
	lnAMIHU	QUOTEMID	lnDEPTH
Số quan sát	3.705	3.657	3.657
F	93,861	94,577	112,747
p	0,000	0,000	0,000
R ²	0,384	0,482	0,464

Ghi chú: Các kết quả hồi quy đã được hiệu chỉnh sai số, kiểm soát hiệu ứng cố định thời gian và hiệu chỉnh phương sai thay đổi.

Bảng 8 trình bày kết quả kiểm định tính vững cho mối quan hệ giữa mua lại và thanh khoản cổ phiếu. Tất cả các biến số và phương pháp hồi quy tương tự như Bảng 7, ngoại trừ biến số mua lại cổ phần giờ đây là biến giả, nhận giá trị 1 nếu trong năm doanh nghiệp có mua lại và bằng 0 nếu không có mua lại. Kết quả trong Bảng 8 gần như nhất quán với Bảng 7, các doanh nghiệp có hoạt động mua lại cổ phần nhận thấy có sự cải thiện trong thanh khoản, đo lường bằng độ nhạy cảm của giá (AMIHU), nhưng không ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê lên thanh khoản đo bằng hai thước đo còn lại. Các biến kiểm soát cũng nhất quán với kết quả trong Bảng 7.

Vấn đề nội sinh

Kết quả hồi quy đã tạm bỏ qua vấn đề nội sinh. Sự lo ngại vấn đề nội sinh trong các hồi quy ở trên xuất phát từ một hoặc một vài khả năng sau. Thứ nhất, các hồi quy ở trên bao gồm cả biến trễ của thanh khoản, để nắm bắt tính dai dẳng của thanh khoản. Tuy nhiên, việc có mặt biến trễ trong mô hình hồi quy hiệu ứng cố định (để nắm bắt ảnh hưởng của các yếu tố không quan sát được, không thay đổi theo thời gian nhưng thay đổi giữa các doanh nghiệp khi có mặt biến thanh khoản trễ trong phương trình) có thể gây ra vấn đề nội sinh. Thứ hai, trong các hồi quy ở trên, độ biến động cổ phiếu, tỷ suất sinh lợi và mua lại cổ phần được xét cùng kỳ với biến phụ thuộc thanh khoản. Do đó, có một khả năng là quan hệ ngược lại giữa thanh khoản và các biến số này. Ví dụ, một doanh nghiệp có cổ phiếu kém thanh khoản có thể chọn thực hiện mua lại để hỗ trợ thanh khoản, hoặc thanh khoản cũng có thể ảnh hưởng lên độ biến động của chứng khoán. Thanh khoản cao có thể kỳ vọng giảm độ biến động cho cổ phiếu. Vì những lý do này, tiềm năng nội sinh có thể hiện diện. Ước lượng GMM được trình bày trong Bảng 9 cung cấp ước lượng vững để có kết luận chính xác hơn về ảnh hưởng của mua lại lên thanh khoản. Ước lượng GMM chỉ có hiệu lực khi các giả thuyết không có tự tương quan bậc hai trong sai phân phần dư và giả thuyết xác định quá mức (Overidentification) không thể bị bác bỏ.

Bảng 9

Tỷ lệ mua lại và thanh khoản – ước lượng GMM

	(1)	(2)	(3)
	lnAMIHUĐ	QUOTEMID	lnDEPTH
REP _{it}	-5,010*	-0,016	0,733
	(-1,756)	(-0,831)	(0,735)
R _{it}	-0,670***	-0,009***	0,680***
	(-3,231)	(-5,669)	(8,165)
VOL _{it}	-1,630	-0,017***	1,049***
	(-1,480)	(-3,458)	(3,805)
MTB _{it-1}	0,620***	0,005***	-0,152***
	(3,528)	(5,189)	(-2,903)
LEV _{it-1}	-0,214	-0,004***	0,017
	(-1,294)	(-3,665)	(0,212)
lnMC _{it-1}	-0,548***	-0,003***	0,211***
	(-4,368)	(-6,314)	(5,591)
ROA _{it-1}	-3,317***	-0,042***	0,807**
	(-2,817)	(-6,957)	(2,583)
BIG4 _{it-1}	-0,113	0,000	0,090**
	(-1,347)	(0,451)	(2,348)
DUAL _{it-1}	0,048	0,000	-0,015
	(0,793)	(0,295)	(-0,558)
GOV _{it-1}	0,788**	0,003*	-0,339***
	(2,401)	(1,882)	(-3,207)
INST _{it-1}	0,184	0,000	-0,047
	(1,167)	(0,186)	(-0,873)
lnAMUHUD _{it-1}	0,675***		
	(7,596)		
QUOTEMID _{it-1}		0,822***	
		(20,373)	
LnDEPTH _{it-1}			0,702***
			(12,808)
Kiểm soát hiệu ứng năm	Có	Có	Có
Số quan sát	3.101	3.657	3.657
Kiểm định AR1	-7,470	-9,490	-8,439

