

TÁC ĐỘNG CỦA HỆ THỐNG THUẾ THU NHẬP ĐẾN CẤU TRÚC VỐN CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM

PGS.TS. PHAN THỊ BÍCH NGUYỆT*

Hoạch định cấu trúc vốn là một trong các quyết định tài chính quan trọng và cũng là thách thức không nhỏ đối với các nhà quản trị công ty. Trong số các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn, thuế thu nhập (TN) - bao gồm thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) và thuế thu nhập cá nhân (TNCN) - đã được các lý thuyết tài chính và nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới xác nhận là có tác động đáng kể đến sự lựa chọn nguồn tài trợ của các công ty. Bài viết này xem xét tác động của thuế TN đến cấu trúc vốn trong bối cảnh cụ thể của nền kinh tế VN. Để kiểm định những nhân tố ảnh hưởng và tác động của thuế TN đến việc xây dựng cấu trúc vốn tại VN, bài viết sử dụng kết hợp hai phương pháp: phân tích so sánh kết hợp với phương pháp hồi quy. Tác giả đã thực hiện khảo sát ý kiến từ doanh nghiệp (DN) và cơ quan thuế, đồng thời phân tích cấu trúc vốn thực tế của 219 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong giai đoạn từ năm 2005 đến tháng 6/2010. Kết quả nghiên cứu cho thấy thuế TNCN thực sự có ảnh hưởng đến tỷ lệ nợ của các công ty VN, theo mỗi tương quan tỷ lệ nghịch, thuế TNDN thể hiện tương quan tỷ lệ thuận với cả tỷ lệ nợ dài hạn và tỷ lệ tổng nợ (năm 2008).

1. Mở đầu

Hoạch định cấu trúc vốn là một trong các quyết định quan trọng của tài chính DN. Các nhà quản lý thường quan tâm lựa chọn tỷ trọng hợp lý cho mỗi nguồn tài trợ để hình thành cấu trúc vốn phù hợp cho công ty nhằm hướng đến mục tiêu tối đa hóa giá trị DN. Các nghiên cứu tiền đề đã cho thấy quyết định lựa chọn cấu trúc vốn không phải chỉ là sản phẩm của các nhân tố đặc trưng riêng của công ty mà còn là kết quả của sự điều hành của chính phủ, khung luật pháp, tình hình kinh tế vĩ mô tại quốc gia mà công ty đó đang hoạt động. Vì thế, việc xem xét tác động của các nhân tố đến sự hình thành cấu trúc vốn là hết sức cần thiết, đặc biệt trong bối cảnh của VN – khi tính chuyên nghiệp trong quản trị tài chính của các công ty chưa cao.

Trong số các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của DN, nhân tố chính sách thuế TN - bao gồm thuế TNDN và thuế TNCN - đã được các lý thuyết tài chính và nhiều nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới xác nhận là có tác động đáng kể đến sự

lựa chọn các nguồn tài trợ của DN. Ngoài ra, xem xét chính sách vĩ mô của các quốc gia trên thế giới cũng có thể nhận thấy rằng chính sách thuế TN luôn giữ một vai trò quan trọng trong việc điều tiết nền kinh tế. Tuy nhiên, ở VN trong những năm vừa qua, dường như vai trò của chính sách thuế đối với việc hoạch định cấu trúc vốn còn bị xem nhẹ. Việc hoạch định cấu trúc vốn của các công ty VN mang tính tự phát cao, thiếu chuyên nghiệp, ít cân nhắc đến các nhân tố ảnh hưởng. Chính sách thuế TN của VN được xây dựng một cách độc lập, chưa tạo được sự gắn kết với động lực phát triển của các DN.

Xuất phát từ thực trạng trên, tác giả tiến hành khảo sát và kiểm định với kỳ vọng xác định mức độ tác động cụ thể của nhân tố chính sách thuế TN đến việc hình thành cấu trúc vốn của các công ty cổ phần trong bối cảnh VN. Từ đó, tìm ra nguyên nhân, những hạn chế còn tồn tại để đề xuất giải pháp nhằm hoàn thiện việc hoạch định cấu trúc vốn cho các công ty, cũng như đưa ra những khuyến nghị nhằm hoàn thiện hệ chính sách thuế của VN.

*: Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

2. Các nghiên cứu về tác động của thuế TN đến cấu trúc vốn

2.1 Quan điểm lý thuyết về tác động của thuế TN

Quan điểm của M&M về lợi thế từ thuế của việc vay nợ: Miller (1977) đã cho thấy việc sử dụng nợ đã đem lại thêm lợi ích từ thuế, nhưng bản thân việc sử dụng nợ không ảnh hưởng đến hoạt động hay giá trị của công ty, cũng như không tạo ra sự khuyến khích vay nợ.

Các quan điểm khác về lợi thế từ thuế của việc vay nợ: Sau M&M, nhiều nhà kinh tế học đã đưa ra các luận điểm ủng hộ và bổ sung cho mô hình trên của M&M. Các nhận định cơ bản mà những nhà nghiên cứu này đưa ra là nếu các yếu tố khác không đổi thì:

- Tài trợ bằng nợ vay tăng lên theo thuế suất thuế TNDN.

