



## TAX SHIELD, FINANCING DECISION AND COMPANY VALUE: EVIDENCE IN VIETNAM

Tran Thi Muoi<sup>1\*</sup>, Nguyen Thi Hong Minh<sup>1</sup>, Nguyen Thi Hong Thuy<sup>1</sup>, Tran Thi Hong Thi<sup>1</sup>,  
Phan Ha Thanh Nha<sup>1</sup>, Pham Hoang Nhan<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Saigon Technology University

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>DOI: 10.52932/jfm.vi68.268</p> <p><i>Received:</i> December 13, 2021</p> <p><i>Accepted:</i> February 16, 2022</p> <p><i>Published:</i> April 25, 2022</p> <p><b>Keywords:</b> Tax Shield; Financing Decision; Company Value; Interest Expense; Dividend Policy.</p>	<p>Based on the model of Fama-French (1998), the authors applied the method of general least squares estimation on panel data to study the relationship between tax shield, financing decision and company value. The research sample includes 295 companies listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE) in the period 2006-2019. Research results obtained: (i) High corporate income tax related to loans will reduce the company value; and low personal income tax, high dividend policy - low retained earnings, then the company will borrow and the company value increases; (ii) Loan financing decisions and dividend policies of companies listed on HOSE were unstable during the research period. The difference of this study compared with previous studies in Vietnam is to apply Fama-French (1998) model to indirectly analyze the impact of corporate and personal income tax policies to financing decisions through the value of Vietnam companies listed on HOSE.</p>

\*Corresponding author:

Email: [tran.muoi2@gmail.com](mailto:tran.muoi2@gmail.com)



## TẮM CHẶN THUẾ THU NHẬP, QUYẾT ĐỊNH TÀI TRỢ, VÀ GIÁ TRỊ CÔNG TY: BẰNG CHỨNG TẠI VIỆT NAM

Trần Thị Mười<sup>1\*</sup>, Nguyễn Thị Hồng Minh<sup>1</sup>, Nguyễn Thị Hồng Thủy<sup>1</sup>, Trần Thị Hồng Thi<sup>1</sup>,  
Phan Hà Thanh Nhã<sup>1</sup>, Phạm Hoàng Nhân<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Trường Đại học Công Nghệ Sài Gòn

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p>DOI: 10.52932/jfm.vi68.268</p> <p>Ngày nhận: 13/12/2021</p> <p>Ngày nhận lại: 16/02/2022</p> <p>Ngày đăng: 25/04/2022</p> <p><b>Từ khóa:</b> Tầm chắn thuế; Quyết định tài trợ; Giá trị công ty; Chi phí lãi vay; Chính sách cổ tức.</p>	<p>Dựa vào mô hình của Fama-French (1998), nhóm tác giả áp dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát trên dữ liệu bảng để nghiên cứu mối quan hệ giữa tầm chắn thuế, quyết định tài trợ và giá trị công ty. Mẫu nghiên cứu gồm 295 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn 2006-2019. Kết quả nghiên cứu: (i) Thuế thu nhập doanh nghiệp cao liên quan đến vốn vay sẽ làm giảm giá trị công ty; và thuế thu nhập cá nhân thấp thì chính sách cổ tức cao, lợi nhuận giữ lại thấp; khi đó, công ty sẽ đi vay và giá trị công ty tăng; (ii) Quyết định tài trợ vốn vay và chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên HOSE không ổn định trong giai đoạn nghiên cứu. Điểm mới của nghiên cứu này so với các nghiên cứu trước ở Việt Nam là áp dụng mô hình của Fama-French (1998) để phân tích một cách gián tiếp tác động của chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân đến quyết định tài trợ thông qua giá trị của các công ty Việt Nam niêm yết trên HOSE.</p>

### 1. Giới thiệu

Một công ty được tài trợ bằng vốn vay; khi đó, công ty sẽ được giảm một khoản thuế thu nhập doanh nghiệp gọi là tầm chắn thuế từ khoản thanh toán lãi vay cho chủ nợ; nếu công ty tài trợ bằng vốn chủ sở hữu thì cổ tức sẽ được trả cho cổ đông từ thu nhập sau thuế, từ đó phát

sinh thuế thu nhập cá nhân đối với các cổ đông. Nói cách khác, thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân có liên quan đến quyết định tài trợ vốn của các công ty dưới hình thức vốn vay hay vốn chủ sở hữu.

Trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa tầm chắn thuế thu nhập, quyết định tài trợ và giá trị công ty; tuy nhiên, các kết quả nghiên cứu đạt được không thống nhất trong bối cảnh khác nhau của nền kinh tế mỗi nước. Bằng chứng thực nghiệm của các nghiên

\*Tác giả liên hệ:

Email: tran.muoi2@gmail.com

cứu cho kết quả khác nhau, cụ thể là có mối tương quan dương giữa thuế thu nhập với giá trị công ty trong bối cảnh của nền kinh tế nước này nhưng lại cho kết quả ngược lại trong bối cảnh của nền kinh tế nước khác. Với cơ sở lý thuyết và mô hình nghiên cứu đã được các nhà khoa học trên thế giới xây dựng và nghiên cứu ở các công ty của các nước phát triển và đã cung cấp nhiều bằng chứng thực nghiệm; từ đó đưa ra những hàm ý chính sách hữu ích, nên nhóm tác giả chọn chủ đề này để nghiên cứu cho các công ty cổ phần niêm yết trên HOSE và đã đạt được các bằng chứng thực nghiệm phù hợp với bối cảnh của Việt Nam là nước có nền kinh tế đang phát triển.

## 2. Bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa thuế, quyết định tài trợ và giá trị công ty

MacKie-Mason (1990) cho rằng, các công ty có nhiều khả năng phát hành nợ là các công ty có mức thuế suất biên cao hơn so với các công ty có mức thuế suất biên thấp, nghĩa là quyết định tài trợ của các công ty bị tác động bởi chính sách thuế; và bằng chứng thực nghiệm cho thấy, có mối tương quan dương giữa nợ và thuế trong các công ty thương mại nhà nước; tương tự với nghiên cứu của Graham (1999), Graham và cộng sự (2017) nhưng trái ngược với nghiên cứu của Denis và Sibilkov (2010). Fama-French (1998) đã sử dụng hồi quy chéo để nghiên cứu mối tương quan giữa giá trị của công ty với cổ tức chia cho cổ đông và nguồn tài trợ bằng nợ vay; kết quả cho thấy, việc đánh thuế vào cổ tức và nợ có tác động đến giá trị công ty; cụ thể là giá trị công ty có tương quan dương với cổ tức và tương quan âm với nợ vay, kết quả đạt được trái với giả thuyết kỳ vọng. Graham (1999) nghiên cứu mức độ thuế thu nhập cá nhân ảnh hưởng đến quyết định tài trợ của các công ty; và các nhà đầu tư sẽ yêu cầu thu nhập cao hơn cho việc nắm giữ khoản nợ bị đánh thuế cao vào thu nhập từ lãi vay, điều này không khuyến khích việc sử dụng nợ ở các công ty. Andor và Toth (2006) phân tích mô hình định giá tài sản vốn (Capital Asset Pricing Model – CAPM), kết quả đạt được là việc gia tăng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp sẽ dẫn đến việc gia tăng các tấm