	(1)	(2)	(3)
	lnAMIHUĐ	QUOTEMID	lnDEPTH
	0,000	0,000	0,000
Kiểm định AR2	0,191	1,399	1,080
	0,849	0,162	0,280
Kiểm định Hansen	18,113	19,587	30,656
	0,202	0,548	0,103

Ghi chú: Các kết quả hồi quy đã được hiệu chỉnh sai số, kiểm soát hiệu ứng cố định thời gian và hiệu chỉnh phương sai thay đổi.

Kiểm định AR(2) và Hansen J lần lượt cho thấy ước lượng GMM là đáng tin cậy.

Kết quả hồi quy GMM trong Bảng 9 cho thấy mua lại giúp giảm độ nhạy cảm của giá (AMIHUĐ) trong cột (1), và không ảnh hưởng có ý nghĩa lên khoảng chênh lệch giá cột (2). Tuy nhiên, kiểm soát nội sinh đưa đến mua lại không còn thể hiện ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê đối với độ sâu cổ phiếu như kết quả khi bỏ qua tiềm năng nội sinh trong các Bảng 7 và 8. Các biến kiểm soát đều thống nhất về dấu và ý nghĩa thống kê như kết quả trong Bảng 7, ngoại trừ biến LEV mất ý nghĩa thống kê trong phương trình hồi quy với thước đo AMIHUĐ. Ngoài ra, sau khi kiểm soát nội sinh, doanh nghiệp có báo cáo tài chính được kiểm soát bởi Big4 thì độ sâu của cổ phiếu cao hơn, nghĩa là kiểm toán bởi Big4 có ảnh hưởng tích cực lên một trong ba thước đo thanh khoản cổ phiếu được xem xét.

Tóm lại, tỷ lệ mua lại cổ phần thực tế có phần tác động cải thiện thanh khoản, nhưng không ảnh hưởng lên cả ba thước đo thanh khoản sử dụng trong nghiên cứu. Kết quả này cho phép tác giả kết luận rằng bằng chứng về ảnh hưởng tích cực của mua lại lên thanh khoản vẫn còn hạn chế đối với thị trường Việt Nam.

5. Kết luận

Nghiên cứu xem xét ảnh hưởng của mua lại lên thanh khoản cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán chính thức của Việt Nam. Tác giả tìm thấy thanh khoản có sự cải thiện sau công bố mua lại so với trước công bố. Tuy nhiên, kết quả còn hạn chế khi sự cải thiện thanh khoản không xảy ra ở cả ba thước đo thanh khoản. Trong khung thời gian dài hơn, sự kiện công bố mua lại không có ảnh hưởng rõ ràng lên thanh khoản.

Đối với ảnh hưởng của hoạt động mua lại thực tế lên thanh khoản, sử dụng dữ liệu mua lại và thanh khoản theo năm, kiểm soát thêm các yếu tố có thể ảnh hưởng lên thanh khoản và xét đến khả năng xảy ra hiện tượng nội sinh, nghiên cứu tìm thấy chỉ có hồi quy với biến phụ thuộc là độ nhạy cảm của giá cho thấy mua lại thực tế đưa đến sự cải thiện thanh khoản cổ phiếu. Trong khi không có bằng chứng cho thấy khoảng chênh lệch giá có sự thu hẹp và độ sâu cổ phiếu có sự gia tăng.

