

NÉ TRÁNH THUẾ, GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP VÀ ESG: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TỪ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Vũ Minh Nguyệt¹

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Bùi Thu Hiền²

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Lương Quỳnh Trang³

Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam, Hà Nội, Việt Nam

Nguyễn Thị Hoa

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 22/09/2025; Ngày hoàn thành biên tập: 06/11/2025; Ngày duyệt đăng: 10/11/2025

DOI: <https://doi.org/10.38203/jiem.vi.092025.1352>

Tóm tắt: Nghiên cứu phân tích tác động của hành vi né tránh thuế đến giá trị doanh nghiệp, đồng thời làm rõ vai trò điều tiết của hiệu quả Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG) trong mối quan hệ này. Dữ liệu gồm 294 quan sát từ 98 doanh nghiệp niêm yết có vốn hóa lớn tại Việt Nam giai đoạn 2020-2022 được phân tích bằng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng, cụ thể là mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và ước lượng bình phương nhỏ nhất tổng quát khả thi (FGLS), nhằm khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan. Kết quả cho thấy hành vi né tránh thuế có tác động tiêu cực đáng kể đến giá trị doanh nghiệp, trong khi thực hành ESG lại mang lại ảnh hưởng tích cực rõ rệt. Đáng chú ý, phân tích tương tác chỉ ra rằng ESG đóng vai trò điều tiết, làm giảm mức độ tác động tiêu cực của hành vi né tránh thuế. Từ đó, bài viết đề xuất các hàm ý quản trị nhấn mạnh tầm

¹ Khóa 60

² Khóa 44, Tác giả liên hệ, Email: hienbt@ftu.edu.vn

³ Khóa 44, Trưởng Ban Tổ chức nhân sự

quan trọng của việc gắn kết cam kết phát triển bền vững (ESG) với minh bạch tài chính và quản trị thuế hiệu quả, qua đó củng cố niềm tin thị trường và nâng cao giá trị doanh nghiệp một cách bền vững trong dài hạn.

Từ khóa: Né tránh thuế, ESG, Giá trị doanh nghiệp, Doanh nghiệp niêm yết, Việt Nam

TAX AVOIDANCE, FIRM VALUE, AND ESG: EMPIRICAL EVIDENCE FROM LISTED COMPANIES IN VIETNAM

Abstract: The study analyzes the impact of tax avoidance behavior on firm value while clarifying the moderating role of Environmental, Social, and Governance (ESG) performance in this relationship. The dataset consists of 294 observations from 98 large-cap listed companies in Vietnam during the period 2020-2022, analyzed using panel data regression methods—specifically, the Fixed Effects Model (FEM) and Feasible Generalized Least Squares (FGLS) estimation—to address issues of heteroskedasticity and autocorrelation. The results indicate that tax avoidance has a significant negative effect on firm value, whereas ESG practices exert a clearly positive influence. Notably, the interaction analysis demonstrates that ESG plays a moderating role by mitigating the negative impact of tax avoidance on firm value. Accordingly, the study proposes managerial implications that highlight the importance of integrating sustainable commitments (ESG) with financial transparency and effective tax governance, thereby strengthening market confidence and enhancing the long-term sustainable value of firms.

Keywords: Corporate Tax Avoidance, ESG Scores, Firm Value, Vietnamese Listed Firms, Moderating Role of ESG

1. Giới thiệu

Né tránh thuế doanh nghiệp hay việc sử dụng hợp pháp các cơ chế tài chính và kế hoạch lý để tối thiểu hóa nghĩa vụ thuế là một chủ đề dành nhiều sự quan tâm trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp và quản trị. Tại các thị trường mới nổi, đặc biệt là Việt Nam, vấn đề này không chỉ tác động đến nguồn thu ngân sách mà còn ảnh hưởng đến tính minh bạch và sự công bằng của môi trường kinh doanh. Mặc dù né tránh thuế có thể gia tăng dòng tiền sau thuế (Desai & Dharmapala, 2006), các bằng chứng học thuật gần đây lại cho thấy chiến lược này đi kèm với rủi ro về uy tín, chi phí đại diện và làm gia tăng sự bất cân xứng thông tin, từ đó có thể làm suy giảm giá trị thị trường của doanh nghiệp (Chen & cộng sự, 2014).