chắn thuế, từ đó thúc đẩy các công ty tăng thêm nợ để tận dụng lợi ích của tấm chắn thuế; tuy nhiên, công ty sẽ đạt được một điểm mà tại đó giá trị thị trường sụt giảm khi phát sinh các hạn chế tài chính. Lewellen (2006) nghiên cứu ảnh hưởng của thuế đến các quyết định tài trợ, kết quả đạt được là chi phí vốn của công ty không chỉ phụ thuộc vào sự kết hợp nợ và vốn chủ sở hữu mà còn phụ thuộc vào sự kết hợp các nguồn vốn nội bộ và bên ngoài, và nợ vay được ưa thích hơn vốn chủ sở hữu khi các công ty ra các quyết định tài trợ. Adelegan (2007) nghiên cứu 85 công ty niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Nigeria (Nigerian Stock Exchange – NSE) giai đoạn 1984-2000 với giả định rằng quy mô doanh nghiệp có thể ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa nợ, cổ tức và giá trị công ty; kết quả nghiên cứu cho thấy, cách đánh thuế đối với nợ và cổ tức ảnh hưởng đến giá trị công ty, có mối quan hệ thuận chiều (+) giữa cổ tức và giá trị công ty và mối quan hệ âm (-) giữa nợ và giá trị công ty trong cả hai mẫu các công ty quy mô nhỏ và mẫu con của các công ty quy mô lớn. Graham và cộng sự (2017) thiết lập một công cụ khảo sát ban đầu để điều tra ảnh hưởng của thuế đến việc ra quyết định của 500 công ty; kết quả cho thấy, hầu hết quyết định tài trợ của các công ty khi gia tăng mức nợ là nhằm đạt được lợi ích thuế cận biên bằng chi phí nợ cận biên; ngoài ra, dự báo dòng tiền trước thuế và thuế suất biên cũng được các công ty sử dụng trong việc ra quyết định tài trợ.

Phan Thị Bích Nguyệt (2011) xem xét tác động của thuế thu nhập đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn 2005-2010 trong bối cảnh của nền kinh tế Việt Nam. Tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng với *mô hình hồi quy đa biến* để đo lường tác động của các nhân tố đến cấu trúc vốn công ty trong bối cảnh cụ thể ở Việt Nam; trong đó, biến phụ thuộc thể hiện cấu trúc vốn các công ty, biến độc lập gồm: (i) các nhân tố thuộc nhóm vĩ mô tác động đến cấu trúc vốn công ty là lạm phát, lãi suất cho vay, tăng trưởng GDP, xu hướng của thị trường chứng khoán, biến giả đại diện cho thuế thu nhập cá nhân; (ii) các nhân tố thuộc nhóm vi mô là lợi nhuận, quy mô công

ty, triển vọng tăng trưởng của công ty, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp, biến giả đại diện cho các ngành. Bằng cách kết hợp phương pháp phân tích so sánh với phương pháp hồi quy, tác giả đã đưa ra bằng chứng cho thấy, thuế thu nhập cá nhân thực sự có ảnh hưởng đến tỷ lệ nợ của các công ty theo mối tương quan âm và thuế thu nhập doanh nghiệp thể hiện mối tương quan dương với cả tỷ lệ nợ dài hạn và tỷ lệ tổng nợ của các công ty. Từ những hàm ý nghiên cứu trên, tác giả đã đề xuất một số gợi ý chính sách đối với doanh nghiệp và Chính phủ về thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân trong mối quan hệ với việc hoạch định cấu trúc vốn cho các công ty Việt Nam. Trần Tấn Hùng và Ngô Thị Mỹ Thúy (2015) nghiên cứu tác động của chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp đến việc huy động nguồn tài trợ của doanh nghiệp thông qua việc phân tích tác động của chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp đến chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp; và đề xuất giải pháp đối với Chính phủ nhằm giúp doanh nghiệp hoạch định cơ cấu vốn, đặc biệt là nguồn tài trợ bằng nợ vay và cổ phần ưu đãi hoàn lại.

### 3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Mô hình nghiên cứu

Fama-French (1998) kỳ vọng sự lựa chọn cá nhân của nhà đầu tư phụ thuộc vào sự khác biệt giữa thu nhập sau thuế của hai nguồn tài trợ, nghĩa là việc tài trợ vốn của nhà đầu tư cho doanh nghiệp phụ thuộc vào quyết định của nhà đầu tư hơn là quyết định của doanh nghiệp. Theo Fama-French (1998), biến chi phí lãi vay liên quan đến thuế thu nhập doanh nghiệp nghĩa là tấm chắn thuế làm tăng giá trị công ty, biến cổ tức thanh toán cho cổ đông liên quan đến thuế thu nhập cá nhân và chính sách cổ tức của công ty cao hay thấp làm giảm hay tăng giá trị công ty. Từ đó cho thấy, có một mối quan hệ giữa chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân với quyết định tài trợ và giá trị công ty trong nghiên cứu của Fama-French (1998).

Mục tiêu của các công ty là luôn tìm cách tối đa hóa *giá trị công ty*. Một trong những quyết định quan trọng của công ty là *quyết định tài*

*trợ* nhằm đạt được giá trị công ty cao nhất. Quyết định tài trợ của công ty là nên tài trợ vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty bằng *vốn vay hay vốn chủ sở hữu*. Khi tài trợ bằng vốn vay, công ty phải trả một khoản *chi phí lãi vay* cho các ngân hàng, tổ chức tín dụng hoặc trái chủ; ngược lại, khi tài trợ bằng vốn chủ sở hữu, công ty phải chi trả *cổ tức* cho các cổ đông của công ty: (i) Lãi vay được phép khấu trừ vào thu nhập chịu thuế nên công ty khi sử dụng vốn vay sẽ nhận được khoản lợi ích từ tấm chắn thuế của lãi vay, nghĩa là thu nhập chịu thuế thu nhập doanh nghiệp giảm một khoản đúng bằng chi phí lãi vay do đó thuế thu nhập doanh nghiệp giảm một khoản bằng chi phí lãi vay nhân với thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp, gọi là khoản lợi ích từ *tấm chắn thuế*. Khi đó, thu nhập sau thuế của công ty hay *giá trị công ty* sẽ tăng lên một khoản đúng bằng tấm chắn thuế nếu tỷ lệ đòn bẩy chưa đạt đến ngưỡng gây ra khánh kiệt tài chính hay rủi ro vỡ nợ cho công ty. Nói cách khác, công ty quyết định *tài trợ bằng vốn vay* sẽ phải trả một khoản *chi phí lãi vay* cho việc sử dụng vốn vay, với chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp đã tạo ra *tấm chắn thuế* cho công ty từ chi phí lãi vay và *giá trị công ty* tăng một khoản bằng đúng tấm chắn thuế; (ii) *Cổ tức* chi trả cho cổ đông được trích từ thu nhập sau thuế của công ty không liên quan đến thuế thu nhập doanh nghiệp, nhưng khoản cổ tức mà cổ đông nhận được sẽ phải nộp thuế thu nhập cá nhân. Khi thuế thu nhập cá nhân thấp, công ty có xu hướng *chia cổ tức* cho cổ đông với tỷ lệ cao và tỷ lệ *thu nhập giữ lại* để tái đầu tư thấp, dẫn đến *tốc độ tăng trưởng* thu nhập hoạt động thấp, từ đó làm cho *giá trị công ty giảm*.

