

TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ THU NHẬP DOANH NGHIỆP LÊN CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Phan Thị Quốc Hương

Khoa Tài chính – Ngân hàng & Quản trị Kinh doanh, Trường Đại học Quy Nhơn

Email: phanquochuong@fbm.edu.vn

Ngày nhận: 9/12/2016

Ngày nhận bản sửa: 15/2/2017

Ngày duyệt đăng: 25/5/2017

Tóm tắt:

Bài viết này được thực hiện nhằm kiểm định tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 444 công ty cổ phần phi tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2008-2015 và phương pháp ước lượng theo mô hình hiệu ứng tác động cố định (FEM) có hiệu chỉnh sai số chuẩn. Kết quả kiểm định cho thấy thuế thu nhập doanh nghiệp có tác động lên cấu trúc của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam, thông qua tác động lên nợ dài hạn và nợ ngắn hạn. Ngoài ra, với vai trò là các biến kiểm soát, quy mô công ty, mức sinh lợi, tài sản hữu hình và rủi ro kinh doanh cũng được kiểm định có tác động lên cấu trúc vốn của các công ty trong mẫu nghiên cứu.

Từ khóa: Cấu trúc vốn, công ty cổ phần, thuế thu nhập doanh nghiệp.

The impact of corporate income tax on capital structure of listed firms in Vietnam

Abstract:

This study investigates the impact of corporate income tax on capital structure of listed firms in Vietnam, using data of 444 Vietnamese non-financial listed firms in the period 2008 to 2015. The fixed effect model (FEM) and robust standard error are utilized to get better estimators. The result indicates that corporate income tax provides significant impact on capital structure of Vietnamese listed firms which includes short-term debt and long-term debt. In addition, some control variables such as firm size, profitability, non-debt tax shield, tangible assets, and business risk also impact significantly on firms' capital structure.

Keywords: Capital structure; joint stock company; corporate income tax.

1. Đặt vấn đề

Đi tìm một cấu trúc vốn tối ưu và các yếu tố ảnh hưởng không chỉ là mối quan tâm hàng đầu của các nhà quản trị tài chính mà còn là đề tài thu hút số lượng lớn các nghiên cứu trên thế giới cả về mặt lý thuyết và thực nghiệm. Lý thuyết sơ khai về cấu trúc vốn hiện đại của công ty đã bắt đầu từ khá lâu với Lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani & Miller (1958 và 1963) (gọi tắt là lý thuyết M&M) và tiếp tục được phát triển bởi nhiều lý thuyết sau đó như: Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (The trade-off theory); Lý

thuyết trật tự phân hạng (The pecking order theory); Lý thuyết chi phí đại diện (The agency theory). Cùng với lý thuyết kết quả từ các nghiên cứu thực nghiệm đã cho thấy quyết định lựa chọn cấu trúc vốn không phải chỉ dựa trên các yếu tố phản ánh đặc trưng riêng của công ty (như quy mô, mức sinh lợi, cơ hội tăng trưởng, tài sản hữu hình, khả năng thanh toán...) mà còn bị ảnh hưởng bởi sự điều hành chính sách của chính phủ, khung luật pháp, tình hình kinh tế vĩ mô tại quốc gia mà công ty đó đang hoạt động.

Trong số các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn,

yếu tố chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp đã được các lý thuyết tài chính và nhiều nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới xác nhận có tác động đáng kể đến cấu trúc vốn của các công ty (Graham & cộng sự, 1998; Gordon & Lee, 2001; Dwenger & Steiner, 2014; Devereux & cộng sự, 2015). Tuy nhiên, ở Việt Nam, trên cơ sở tổng quan cho thấy còn khá ít các nghiên cứu được thực hiện nhằm nghiên cứu tác động riêng phần đối với thuế thu nhập doanh nghiệp lên cấu trúc vốn của các công ty, điển hình chỉ có hai nghiên cứu của Trần Tấn Hùng (2008) và Phan Thị Bích Nguyệt (2011).

Trong thời gian qua, chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp của Việt Nam đã nhiều lần chỉnh sửa theo hướng giảm xuống nhằm khuyến khích hoạt động kinh doanh của công ty. Vậy, liệu chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp của Việt Nam có gắn kết với việc hoạch định cấu trúc vốn từ đó tạo được động lực hoạt động của các công ty hay không? Đây là câu hỏi rất quan trọng vì nó đóng góp một phần vào việc đánh giá hiệu quả chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp của Việt Nam.

Xuất phát từ cơ sở trên, nghiên cứu này được thực hiện nhằm kiểm định tác động của yếu tố thuế thu nhập doanh nghiệp đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần nói chung và các công ty cổ phần niêm yết nói riêng tại Việt Nam. Các phần còn lại được kết cấu như sau: mục 2 trình bày cơ sở lý thuyết; mục 3 trình bày mô hình nghiên cứu; mục 4 trình bày dữ liệu và phương pháp nghiên cứu; kết quả nghiên cứu và kết luận sẽ được trình bày trong hai mục còn lại.