- Giá trị DN càng tăng lên khi công ty càng sử dụng nợ và điểm giới hạn là điểm tại đó chi phí biên bằng với lợi ích biên của việc vay nợ.

- Thuế TNCN cao đánh trên tiền lãi từ cho vay sẽ không khuyến khích các công ty sử dụng nợ vay.

2.2 Các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của thuế TN đến cấu trúc vốn trong mối liên hệ với giá trị DN

- Nghiên cứu thực nghiệm về tác động của thuế TN tại Mỹ.

Graham (1996) cho rằng mức thuế suất của 3 loại thuế TN trong mô hình của Miller có ảnh hưởng đến sự lựa chọn cấu trúc vốn. Graham và Tucker (2006) cho thấy rằng quy mô các tấm chắn thuế chiếm trung bình là 9% giá trị tài sản trung bình của DN, bao gồm cả tấm chắn thuế không phải do nợ vay và tấm chắn thuế từ thuế TNDN.

Với những kết quả nghiên cứu thực nghiệm về Mỹ, ta nhận thấy chính sách thuế của Mỹ không chỉ nhằm động viên nguồn thu cho ngân sách mà còn là công cụ chủ yếu điều chỉnh nền kinh tế vĩ mô.

Qua các phân tích trên, có thể thấy mỗi sự điều chỉnh chính sách thuế của Mỹ đều được xây dựng trên nền tảng phân tích ảnh hưởng của nó đến hoạt động của các công ty.

- Nghiên cứu thực nghiệm về tác động của thuế TN tại châu Âu.

Sjo (1996) khẳng định thuế suất biên tế có thể

tác động đến tỷ lệ nợ bất cứ khi nào hệ thống thuế không trung lập, giảm thuế suất biên tế sẽ làm giảm tỷ lệ nợ. Frydenberg (2001) chứng minh rằng cải cách thuế TN năm 1992 đã gây tác động có ý nghĩa thống kê lên tỷ lệ nợ của các công ty Na Uy.

Tóm lại, tại các quốc gia châu Âu, sự gia tăng lợi ích từ thuế do việc tài trợ nợ sẽ tạo ra tác động tăng đòn bẩy tài chính của công ty. Các quốc gia châu Âu có xu hướng cắt giảm thuế suất thuế TNDN và thuế suất bằng nhau đối với tất cả các TNCN.

- Nghiên cứu thực nghiệm về tác động của thuế TN tại châu Á - Thái Bình Dương.

Deesomsak, Paudyal và Pescetto (2004) bằng nghiên cứu thực nghiệm tại 4 quốc gia châu Á - Thái Bình Dương đã cho thấy:

- + Quy mô công ty có tác động cùng chiều lên tỷ lệ nợ của công ty.

- + Triển vọng tăng trưởng có tác động ngược chiều lên tỷ lệ nợ của công ty.

- + Lợi nhuận có tác động ngược chiều lên tỷ lệ nợ của công ty.

- + Tấm chắn thuế không phải từ nợ có tác động ngược chiều lên tỷ lệ nợ của công ty.

- + Tính thanh khoản có tác động ngược chiều lên tỷ lệ nợ của công ty.

- + Tính biến động của TN không gây ra tác động đáng kể lên việc sử dụng đòn bẩy.

- Qua các nghiên cứu thực nghiệm trên, có thể thấy: Chính sách thuế TN không chỉ thể hiện vai trò điều tiết kinh tế vĩ mô, tạo nguồn thu cho chính phủ, mà còn tạo ra lợi thế thu hút dòng TN vào quốc gia mình. Chính sách thuế tác động đến hoạt động và các quyết định tài chính của DN. Ngược lại, quyết định tài chính có thể ảnh hưởng đến chính sách thuế của chính phủ. Điều này cho thấy quan hệ chặt chẽ giữa chính sách thuế và hoạt động của DN là vấn đề rất quan trọng cần được cân nhắc trong quá trình hoạch định chính sách.

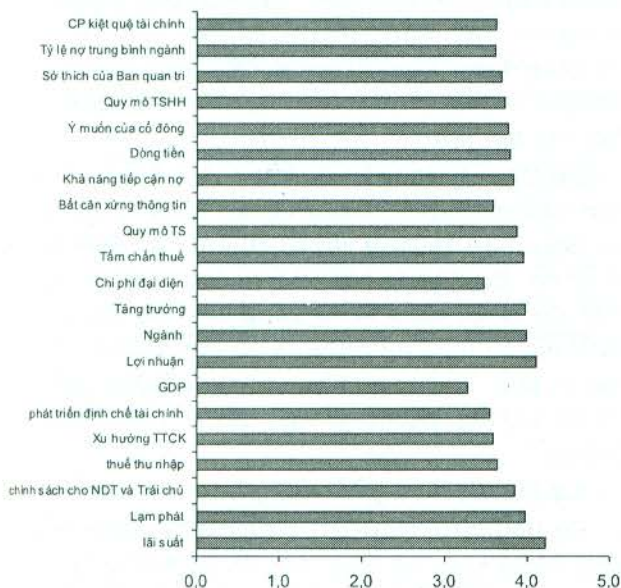
3. Khảo sát các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn tại VN