Như vậy, chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân có liên quan đến việc ra quyết định tài trợ của công ty, cụ thể là với chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp và quyết định tài trợ bằng vốn vay sẽ làm tăng giá trị công ty đúng bằng tấm chắn thuế khi nợ vay đạt mức tối ưu và chưa phát sinh chi phí khánh kiệt tài chính, với chính sách thuế thu nhập cá nhân thấp khiến công ty có xu hướng áp dụng chính sách cổ tức cao và lợi nhuận giữ lại (tài trợ bằng vốn chủ sở hữu) thấp, khi đó công ty sẽ đi vay dẫn đến *tốc độ tăng trưởng* thu nhập thấp, từ đó làm giảm giá trị công ty. Do

đó, nhóm tác giả đã chọn nghiên cứu của Fama-French (1998) làm cơ sở cho việc nghiên cứu mối quan hệ giữa tám biến số, quyết định tài trợ và giá trị công ty. Để nghiên cứu tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân đến quyết định tài trợ của công ty thông qua tác động của chi phí lãi vay liên quan đến thuế thu nhập doanh nghiệp và cổ tức thanh toán liên quan đến thuế thu nhập cá nhân đến giá trị công ty theo mô hình nghiên cứu sau:

$$\begin{aligned} (V_t - A_t)/A_t = & \alpha + \beta_1 E_t/A_t + \beta_2 dE_t/A_t \\ & + \beta_3 dE_{t+2}/A_t + \beta_4 dA_t/A_t + \beta_5 dA_{t+2}/A_t \\ & + \beta_6 RD_t/A_t + \beta_7 dRD_t/A_t + \beta_8 dRD_{t+2}/A_t \\ & + \gamma_1 I_t/A_t + \gamma_2 dI_t/A_t + \gamma_3 dI_{t+2}/A_t \\ & + \gamma_4 D_t/A_t + \gamma_5 dD_t/A_t + \gamma_6 dD_{t+2}/A_t \\ & + \theta_1 dV_{t+2}/A_t + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (1)$$

*Trong đó:* Biến phụ thuộc thể hiện giá trị của công ty, các biến giải thích bao gồm các biến trong quá khứ, hiện tại và tương lai của thu nhập, đầu tư tài sản, chi phí nghiên cứu và phát triển, cổ tức và lãi.

$V_t$ : Giá trị thị trường của công ty năm t

$A_t$ : Giá trị sổ sách của tổng tài sản năm t

$E_t$ : Thu nhập trước lãi vay và thu nhập bất thường nhưng sau khấu hao và thuế năm t, hay EBIT sau thuế năm t (lợi nhuận trước thuế và lãi vay). Cách tính: Thu nhập trước lãi vay và thu nhập bất thường nhưng sau khấu hao bằng EBIT; do đó Thu nhập trước lãi vay và thu nhập bất thường nhưng sau khấu hao và thuế bằng EBIT sau thuế. Dùng EBIT sau thuế do EBIT sau thuế là thu nhập của cả người cho vay và cổ đông, dùng chi trả lãi vay cho người cho vay và thanh toán cổ tức cho cổ đông. Đây là hai biến chính trong mô hình nghiên cứu tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp đến giá trị công ty thông qua biến chi phí lãi vay và tác động của thuế thu nhập cá nhân đến giá trị công ty thông qua biến thanh toán cổ tức.

$RD_t$ : Chi phí nghiên cứu và phát triển năm t

$I_t$ : Chi phí lãi vay năm t

$D_t$ : Cổ tức thanh toán năm t

Fama-French (1998) cho rằng, 2 năm là giai đoạn phù hợp để thị trường có thể dự báo, do đó, thay đổi 2 năm của biến giải thích (X) trên tổng tài sản *giữa quá khứ và hiện tại* [ $dX_t/A_t = (X_t - X_{t-2})/A_t$ ] và *giữa tương lai và hiện tại* [ $dX_{t+2}/A_t = (X_{t+2} - X_t)/A_t$ ] được cụ thể như sau:

$dE_t/A_t = (E_t - E_{t-2})/A_t$ ,  $dA_t/A_t = (A_t - A_{t-2})/A_t$ ,  $dRD_t/A_t = (RD_t - RD_{t-2})/A_t$ ,  $dI_t/A_t = (I_t - I_{t-2})/A_t$ ,  $dD_t/A_t = (D_t - D_{t-2})/A_t$ ; Thay đổi 2 năm *giữa quá khứ và hiện tại* của thu nhập trước lãi vay và các thu nhập bất thường nhưng sau khấu hao và thuế (EBIT sau thuế), của tổng tài sản, của chi phí nghiên cứu và phát triển, của chi phí lãi vay, của cổ tức thanh toán.

$dE_{t+2}/A_t = (E_{t+2} - E_t)/A_t$ ,  $dA_{t+2}/A_t = (A_{t+2} - A_t)/A_t$ ,  $dRD_{t+2}/A_t = (RD_{t+2} - RD_t)/A_t$ ,  $dI_{t+2}/A_t = (I_{t+2} - I_t)/A_t$ ,  $dD_{t+2}/A_t = (D_{t+2} - D_t)/A_t$ ; Thay đổi 2 năm *giữa tương lai và hiện tại* của thu nhập trước lãi vay và các thu nhập bất thường nhưng sau khấu hao và thuế (EBIT sau thuế), của tổng tài sản, của chi phí nghiên cứu và phát triển, của chi phí lãi vay, của cổ tức thanh toán.

Trong báo cáo tài chính của các công ty Việt Nam nói chung và các công ty cổ phần niêm yết trên HOSE nói riêng không thể hiện số liệu chi tiết về chi phí nghiên cứu và phát triển (RD) nên chi phí nghiên cứu và phát triển được loại bỏ khỏi mô hình. Sắp xếp lại các biến theo thứ tự hiện tại, quá khứ và tương lai; phương trình của mô hình nghiên cứu được viết như sau:

$$\begin{aligned} (V_t - A_t)/A_t = & \alpha + \beta_1 E_t/A_t + \beta_2 I_t/A_t \\ & + \beta_3 D_t/A_t + \gamma_1 dE_t/A_t + \gamma_2 dA_t/A_t \\ & + \gamma_3 dI_t/A_t + \gamma_4 dD_t/A_t + \theta_1 dE_{t+2}/A_t \\ & + \theta_2 dA_{t+2}/A_t + \theta_3 dI_{t+2}/A_t \\ & + \theta_4 dD_{t+2}/A_t + \theta_5 dV_{t+2}/A_t + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (2)$$

*Trong đó:*

$V_t$  : Giá trị thị trường của công ty năm t

$A_t$  : Giá trị sổ sách của tổng tài sản năm t

$E_t, I_t, D_t$ : Thu nhập trước lãi vay và thu nhập bất thường nhưng sau khấu hao và thuế năm t (EBIT sau thuế năm t), Chi phí lãi vay năm t, Cổ tức thanh toán năm t

$dE_t/A_t = (E_t - E_{t-2})/A_t$ ;  $dA_t/A_t = (A_t - A_{t-2})/A_t$ ;  
 $dI_t/A_t = (I_t - I_{t-2})/A_t$ ;  $dD_t/A_t = (D_t - D_{t-2})/A_t$ ;  
 Thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của thu nhập trước lãi vay và các thu nhập bất thường nhưng sau khấu hao và thuế (EBIT sau thuế), của tổng tài sản, của chi phí lãi vay và của cổ tức thanh toán.