Sự mâu thuẫn trong kết quả nghiên cứu càng trở nên rõ rệt trong bối cảnh Việt Nam. Các nghiên cứu thực nghiệm trong nước đã đưa ra các kết quả trái

chiều: một số ủng hộ tác động tích cực của né tránh thuế lên giá trị doanh nghiệp (Ha & Gan, 2022) do nhà đầu tư tập trung vào lợi ích ngắn hạn, trong khi các công trình khác lại nhấn mạnh tác động tiêu cực do rủi ro pháp lý và danh tiếng doanh nghiệp (Nguyen & cộng sự, 2021). Sự thiếu nhất quán này tạo ra một nhu cầu cấp thiết về một nghiên cứu chuyên sâu, đặc thù cho thị trường vốn Việt Nam, nơi các yếu tố về cấu trúc sở hữu và hiệu quả thực thi pháp luật có thể làm thay đổi cách thị trường diễn giải hành vi thuế.

Bên cạnh đó là sự nổi lên nhanh chóng của các tiêu chuẩn môi trường, xã hội và quản trị (ESG). ESG được coi là cơ chế thúc đẩy trách nhiệm xã hội, minh bạch và thực hành quản trị tốt (Hoi & cộng sự, 2013). Tại Việt Nam, sự phát triển của Bộ chỉ số phát triển bền vững (2022) cho thấy cam kết quốc gia đối với mục tiêu phát triển bền vững. Tuy nhiên, việc áp dụng ESG ở Việt Nam vẫn đang ở giai đoạn đầu và còn nhiều thách thức, đặc biệt đối với việc gắn kết các tiêu chuẩn bền vững này với hành vi tài chính cốt lõi như quản trị thuế (PwC Vietnam, 2022).

Từ bối cảnh học thuật và thực tiễn trên, nghiên cứu này xác định hai khoảng trống chính. Thứ nhất, hầu hết các nghiên cứu trước đây chỉ tập trung vào mối quan hệ song phương giữa né tránh thuế và giá trị doanh nghiệp mà chưa phân tích vai trò điều tiết của ESG. Thứ hai, các bằng chứng về vai trò điều tiết của ESG chủ yếu đến từ các nền kinh tế phát triển, trong khi chưa có nghiên cứu dành riêng cho thị trường mới nổi như Việt Nam, nơi tính minh bạch thông tin và vai trò của các nhà đầu tư tổ chức có sự khác biệt rõ rệt.

Ba mục tiêu chính hướng đến, đó là phân tích tác động trực tiếp của né tránh thuế và ESG đến giá trị doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam; đánh giá vai trò điều tiết của ESG trong mối quan hệ giữa né tránh thuế và giá trị doanh nghiệp; đề xuất hàm ý chính sách và giải pháp thực tiễn. Từ đó, bài viết đóng góp vào hệ thống tài liệu bằng việc cung cấp bằng chứng thực nghiệm mới, làm rõ cách thức ESG có thể làm thay đổi nhận thức của thị trường đối với các chiến lược tài chính không minh bạch, qua đó nhấn mạnh tính cần thiết của việc tích hợp quản trị thuế vào khung ESG để tạo ra giá trị bền vững cho doanh nghiệp Việt Nam.

Cấu trúc bài viết gồm 5 phần. Sau phần giới thiệu, phần 2 trình bày tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu. Phần 3 đưa ra phương pháp nghiên cứu. Phần 4 thảo luận kết quả nghiên cứu. Cuối cùng, phần 5 trình bày kết luận.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

2.1 Né tránh thuế và giá trị doanh nghiệp

Trong lĩnh vực kế toán và tài chính, né tránh thuế là hành vi sử dụng các phương thức tài chính và kế toán phức tạp, nhằm mục đích giảm thiểu nghĩa vụ thuế suất hiệu dụng (ETR) xuống thấp hơn mức thuế suất danh nghĩa một cách hợp pháp (Dyrenge & cộng sự, 2008).

Giá trị doanh nghiệp là thước đo tổng hợp phản ánh năng lực tạo ra lợi ích kinh tế trong tương lai của doanh nghiệp. Giá trị doanh nghiệp không chỉ phản ánh giá trị tài sản hiện tại mà còn thể hiện kỳ vọng của thị trường về khả năng sinh lời và tăng trưởng dài hạn của công ty (Damodaran, 2012).