2. Cơ sở lý thuyết

Có rất nhiều lý thuyết được xây dựng nhằm lý giải cơ sở quyết định cấu trúc vốn tối ưu của công ty từ các yếu tố ảnh hưởng. Tuy nhiên, trong số đó chỉ có lý thuyết cấu trúc vốn của M&M và lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn của Myers (1977) có đề cập trực tiếp tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp đến cấu trúc vốn công ty. Theo M&M, việc sử dụng nợ đã đem lại lợi ích từ thuế và giá trị của công ty có sử dụng nợ vay bằng giá trị của công ty không sử dụng nợ vay cộng với giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay, do đó giá trị công ty càng cao khi mức sử dụng nợ càng cao. Không giống như lý thuyết cấu trúc vốn của M&M, lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn của Myers lại cho rằng các công ty sử dụng nợ sẽ được lợi từ lá chắn thuế từ lãi vay, nhưng sử dụng nợ làm phát sinh thêm chi phí kiệt quệ tài chính. Do vậy, công ty cần sử dụng cả nợ và vốn cổ

phần sao cho cân bằng được lợi ích từ lá chắn thuế và chi phí phá sản thì giá trị công ty sẽ cao nhất, và đó là cơ cấu vốn tối ưu.

Không chỉ được nghiên cứu trên phương diện lý thuyết, tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp đến cấu trúc vốn trong mối liên hệ với giá trị công ty còn được xem xét bằng các nghiên cứu thực nghiệm. Graham & cộng sự (1998) khám phá mối liên hệ giữa đòn bẩy tài chính và các mức thuế suất biên tế. Theo kết quả nghiên cứu, mức thuế suất của 3 loại thuế thu nhập trong mô hình của Miller có ảnh hưởng đến việc lựa chọn giữa tài trợ bằng vốn cổ phần và tài trợ bằng nợ. Bằng cách sử dụng số liệu thống kê theo thời gian của tất cả các tập đoàn tại Hoa Kỳ trong 40 năm (từ 1954 đến 1995), Gordon & Lee (2001) nghiên cứu ảnh hưởng của thuế thu nhập doanh nghiệp đến chính sách nợ của các công ty. Kết quả nghiên cứu cho thấy thuế thu nhập doanh nghiệp có ảnh hưởng đến việc quyết định cơ cấu vốn của các công ty nghiên cứu, đặc biệt, chính sách nợ của các công ty có quy mô khác nhau có phản ứng khác nhau với sự thay đổi của thuế thu nhập doanh nghiệp.

Để ước tính ảnh hưởng của thuế thu nhập doanh nghiệp đến đòn bẩy tài chính của các tập đoàn, Dwenger & Steiner (2014) đã sử dụng dữ liệu bảng từ số liệu khai báo thuế của các công ty trong giai đoạn 1998-2001. Kết quả kiểm định cho thấy các mức thuế suất cận biên có tác động thuận chiều đáng kể về mặt thống kê đến đòn bẩy tài chính của các công ty. Trong một nghiên cứu gần đây nhất về tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp lên cấu trúc vốn, Devereux & cộng sự (2015) đã sử dụng kết hợp dữ liệu khai báo thuế và báo cáo tài chính của các công ty Anh trong các năm 2001-2002 và 2009-2010. Theo kết quả kiểm định theo phương pháp moment tổng quát (GMM), thuế thu nhập doanh nghiệp tác động lâu dài cùng chiều đến đòn bẩy tài chính của các công ty.

Đối với Việt Nam, hiện có rất ít các nghiên cứu về vấn đề này, điển hình chỉ có hai nghiên cứu của Trần Tấn Hùng (2008) và Phan Thị Bích Nguyệt (2011). Mặc dù các tác giả đã đạt được một số thành công nhất định nhưng phương pháp thực hiện cho việc nghiên cứu vẫn còn nhiều hạn chế nên có thể dẫn đến kết quả kiểm định không đáng tin cậy và kết quả ước lượng không hiệu quả. Cụ thể, trong nghiên cứu của Trần Tấn Hùng, tác giả chỉ so sánh số liệu rời rạc của một số công ty điển hình để từ đó xác định mối

quan hệ tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp đến cấu trúc vốn của các công ty nghiên cứu, và trong nghiên cứu của Phan Thị Bích Nguyệt, tác giả chỉ mới dừng lại hồi quy theo mô hình OLS mà chưa thực hiện các kiểm định về vi phạm của mô hình.

3. Mô hình nghiên cứu

3.1. Biến phụ thuộc: Cấu trúc vốn của các công ty

Cấu trúc vốn mô tả cách thức công ty bố trí nguồn tài chính thông qua phương án kết hợp giữa việc sử dụng nợ vay và vốn chủ sở hữu. Mặt khác, đòn bẩy tài chính hàm ý tỷ lệ nợ vay mà công ty sử dụng nên nó thể hiện cấu trúc vốn của công ty. Chính vì vậy, đòn bẩy tài chính sẽ được dùng làm biến phụ thuộc Y_{it} (là tỷ lệ nợ của công ty i trong năm t) trong mô hình nhằm phản ánh cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam. Theo đó, tỷ lệ nợ của công ty được xem xét trong ba trường hợp: tỷ số tổng nợ/tổng nguồn vốn (ký hiệu LEV); tỷ số nợ dài hạn /tổng nguồn vốn (ký hiệu LTD); tỷ số nợ ngắn hạn /tổng nguồn vốn (ký hiệu STD). Cách sử dụng biến phụ thuộc được đo lường bởi cả 3 chỉ tiêu trên là dựa vào các nghiên cứu trước (Nguyen & cộng sự, 2012; Titman & Wessels, 1988; Fauzi & cộng sự, 2013; Handoo & Sharma, 2014).