$dE_{t+2}/A_t = (E_{t+2} - E_t)/A_t$ ;  $dA_{t+2}/A_t = (A_{t+2} - A_t)/A_t$ ;  
 $dI_{t+2}/A_t = (I_{t+2} - I_t)/A_t$ ;  $dD_{t+2}/A_t = (D_{t+2} - D_t)/A_t$ ;  
 Thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của thu nhập trước lãi vay và các thu nhập

bất thường nhưng sau khấu hao và thuế (EBIT sau thuế), của tổng tài sản, của chi phí lãi vay và của cổ tức thanh toán.

$\alpha$  : Hằng số

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \gamma_4, \theta_1, \theta_2, \theta_3, \theta_4, \theta_5$  : Các hệ số hồi quy.

$\varepsilon_t$  : Sai số

Cách đo lường biến phụ thuộc và các biến giải thích trong phương trình (2) được trình bày chi tiết ở bảng 1.

**Bảng 1.** Đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Ký hiệu	Cách đo lường
Giá trị thị trường của công ty	$V_t$	Nợ phải trả theo sổ sách + Vốn chủ sở hữu theo thị trường
Giá trị sổ sách của tổng tài sản	$A_t$	Nợ phải trả theo sổ sách + Vốn chủ sở hữu theo sổ sách
<i>Biến phụ thuộc</i>	$(V_t - A_t)/A_t$	(Giá trị thị trường của công ty – Giá trị sổ sách của tổng tài sản)/Giá trị sổ sách của tổng tài sản
<i>Các biến giải thích</i>		
Thu nhập trước lãi vay và thu nhập bất thường nhưng sau khấu hao và thuế	$E_t/A_t$	EBIT sau thuế/Giá trị sổ sách của tổng tài sản
Chi phí lãi vay	$I_t/A_t$	Lãi vay/Giá trị sổ sách của tổng tài sản
Cổ tức thanh toán	$D_t/A_t$	Cổ tức thanh toán/Giá trị sổ sách của tổng tài sản
Thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của thu nhập trước lãi vay và các thu nhập bất thường nhưng sau khấu hao và thuế	$dE_t/A_t = (E_t - E_{t-2})/A_t$	(EBIT sau thuế năm t – EBIT sau thuế năm t-2)/Giá trị sổ sách của tổng tài sản năm t
Thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của tổng tài sản	$dA_t/A_t = (A_t - A_{t-2})/A_t$	(Giá trị sổ sách của tổng tài sản năm t – Giá trị sổ sách của tổng tài sản năm t-2)/Giá trị sổ sách của tổng tài sản năm t
Thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của chi phí lãi vay	$dI_t/A_t = (I_t - I_{t-2})/A_t$	(Chi phí lãi vay năm t – Chi phí lãi vay năm t-2)/Giá trị sổ sách của tổng tài sản năm t
Thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của cổ tức thanh toán	$dD_t/A_t = (D_t - D_{t-2})/A_t$	(Cổ tức thanh toán năm t – Cổ tức thanh toán năm t-2)/Giá trị sổ sách của tổng tài sản năm t
Thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của thu nhập trước lãi vay và các thu nhập bất thường nhưng sau khấu hao và thuế	$dE_{t+2}/A_t = (E_{t+2} - E_t)/A_t$	(EBIT sau thuế năm t+2 – EBIT sau thuế năm t)/Giá trị sổ sách của tổng tài sản năm t
Thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của tổng tài sản	$dA_{t+2}/A_t = (A_{t+2} - A_t)/A_t$	(Giá trị sổ sách của tổng tài sản năm t+2 – Giá trị sổ sách của tổng tài sản năm t)/Giá trị sổ sách của tổng tài sản năm t

Tên biến	Ký hiệu	Cách đo lường
Thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của chi phí lãi vay	$dI_{t+2}/A_t$ $= (I_{t+2} - I_t)/A_t$	(Chi phí lãi vay năm t+2 – Chi phí lãi vay năm t)/ Giá trị sổ sách của tổng tài sản năm t
Thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của cổ tức thanh toán	$dD_{t+2}/A_t$ $= (D_{t+2} - D_t)/A_t$	(Cổ tức thanh toán năm t+2 – Cổ tức thanh toán năm t)/Giá trị sổ sách của tổng tài sản năm t
Thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của giá trị thị trường công ty	$dV_{t+2}/A_t$ $= (V_{t+2} - V_t)/A_t$	(Giá trị thị trường công ty năm t+2 – Giá trị thị trường công ty năm t)/Giá trị sổ sách của tổng tài sản năm t

Ghi chú: EBIT: Thu nhập trước lãi vay và thuế.

### 3.2. Giả thuyết nghiên cứu

Chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân tác động đến quyết định tài trợ của công ty thông qua chi phí lãi vay và cổ tức thanh toán, với chi phí lãi vay và chính sách cổ tức cao hay thấp sẽ tác động đến giá trị công ty. Fama-French (1998): (i) sử dụng chi phí lãi vay ( $I_t$ ) là biến thể hiện tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp đến giá trị công ty, cổ tức thanh toán ( $D_t$ ) là biến thể hiện tác động của thuế thu nhập cá nhân đến giá trị công ty; (ii) sử dụng biến thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của chi phí lãi vay ( $dI_t$ ) và cổ tức thanh toán ( $dD_t$ ), biến thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của chi phí lãi vay ( $dI_{t+2}$ ) và cổ tức thanh toán ( $dD_{t+2}$ ) để đo lường xu hướng tác động của chi phí lãi vay và cổ tức thanh toán đến giá trị công ty trong quá khứ, hiện tại và tương lai; (iii) đưa một số biến kiểm soát vào mô hình, đó là biến thu nhập trước lãi vay và thuế (EBIT sau thuế  $E_t$ ), biến thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của EBIT sau thuế ( $dE_t$ ), biến thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của EBIT sau thuế ( $dE_{t+2}$ ), biến thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của tổng tài sản ( $dA_t$ ), biến thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của tổng tài sản ( $dA_{t+2}$ ), biến thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của giá trị thị trường công ty ( $dV_{t+2}$ ).

Dựa vào mô hình nghiên cứu của Fama-French (1998), sau khi kiểm soát tác động của các biến khác, nghiên cứu này kỳ vọng chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân thể hiện là biến chi phí lãi vay và cổ tức thanh toán có tác động đến giá trị công ty. Với lập luận công ty đưa ra quyết định tài trợ

bằng vốn vay hay vốn chủ sở hữu có liên quan đến chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân, cụ thể là với chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp và quyết định tài trợ bằng vốn vay sẽ làm tăng (+) giá trị công ty đúng bằng tẩm chắn thuế khi nợ vay chưa đạt mức làm phát sinh chi phí khánh kiệt tài chính, với chính sách thuế thu nhập cá nhân thấp (-) khiến công ty có xu hướng áp dụng chính sách cổ tức cao (+) và lợi nhuận giữ lại (tài trợ bằng vốn chủ sở hữu) thấp khi đó công ty sẽ đi vay (+) dẫn đến tốc độ tăng trưởng thu nhập thấp từ đó làm giảm (-) giá trị công ty; trên cơ sở đó các giả thuyết được xây dựng như sau:

Giả thuyết  $H_1$ : Chi phí lãi vay tác động dương đến giá trị công ty;

Giả thuyết  $H_2$ : Cổ tức thanh toán tác động âm đến giá trị công ty.