Nhiều nghiên cứu đã xem xét mối liên hệ giữa né tránh thuế và giá trị doanh nghiệp, song kết quả không đồng nhất. Từ góc độ lý thuyết đại diện (Jensen & Meckling, 1976), né tránh thuế có thể tạo ra mâu thuẫn đại diện. Hành vi né thuế thường phức tạp và thiếu minh bạch, có thể được nhà quản lý sử dụng để che giấu các hoạt động tư lợi, làm tăng chi phí giám sát cho cổ đông và gia tăng bất cân xứng thông tin. Sự thiếu minh bạch này làm tăng rủi ro pháp lý và tổn hại danh tiếng, dẫn đến việc nhà đầu tư chiết khấu giá trị công ty (Kim & cộng sự, 2011; Hanlon & Slemrod, 2009). Ngược lại, lý thuyết dòng tiền tự do có thể ủng hộ tác động tích cực, lập luận rằng lợi ích thuế được giữ lại giúp doanh nghiệp có thêm dòng tiền cho tái đầu tư, cổ tức, từ đó tối đa hóa giá trị cổ đông (Desai & Dharmapala, 2009).

Tuy nhiên, trong bối cảnh Việt Nam, nơi tính minh bạch thông tin và cơ chế quản trị doanh nghiệp vẫn đang trong quá trình hoàn thiện, rủi ro liên quan đến né tránh thuế (chi phí phạt, tổn thất danh tiếng và sự bất ổn pháp lý) thường được thị trường định giá tiêu cực hơn. Do đó, nghiên cứu này nghiêng về lập luận rằng tác động tiêu cực của né tránh thuế sẽ chiếm ưu thế. Từ đó, giả thuyết nghiên cứu được đề xuất như sau:

H1: Né tránh thuế có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp.

2.2 Vai trò điều tiết của ESG trong mối quan hệ né tránh thuế và giá trị doanh nghiệp

Việc tích hợp ESG mang lại một lớp tín hiệu mới cho thị trường. Theo lý thuyết tín hiệu, việc công bố ESG là một tín hiệu chi phí cao, đáng tin cậy, giúp giảm bất cân xứng thông tin (Shahab & cộng sự, 2019). Do đó, khi một công ty vừa thực hiện né tránh thuế vừa có ESG cao, nhà đầu tư có thể diễn giải lợi ích thuế được tái phân bổ một cách có trách nhiệm cho các hoạt động bền vững (Inger & Vansant, 2019). Trong trường hợp này, ESG đóng vai trò hợp thức hóa chiến lược thuế.

Ngược lại, nếu doanh nghiệp công bố ESG ở mức cao nhưng hành vi né tránh thuế quá mức và mờ ám, thị trường có thể xem đây là hiện tượng “tẩy xanh”. Theo lý thuyết tính chính đáng, sự thiếu nhất quán giữa cam kết xã hội và hành vi tài chính sẽ làm tổn hại đến mối quan hệ giữa giá trị của doanh nghiệp với kỳ vọng xã hội, dẫn đến việc thị trường sẽ có các điều chỉnh cần thiết đối với giá trị của doanh nghiệp một cách mạnh mẽ hơn (Elamer & cộng sự, 2024).

Nghiên cứu hiện tại lập luận rằng, trong bối cảnh thị trường mới nổi như Việt Nam, sự giám sát ngày càng chặt chẽ sẽ khiến ESG hoạt động như một cơ

chế cảnh báo, làm suy yếu tác động tiêu cực của né tránh thuế. Điều đó có nghĩa là, hành vi né thuế của một công ty có thực hành ESG cao sẽ bị trừng phạt nhẹ hơn so với công ty không chú trọng vào ESG vì họ có lý do để chuyển hướng dòng tiền nhằm đầu tư vào các hoạt động xã hội. Từ đó, giả thuyết nghiên cứu được đề xuất như sau:

H2: ESG có tác động điều tiết mối quan hệ giữa né tránh thuế và giá trị doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1 Dữ liệu và chọn mẫu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng từ 98 doanh nghiệp niêm yết có vốn hóa lớn trên Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2020 đến 2022, thu thập từ cơ sở dữ liệu FiinPro, tương ứng 294 quan sát.