Mục đích của khảo sát này là ghi nhận về mặt định tính xem những nhân tố ảnh hưởng việc hình thành cấu trúc vốn của các công ty cổ phần VN có tương đồng với những nhân tố trên thế giới hay không. Ở VN, nhân tố thuế TN có thực sự ảnh

hưởng đến quyết định tài trợ của các công ty hay không? Nếu thực sự thuế TN có tác động đến việc lựa chọn cấu trúc vốn ở VN thì sự nhận thức và hiểu biết của mọi người về vấn đề này như thế nào? Đây là những vấn đề mong đợi sẽ tìm thấy câu trả lời từ kết quả cuộc khảo sát.

Dựa trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước, hai bảng câu hỏi được xây dựng để lấy ý kiến. Bảng câu hỏi thứ nhất dành cho người làm việc tại các công ty cổ phần VN – chủ yếu làm việc ở bộ phận tài chính. Bảng câu hỏi thứ hai được gửi đến đối tượng là cán bộ thuế ở Cục Thuế TP.HCM và các chi cục trực thuộc nhằm mục đích khảo sát ý kiến từ những người thuộc về cơ quan của Chính phủ và đang thực thi chính sách thuế. Phương pháp thu thập dữ liệu là lấy mẫu thuận tiện. Thang đo Likert với dãy giá trị từ 1 đến 5 được dùng để đánh giá mức độ tác động của từng nhân tố đến sự lựa chọn cấu trúc vốn.

Từ kết quả khảo sát, có thể rút ra kết luận rằng việc hình thành cấu trúc vốn cho các công ty ở VN cũng chịu sự chi phối, tác động của các nhân tố tương tự như trên thế giới. Tuy nhiên, do đặc điểm kinh tế - xã hội của VN và mức độ chuyên nghiệp trong việc xây dựng cấu trúc vốn của công ty VN có chênh lệch so với thế giới nên cách thức tác động của các nhân tố này tại VN có thể khác biệt. Đa số các ý kiến cho rằng nhân tố vi mô tác động đến cấu trúc vốn của công ty nhiều hơn nhân tố kinh tế vĩ mô (Hình 1).



Hình 1. Mức độ tác động của các nhân tố đến cấu trúc vốn (theo giá trị trung bình)

Các ý kiến đánh giá ghi nhận được qua cuộc khảo sát cũng cho rằng thuế TN cũng là một trong số các nhân tố tác động đáng kể đến việc lựa chọn cấu trúc vốn. Mặc dù vai trò của cấu trúc vốn trong mối quan hệ với giá trị DN không còn là vấn đề xa lạ đối với lĩnh vực tài chính VN nhưng thuế TNCN còn khá mới mẻ ở VN nên nó chưa được hiểu một cách chính xác, nhiều người lầm tưởng nó chỉ ảnh hưởng đến từng cá nhân, chứ không ảnh hưởng đến hoạt động của công ty.

Kết quả khảo sát cho thấy trong 21 nhân tố được cho là có tác động đến sự lựa chọn cấu trúc vốn thì tầm chắn thuế từ nợ ở vị trí thứ 6, nhân tố chính sách thuế TN ở vị trí thứ 14. Do tiền lãi phải trả cho nợ vay được trừ ra khỏi TN chịu thuế, nên thuế suất thuế TNDN càng cao thì số tiết kiệm thuế của công ty càng lớn. Các công ty sử dụng nợ trong cấu trúc vốn để hưởng lợi ích từ tầm chắn thuế này. Có thể nhận thấy rằng tuy mức độ tác động không phải là cao nhưng chính sách thuế TN cũng là một tác nhân đáng kể mà các DNVN có xem xét khi lựa chọn cấu trúc vốn.

4. Phân tích tác động của thuế TN đến cấu trúc vốn các công ty cổ phần VN

4.1 Mô hình nghiên cứu

Phương pháp kiểm định bằng hồi quy đa biến được sử dụng để đo lường tác động của các nhân tố đến cấu trúc vốn trong bối cảnh cụ thể tại VN. Phương pháp hồi quy đơn biến cũng được sử dụng hỗ trợ để phân tích trong trường hợp các hệ số hồi quy đa biến không đạt yêu cầu về ý nghĩa thống kê.

Mô hình đơn biến có dạng:

$$Y = \alpha + \beta.X + \epsilon_t$$

Trong đó:

Y : Biến phụ thuộc, thể hiện cấu trúc vốn các công ty

X : Biến độc lập, thể hiện nhân tố tác động

Mô hình đa biến có dạng:

$$Y = \alpha + \beta_n.X_n + \epsilon_t$$

Trong đó:

Y : Biến phụ thuộc, thể hiện cấu trúc vốn các công ty

X_n : Biến độc lập, thể hiện các nhân tố tác động

α : Hệ số tự do

β_n: Hệ số hồi quy

ε_t : Sai số ngẫu nhiên

Biến Y đại diện cho đòn bẩy tài chính sẽ được

kiểm định bằng cả hai chỉ tiêu tỷ số: Nợ dài hạn/Vốn cổ phần (LDE) và tỷ số Tổng nợ/Vốn cổ phần (DE) cho phù hợp với hoàn cảnh nghiên cứu tại VN.