### 3.3. Phương pháp nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu gồm 295 công ty được niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 14 năm, từ năm 2006 đến năm 2019, được thu thập từ nguồn Datastream. Nghiên cứu chỉ xem xét các công ty niêm yết trên HOSE do trong hai thị trường chứng khoán chính thống thì HOSE bao gồm các công ty niêm yết có quy mô và vốn hóa thị trường lớn hơn, nên bước đầu nghiên cứu trên HOSE để rút ra những khác biệt riêng, từ đó, mở rộng nghiên cứu các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hà Nội (HNX). Dữ liệu dạng bảng bất cân xứng được thu thập từ báo cáo tài chính hàng năm của các công ty phi tài chính Việt Nam (không bao gồm các công ty thuộc ba ngành Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm); do báo cáo tài chính của

các công ty phi tài chính và công ty tài chính có sự khác biệt đáng kể, không thống nhất về nội dung các khoản mục trong báo cáo. Các công ty được đưa vào mô hình không đầy đủ quan sát trong 14 năm nhưng ít nhất là 4 năm. Nghiên cứu này áp dụng phương pháp nghiên cứu định lượng với phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất tổng quát (Generalized Least Square – GLS) trên dữ liệu bảng bằng phần mềm Stata 13 để nghiên cứu tác động của các yếu tố đến giá trị của các công ty niêm yết trên HOSE.

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

Mô hình xảy ra hiện tượng phương sai thay đổi (p-value=0,0000) và tự tương quan (p-value=0,0000) nên nghiên cứu này áp dụng phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS) là phù hợp nhất. Kết quả kiểm định tác động của các yếu tố đến giá trị của các công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn 2006-2019 bằng phương pháp ước lượng GLS được trình bày ở bảng 2.

**Bảng 2.** Kết quả hồi quy mô hình tác động của các yếu tố đến giá trị của các công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn 2006-2019

$(V_t - A_t)/A_t$	Hệ số hồi quy	Sai số chuẩn	z	P>z
$E_t/A_t$	1,3794***	0,1017	13,5700	0,0000
$I_t/A_t$	-3,8489***	0,2486	-15,4800	0,0000
$D_t/A_t$	2,3068***	0,1748	13,2000	0,0000
$dE_t/A_t$	-0,9399***	0,1412	-6,6600	0,0000
$dA_t/A_t$	0,1307***	0,0180	7,2600	0,0000
$dI_t/A_t$	1,0369***	0,3339	3,1100	0,0020
$dD_t/A_t$	-0,8650***	0,3236	-2,6700	0,0080
$dE_{t+2}/A_t$	0,4109***	0,1120	3,6700	0,0000
$dA_{t+2}/A_t$	-0,1929***	0,0092	-20,9100	0,0000
$dI_{t+2}/A_t$	-0,3416	0,2122	-1,6100	0,1070
$dD_{t+2}/A_t$	-0,3333	0,2557	-1,3000	0,1920
$dV_{t+2}/A_t$	0,1754***	0,0063	27,9900	0,0000
Hằng số	-0,0028	0,0069	-0,4100	0,6850
Số quan sát	2.497			
Kiểm định F	0,0000			
Kiểm định Wald	0,0000			
Kiểm định Wooldridge	0,0000			

Ghi chú: (\*\*\*): có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1%, (\*\*): có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%, (\*): có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10%.

$(V_t - A_t)/A_t$ : Giá trị thị trường của công ty năm t.

$E_t/A_t$ : Thu nhập trước lãi vay và thu nhập bất thường nhưng sau khấu hao và thuế năm t (EBIT sau thuế),  $I_t/A_t$ : Chi phí lãi vay năm t,  $D_t/A_t$ : Cổ tức thanh toán năm t.

$dE_t/A_t, dA_t/A_t, dI_t/A_t, dD_t/A_t$ : Thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của thu nhập trước lãi vay và các thu nhập bất thường nhưng sau khấu hao và thuế (EBIT sau thuế), của tổng tài sản, của chi phí lãi vay, của cổ tức thanh toán.

$dE_{t+2}/A_t, dA_{t+2}/A_t, dI_{t+2}/A_t, dD_{t+2}/A_t$ : Thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của thu nhập trước lãi vay và các thu nhập bất thường nhưng sau khấu hao và thuế (EBIT sau thuế), của tổng tài sản, của chi phí lãi vay và của cổ tức thanh toán.

$dV_{t+2}/A_t$ : Thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của giá trị thị trường công ty.



Phân tích kết quả hồi quy mô hình tác động của các yếu tố đến giá trị của các công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn 2006-2019 ở bảng 2, cụ thể như sau:

Các kiểm định mô hình tác động của các yếu tố đến giá trị của các công ty niêm yết trên TTCK TP.HCM giai đoạn 2006-2019: các biến giải thích sử dụng trong mô hình là hợp lý (kiểm định F với  $p\text{-value}=0,0000<0,05$ ), mô hình có hiện tượng phương sai thay đổi (kiểm định Wald với  $p\text{-value}=0,0000<0,05$ ), mô hình có tự tương quan bậc nhất (kiểm định Wooldridge với  $p\text{-value}=0,0000<0,05$ ). Với kết quả các kiểm định trên cho thấy việc sử dụng phương pháp GLS là phù hợp.

Biến EBIT sau thuế ( $E_t/A_t$ ) và biến cổ tức thanh toán ( $D_t/A_t$ ) đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% và đều tác động dương đến giá trị công ty. Trong khi đó, biến chi phí lãi vay ( $I_t/A_t$ ) có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% và tác động âm đến giá trị công ty.

Biến thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của EBIT sau thuế ( $dE_t/A_t$ ) và biến thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của cổ tức thanh toán ( $dD_t/A_t$ ) đều có ý nghĩa thống kê với mức

ý nghĩa 1% và đều tác động âm đến giá trị công ty. Trong khi đó, biến thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của tổng tài sản ( $dA_t/A_t$ ) và biến thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của chi phí lãi vay ( $dI_t/A_t$ ) đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% và đều tác động dương đến giá trị công ty.

Biến thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của EBIT sau thuế ( $dE_{t+2}/A_t$ ) và biến thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của giá trị thị trường công ty ( $dV_{t+2}/A_t$ ) đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% và đều tác động dương đến giá trị công ty. Trong khi đó, biến thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của tổng tài sản ( $dA_{t+2}/A_t$ ) có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% và tác động âm đến giá trị công ty.

Biến thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của chi phí lãi vay ( $dI_{t+2}/A_t$ ) và biến thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của cổ tức thanh toán ( $dD_{t+2}/A_t$ ) không có ý nghĩa thống kê.