Với những bằng chứng thực nghiệm này, tác giả kết luận ở thị trường Việt Nam, hoạt động mua lại cổ phần có tác động hạn chế lên thanh khoản. Điều này hàm ý các doanh nghiệp mua lại nếu vì mục đích để cải thiện thanh khoản, gần như chưa thật sự đạt được mục tiêu kỳ vọng. Trong khi đó, các đặc điểm doanh nghiệp như: Quy mô vốn hóa, tỷ suất sinh lợi, và cơ hội tăng trưởng dường như có một tầm quan trọng nhất quán trong việc giải thích thanh khoản của các doanh nghiệp. Kết quả

này cũng giúp nhà đầu tư có định hướng cho việc giao dịch các cổ phiếu có công bố mua lại để quản trị thanh khoản của các danh mục đầu tư■

Tài liệu tham khảo

- Acharya, V. V., & Pedersen, L. H. (2005). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 375–410.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31–56. doi: 10.1016/S1386-4181(01)00024-6
- Wiggins, J. B. (1994). Open market stock repurchase programs and liquidity. *The Journal of Financial Research*, 17(2), 217–229.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1988). Corporate payout policy: Cash dividends versus open-market repurchases. *Journal of Financial Economics*, 22(1), 61–82.
- Batten, J. A., & Vo, X. V. (2014). Liquidity and return relationships in an emerging market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(1), 5–21. doi: 10.2753/REE1540-496X500101
- Ben-Rephael, A., Oded, J., & Wohl, A. (2014). Do firms buy their stock at bargain prices? Evidence from actual stock repurchase disclosures. *Review of Finance*, 18(4), 1299–1340. doi: 10.1093/rof/rft028
- Brockman, P., & Chung, D. Y. (2001). Managerial timing and corporate liquidity: Evidence from actual share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 417–448.
- Bộ Tài chính. (2007). *Thông tư số 18/2007/TT-BTC ngày 13 tháng 3 năm 2007 hướng dẫn việc mua, bán lại cổ phiếu và một số trường hợp phát hành thêm cổ phiếu của công ty đại chúng*. Truy cập từ http://vanban.chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/hethongvanban?class_id=1&mode=detail&document_id=21717
- Bộ Tài chính. (2012). *Thông tư số 130/2012/TT-BTC ngày 10/8/2012 hướng dẫn việc mua lại cổ phiếu, bán cổ phiếu quỹ và một số trường hợp phát hành thêm cổ phiếu của công ty đại chúng*. Truy cập từ <https://thuvienphapluat.vn/van-ban/Chung-khoan/Thong-tu-130-2012-TT-BTC-huong-dan-viec-mua-lai-co-phieu-ban-co-phieu-quy-147503.aspx>
- Bushee, B. J., & Goodman, T. H. (2007). Which institutional investors trade based on private information about earnings and returns? *Journal of Accounting Research*, 45(2), 289–321. doi: 10.1111/j.1475-679X.2007.00234.x
- Chang, C., & Yu, X. (2010). Informational efficiency and liquidity premium as the determinants of capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2), 401–440. doi: 10.1017/S0022109010000098
- Choi, J. J., Sami, H., & Zhou, H. (2010). The impacts of state ownership on information asymmetry: evidence from an emerging market. *China Journal of Accounting Research*, 3, 13–50. doi: 10.1016/S1755-3091(13)60018-0
- Cook, D. O., Krigman, L., & Leach, J. C. (2004). On the timing and execution of open market repurchases. *The Review of Financial Studies*, 17(2), 463–498. doi: 10.1093/rfs/hhg028
- de Cesari, A., Espenlaub, S., & Khurshed, A. (2011). Stock repurchases and treasury share sales: Do they stabilize price and enhance liquidity? *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1558–1579. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2011.08.002
- Fernández-Amador, O., Gächter, M., Larch, M., & Petere, G. (2013). Does monetary policy determine stock market liquidity? New evidence from the euro zone. *Journal of Empirical Finance*, 21, 54–68. doi: 10.1016/j.jempfin.2012.12.008