3.2 Đo lường biến

Bảng 1. Bảng tổng hợp biến

Biến	Cách đo lường	Kí hiệu biến
<i>Biến phụ thuộc</i>		
Giá trị doanh nghiệp	Tobin's Q = giá trị thị trường - giá trị vốn hóa + tổng tài sản)/tổng tài sản	Tobin's Q
<i>Biến độc lập</i>		
Né tránh thuế	ETR = tổng chi phí thuế/lợi nhuận trước thuế	ETR
Điểm ESG	Chấm thủ công dựa trên tiêu chuẩn GRI	ESG
<i>Biến kiểm soát</i>		
Quy mô doanh nghiệp	Logarith tự nhiên của tổng tài sản	SIZE
Khả năng sinh lời	ROA = Lợi nhuận ròng/tổng tài sản	ROA
Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ vay/tổng tài sản	LEV
Thanh khoản	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	LIQ
Tuổi doanh nghiệp	Logarith tự nhiên của số năm kể từ khi thành lập	AGE
Quy mô HĐQT	Số lượng thành viên thuộc HĐQT	BS

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

3.3 Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng hai mô hình hồi quy dữ liệu bảng, xây dựng dựa trên mô hình thực nghiệm của Alomair & Metwally (2025):

Mô hình 1: Tác động trực tiếp

$$Tobin's Q = \beta_0 + \beta_1 ETR_{i,t} + \beta_2 ESG_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 LIQ_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 BS_{i,t} + \varepsilon.$$

Mô hình 2: Tác động điều tiết

$$Tobin's Q = \beta_0 + \beta_1 ETR_{i,t} + \beta_2 ESG_{i,t} + \beta_3 ETR \times ESG_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 LIQ_{i,t} + \beta_8 AGE_{i,t} + \beta_9 BS_{i,t} + \varepsilon.$$

4. Kết quả và thảo luận

4.1 Thống kê mô tả

Bảng 2. Kết quả thống kê mô tả

Biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Tobin's Q	1,58	0,78	0,46	8,37
ETR	0,06	0,14	-1,43	0,86
ESG	76,33	44,12	0	203,1
ROA	0,07	0,08	-0,21	0,51
LEV	0,51	0,21	0,03	1,18
LIQ	2,25	2,34	0,24	28,51
BS	6,37	1,58	4	12
AGE	3,16	0,61	0	4,88
SIZE	30,4	1,11	27,72	33,99

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

Với biến né tránh thuế, ETR trung bình chỉ đạt khoảng 6%, thấp hơn nhiều so với mức thuế suất danh nghĩa 20%. Điều này phản ánh mức độ né tránh thuế khá phổ biến, khi phần lớn doanh nghiệp nộp thuế thực tế thấp hơn đáng kể so với quy định. Về ESG, điểm trung bình đạt 76,33 với độ lệch chuẩn lớn (44,12), thể hiện sự khác biệt rõ rệt giữa các doanh nghiệp. Một số công ty tiên phong ghi nhận điểm ESG rất cao, phản ánh chiến lược bền vững toàn diện, trong khi nhiều doanh nghiệp khác hầu như chưa tham gia hoặc không công bố ESG, thể hiện qua điểm số bằng 0.

4.2 Kết quả nghiên cứu và thảo luận kết quả nghiên cứu

Bảng 3. Ma trận tự tương quan

	Tobin's Q	ETR	ESG	ROA	LEV	LIQ	BS	AGE	SIZE
Tobin's Q	1								
ETR	0,04	1							
ESG	0,15	0,05	1						
ROA	0,49	0,25	0,18	1					
LEV	-0,29	-0,12	-0,19	-0,54	1				
LIQ	0,15	0,04	-0,01	0,30	-0,50	1			
BS	-0,01	0,06	0,07	-0,08	0,10	-0,19	1		
AGE	-0,02	0,02	0,20	0,01	-0,09	-0,05	0,07	1	
SIZE	-0,30	-0,11	0,13	-0,33	0,43	-0,24	0,32	0,09	1

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

Phân tích ma trận tương quan cho thấy các biến nghiên cứu không có quan hệ quá chặt chẽ, với hệ số thấp hơn ngưỡng 0,80, gợi ý nguy cơ đa cộng tuyến là không đáng kể. Tobin's Q có tương quan dương mạnh nhất với ROA (0,49), phù hợp với kỳ vọng rằng khả năng sinh lợi là yếu tố then chốt nâng cao giá trị doanh nghiệp. Trong khi đó, tương quan âm với đòn bẩy tài chính (LEV, -0,29) và quy mô doanh nghiệp (SIZE, -0,30) phản ánh nhận thức thị trường rằng doanh nghiệp lớn và vay nợ nhiều có thể kém hiệu quả hơn. ESG cho thấy tương quan dương yếu với Tobin's Q (0,15), hàm ý vai trò của ESG có thể rõ ràng hơn ở khía cạnh điều tiết.