Kết quả nghiên cứu tác động của các biến giải thích đến giá trị của các công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn 2006-2019 được tóm tắt ở bảng 3.

**Bảng 3.** Tổng hợp mối tương quan giữa các biến giải thích với giá trị của các công ty niêm yết trên HOSE

Các biến giải thích	Ký hiệu	Mối tương quan
EBIT sau thuế	$E_t/A_t$	+
Thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của EBIT sau thuế	$dE_t/A_t$	-
Thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của EBIT sau thuế	$dE_{t+2}/A_t$	+
Chi phí lãi vay	$I_t/A_t$	-
Thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của chi phí lãi vay	$dI_t/A_t$	+
Cổ tức thanh toán	$D_t/A_t$	+
Thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của cổ tức thanh toán	$dD_t/A_t$	-
Thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của tổng tài sản	$dA_t/A_t$	+
Thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của tổng tài sản	$dA_{t+2}/A_t$	-
Thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của giá trị thị trường công ty	$dV_{t+2}/A_t$	+

Phân tích mối tương quan giữa các biến giải thích với giá trị của các công ty niêm yết trên HOSE ở bảng 3 cụ thể như sau:

*Chi phí lãi vay* tác động âm (-), thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của chi phí lãi vay tác động dương (+) đến giá trị công ty. Nghĩa là, chính sách vay nợ thời điểm hiện tại làm giảm (-) giá trị công ty nhưng thời điểm quá khứ làm tăng (+) giá trị công ty.

*Cổ tức thanh toán* tác động dương (+), thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của cổ tức thanh toán tác động âm (-) đến giá trị công ty. Nghĩa là, chính sách cổ tức thời điểm hiện tại làm tăng (+) giá trị công ty nhưng thời điểm quá khứ làm giảm (-) giá trị công ty.

*EBIT sau thuế* tác động dương (+), thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của EBIT sau thuế tác động âm (-), thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của EBIT sau thuế tác động dương (+) đến giá trị công ty. Nghĩa là, lợi nhuận thời điểm hiện tại làm tăng (+) giá trị công ty, thời điểm quá khứ làm giảm (-) giá trị công ty và trong tương lai làm tăng (+) giá trị công ty.

Thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của tổng tài sản tác động dương (+), thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của tổng tài sản tác động âm (-), thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của giá trị thị trường công ty tác động dương (+) đến giá trị công ty. Nghĩa là, tổng tài sản theo sổ sách thời điểm hiện tại làm tăng (+) giá trị công ty, trong tương lai làm giảm (-) giá trị công ty, giá trị công ty theo thị trường trong tương lai làm tăng (+) giá trị công ty.

Nhìn chung có thể thấy, tác động của quyết định tài trợ vốn vay, chính sách cổ tức, lợi nhuận và tổng tài sản theo sổ sách và thị trường đến giá trị của các công ty niêm yết trên HOSE đều không nhất quán, không ổn định trong dài hạn, cụ thể là trong giai đoạn nghiên cứu quá khứ-hiện tại-tương lai, các biến này tác động lúc làm tăng lúc làm giảm giá trị công ty.

Kết quả nghiên cứu mô hình tác động của các yếu tố thời điểm hiện tại đến giá trị của các công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn 2006-2019: chi phí lãi vay tác động âm (-) và cổ tức thanh toán tác động dương (+) đến giá trị công

ty; nói cách khác, lãi vay thể hiện tầm chắn thuế liên quan đến quyết định tài trợ vốn vay làm giảm (-) giá trị công ty, chính sách cổ tức cao làm tăng (+) giá trị công ty. Kết quả nghiên cứu: (i) *trái với giả thuyết nghiên cứu H<sub>1</sub> và H<sub>2</sub> đặt ra*; (ii) phù hợp với nghiên cứu của Fama-French (1998) và Adelegan (2007), trái với nghiên cứu của Andor và Toth (2006).

Kết quả đạt được của nghiên cứu này: (i) Chi phí lãi vay tăng (+) thể hiện công ty vay vốn nhiều sẽ làm giảm (-) giá trị công ty, nghĩa là trong giai đoạn nghiên cứu các khoản chi phí phát sinh khi các công ty niêm yết trên HOSE vay vốn cao hơn lợi ích mang lại từ tầm chắn thuế, nghĩa là công ty *vay nhiều (+) khi đó thuế thu nhập doanh nghiệp cao (+)* và giá trị công ty sẽ giảm (-). Kết quả nghiên cứu của Phan Thị Bích Nguyệt (2011) là thuế thu nhập doanh nghiệp tác động dương (+) đến cả tỷ lệ nợ dài hạn và tỷ lệ tổng nợ của các công ty. Nhìn chung, kết quả đạt được của nghiên cứu này và Phan Thị Bích Nguyệt (2011) là phù hợp, tuy nhiên điểm khác biệt là nghiên cứu này có xét đến các chi phí phát sinh khi công ty đi vay; (ii) Công ty chi trả cổ tức cao (+) đồng nghĩa với lợi nhuận giữ lại thấp, nghĩa là tài trợ bằng vốn chủ sở hữu thấp và *vốn vay cao (+), thuế thu nhập cá nhân thấp (-)* thì cổ tức cao sẽ làm tăng (+) giá trị công ty, như vậy trong giai đoạn nghiên cứu cổ đông của các công ty niêm yết trên HOSE đa số là các nhà đầu tư nhỏ lẻ, nguồn thu nhập chính là cổ tức nhận được hàng năm nên một chính sách cổ tức cao sẽ phù hợp với đối tượng này. Kết quả nghiên cứu của Phan Thị Bích Nguyệt (2011) cho thấy, thuế thu nhập cá nhân tác động âm (-) đến tỷ lệ nợ của các công ty. Như vậy, có thể thấy, kết quả nghiên cứu này phù hợp với Phan Thị Bích Nguyệt (2011); tuy nhiên điểm khác biệt là nghiên cứu này có xem xét tác động của chính sách cổ tức đến quyết định tài trợ của các công ty.

Trần Tấn Hùng và Ngô Thị Mỹ Thúy (2015) nghiên cứu tác động của chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp đến quyết định tài trợ của công ty thông qua việc phân tích tác động của chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp đến chi phí sử dụng vốn bình quân  $\{WACC=[k_d*(1-t)*W_d]+(k_e*W_e)\}$  của công ty. WACC cao hay thấp phụ thuộc vào các chi phí sử dụng vốn vay

( $k_d$ ), chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu ( $k_e$ ), thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp ( $t$ ) và tỷ trọng của các nguồn vốn ( $W_d, W_e$ ). Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp tạo ra tấm chắn thuế và làm giảm WACC, tỷ trọng vốn vay trong tổng vốn ( $W_d$ ) ở mức nào là tối ưu để WACC đạt mức thấp nhất mà không phát sinh chi phí kiệt quệ tài chính, khi đó, giá trị công ty sẽ đạt được mức cao nhất và hiệu quả nhất. Như vậy, chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp có liên quan đến việc ra quyết định tài trợ của các công ty là nên sử dụng vốn vay hay vốn chủ sở hữu và thuế thu nhập doanh nghiệp làm giảm WACC, làm tăng (+) giá trị công ty đến khi  $W_d$  đạt mức tối ưu. Có thể thấy, Trần Tấn Hùng và Ngô Thị Mỹ Thúy (2015) chỉ nghiên cứu thuế thu nhập doanh nghiệp tác động đến WACC có liên quan đến quyết định tài trợ, từ đó tác động đến giá trị công ty.

