

# ĐỊNH GIÁ TẮM CHẮN THUẾ TỪ NỢ VAY CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Ngày nhận: 24/11/2014  
Ngày nhận lại: 03/4/2015  
Ngày duyệt đăng: 10/5/2015  
Mã số: 5-15-31

*Phan Thành Hưng (\*)  
Đương Tuấn Kiệt (\*\*)*

**Tóm tắt:** Tắm chắn thuế (TCT) từ nợ là một trong những yếu tố quan trọng liên quan đến việc xác định cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Nghiên cứu này định giá TCT từ nợ vay đối với giá trị của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, nhằm trả lời các câu hỏi nghiên cứu: (i) Liệu rằng các doanh nghiệp Việt Nam có tận dụng được giá trị TCT khi lựa chọn cấu trúc vốn; (ii) Giá trị của TCT là lớn hay nhỏ trong giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu thực hiện hồi quy tuyến tính và phi tuyến cho dữ liệu chéo của 108 công ty niêm yết tại Việt Nam; sử dụng biến phụ thuộc là dòng thu nhập hoạt động mong đợi trong tương lai thay cho biến giá trị thị trường (GTTT) của công ty, nhằm kiểm soát các yếu tố ngoài thuế, bao gồm rủi ro và tăng trưởng. Kết quả nghiên cứu cho thấy giá trị TCT có tương quan với GTTT doanh nghiệp và giá trị dòng tiền mong đợi trong tương lai, đồng thời giá trị ước lượng bình quân TCT đạt 22,63% trong giá trị doanh nghiệp.

**Từ khóa:** Tắm chắn thuế từ nợ, giá trị công ty, cấu trúc tài chính doanh nghiệp.

## Giới thiệu

Từ công trình nghiên cứu có tầm ảnh hưởng của Modigliani và Miller (MM) (1963), chủ đề về TCT từ nợ vay đã kích thích những cuộc tranh luận hàng thập niên trong việc xem xét giá trị công ty và chi phí sử dụng vốn. Làm sao để các công ty xác định giá trị TCT trong giá trị công ty? Công ty nên vay nợ bao nhiêu để tận dụng giá trị của TCT? Đó là những câu hỏi đặt ra cho những học giả nghiên cứu thực nghiệm và cả các nhà quản trị doanh nghiệp trong thực tiễn.

Tuy nhiên, một số quan điểm cho rằng giá trị TCT từ nợ vay đôi khi không đạt được khi gia tăng càng nhiều nợ vay trong cấu trúc vốn doanh nghiệp. Nguyên nhân là do các chi phí kiệt quệ tài chính từ nợ bù trừ ít nhất một vài lợi ích thuế (DeAngelo và Masulis, 1980).

Những tranh luận trên đặt ra yêu cầu cần thiết, đó là tìm ra mối quan hệ giữa giá trị

công ty và TCT từ nợ vay qua những nghiên cứu thực nghiệm nhằm khẳng định vai trò của TCT trong thực tiễn. Tuy nhiên, việc ước lượng giá trị của TCT từ nợ vay bằng nghiên cứu thực nghiệm còn khá khiêm tốn so với các phương pháp và lý thuyết tương ứng về TCT. Các bài viết chủ yếu tập trung theo hướng thiết lập khung lý thuyết, rất ít tác giả đo lường TCT trong thực tế, ngoại trừ một số ít nghiên cứu như Graham (1999, 2000), Korteweg (2010), Salas Pérez, Gutiérrez Ruiz, Juan và Velez-Pareja, Ignacio (2011), Kemsley và Nissim (2002).

Nhằm bổ sung bằng chứng thực nghiệm về vấn đề tài chính này tại Việt Nam, bài viết áp dụng phương pháp và mô hình của Fama và French (1998), Kemsley và Nissim (2002) để định giá TCT từ nợ vay đối với giá trị của doanh nghiệp. Cụ thể, bài viết nhằm trả lời câu hỏi nghiên cứu: (i) Các doanh nghiệp Việt Nam có tận dụng được giá trị TCT từ nợ vay khi lựa chọn cấu trúc vốn có tài trợ nợ?