3.2. Biến tác động: Thuế thu nhập doanh nghiệp

Theo lý thuyết M&M và lý thuyết đánh đổi, nhằm gia tăng giá trị các công ty có thể tận dụng lợi ích lá chắn thuế thu nhập doanh nghiệp từ lãi vay. Điều này phản ánh mối tương quan tỷ lệ thuận giữa thuế thu nhập doanh nghiệp và nợ của công ty. Ngoài ra, hầu hết trong các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy thuế thu nhập doanh nghiệp có ảnh hưởng đáng kể lên sự lựa chọn cấu trúc vốn của các công ty (Graham & cộng sự, 1998; Gordon & Lee, 2001; Dwenger & Steiner, 2014; Devereux & cộng sự, 2015). Từ cơ sở tổng quan, mối quan hệ giữa thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp hiệu lực và cấu trúc vốn của các công ty được kỳ vọng là thuận chiều.

3.3. Các biến kiểm soát

3.3.1. Quy mô công ty

Quan hệ giữa quy mô công ty và tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn được xác định theo hai chiều hướng trái ngược nhau. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, các công ty có quy mô lớn thường có danh tiếng và có thời gian hoạt động dài nên có khuynh hướng sử dụng vốn cổ phần nhiều hơn nhằm đảm bảo quyền kiểm soát cho các cổ đông. Ngược lại, theo lý thuyết đánh đổi và lý thuyết chi phí đại diện thì quy mô

công ty lại có tương quan thuận chiều với tỷ lệ nợ của các công ty, bởi vì việc sử dụng nợ sẽ giúp cho các cổ đông kiểm soát hành vi của các nhà quản lý tốt hơn.

3.3.2. Mức sinh lợi

Về mặt lý thuyết, mối quan hệ giữa mức sinh lợi và tỷ lệ nợ không được xác định thống nhất. Theo lý thuyết đánh đổi, mức sinh lợi của công ty cao làm cho các trái chủ ít phải chịu rủi ro nên họ sẽ sẵn sàng tăng nợ, hơn nữa, lợi ích của lá chắn thuế sẽ khiến các giám đốc tài chính sử dụng nhiều nợ vay hơn. Cùng một nhận định, lý thuyết chi phí đại diện cho rằng các công ty có lợi nhuận nhiều hơn sẽ có xu hướng phát hành nợ nhiều hơn để ngăn chặn các nhà quản lý sử dụng tiền mặt kém hiệu quả (Jensen, 1986). Tuy nhiên, theo lý thuyết trật tự phân hạng, các quyết định tài trợ của công ty thường ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ hơn là nợ.

3.3.3. Triển vọng tăng trưởng

Cũng giống như quy mô công ty, xu hướng tác động của triển vọng tăng trưởng đến tỷ lệ nợ của các công ty vẫn chưa có sự thống nhất. Theo lý thuyết đánh đổi, các công ty có nhiều cơ hội phát triển hơn thường phải đối đầu với chi phí kiệt quệ tài chính cao hơn. Tương tự, dựa vào lý thuyết chi phí đại diện thì các cổ đông thường có xu hướng không muốn chia sẻ lợi ích cho các chủ nợ, do đó các công ty có tốc độ tăng trưởng cao sẽ duy trì mức nợ thấp. Các lập luận này giải thích cho mối tương quan âm (-) giữa tốc độ tăng trưởng của công ty và tỷ lệ nợ. Ở một phương diện khác, lý thuyết trật tự phân hạng lại cho rằng các công ty có tốc độ tăng trưởng cao thường có nhu cầu vốn để đầu tư nhiều hơn và vay vốn là cách thức tài trợ quan trọng, hay tỷ lệ nợ có mối tương quan thuận (+) với tốc độ tăng trưởng.

3.3.4. Tài sản hữu hình

Về mặt lý thuyết, quan hệ giữa tài sản hữu hình và tỷ lệ nợ cũng được xác định theo hai hướng trái ngược nhau. Theo lý thuyết đánh đổi, tài sản hữu hình lớn là căn cứ quan trọng cho phép các công ty có cơ hội tiếp cận với nguồn vốn vay. Trái lại, lý thuyết chi phí đại diện lại lập luận các công ty có tài sản hữu hình nhiều hơn sẽ có chi phí đại diện giữa nhà quản lý và các cổ đông ít hơn (Jensen, 1986), do đó các công ty này có xu hướng vay nợ ít hơn. Ngoài ra, theo lý thuyết trật tự phân hạng các công ty có tài sản hữu hình lớn sẽ duy trì mức nợ ít hơn vì thường gánh chịu chi phí về bất đối xứng thông tin và chi phí phát hành cổ phiếu thấp hơn.