Bảng 4. Kết quả kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến

Biến	VIF	1/VIF
ETR	1,08	0,92
ESG	1,16	0,86
ROA	1,54	0,65
LEV	2,03	0,49
LIQ	1,41	0,71
BS	1,16	0,86
AGE	1,06	0,94
SIZE	1,49	0,67
VIF trung bình	1,37	

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

Kiểm định VIF cũng củng cố nhận định này khi giá trị trung bình chỉ ở mức 1,37, thấp hơn nhiều so với ngưỡng 10, qua đó xác nhận không có vấn đề đa cộng tuyến.

Bảng 5. Kết quả kiểm định mô hình OLS, FEM & REM

	OLS	FEM	REM
ETR	-0,58* (-1,94)	-0,06 (-0,19)	-0,24 (-0,88)
lnESG	0,08 (1,62)	-0,01 (-0,10)	0,08 (1,23)
ROA	4,22*** (7,36)	-0,45 (-0,60)	2,00*** (3,30)
LEV	0,13 (0,48)	0,28 (0,54)	-0,15 (-0,45)
LIQ	-0,01 (-0,07)	0,06* (1,66)	0,01 (0,26)
BS	0,05* (1,76)	-0,01 (-0,07)	0,05 (1,54)
AGE	-0,02 (-0,37)	-1,35** (-2,44)	-0,07 (-0,78)
SIZE	-0,15*** (-3,52)	-0,6805*** (-3,53)	-0,23*** (-4,09)
Hằng số	5,27*** (4,39)	26,3799*** (5,54)	8,15*** (5,12)
R ²	0,28	0,228	

*Chú thích: ***, **, * biểu thị mức ý nghĩa tương ứng 1%, 5% và 10%; t-statistics được hiển thị trong ngoặc đơn.*

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

Sau khi tiến hành các kiểm định chẩn đoán (Hausman test chọn FEM; Wald test và Wooldridge test xác nhận khuyết tật), phương pháp FGLS được sử dụng để trình bày kết quả cuối cùng, đảm bảo tính vững của ước lượng.

Bảng 6. Kết quả phương pháp FGLS

	(1) Tobin's Q	(2) Tobin's Q
ETR	-0,22*** (-2,94)	1,21* (1,95)
lnESG	0,11*** (7,08)	0,10*** (4,38)
lnESGxETR		-0,55** (-2,89)
ROA	2,81*** (10,46)	4,06*** (9,49)
LEV	-0,12 (-1,23)	0,20* (1,82)
LIQ	0,01 (0,95)	-0,02** (-2,12)
BS	0,06*** (9,08)	0,04*** (4,54)
AGE	-0,05* (-1,85)	0,05** (2,18)
SIZE	-0,18*** (-11,06)	-0,13*** (-6,99)
Constant	6,25*** (13,85)	4,26*** (9,02)

*Chú thích: ***, **, * biểu thị mức ý nghĩa tương ứng 1%, 5% và 10%; t-statistics được hiển thị trong ngoặc đơn.*

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

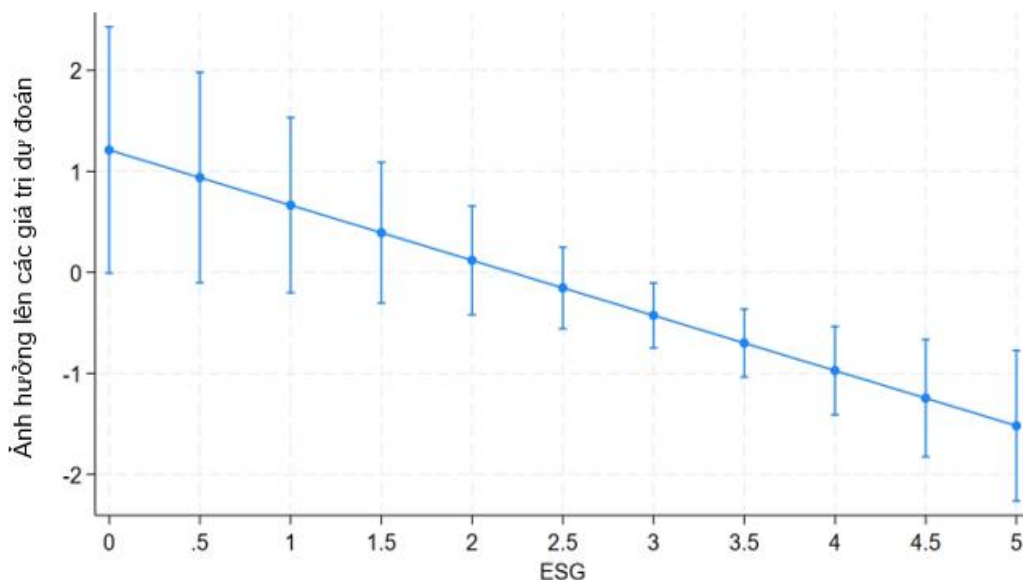
Kết quả Mô hình (1) cho thấy ESG có tác động dương và ý nghĩa thống kê cao (β bằng 0,11; p-value nhỏ hơn 0,01). Kết quả này ủng hộ lý thuyết tín hiệu, khẳng định rằng trong bối cảnh Việt Nam, thực hành ESG tốt được thị trường định giá cao hơn vì thể hiện được năng lực quản trị vượt trội và giảm thiểu rủi ro dài hạn, đồng thời tương đồng với các bằng chứng trước đây như Yoon & cộng sự (2018); Yu & Xiao (2022) và Quintiliani (2022), khi ESG được