Mô hình hồi quy đa biến thứ nhất để kiểm định các nhân tố thuộc nhóm vĩ mô là:

$$LDE_1 = \alpha + \beta_1 \cdot INF_t + \beta_2 \cdot LRATE_t + \beta_3 \cdot GDP_t + \beta_4 \cdot VNINDEX + \beta_5 \cdot D_{(TNCN)} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$DE_1 = \alpha + \beta_1 \cdot INF_t + \beta_2 \cdot LRATE_t + \beta_3 \cdot GDP_t + \beta_4 \cdot VNINDEX + \beta_5 \cdot D_{(TNCN)} + \varepsilon_t \quad (2)$$

LDE_1 là tỷ lệ nợ dài hạn trung bình của các công ty trong quý t.

DE_1 là tỷ lệ tổng nợ trung bình của các công ty trong quý t.

Dữ liệu chuỗi thời gian theo quý được sử dụng trong mô hình này.

Mô hình hồi quy đa biến thứ hai để kiểm định các nhân tố thuộc nhóm vi mô là:

$$LDE_2 = \alpha + \beta_1 \cdot PROFIT_{i,t} + \beta_2 \cdot SIZE_{i,t} + \beta_3 \cdot GROW_{i,t} + \beta_4 \cdot TAX_{i,t} + \beta_5 \cdot D_{(n)} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$DE_2 = \alpha + \beta_1 \cdot PROFIT_{i,t} + \beta_2 \cdot SIZE_{i,t} + \beta_3 \cdot GROW_{i,t} + \beta_4 \cdot TAX_{i,t} + \beta_5 \cdot D_{(n)} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

LDE_2 là tỷ lệ nợ dài hạn của công ty i trong năm t.

DE_2 là tỷ lệ tổng nợ của công ty i trong năm t.

Dữ liệu chéo được sử dụng trong mô hình này.

Bảng 1. Tóm tắt các biến độc lập trong mô hình hồi quy thứ nhất

| Biến số | Diễn giải | Đo lường bằng | Kỳ vọng |
|--------------|-------------------------------------|--|--------------|
| INF_t | Lạm phát | Tỷ lệ tăng CPI trung bình trong quý t | + |
| $LRATE_t$ | Lãi suất cho vay | Lãi suất cho vay của NHTM trung bình trong quý t | - |
| GDP_t | Tổng sản phẩm quốc nội | GDP trung bình trong quý t | - |
| $VNINDEX_t$ | Xu hướng của thị trường chứng khoán | VNINDEX trung bình trong quý t | - |
| $D_{(TNCN)}$ | Biến giả đại diện cho thuế TNCN | nhận giá trị = 1 khi chính sách thuế TNCN được ban hành; ngược lại thì sẽ nhận giá trị = 0 | Có ảnh hưởng |

Bảng 2. Tóm tắt các biến độc lập trong mô hình hồi quy thứ hai

| Biến số | Diễn giải | Đo lường bằng | Kỳ vọng |
|----------------|---|---|--------------|
| $PROFIT_{i,t}$ | Lợi nhuận của công ty i trong năm t | ROA (Lợi nhuận ròng / Tổng tài sản) | - |
| $SIZE_{i,t}$ | Quy mô công ty i trong năm t | Ln(Tổng tài sản) | + |
| $GROW_{i,t}$ | Triển vọng tăng trưởng của công ty i trong năm t | $(EPS_t - EPS_{t-1}) / EPS_{t-1}$ | + |
| $TAX_{i,t}$ | Thuế suất TNDN hiệu lực của công ty i trong năm t | Thuế TNDN nộp / TN hoạt động trước thuế | + |
| $D_{(n)}$ | Các biến giả đại diện cho các ngành | Nhận giá trị = 1, 2, ..., 6 | Có ảnh hưởng |

Dữ liệu chuỗi thời gian theo quý được sử dụng trong mô hình hồi quy thứ nhất; còn dữ liệu chéo được sử dụng trong mô hình hồi quy thứ hai.

Các công ty trong mẫu được phân chia thành 6 nhóm ngành là: sản xuất, thương mại, công nghệ thông tin, xây dựng - bất động sản, dịch vụ - tiện ích cộng đồng, khai khoáng. Để tránh hiện tượng đa cộng tuyến, chỉ có 5 trong số 6 biến giả được đưa vào mô hình.

Tại VN, các công ty thường thâm dụng nợ ngắn hạn thường xuyên, thậm chí có công ty tỷ trọng nợ ngắn hạn thường xuyên chiếm đến 80% trong tổng nợ, do đó tác giả xét cả hai trường hợp Y được đo lường bằng tỷ số Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu và Y được đo lường bằng tỷ số Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu. Vốn chủ sở hữu được đo lường theo giá trị thị trường, thông qua giá trị vốn hóa theo thị trường.