- Frieder, L., & Martell, R. (2006). On capital structure and the liquidity of a firm's stock. *Available at SSRN 880421*. doi: 10.2139/ssrn.880421
- Ginglinger, E., & Hamon, J. (2007). Actual share repurchases, timing and liquidity. *Journal of Banking & Finance*, 31(3), 915–938. doi: 10.1016/j.jbankfin.2006.07.006
- Hameed, A., Kang, W., & Viswanathan, S. (2010). Stock Market Declines and Liquidity. *The Journal of Finance*, 65(1), 257–293. doi: 10.1111/j.1540-6261.2009.01529.x
- Hillert, A., Maug, E., & Obernberger, S. (2016). Stock repurchases and liquidity. *Journal of Financial Economics*, 119(1), 186–209. doi: 10.1016/j.jfineco.2015.08.009
- Kale, J. R., & Loon, Y. C. (2011). Product market power and stock market liquidity. *Journal of Financial Markets*, 14(2), 376–410. doi: 10.1016/j.finmar.2010.10.003
- Kim, J. (2005). Cross-sectional differences in the liquidity effects of open market share repurchases. *Journal of Economics and Finance*, 29(1), 1–31.
- Đặng Tùng Lâm, & Nguyễn Thị Minh Huệ. (2017). Sở hữu cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 241, 23–30.
- Lesmond, D. A. (2005). Liquidity of emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 411–452. doi: 10.1016/j.jfineco.2004.01.005
- Lesmond, D. A., Ogden, J. P., & Trzcinka, C. A. (1999). A new estimate of transaction costs. *The Review of Financial Studies*, 12(5), 1113–1141. doi: 10.1093/rfs/12.5.1113
- McNally, W. J., & Smith, B. F. (2011). A microstructure analysis of the liquidity impact of open market repurchases. *Journal of Financial Research*, 34(3), 481–501.
- Miller, J. M., & McConnell, J. J. (2009). Open-market share repurchase programs and Bid-Ask spreads on the NYSE: Implications for corporate payout policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30(3), 365–382. doi: 10.2307/2331346
- Nayar, N., Singh, A. K., & Zebedee, A. A. (2008). Share repurchase offers and liquidity: An examination of temporary and permanent effects. *Financial Management*, 37(2), 251–270.
- Nguyễn Ngọc Thuý, & Nguyễn Thị Thanh Túy. (2017). Mối quan hệ giữa tính thanh khoản cổ phiếu, quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí khoa học Đại học Mở TP.HCM*, 54(3), 58–70.
- Peress, J. (2010). Product market competition, insider trading, and stock market efficiency. *The Journal of Finance*, 65(1), 1–43.
- Qi, C., Subramanyam, K., & Zhang, J. (2010). *Accrual quality, bond liquidity, and cost of debt*. Retrieved from <https://www.rhsmith.umd.edu/files/Documents/Departments/Finance/Session5ZhangAccrualQuality.pdf>
- Quốc hội. (2006). *Luật chứng khoán số 70/2006/QH11 ngày 29 tháng 6 năm 2006*. Truy cập từ <https://thuvienphapluat.vn/van-ban/Chung-khoan/Luat-chung-khoan-2006-70-2006-QH11-12984.aspx>
- Rasbrant, J., & de Ridder, A. (2013). *The liquidity impact of open market share repurchases*. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=493044
- Rhee, S. G., & Wang, J. (2009). Foreign institutional ownership and stock market liquidity: Evidence from Indonesia. *Journal of Banking & Finance*, 33(7), 1312–1324.
- Singh, A. K., Zaman, M. A., & Krishnamarti, C. (1994). Liquidity changes associated with open market repurchases. *Financial Management*, 23(1), 47–55. doi: 10.2307/3666055
- Trần Thị Thùy Linh. (2011). Ứng dụng phương pháp Volume Spread Analysis – VAS trong phân tích biến động giá cổ phiếu trên sàn HOSE. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 250, 40–46.

- Trần Thị Hải Lý, & Hoàng Thị Phương Thảo. (2015). Các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định mua lại của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 106+107, 38–45.
- Từ Thị Kim Thoa, & Nguyễn Thị Uyên Uyên. (2015). Nhân tố nào tác động đến mua lại cổ phiếu? Trường hợp Việt Nam. *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*, 23(33), 65–71.
- Võ Xuân Vinh, & Trịnh Tấn Lực. (2015). Phản ứng của thị trường khi doanh nghiệp khi doanh nghiệp công bố thông tin mua lại cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 117, 35–44.