coi là tín hiệu của sự minh bạch, khả năng quản trị tốt và định hướng dài hạn. Ngược lại, né tránh thuế thể hiện tác động âm có ý nghĩa (β bằng -0,22; p-value nhỏ hơn 0,01), củng cố giả thuyết H1 và phù hợp với lý thuyết đại diện (Jensen & Meckling, 1976), cũng như kết quả của Hanlon & Slemrod (2009) hay Kim & cộng sự (2011). Theo đó, hành vi né thuế làm gia tăng sự bất cân xứng thông tin giữa các nhà quản trị và cổ đông, đồng thời làm tăng rủi ro pháp lý và chi phí uy tín tiềm tàng. Tại thị trường Việt Nam, nơi tính minh bạch thuế chưa cao, nhà đầu tư có xu hướng “trừng phạt” hành vi này bằng cách khiến giá trị doanh nghiệp suy giảm.

Đáng chú ý, Mô hình (2) cung cấp bằng chứng rõ ràng cho vai trò điều tiết của ESG: biến tương tác giữa ESG và ETR mang hệ số âm có ý nghĩa (-0,55; p-value nhỏ hơn 0,01). Điều này cho thấy ESG làm suy yếu tác động tiêu cực của né tránh thuế, song mối quan hệ này mang tính điều kiện. Khi ESG ở mức cao, tác động bất lợi của né tránh thuế có thể giảm bớt, phù hợp với nghiên cứu của Inger & Vansant (2019) và Elamer & cộng sự (2024). Tuy nhiên, nếu né tránh thuế quá mức, doanh nghiệp dễ bị coi là có hiện tượng “tẩy xanh”, gây mất niềm tin cho nhà đầu tư - một hiện tượng đã được Kim & cộng sự (2011) và Alomair & Metwally (2025) nhấn mạnh. Thực tế, kết quả cho thấy hệ số ETR trở nên dương nhưng chỉ có ý nghĩa yếu (β bằng 1,21; p-value nhỏ hơn 0,10) khi xét cùng ESG, phản ánh tính phức tạp trong cách thị trường diễn giải tín hiệu kép từ ESG và chiến lược thuế.

Tóm lại, kết quả hồi quy bằng phương pháp FGLS đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm thuyết phục cho cả hai giả thuyết nghiên cứu. Một mặt, né tránh thuế có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp, củng cố quan điểm rằng chiến lược tài chính này gây rủi ro về uy tín của doanh nghiệp và khả năng quản trị doanh nghiệp. Mặt khác, ESG không chỉ trực tiếp nâng cao giá trị doanh nghiệp mà còn đóng vai trò điều tiết, giúp giảm nhẹ tác động bất lợi của né tránh thuế. Điều này hàm ý rằng ESG không thể chỉ được xem như công cụ truyền thông hay hình thức tuân thủ, mà cần được tích hợp sâu vào chiến lược tài chính và quản trị để tạo giá trị bền vững. Với bằng chứng này, nghiên cứu khẳng định vai trò trung tâm của ESG trong việc dung hòa giữa mục tiêu tối ưu tài chính và trách nhiệm xã hội, đặc biệt trong bối cảnh của các thị trường mới nổi như Việt Nam, nơi niềm tin của nhà đầu tư cùng các tiêu chuẩn quốc tế ngày càng trở thành yếu tố quyết định đối với giá trị doanh nghiệp.