4.2 Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán và công bố của 219 công ty niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2005 - tháng 6/2010, không bao gồm ngân hàng, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán, công ty tài chính và

các quỹ đầu tư. Lý do chọn mẫu nghiên cứu như trên là do giá trị niêm yết trên HOSE chiếm đến 93,47% tổng giá trị niêm yết trên toàn thị trường. Mặt khác, trước năm 2005, việc công bố thông tin và lưu trữ dữ liệu chưa thật sự đầy đủ. Giai đoạn 2005-2010 được xem là giai đoạn phát triển của thị trường tài chính VN với thông tin và các dữ liệu về các công ty niêm yết được lưu trữ một cách đầy đủ hơn. Ngoài ra, các số liệu về lãi suất cho vay, lạm phát, tăng trưởng GDP, chỉ số thị trường chứng khoán VNINDEX trong giai đoạn này cũng được thu thập nhằm kiểm định tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến cấu trúc vốn công ty VN.

Các công ty trong mẫu được phân chia thành 6 nhóm ngành là: sản xuất, thương mại, công nghệ thông tin, xây dựng - bất động sản, dịch vụ - tiện ích cộng đồng, khai khoáng.

4.3 Phân tích kết quả

Tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn cổ phần trung bình của các công ty niêm yết ở HOSE là 43,24%. Tỷ lệ tổng nợ trên vốn cổ phần trung bình của các công ty niêm yết ở HOSE là 179,42%. So sánh hai kết quả trên có thể kết luận rằng: Các công ty VN thiên về tài trợ bằng nợ hơn là bằng vốn cổ phần, và thâm dụng nợ ngắn hạn (tức là nguồn tài trợ nợ sử dụng chính yếu là nợ vay ngắn hạn).

Qua các số liệu thực tế được kiểm nghiệm và ước lượng cho tổng thể ở trên, tóm lại, mối tương quan giữa các nhân tố và tỷ lệ đòn bẩy tài chính kết quả hồi quy tìm thấy như sau:

Dấu (-) là tương quan nghịch.

Dấu (+) là tương quan thuận.

Bảng 3. Tổng hợp kết quả kiểm định tác động của các nhân tố vĩ mô

| Nhân tố | Giả thiết kỳ vọng | Kết quả kiểm định | |
|-------------------------------------|-------------------|-------------------------------|------------------------------|
| | | Tác động đến LDE ₁ | Tác động đến DE ₁ |
| Tăng trưởng GDP | - | - | - |
| Lạm phát | + | - | - |
| Lãi suất | - | - | - |
| Xu hướng của thị trường chứng khoán | - | - | - |
| Chính sách thuế TNCN | Có tác động | Không tác động | - |

Bảng 4. Các mô hình hồi quy thể hiện mức độ tác động của các nhân tố

| Tác động lên tỷ lệ LDE / Vốn cổ phần | Tác động lên tỷ lệ DE/ Vốn cổ phần |
|---|---|
| <p>Mô hình 3.1:</p> $LDE_1 = 0,745 - *0,022$ $INF - *2,218.10^{-6} GDP + \epsilon$ Adj. R ² = 29,9% ; ANOVA: Giá trị F = 4,72; Sig. = 0,02. | <p>Mô hình 3.4:</p> $DE_1 = 3,7739 - *0,0013$ $VNINDEX - *0,1027$ $LRATE + \epsilon$ Adj. R ² = 46,2% ; ANOVA: Giá trị F = 4,72; Sig. = 0,001. |
| <p>Mô hình 3.2:</p> $LDE_1 = 0,636 - ***0,016$ $LRATE + \epsilon$ Adj. R ² = 29,9% ; ANOVA: Giá trị F = 3,47; Sig. = 0,07. | <p>Mô hình 3.5:</p> $DE_1 = 3,8705 - *1,66.10^{-5}$ $GDP - *0,0749 INF + \epsilon$ Adj. R ² = 32,34% ; ANOVA: Giá trị F = 6,01; Sig. = 0,00. |
| <p>Mô hình 3.3:</p> $LDE_1 = 0,544195 -$ $*0,000215 VNINDEX + \epsilon$ Adj. R ² = 25,71% ; ANOVA: Giá trị F = 4,72; Sig. = 0,02. | <p>Mô hình 3.6:</p> $DE_1 = 1,897550 -$ $***0,499000 D_TNCN + \epsilon$ Adj. R ² = 11,3% ; ANOVA: Giá trị F = 3,67; Sig. = 0,06. |

Ghi chú: *, **, *** tương ứng độ tin cậy 99%, 95%, 90%.