Như vậy, kết quả đạt được của nghiên cứu này chưa thể so sánh với các nghiên cứu của Việt Nam, do có sự khác biệt về hướng tiếp cận. Do đặc thù kinh tế của mỗi nước khác nhau nên kết quả đạt được của nghiên cứu này về tác động của yếu tố chi phí lãi vay liên quan đến thuế thu nhập doanh nghiệp và cổ tức thanh toán liên quan đến thuế thu nhập cá nhân đến giá trị của các công ty cổ phần niêm yết trên HOSE phù hợp với nghiên cứu ở nước này nhưng khác biệt với nghiên cứu ở nước khác trên thế giới cũng như Việt Nam.

## 5. Kết luận và khuyến nghị

### 5.1. Kết luận

Nghiên cứu đã cung cấp các bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa thuế, quyết định tài trợ và giá trị của các công ty cổ phần niêm yết trên HOSE, từ đó làm cơ sở để dẫn chiếu cho các nghiên cứu tiếp theo. Cụ thể là:

Kết quả nghiên cứu thời điểm hiện tại trái với giả thuyết nghiên cứu đặt ra: (i) Lãi vay thể hiện tấm chắn thuế liên quan đến quyết định tài trợ vốn vay làm giảm (-) giá trị công ty. Điều này cho thấy, chính sách tín dụng hiện nay về lãi suất, thủ tục cho vay,... tại các ngân hàng, tổ chức tín dụng Việt Nam chưa thực sự hỗ trợ các công ty, còn phát sinh nhiều chi phí dẫn đến lợi ích từ tấm chắn thuế mang lại thấp hơn chi

phí khi đi vay; (ii) Chính sách cổ tức cao làm tăng (+) giá trị công ty, nghĩa là trong giai đoạn nghiên cứu cổ đông của các công ty niêm yết trên HOSE đa số là các nhà đầu tư nhỏ lẻ, nguồn thu nhập chính là cổ tức nhận được hàng năm. Do đó, các công ty chia cổ tức nhiều thì giá cổ phiếu sẽ tăng cao, đây là hiệu ứng bầy đàn của các nhà đầu tư nhỏ lẻ Việt Nam trong ngắn hạn.

Bằng chứng thực nghiệm cũng cho thấy, với giai đoạn nghiên cứu quá khứ-hiện tại-tương lai thì quá khứ phù hợp với giả thuyết nghiên cứu, hiện tại trái với giả thuyết nghiên cứu, tương lai không dự đoán được: (i) Thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của chi phí lãi vay làm tăng (+) giá trị công ty, chi phí lãi vay hiện tại làm giảm (-) giá trị công ty, thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của chi phí lãi vay không có ý nghĩa thống kê; (ii) Thay đổi 2 năm giữa quá khứ và hiện tại của cổ tức thanh toán làm giảm (-) giá trị công ty, cổ tức thanh toán hiện tại làm tăng (+) giá trị công ty, thay đổi 2 năm giữa tương lai và hiện tại của cổ tức thanh toán không có ý nghĩa thống kê. Nghĩa là, chính sách cho vay của các ngân hàng, tổ chức tín dụng và chính sách cổ tức của các công ty trong quá khứ-hiện tại-tương lai không nhất quán, không ổn định trong dài hạn, có sự thay đổi nên đã tác động đến giá trị của các công ty niêm yết trên HOSE. Đây là đặc điểm của nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam, đang trong giai đoạn chuyển đổi nên các chính sách nói chung cũng như chính sách tín dụng và chính sách cổ tức nói riêng thường xuyên được điều chỉnh cho phù hợp với từng giai đoạn phát triển của nền kinh tế Việt Nam, do đó, chưa thể đạt được mức ổn định trong dài hạn.

Nghiên cứu này đạt được điểm khác biệt so với các nghiên cứu trước đây ở Việt Nam, đó là đặt vấn đề nghiên cứu về mối quan hệ giữa thuế, quyết định tài trợ và giá trị của các công ty cổ phần niêm yết trên HOSE bằng mô hình nghiên cứu của Fama-French (1998). Nghiên cứu của Phan Thị Bích Nguyệt (2011) về tác động của chính sách thuế thu nhập đến cấu trúc vốn của các công ty Việt Nam giai đoạn 2005-2010 đã sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng với mô hình hồi quy đa biến trong đó biến phụ thuộc là cấu trúc vốn, các biến độc lập gồm có biến giả thuế thu nhập cá nhân, thuế suất

thuế thu nhập doanh nghiệp và các biến kiểm soát. Nghiên cứu của Trần Tấn Hùng và Ngô Thị Mỹ Thúy (2015) về tác động của chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp đến việc huy động nguồn tài trợ thông qua phân tích yếu tố thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp tác động đến chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC). Nói cách khác, Phan Thị Bích Nguyệt (2011) đã *tiếp cận một cách trực tiếp* bằng cách áp dụng mô hình hồi quy đa biến với biến phụ thuộc là cấu trúc vốn; Trần Tấn Hùng và Ngô Thị Mỹ Thúy (2015) đã *tiếp cận một cách gián tiếp* thông qua nghiên cứu mối quan hệ giữa thuế thu nhập với WACC, từ đó kết luận mối quan hệ giữa thuế thu nhập với việc huy động vốn của công ty. *Nghiên cứu này* tiếp cận theo một hướng khác, đó là kế thừa mô hình nghiên cứu của Fama-French (1998) từ đó vận dụng vào bối cảnh thực tế của nền kinh tế Việt Nam. Đây là khoảng trống mà chưa có nghiên cứu nào ở Việt Nam tiếp cận và cũng là điểm mới của nghiên cứu này. Cụ thể là, *để nghiên cứu tác động của tấm chắn thuế thu nhập (gồm thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân) đến quyết định tài trợ của các công ty niêm yết Việt Nam*, nghiên cứu này tiếp cận một cách gián tiếp thông qua nghiên cứu tác động của tấm chắn thuế thu nhập (thuế thu nhập doanh nghiệp liên quan đến chi phí lãi vay trả cho trái chủ do quyết định tài trợ bằng vốn vay và thuế thu nhập cá nhân liên quan đến cổ tức trả cho cổ đông liên quan đến quyết định tài trợ bằng vốn chủ sở hữu) đến giá trị công ty; từ đó phân tích mối quan hệ giữa tấm chắn thuế thu nhập, quyết định tài trợ và giá trị công ty để rút ra tác động của thuế thu nhập đến quyết định tài trợ của công ty.