4.3 Tác động biên



Hình 1. Tác động biên của ESG

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

Tác động biên của ESG được xác định theo phương trình như sau:

$$\frac{\text{Tobin's } Q}{\text{ETR}} = 1.2105 - 0.5456 \times \ln \text{ESG}$$

Kết quả phân tích tác động biên cung cấp bằng chứng trực quan cho vai trò điều tiết của ESG trong mối quan hệ giữa né tránh thuế và giá trị doanh nghiệp. Đồ thị cho thấy đường dốc âm rõ rệt: khi điểm ESG tăng, tác động biên của né tránh thuế đối với giá trị doanh nghiệp giảm dần.

Đáng chú ý, ngưỡng chuyển đổi xảy ra tại $\ln \text{ESG} \approx 2,22$ (tương đương ESG $\approx 9,19$), nơi đường tác động biên cắt trục hoành. Vượt qua điểm này, hành vi né tránh thuế không còn được thị trường xem nhẹ, mà thay vào đó làm suy giảm giá trị doanh nghiệp. Điều này phản ánh kỳ vọng cao hơn của nhà đầu tư với các công ty có thực hành ESG tốt khi họ mong muốn một sự nhất quán giữa thông điệp phát triển bền vững và hành vi tài chính của doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu đem lại nhiều hàm ý quan trọng trong việc hiểu rõ cách ESG điều tiết mối quan hệ giữa né tránh thuế và giá trị doanh nghiệp khi sự kết hợp giữa ESG và né tránh thuế không đơn thuần là sự kết hợp của từng tác động với từng biến riêng lẻ. Hệ số tương tác âm có ý nghĩa thống kê chứng minh rằng ESG làm suy yếu tác động tiêu cực của né tránh thuế, song đồng thời cũng khiến thị

trường nhạy cảm hơn với sự thiếu nhất quán trong các chiến lược phát triển của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp vừa công bố thực hành ESG, vừa thực hiện chiến lược né tránh thuế, nhà đầu tư có thể coi đây là hành vi tẩy xanh và là một tín hiệu không chân thực, gây tổn hại đến niềm tin và uy tín của chính doanh nghiệp trên thị trường.

Trong bối cảnh Việt Nam nói riêng và các thị trường mới nổi nói chung, nơi ESG thường xuất phát từ áp lực bên ngoài thay vì cam kết nội tại, sự không đồng bộ giữa thông điệp phát triển bền vững và hành vi tài chính càng dễ bị thị trường trừng phạt. Phát hiện này không chỉ bổ sung cho các nghiên cứu trước mà còn nhấn mạnh tầm quan trọng của việc xây dựng chiến lược ESG gắn kết với minh bạch tài chính nhằm duy trì giá trị đồng thời tránh rủi ro về uy tín doanh nghiệp.

5. Kết luận

Nghiên cứu này đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm từ các công ty niêm yết tại Việt Nam, khẳng định rằng hành vi né tránh thuế có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp, trong khi thực hành ESG lại có tác động tích cực. Điểm đóng góp nổi bật là việc chứng minh ESG đóng vai trò điều tiết, có khả năng làm suy yếu tác động tiêu cực của né tránh thuế. Phát hiện này nhấn mạnh rằng ESG không thể là công cụ tiếp thị độc lập, mà phải được tích hợp chặt chẽ với các chiến lược tài chính, đặc biệt là quản trị thuế, để duy trì niềm tin của nhà đầu tư và nâng cao giá trị doanh nghiệp trên thị trường. Doanh nghiệp cần công khai tỷ suất thuế hiệu quả, giải thích hợp lý các quyết định thuế và chứng minh sự công bằng trong đóng góp ngân sách. Song song, doanh nghiệp nên đưa giám sát thuế lên cấp hội đồng quản trị và công bố chiến lược thuế trong báo cáo ESG theo chuẩn GRI 207, có thể kèm kiểm toán độc lập để đảm bảo minh bạch. Việc này nhằm đảm bảo sự nhất quán giữa thông điệp ESG và hành vi tài chính là cần thiết để tránh bị thị trường trừng phạt do nghi ngờ “tẩy xanh”.