3.3.5. Rủi ro kinh doanh

Theo lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn và lý thuyết trật tự phân hạng, các công ty có biến động về thu nhập cao sẽ phải đối mặt với rủi ro lớn hơn trong chi trả nợ vay và có thể phát sinh chi phí kiệt quệ tài chính. Do đó, các công ty này có xu hướng vay nợ ít hơn và tập trung vào nguồn vốn nội bộ. Điều này cho thấy một mối quan hệ nghịch chiều giữa rủi ro kinh doanh và cấu trúc vốn của các công ty. Trái lại, theo lý thuyết chi phí đại diện, các công ty có rủi ro kinh doanh nhiều hơn sẽ gia tăng chi phí đại diện giữa nhà quản lý và các cổ đông (Jensen, 1986), vì vậy các công ty này có xu hướng vay nợ nhiều hơn để kiểm soát các nhà quản lý.

Bảng 1 trình bày cách xác định và dấu tác động kỳ vọng của thuế thu nhập doanh nghiệp và các biến

kiểm soát trong mô hình đối với cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam.

Tương ứng với 3 biến phụ thuộc ta có ba mô hình nghiên cứu tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam là:

Mô hình 1:

$$LEV_{i,t} = a_0 + a_1 \cdot TAX_{i,t} + a_2 \cdot \log SIZE_{i,t} + a_3 \cdot PROFIT_{i,t} + a_4 \cdot GROW_{i,t} + a_5 \cdot TANG_{i,t} + a_6 \cdot RISK_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Mô hình 2:

$$LTD_{i,t} = b_0 + b_1 \cdot TAX_{i,t} + b_2 \cdot \log SIZE_{i,t} + b_3 \cdot PROFIT_{i,t} + b_4 \cdot GROW_{i,t} + b_5 \cdot TANG_{i,t} + b_6 \cdot RISK_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Mô hình 3:

$$STD_{i,t} = c_0 + c_1 \cdot TAX_{i,t} + c_2 \cdot \log SIZE_{i,t} + c_3 \cdot PROFIT_{i,t} + c_4 \cdot GROW_{i,t} + c_5 \cdot TANG_{i,t} + c_6 \cdot RISK_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Bảng 1: Định nghĩa các yếu tố trong mô hình nghiên cứu

Yếu tố	Cách tính	Dấu tác động kỳ vọng	Tên biến	Tham khảo cách tính các biến ở các nghiên cứu
Biến nghiên cứu chính				
Thuế	Thuế thu nhập doanh nghiệp / Tổng lợi nhuận trước thuế	+	TAX	Graham & cộng sự (1998), Gordon & Lee (2001), Dwenger & Steiner (2014), Devereux & cộng sự (2015).
Các biến kiểm soát				
Quy mô	log Tổng tài sản	+/-	logSIZE	Titman & Wessels (1988), Chakraborty (2010), Temimi & cộng sự (2016).
Mức sinh lợi	Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao / Tổng tài sản bình quân	+/-	PROFIT	Titman & Wessels (1988); Chakraborty (2010), Temimi & cộng sự (2016).
Triển vọng tăng trưởng	Phần trăm thay đổi tổng tài sản	+/-	GROW	Titman & Wessels (1988); Chakraborty (2010), Handoo & Sharma (2014), Temimi & cộng sự (2016).
Tài sản hữu hình	Tỷ lệ tài sản cố định / Tổng tài sản	+/-	TANG	Titman & Wessels (1988); Chakraborty (2010), Handoo & Sharma (2014), Temimi & cộng sự (2016)
Rủi ro kinh doanh	Độ lệch chuẩn của Lợi nhuận trước thuế và lãi vay / Tổng tài sản	+/-	RISK	Pandey (2001)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến trong các mô hình

Các biến	Đơn vị tính	Số quan sát	Giá trị trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
LEV	(%)	3547	51,096	0,262	99,265	22,182
LTD	(%)	3547	10,318	0,000	74,598	14,232
STD	(%)	3547	40,778	0,262	98,775	20,960
TAX	(%)	3547	19,651	0,000	1.353,217	29,789
SIZE	Triệu VND	3547	1.410.000	3.160	146.000.000	4.400.000
PROFIT	(%)	3547	33,346	-32,466	325,610	29,286
GROW	(%)	3547	82,522	-94,821	146.370,300	2.644,322
TANG	(%)	3547	26,574	0,000	97,792	21,264
RISK	(%)	3547	256,172	0,320	14.809,190	520,564

Nguồn: Tính toán của tác giả

Trong đó:

a_j, b_j, c_j với $j = 0 \dots 6$ là các hệ số hồi quy tương ứng của mô hình 1, 2 và 3.

$\varepsilon_{i,t}$: Sai số ngẫu nhiên.

4. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

4.1. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu bao gồm 444 công ty cổ phần phi tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong khoảng thời gian 2008-2015. Dữ liệu thống kê được thu thập từ các bảng báo cáo tài chính của các công ty. Việc lựa chọn giai đoạn 2008-2015 được lý giải dựa trên hai cơ sở: thứ nhất, Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp tại Việt Nam được chỉnh sửa vào năm 2009 nên giai đoạn 2008-2015 sẽ cho phép nghiên cứu tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam ở cả trước và sau khi có sự sửa đổi này, do đó sẽ có thể đánh giá toàn diện và khách quan hơn; hai là, số liệu được thu thập đến năm 2015 nên sẽ mang tính cập nhật.