Xu hướng của thị trường chứng khoán và lãi suất cho vay tác động mạnh đến việc công ty lựa chọn nguồn tài trợ nào. Sự thay đổi của riêng hai nhân tố này giải thích đến 46,2% sự biến động của tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn. Hai biến này có tương quan nghịch chiều với biến độc lập (Mức ý nghĩa đến 99%). Đặc biệt, trong số các mô hình kết quả tìm được, nhân tố lãi suất có hệ số tương quan lớn nhất, xác nhận thực trạng tại VN, chi phí sử dụng vốn và mức độ sử dụng nợ vay của các công ty VN chịu sự tác động mạnh của lãi suất cho vay của ngân hàng. Mô hình 3.3 giải thích được 25,71% sự biến động của tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn cổ phần. Mô hình 3.4 cho thấy sự thay đổi của xu hướng thị trường chứng khoán và lãi suất giải thích được 46,2% sự biến động của tỷ lệ tổng nợ trên vốn cổ phần. Mức độ giải thích khá cao của mô hình 3.3 và 3.4 thể hiện cấu trúc vốn của các công ty không được hình thành theo chiến lược dài hạn, mà thay đổi nhanh chóng, tự phát theo tình hình thị trường chứng khoán và lãi suất. Trong khi đó, các nhân tố vĩ mô thể hiện sự phát triển bền vững của nền kinh tế như GDP và lạm

phát lại thể hiện tác động yếu hơn đến sự lựa chọn cấu trúc vốn, cho thấy cách thức hoạch định cấu trúc vốn của các công ty VN thiếu tính chuyên nghiệp.

Kết quả cũng cho thấy nhân tố chính sách thuế TNCN thực sự có ảnh hưởng đến tỷ lệ nợ của các công ty VN, theo mối tương quan tỷ lệ nghịch với độ tin cậy trên 90%. Nhân tố thuế TNCN giải thích được 11,3% sự biến động của tỷ lệ tổng nợ trên vốn cổ phần trung bình của các công ty. Điều này cho thấy, tuy mức độ tác động đến tỷ số đòn bẩy của các công ty không cao, nhưng chính sách thuế TNCN có gây ra ảnh hưởng đáng kể đến hướng phát triển của DN. Chính sách thuế cũng giữ một vai trò quan trọng trong hoạt động điều tiết nền kinh tế vĩ mô của chính phủ. Vì thế, việc ban hành chính sách mới hay điều chỉnh về chính sách thuế TNCN cần được xem xét, cân nhắc ảnh hưởng của chính sách đến hướng phát triển dài hạn của các DN trong nền kinh tế. Có như vậy mới đảm bảo được cho mục tiêu phát triển bền vững của toàn nền kinh tế.

dài hạn và tỷ lệ tổng nợ nhưng chỉ thể hiện trong năm 2008.

Bảng 6. Kết quả hồi quy của mô hình

| | Hệ số chưa được chuẩn hóa | Ý nghĩa |
|----------------------------|--|---------|
| (Hằng số) | 1,766 | 0,0000 |
| TAX | 1,839 | 0,0001 |
| PROFIT | -0,092 | 0,0000 |
| R ² hiệu chỉnh: | ANOVA: Giá trị F: 27,6; Sig. : 0,0000 | |
| 0,267 | | |

Biến phụ thuộc: D/E

Phương trình hồi quy:

$$D/E = 1,766 + 1,839TAX - 0,092PROFIT$$

Mô hình hồi quy khẳng định thuế TNDN tương quan cùng chiều có ý nghĩa (Độ tin cậy 99%) với tỷ lệ tổng nợ trên vốn cổ phần trung bình của các công ty (D/E).

Bảng 5. Tổng hợp kết quả kiểm định tác động của các nhân tố vi mô

| Nhân tố | | Năm 2006 | Năm 2007 | Năm 2008 | Năm 2009 | 6 tháng đầu năm 2010 |
|--|-------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------------------|
| Lợi nhuận (Biến PROFIT) | Tác động đến LDE ₂ | - | - | - | - | - |
| | Tác động đến DE ₂ | - | - | - | - | - |
| Quy mô công ty (Biến SIZE) | Tác động đến LDE ₂ | + | + | + | + | + |
| | Tác động đến DE ₂ | ∅ | ∅ | ∅ | + | + |
| Triển vọng tăng trưởng công ty (Biến GROW) | Tác động đến LDE ₂ | ∅ | ∅ | ∅ | ∅ | ∅ |
| | Tác động đến DE ₂ | ∅ | ∅ | - | ∅ | ∅ |
| Thuế TNDN (Biến TAX) | Tác động đến LDE ₂ | ∅ | ∅ | + | ∅ | ∅ |
| | Tác động đến DE ₂ | ∅ | ∅ | + | ∅ | ∅ |
| Quan sát | | 79 | 113 | 147 | 219 | 218 |

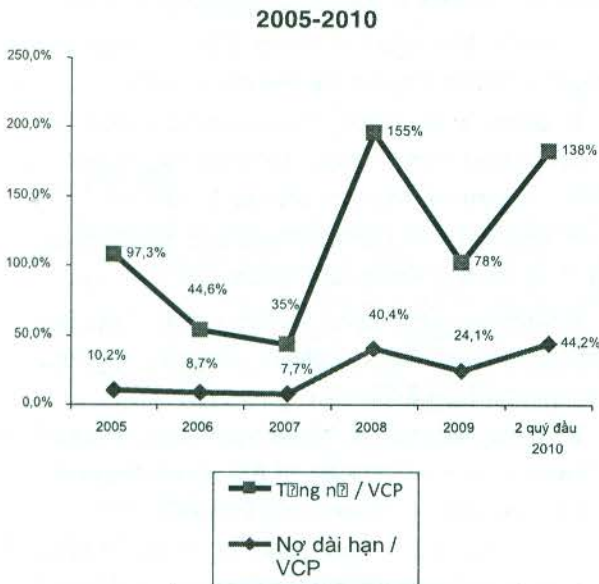
Bảng tổng hợp trên cho thấy tác động của các nhân tố đến cấu trúc vốn ổn định qua các năm, kết quả kiểm định là đáng tin cậy.