Các phát hiện thực nghiệm không chỉ mang lại hàm ý cho doanh nghiệp mà còn cho thấy vai trò then chốt của các cơ quan quản lý Nhà nước trong việc xây dựng môi trường thể chế gắn ESG với minh bạch tài chính. Trong bối cảnh Việt Nam hội nhập ngày càng sâu vào thị trường vốn quốc tế cũng như việc kí kết các cam kết phát triển bền vững, Nhà nước cần đi đầu trong cải cách pháp lý, chuẩn hóa báo cáo và nâng cao năng lực giám sát. Các cơ quan quản lý Nhà nước Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và Bộ Tài chính, cần xây dựng một khung pháp lý bắt buộc về công bố ESG và quản trị thuế. Nghiên cứu khuyến nghị đồng bộ hóa các tiêu chuẩn báo cáo, lồng ghép các chỉ số thuế theo chuẩn quốc tế để nâng cao tính tin cậy của doanh nghiệp Việt Nam trên thị trường vốn toàn cầu. Song song, việc phát triển chứng chỉ quốc gia, tăng cường năng lực kiểm toán ESG - thuế, cũng như thành lập cơ quan xếp hạng ESG độc lập sẽ giúp hạn chế hiện tượng “tẩy xanh” và tạo dữ liệu minh bạch cho thị trường.

Tài liệu tham khảo

- Alomair, M. & Metwally, A.B.M. (2025), “Does ESG disclosure matter for the Tax Avoidance-firm value relationship? Evidence from an emerging market”, *Sustainability*, Vol. 17 No. 9, 3836.
- Chen, X., Hu, N., Wang, X. & Tang, X. (2014), “Tax avoidance and firm value: evidence from China”, *Nankai Business Review International*, Vol. 5 No. 1, pp. 25-42.
- Damodaran, A. (2012), *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons.
- Desai, M.A. & Dharmapala, D. (2006). Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, Vol. 79 No. 1, pp. 145-179.
- Desai, M.A. & Dharmapala, D. (2009), “Corporate Tax Avoidance and firm value”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 91 No. 3, pp.537-546.
- Dyreng, S.D., Hanlon, M. & Maydew, E.L. (2008), “Long-Run Corporate Tax Avoidance”, *The Accounting Review*, Vol. 83 No. 1, pp. 61-82.
- Elamer, A.A., Mounia Boulhaga & Ibrahim, B.A. (2024), “Corporate tax avoidance and firm value: the moderating role of environmental, social, and governance (ESG) ratings”, *Business Strategy and The Environment*, Vol. 33 No. 7, 3881.
- Ha, K.O. & Gan, C. (2022), “Corporate Tax Avoidance: evidence from Vietnamese firms”, *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 25 No. 1, 2250002.
- Hanlon, M. & Slemrod, J. (2009), “What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement”, *Journal of Public Economics*, Vol. 93 No. 1-2, pp. 126-141.
- Hoi, C.K., Wu, Q. & Zhang, H. (2013), “Is corporate social responsibility (CSR) associated with tax avoidance? Evidence from irresponsible CSR activities”, *The Accounting Review*, Vol. 88 No. 6, pp. 2025-2059.
- Inger, K.K. & Vansant, B. (2019), “Market valuation consequences of avoiding taxes while also being socially responsible”, *Journal of Management Accounting Research*, Vol. 31 No. 2, pp. 75-94.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.
- Kim, J.B., Li, Y. & Zhang, L. (2011), “Corporate tax avoidance and stock price crash risk: firm-level analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 100 No. 3, pp. 639-662.
- Nguyen, M.H., Pham, T.A., Yue, X.G. & Nguyen, N.H.P. (2021), “The impact of tax avoidance on the value of listed firms in Vietnam”, *Cogent Business and Management*, Vol. 8 No. 1, 1930870.
- PwC Vietnam (2022), “From ambition to impact Vietnam ESG readiness report 2022 in collaboration with”, <https://www.pwc.com/vn/en/publications/2022/pwc-vietnam-esg-readiness-2022-en.pdf>, truy cập ngày 28/08/2025.

- Quintiliani, A. (2022), “ESG and firm value”, *Accounting and Finance Research*, Vol. 11 No. 4, 37.
- Shahab, Y., Ntim, C.G., Chen, Y., Ullah, F., Li, H. & Ye, Z. (2019), “Chief executive officer attributes, sustainable performance, environmental performance, and environmental reporting: new insights from upper echelons perspective”, *Business Strategy and the Environment*, Vol. 29 No. 1, pp. 1-16.
- Yoon, B., Lee, J.H. & Cho, J.H. (2021), “The effect of ESG Performance on Tax Avoidance—evidence from Korea”, *Sustainability*, Vol. 13 No. 12, 6729.
- Yu, X. & Xiao, K. (2022), “Does ESG performance affect firm value? Evidence from a new ESG-scoring approach for Chinese enterprises”, *Sustainability*, Vol. 14 No. 24, 16940.