4.2. Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu sử dụng cho nghiên cứu là dữ liệu bảng cân đối của 444 công ty trong giai đoạn 2008-2015. Do đó, đầu tiên hồi quy theo 3 phương pháp đối với dữ liệu bảng cân đối là: phương pháp bình phương nhỏ nhất (pooled OLS), phương pháp ước lượng theo mô hình tác động cố định (FEM) và phương pháp ước lượng theo mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Tiếp theo, để lựa chọn phương pháp ước lượng phù hợp với dữ liệu nghiên cứu, các kiểm định sẽ được thực hiện như: kiểm định F test để lựa chọn

giữa pooled OLS và FEM, kiểm định LM (Breusch-Pagan Lagrange Multiplier) giữa pooled OLS và REM, và kiểm định Hausman giữa FEM và REM.

Sau khi kiểm định, phương pháp FEM được xác định phù hợp với dữ liệu mẫu. Tuy nhiên, kết quả kiểm định tự tương quan và kiểm định phương sai sai số thay đổi đối với mô hình ước lượng theo phương pháp này đều đưa ra kết quả vi phạm, do vậy, cần tiến hành điều chỉnh sai số chuẩn theo phương pháp hồi quy FEM nhằm đạt được ước lượng hiệu quả, vững, không chệch và kết quả kiểm định đáng tin cậy.

5. Kết quả nghiên cứu

5.1. Thống kê mô tả các biến

Từ kết quả Bảng 2, trung bình trong giai đoạn 2008-2015 cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam tương ứng theo các chỉ tiêu tỷ lệ tổng nợ (LEV), tỷ lệ nợ dài hạn (LTD) và tỷ lệ nợ ngắn hạn (STD) là: 51,1%, 10,32% và 40,78%. Như vậy, cơ cấu nguồn vốn của các công ty này nghiêng về nợ là chủ yếu, trong đó nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng rất cao (chiếm 79,75% tổng nợ). Đối với thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp hiệu lực (TAX), trung bình thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp hiệu lực của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2008-2015 là 19,65%. Giá trị thuế suất thấp nhất là 0% (áp dụng đối với các công ty có lợi nhuận kế toán trước thuế có giá trị bằng 0 hoặc giá trị âm). Đối với các biến kiểm soát, giá trị tổng tài sản (SIZE) trung bình của các công ty là 1.410.000 triệu VND, tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (PROFIT) trung bình của công ty được xác định là 33,35%, triển vọng tăng trưởng của các công ty (GROW) trung bình là 82,52%, tỷ trọng tài sản cố

Bảng 3: Bảng ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong các mô hình

	LEV	LTD	STD	TAX	SIZE	PROFIT	GROW	TANG	RISK	VIF
TAX	0,074*	0,023	0,062*	1,000						1,01
SIZE	0,334*	0,361*	0,108*	0,048*	1,000					1,69
PROFIT	-0,233*	-0,027	-0,228*	-0,040*	-0,181*	1,000				1,14
GROW	-0,013	0,000	-0,014	0,007	0,007	0,006	1,000			1,00
TANG	-0,044*	0,429*	-0,338*	-0,038*	0,002	0,300*	0,007	1,000		1,10
RISK	-0,245*	-0,177*	-0,140*	-0,009	-0,629*	0,145*	-0,009	0,008	1,000	1,66

*: có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa < 5%

Nguồn: Tính toán của tác giả

định trong tổng tài sản (TANG) của các công ty có giá trị trung bình là 26,57%. Cuối cùng, liên quan đến rủi ro kinh doanh (được xác định bằng độ lệch chuẩn của lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên tổng tài sản – RISK) có giá trị trung bình là 256,2%.

Đối với số quan sát, dựa trên dữ liệu ban đầu của 444 công ty trong giai đoạn 2008-2015 nên sẽ có 3552 quan sát. Theo như công thức xác định, biến TAX bằng thuế thu nhập doanh nghiệp chia cho tổng lợi nhuận kế toán trước thuế. Vì trong mẫu nghiên cứu có 5 quan sát có giá trị tổng lợi nhuận kế toán trước thuế bằng 0 nên tương ứng với các quan sát này biến TAX không xác định được và các biến khác cũng bị loại theo, do đó tổng số quan sát của các biến lúc này chỉ còn lại là 3547.

5.2. Hệ số tương quan giữa các biến

Từ bảng 3, kết quả kiểm định tại mức ý nghĩa 5% cho thấy thuế thu nhập doanh nghiệp hiệu lực (TAX) có ảnh hưởng đến tỷ lệ tổng nợ (LEV) và tỷ lệ nợ ngắn hạn (STD) nhưng lại không ảnh hưởng đến tỷ lệ nợ dài hạn (LTD). Đối với các biến kiểm soát đưa

vào mô hình, chỉ có duy nhất biến triển vọng tăng trưởng lại được kiểm định không tác động lên cấu trúc vốn của các công ty tại mức ý nghĩa 5%. Ngoài ra, khi xét về dấu của các hệ số tương quan của 6 biến này với biến phụ thuộc cho thấy tất cả các biến này đều có dấu như kỳ vọng. Đối với các biến độc lập, khi xem xét kết quả kiểm định về hệ số tương quan tại mức ý nghĩa 5% thì hầu hết các biến đều được kiểm định có tương quan với nhau nhưng hệ số tương quan tương đối thấp (nhỏ hơn 0,5). Ngoài ra, hệ số lạm phát phương sai (variance-inflation factor - VIF) đối với các biến độc lập trong mô hình đều có giá trị nhỏ hơn 2 nên theo quy tắc kinh nghiệm không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến hoàn hảo giữa các biến độc lập trong mô hình.