Kết quả của mô hình thực nghiệm cho thấy: Lợi nhuận vẫn thể hiện mối tương quan nghịch với tỷ lệ nợ dài hạn và tỷ lệ tổng nợ. Thuế TNDN thể hiện tương quan tỷ lệ thuận với cả tỷ lệ nợ

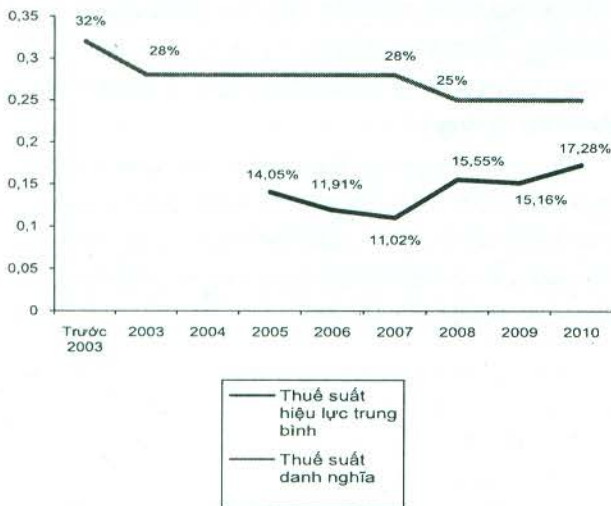
Theo nghiên cứu của tác giả, năm 2008 Chính phủ VN điều chỉnh giảm thuế suất thuế TNDN xuống chỉ còn 25% nhưng thực tế, thuế suất hiệu lực trong năm này tăng chứ không giảm (Hình 2). Lý do là chính sách cắt giảm thuế suất được ban hành vào tháng 6/2008, tác động của chính sách có độ trễ thời gian, nên thuế suất hiệu lực phản

ánh số thuế thực nộp của các công ty chưa thể hiện xu hướng giảm ngay trong năm 2008. Thêm vào đó, năm 2008 cũng là năm nhiều công ty đã hết thời hạn được hưởng ưu đãi thuế TNDN nên thuế suất hiệu lực năm 2008 tăng.

Hình 2. Thuế suất thuế TNDN VN giai đoạn 2005-2010



Hình 3. Tỷ lệ nợ dài hạn và tổng nợ trên vốn cổ phần trung bình 2005-2010



Hình 3 cho thấy nợ dài hạn và tổng nợ biến động cùng xu thế. Tuy nhiên, nợ dài hạn chỉ chiếm một tỷ lệ thấp trong tổng nợ, tốc độ thay đổi của tổng nợ lớn hơn so với nợ dài hạn, đó là do nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao trong cấu trúc tài chính của các công ty. Điều này thể hiện việc xây dựng cấu trúc vốn của các công ty VN không dựa trên những

nguyên tắc của quản trị tài chính hiện đại mà mang tính tự phát cao và không chuyên nghiệp.

Tóm lại, kết quả từ mô hình cho thấy nhân tố thuế TNCN có tác động đến hành vi của nhà đầu tư và DN, dẫn đến sự thay đổi trong mức độ sử dụng nợ của các công ty, thuế TNDN dường như không thể hiện tác động đến cấu trúc vốn của các công ty VN, chỉ có năm 2008 là thể hiện tương quan tỷ lệ thuận đạt ý nghĩa thống kê.

5. Gợi ý chính sách

Từ những nghiên cứu trên, tác giả đề xuất các gợi ý trong việc hoạch định cấu trúc vốn cho các công ty VN trong mối liên hệ với chính sách thuế TN

5.1 Về phía DN

Trong hoạch định cấu trúc vốn, cần phải nghiên cứu tác động của các nhân tố nói chung và đặc biệt là cần thận trọng hơn trong việc tận dụng lợi thế của tấ chắn thuế đặc biệt cần thực hiện đồng bộ các giải pháp để nâng cao hệ số tín nhiệm, nâng cao nhận thức và hiệu quả quản trị tài chính DN, chú trọng việc xây dựng và nâng cao vai trò của các giám đốc tài chính trong công ty để hướng đến mục tiêu tối đa hóa giá trị DN.

5.2 Về phía chính sách thuế

Nghiên cứu đã chỉ ra rằng một quyết định lựa chọn cấu trúc vốn không phải chỉ là sản phẩm của các nhân tố đặc trưng riêng của công ty mà còn là kết quả của sự điều hành của chính phủ, khung luật pháp, tình hình kinh tế vĩ mô tại quốc gia mà công ty đó đang hoạt động.