## 5.2. Khuyến nghị

Kết quả nghiên cứu đạt được là cơ sở để nhóm nghiên cứu đề xuất một số hàm ý chính sách phù hợp về chính sách thuế và quyết định tài trợ. Cụ thể là:

**Đối với các nhà quản trị công ty:** (i) *Về quyết định tài trợ:* Kết quả nghiên cứu cho thấy, chi phí lãi vay tăng làm giảm giá trị công ty, điều này hàm ý cho các nhà quản trị công ty khi ra quyết định tài trợ bằng nguồn vốn vay cần cân nhắc đánh giá lợi ích mang lại từ lá chắn thuế so với các chi phí phát sinh do khi vay càng nhiều sẽ có xu hướng làm giảm giá trị công ty; (ii) *Về*

*chính sách cổ tức:* với kết quả nghiên cứu là cổ tức thanh toán cao làm tăng giá trị công ty, điều này hàm ý cổ đông hiện tại của công ty là những nhà đầu tư nhỏ lẻ nên quan tâm nhiều đến thu nhập từ cổ tức thời điểm hiện tại, do đó, các nhà quản trị công ty cần áp dụng chính sách cổ tức cao trong ngắn hạn để đáp ứng nguồn thu nhập hiện tại cho các cổ đông và điều chỉnh chính sách cổ tức thấp trong dài hạn để thúc đẩy tăng trưởng, đồng thời cũng cần nắm rõ tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của cổ đông là những nhà đầu tư chiến lược lớn hay những nhà đầu tư nhỏ lẻ để áp dụng chính sách cổ tức phù hợp cho từng giai đoạn cụ thể.

**Đối với các nhà đầu tư tiềm năng:** Do thuế suất thuế thu nhập cá nhân đánh vào tiền lãi vay và thu nhập cổ tức ở Việt Nam hiện nay đều là 5% (khoản 3, điều 2 Thông tư số 111/2013/TT-BTC được sửa đổi, bổ sung theo khoản 6, điều 11 Thông tư số 92/2015/TT-BTC quy định các khoản thu nhập chịu thuế thu nhập cá nhân từ đầu tư vốn) và mục tiêu của các nhà đầu tư tiềm năng là thu được lợi nhuận đầu tư cao nhất với rủi ro thấp nhất nên việc lựa chọn hình thức đầu tư vào trái phiếu hay cổ phiếu phụ thuộc vào mức độ chấp nhận rủi ro của mỗi nhà đầu tư khi tham gia vào thị trường chứng khoán, do đó: (i) *Đối với các nhà đầu tư sợ rủi ro* nên chọn trái phiếu của các công ty để đầu tư; (ii) *Đối với các nhà đầu tư mạo hiểm* nên chọn cổ phiếu của các công ty để đầu tư; nếu là nhà đầu tư nhỏ lẻ, quan tâm đến nguồn thu nhập hiện tại là cổ tức nên đầu tư vào công ty có cam kết chính sách cổ tức cao và ngược lại nếu là nhà đầu tư chiến lược quan tâm đến tiềm năng tăng trưởng giá cổ phiếu trong tương lai nên đầu tư vào công ty có chính sách cổ tức thấp.

**Đối với các nhà hoạch định chính sách cho Chính phủ:** Về chính sách cho vay và chính sách thuế thu nhập cá nhân đánh vào thu nhập cổ tức: (i) Khi ban hành chính sách cho vay, cần hỗ trợ các công ty về lãi suất vay, thủ tục cho vay,... nhằm tối thiểu các khoản chi phí phát sinh; (ii) Áp dụng mức thuế suất thuế thu nhập cá nhân khác nhau đối với thu nhập cổ tức từ công ty cổ phần đã niêm yết và chưa niêm yết, và tỷ lệ nắm giữ cổ phần của các nhà đầu tư cá nhân trong công ty cổ phần đã niêm yết nhằm thu hút nguồn vốn nhàn rỗi trong cộng đồng

dân cư. Cụ thể là: – *Mức thuế suất 5%* đối với thu nhập cổ tức của các nhà đầu tư cá nhân với *tỷ lệ nắm giữ dưới 5%* cổ phần của một công ty đã niêm yết; – *Mức thuế suất 5% và Giảm 50%* đối với thu nhập cổ tức của các nhà đầu tư cá nhân với *tỷ lệ nắm giữ từ 5% cổ phần trở lên* của một công ty đã niêm yết; – *Mức thuế suất 10%* đối với thu nhập cổ tức từ công ty cổ phần *chưa niêm yết*.

### 5.3. Hạn chế nghiên cứu

Nghiên cứu này chỉ nghiên cứu các công ty cổ phần niêm yết trên HOSE nên các hàm ý chính sách có thể chưa thực sự phản ánh quyết định tài trợ của các công ty niêm yết trên HNX và

các công ty chưa niêm yết cũng như các công ty thuộc loại hình doanh nghiệp khác. Tuy nhiên, kết quả đạt được của nghiên cứu này sẽ là cơ sở để tiếp tục nghiên cứu tác động của tấm chắn thuế thu nhập đến quyết định tài trợ của các công ty Việt Nam niêm yết trên HNX, từ đó có thể so sánh hành vi ra quyết định tài trợ của các công ty niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam dưới tác động của chính sách thuế có sự khác biệt hay không, nhằm đề xuất hàm ý chính sách chung cho tất cả các doanh nghiệp trong nền kinh tế.

### Tài liệu tham khảo

- Adelegan, O. (2007). Effects of Taxes Financing Decisions and Firm Value in Nigeria. *International Research Journal of Finance and Economics*, 12(11), 189-213.
- Andor, G., & Tóth, T. (2006). Financial decisions and taxes. *Periodica Polytechnica Social and Management Sciences*, 14(1), 11-17.
- Bộ Tài chính (2013). *Thông tư số 111/2013/TT-BTC hướng dẫn thực hiện Luật Thuế thu nhập cá nhân, Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Thuế thu nhập cá nhân và Nghị định số 65/2013/NĐ-CP của Chính phủ quy định chi tiết một số điều của Luật Thuế thu nhập cá nhân và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Thuế thu nhập cá nhân*, ban hành ngày 15/08/2013.
- Bộ Tài chính (2015). *Thông tư số 92/2015/TT-BTC hướng dẫn thực hiện thuế giá trị gia tăng và thuế thu nhập cá nhân đối với cá nhân cư trú có hoạt động kinh doanh; hướng dẫn thực hiện một số nội dung sửa đổi, bổ sung về thuế thu nhập cá nhân quy định tại Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của các Luật về thuế số 71/2014/QH13 và Nghị định số 12/2015/NĐ-CP ngày 12/02/2015 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của các Luật về thuế và sửa đổi, bổ sung một số điều của các Nghị định về thuế*, ban hành ngày 15/06/2015.
- Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *The Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*, 53(3), 819-843.
- Graham, J. R. (1999). Do Personal Taxes affect Corporate Financing Decisions?. *Journal of Public Economics*, 73(2), 147-185.
- Graham, J. R., Hanlon, M., Shevlin, T., & Shroff, N. (2017). Tax rates and corporate decision-making. *The Review of Financial Studies*, 30(9), 3128-3175.
- Lewellen, K. (2006). Financing Decisions when Managers are Risk Averse. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 551-589.
- MacKie-Mason, J. K. (1990). Do Taxes affect Corporate Financing Decisions?. *The Journal of Finance*, 45(5), 1471-1493.
- 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(5), 23-30.
- Trần Tấn Hùng, Ngô Thị Mỹ Thúy (2015). Nghiên cứu chính sách thuế thu nhập trong hoạch định chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp cổ phần. *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*, 21(31), 57-60.