5.3. Kết quả hồi quy

Từ kết quả hồi quy 3 mô hình theo 3 phương pháp pooled OLS, FEM và REM cũng như các kiểm định có liên quan: kiểm định F test, kiểm định LM và kiểm định Hausman thì kết quả hồi quy theo mô hình FEM được xác định là phù hợp với dữ liệu nghiên

Bảng 4: Kết quả hồi quy theo FEM có hiệu chỉnh sai số chuẩn đối với 3 mô hình

	Mô hình 1		Mô hình 2		Mô hình 3	
	Hệ số	Sai số chuẩn hiệu chỉnh	Hệ số	Sai số chuẩn hiệu chỉnh	Hệ số	Sai số chuẩn hiệu chỉnh
TAX	-0.0022	0.0042	-0.0085**	0.0034	0.0064*	0.0036
SIZE	0.0778***	0.0095	0.0441***	0.0074	0.0337***	0.0106
PROFIT	-0.1988***	0.0385	-0.1169***	0.0233	-0.0819***	0.0279
GROW	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001
TANG	0.0802**	0.0323	0.1792***	0.0284	-0.0990***	0.0361
RISK	0.0048***	0.0008	0.0019***	0.0007	0.0030***	0.0010
Số quan sát	3547		3547		3547	
F(6, 443)	29.40		17.74		6.52	
Prob > F	0.0000		0.0000		0.0000	

*Nếu $P_{value} < 10\%$; **Nếu $P_{value} < 5\%$; ***Nếu $P_{value} < 1\%$

Nguồn: Tính toán của tác giả

cứu nhất. Ngoài ra, nhằm đạt được ước lượng hiệu quả, vững và không chệch cũng như kết quả kiểm định các hệ số hồi quy có độ tin cậy cao cần phải kiểm định các vi phạm về hiện tượng tự tương quan và phương sai thay đổi đối với kết quả ước lượng theo mô hình FEM. Theo kết quả kiểm định của Wooldridge về hiện tượng tự tương quan và kiểm định Wald về hiện tượng phương sai thay đổi đối với các mô hình đều có giá trị $P_{value} = 0,000 < 1\%$ nên đủ cơ sở để bác bỏ giả thuyết H_0 , hay kết quả ước lượng theo FEM đối với cả 3 mô hình đều có tồn tại hiện tượng tự tương quan và hiện tượng phương sai thay đổi. Nhằm khắc phục các vi phạm này, việc hiệu chỉnh sai số chuẩn theo mô hình FEM được thực hiện. Bảng 4 phản ánh kết quả hồi quy theo mô hình FEM sau khi hiệu chỉnh sai số chuẩn.

5.3.1. Tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam

- *Đối với tỷ lệ tổng nợ trên tổng nguồn vốn:* kết quả kiểm định tại mức ý nghĩa 10% không cho thấy có tồn tại tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp lên tỷ lệ tổng nợ trên tổng nguồn vốn. Kết quả kiểm định này tương tự như kết quả được tìm thấy trong nghiên cứu của Phan Thị Bích Nguyệt (2011), Nguyen & Nguyen (2015) và ngược với các nghiên cứu của Biger & cộng sự (2008), Lê Đạt Chí (2013) tại Việt Nam.

- *Đối với tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn:* thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành được kiểm định có tác động lên tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn tại mức ý nghĩa 5%. Dấu hệ số beta trong trường hợp này âm, ngược với dấu kỳ vọng về mặt lý thuyết. Theo đó, khi thuế suất thu nhập doanh nghiệp hiện hành tăng lên các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam có xu hướng giảm nợ vay dài hạn. Cụ thể, nếu thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành tăng lên 1% làm tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn của các công ty giảm 0,0085%. Hầu như các nghiên cứu tại Việt Nam trước đây chỉ sử dụng tỷ lệ tổng nợ trên tài sản làm biến đại diện cho cấu trúc của các công ty nên trong trường hợp này không có cơ sở để so sánh kết quả về tác động thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp lên tỷ lệ nợ dài hạn vừa tìm thấy.

- *Đối với tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nguồn vốn:* kết quả kiểm định bảng 4 cho thấy thuế thu nhập doanh nghiệp có tác động thuận chiều lên tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nguồn vốn, tuy nhiên tại mức ý nghĩa rất cao là 10%, cụ thể khi thuế suất thuế thu

nhập doanh nghiệp tăng lên 1% thì tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nguồn vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam sẽ tăng 0,0064%.