- Đối với thuế TNDN: Chính sách thuế TN luôn giữ một vai trò quan trọng trong điều tiết kinh tế vĩ mô. Vì thế, mỗi sự điều chỉnh chính sách thuế của VN cần được xây dựng trên nền tảng phân tích ảnh hưởng của nó đến hoạt động của các công ty. Ngoài mục tiêu động viên tạo nguồn thu cho ngân sách nhà nước, chính sách thuế TN còn cần đảm bảo mục tiêu công bằng xã hội và mục tiêu hỗ trợ cho sự phát triển của thị trường vốn. Việc cân nhắc tác động của chính sách thuế đến hoạt động và sự phát triển của các DN giúp cho chính phủ không chỉ thu tạo mà còn nuôi dưỡng nguồn thu cho sự phát triển kinh tế - xã hội trong dài hạn.

- Đối với thuế TNCN: Thuế TNCN là một sắc thuế quan trọng có ý nghĩa lớn trong nguồn thu ngân sách của các quốc gia tiên tiến trên thế giới. Vì vậy, Chính phủ cần nghiên cứu xây dựng biểu thuế, phương pháp tính thuế một cách khoa học, để có thể đưa chính sách thuế TNCN trở thành một công cụ điều tiết vĩ mô trong phát triển kinh tế, định hướng cho chính sách tài chính DN hướng tới một cấu trúc vốn tối ưu. Trong bối cảnh nền kinh tế VN giai đoạn hiện nay, đối với cá nhân (tức là các cổ đông) nên đánh thuế tiêu dùng hơn là đánh thuế TN, để gia tăng tích lũy cho cá nhân, tăng tích lũy trong chính nội bộ nền kinh tế, tạo nội lực cho thị trường vốn. Vì thế, Chính phủ nên điều chỉnh chính sách thuế TNCN theo hướng tăng mức giảm trừ gia cảnh cho bản thân và cho người phụ thuộc theo sự gia tăng của lạm phát, giãn khoảng cách giữa các bậc thuế bằng cách nâng mức TN chịu thuế của từng bậc, bỏ bớt các bậc lẻ, chỉ giữ lại bậc 10%, 20%, 30%.

Thuế suất đánh trên lãi vốn cần được giảm để tương quan hợp lý với thuế suất đánh trên cổ tức hiện nay (5%) nhằm khuyến khích các cổ đông không nhận cổ tức mà giữ lại lợi nhuận trong công ty để tái đầu tư. Công ty sử dụng có hiệu quả nguồn TN giữ lại này sẽ làm gia tăng giá trị DN. Chính sách thuế TNDN cần được xây dựng trong mối liên hệ với chính sách thuế TNCN hướng đến tạo tích lũy cho cả công ty lẫn cổ đông, tạo điều kiện thuận lợi cho các công ty ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ là lợi nhuận giữ lại - như quan điểm của lý thuyết trật tự phân hạng.

Tóm lại, những kết quả nghiên cứu và giải pháp đề xuất hy vọng sẽ đem lại ý nghĩa thực tiễn cho các công ty VN cũng như các nhà hoạch định chính sách nhằm hướng tới sự phát triển bền vững của các DN nói riêng và nền kinh tế nói chung ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Chang, R. and G. Rhee (1990), The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions, *Financial Management* 19, 21-32.
2. Dharmapala, D. (2008), *The Impact of Taxes on Dividends and Corporate Financial Policy*, AEI Conference on "Tax policy lessons from the 2000's", Washington, DC.

3. Deesomsak, R. and Paudyal, K. and Pescetto, G. (2004), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region", *Journal of Multinational Financial management*, 14 (4-5). pp. 387-405
4. DeAngelo, H. and R. W. Masulis (1980), "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics* 8, 3-29.
5. Frank, M.Z. and V.K. Goyal (2007), *Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?*.
6. Givoly et al (1992), "Taxes and Capital Structure: Evidence from firms' Response to the Tax Reform Act of 1986", *Review of Financial Studies* 5, 331-355.
7. Graham, J.R.(1996), "Debt and the Marginal Tax Rate", *Journal of Financial Economics* 41, 41-73.
8. Graham, J.R.and A.L.Tucker (2006), "Tax Shelters and Corporate Debt Policy", *Journal of Financial Economics* 81, 563-594.
9. Miller, M. (1977), "Debt and Taxes: Presidential Address of Annual Meeting of American Finance Association", *Journal of Financial* 32, 261-297.
10. Modigliani, F. and Miller, M. (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction" *American Economic Review*, 53, 433-443.
11. Overesch, M. and D.Voeller (2008), "The Impact of Personal and Corporate Taxation on Capital Structure Choices", *Discussion Paper*, No 08-020.
12. GS. TS. Trần Ngọc Thơ (2005), *Tài chính DN hiện đại*, NXB Thống kê.
13. www.mof.gov.vn, www.sbv.gov.vn, www.gso.gov.vn, www.ssc.gov.vn, www.bidv.com.vn, www.hsx.vn, www.hnx.vn, www.hastc.org.vn, www.cophieu68.com, www.vietstock.vn, <http://www.economywatch.com/economic-statistics/United-States>, www.imf.org, www.adb.org.