5.3.2. Tác động của các biện pháp kiểm soát đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam

- *Đối với quy mô công ty:* trong cả 3 mô hình quy mô công ty đều được kiểm định có tác động thuận chiều lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam tại mức ý nghĩa rất nhỏ (1%). Kết quả này giống như kết quả trong nghiên cứu của Biger & cộng sự (2008), Nguyen & Nguyen (2011), Nguyen & cộng sự (2012), Vũ Thị Ngọc Lan & Nguyễn Tiến Dũng (2013), Nguyen & Nguyen (2015), Truong & Nguyen (2016). Tuy nhiên, trong các nghiên cứu khác của Phan Thị Bích Nguyệt (2011), Lê Đạt Chí (2013), Phạm Tiến Minh & Nguyễn Tiến Dũng (2015) lại cho thấy quy mô công ty không có tác động lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần tại Việt Nam.

- *Đối với mức sinh lợi công ty:* kết quả kiểm định tại mức ý nghĩa 1% cho thấy mức sinh lợi có tác động đến cả 3 chỉ tiêu đo lường cấu trúc vốn, do đó hoàn toàn có cơ sở vững chắc để kết luận mức sinh lợi có tác động lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam. Xu hướng tác động được xác định là ngược chiều. Xu hướng tác động ngược chiều giữa mức sinh lợi và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần tại Việt Nam cũng được tìm thấy trong các nghiên cứu trước như: Biger & cộng sự (2008), Phan Thị Bích Nguyệt (2011), Nguyen & cộng sự (2012), Lê Đạt Chí (2013), Phạm Tiến Minh & Nguyễn Tiến Dũng (2015), Nguyen & Nguyen (2015), Truong & Nguyen (2016).

- *Đối với triển vọng tăng trưởng công ty:* ở mô hình 1, 2 và 3, kết quả kiểm định cho thấy không tồn tại mối quan hệ tác động của triển vọng tăng trưởng đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam. Kết quả kiểm định này hoàn toàn khác với các nghiên cứu khác của Biger & cộng sự (2008), Nguyen & cộng sự (2012), Phạm Tiến Minh & Nguyễn Tiến Dũng (2015).

- *Đối với tài sản hữu hình công ty:* Từ kết quả bảng 4 tài sản hữu hình được kiểm định có tác động lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam tại mức ý nghĩa 1%. Tuy nhiên, khác với các biện pháp kiểm soát khác xu hướng tác động của tài sản hữu hình đối với 3 biến này không có sự thống nhất. Nếu như đối với tỷ lệ tổng nợ và tỷ lệ nợ dài

hạn tài sản hữu hình có tác động thuận chiều thì đối với tỷ lệ nợ ngắn hạn tài sản hữu hình lại có tác động nghịch chiều. Cùng một cách tiếp cận đối với các biến đại diện cho cấu trúc vốn, theo kết quả nghiên cứu của Nguyen & cộng sự (2012) tài sản hữu hình tác động nghịch chiều đối với tỷ lệ nợ dài hạn nhưng lại tác động thuận chiều đối với tỷ lệ nợ ngắn hạn. Trong nghiên cứu khác đối với Việt Nam (xem Vũ Thị Ngọc Lan & Nguyễn Tiến Dũng, 2013; Lê Đạt Chí, 2013; Phạm Tiến Minh & Nguyễn Tiến Dũng, 2015) tài sản hữu hình được kiểm định không có tác động lên cấu trúc vốn của các công ty.

- *Đối với rủi ro kinh doanh*: Tại mức ý nghĩa 1% rủi ro kinh doanh được kiểm định có tác động đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam. Xu hướng tác động của rủi ro kinh doanh lên cấu trúc vốn của các công ty là thuận chiều và xu hướng này xảy ra đối với cả 3 chỉ tiêu cấu trúc vốn. Như vậy, khi rủi ro kinh doanh cao các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam có sẽ có xu hướng sử dụng nợ nhiều hơn và ngược lại. Kết quả này hoàn toàn ngược lại với các nghiên cứu khác tại Việt Nam trước đó (xem Nguyen & Nguyen, 2011; Vũ Thị Ngọc Lan & Nguyễn Tiến Dũng, 2013; Phạm Tiến Minh & Nguyễn Tiến Dũng, 2015; Nguyen & Nguyen, 2015).

6. Kết luận

Trên cơ sở kết quả hồi quy theo FEM có hiệu chỉnh sai số chuẩn đối với 3 mô hình có thể rút ra một số kết luận như sau:

Thuế thu nhập doanh nghiệp có tác động đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam, trong đó thuế thu nhập doanh nghiệp tác động nghịch chiều đối với nợ dài hạn và tác động thuận

chiều đối với nợ ngắn hạn.

Đối với các biến kiểm soát, trong số các biến đưa vào mô hình thì chỉ duy nhất biến triển vọng tăng trưởng được kiểm định không có tác động lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam. Xu hướng tác động thuận chiều lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam được tìm thấy ở biến quy mô và rủi ro kinh doanh, trong khi đó mức sinh lợi lại tác động ngược chiều lên cấu trúc vốn của các công ty. Mặc dù tài sản hữu hình được xác định có tác động lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam nhưng xu hướng tác động không thống nhất giữa các chỉ tiêu.

So sánh kết quả đạt được trong nghiên cứu này với kết quả các nghiên cứu trước đây tại Việt Nam về tác động thuế thu nhập doanh nghiệp lên cấu trúc vốn cũng như các nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng cấu trúc vốn của các công ty cổ phần cho thấy chưa có sự đồng thuận. Điều này xuất phát từ sự khác biệt trong biến đo lường, dữ liệu, phương pháp nghiên cứu được sử dụng. Tuy vậy, trong nghiên cứu này bằng cách sử dụng bộ số liệu của phần đông các công ty cổ phần niêm yết trong thời gian gần nhất nên dữ liệu có tính đại diện và cập nhật. Mặt khác, bằng cách sử dụng phương pháp hồi quy phù hợp với dữ liệu cũng như khắc phục được các vi phạm trong mô hình nên chúng tôi kỳ vọng kết quả trong nghiên cứu này sẽ có độ tin cậy cao làm cơ sở cho việc hoàn thiện chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp tại Việt Nam trong thời gian tới nhằm tạo điều kiện tốt nhất đối với hoạt động kinh doanh của các công ty cổ phần nói chung và các công ty cổ phần niêm yết nói riêng tại Việt Nam.

Tài liệu tham khảo

- Biger, N., Nguyen, N.V. & Hoang, Q.X. (2008), 'The determinants of capital structure: evidence from Vietnam', *Asia-Pacific Financial Markets: Integration, Innovation and Challenges International Finance Review*, 8, 307-326.
- Chakraborty, I. (2010), 'Capital structure in an emerging stock market: The case of India', *Research in International Business and Finance*, 24, 295-314.
- Devereux, M.P., Maffini, G. & Xing, J. (2015), *Corporate tax incentives and capital structure: empirical evidence from UK tax returns*, Oxford University Centre for Business Taxation Working Paper 15/07.
- Dwengcr, N. & Steiner, V. (2014), 'Financial leverage and corporate taxation: Evidence from German corporate tax return data', *International Tax and Public Finance*, 21(1), 1-28.
- Fauzi, F., Abdul, B. & Idris, M. (2013), 'The determinants of capital structure: An empirical study of New Zealand listed firms', *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2), 1-21.
- Gordon, R.H. & Lee, Y. (2001), 'Do taxes affect corporate debt policy? Evidence from U.S. corporate tax return data', *Journal of Public Economics*, 82(2), 195-224.

- Graham, J.R., Lemmon, M.L., & Schallheim, J.S. (1998), 'Debt, Leases, Taxes, and the Endogeneity of Corporate Tax Status', *The Journal of Finance*, 53(1), 131-162.
- Handoo, A. & Sharma, K. (2014), 'A study on determinants of capital structure in India', *IIMB Management Review*, 26, 170-182.
- Jensen, M. (1986), 'Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers', *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Lê Đạt Chí (2013), 'Các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản trị tài chính tại Việt Nam', *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*, 9(19), 22-28.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958), 'The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment', *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1963), 'Corporate income taxes and the cost of capital, a correction', *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S.C. (1977), 'Determinants of Corporate Borrowing', *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Nguyen, D., Diaz-Rainey, I. & Gregoriou, A. (2012), 'Financial Development and the determinants of Capital Structure in Vietnam', *Social Science Research Network*, DOI: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2014834>>.
- Nguyen, Thanh Cuong & Nguyen, Hong Thang (2015), 'Firm Characteristics and Capital structure Decision: Evidence from Seafood Processing Enterprises in the South Central Region of Vietnam', *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(8), 69-84.
- Nguyen, Thi Canh & Nguyen, Thanh Cuong (2011), 'The determinants of capital structure for Vietnam's seafood processing enterprises', *Science & Technology Development*, 14(Q1), 28-54.
- Phạm Tiến Minh & Nguyễn Tiến Dũng (2015), 'Các nhân tố ảnh hưởng cấu trúc vốn từ mô hình tĩnh đến mô hình động: Nghiên cứu trong ngành bất động sản Việt Nam', *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 26(6), 58-74.
- Pandey, I.M. (2001), *Capital Structure and the Firm Characteristics: Evidence from an Emerging Market*, Working Paper, Indian Institute of Management, Ahmedabad, India.
- Phan Thị Bích Nguyệt (2011), 'Tác động của hệ thống thuế thu nhập đến cấu trúc vốn các công ty cổ phần Việt Nam', *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 247, 23-30.
- Temimi, A., Zeitun R., & Mimouni, K. (2016), 'How does the tax status of the country impact capital structure? Evidence from the GCC region', *Journal of Multinational Financial Management*, 37-38, 71-89.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988), 'The determinants of capital structure choice', *Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Trần Tấn Hùng (2008), 'Tác động của thuế thu nhập đến cấu trúc vốn ở công ty cổ phần niêm yết của Việt Nam', luận văn thạc sĩ kinh tế, Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.
- Truong, Hong Trinh & Nguyen, Thao Phuong (2016), 'Effects of Financial Crisis on Capital Structure of Listed Firms in Vietnam', *International Journal of Financial Research*, 7(1), 66-74.
- Vũ Thị Ngọc Lan & Nguyễn Tiến Dũng (2013), 'Các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp tại Tập đoàn Dầu khí Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 193, 23-28.