

TRÁNH THUẾ VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: BẰNG CHỨNG TỪ CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT NGÀNH XÂY DỰNG VÀ BẤT ĐỘNG SẢN TẠI VIỆT NAM

**Corporate tax avoidance and firm value: evidence from listed construction
and real estate firms in Vietnam**

BÙI THỊ THU THẢO
ĐẶNG ANH TUẤN

Nghiên cứu phân tích tác động của tránh thuế doanh nghiệp đến giá trị doanh nghiệp trong ngành xây dựng và bất động sản tại Việt Nam giai đoạn 2016 - 2023. Dữ liệu bảng gồm 944 quan sát của các doanh nghiệp niêm yết được phân tích, trong đó giá trị doanh nghiệp được đo lường qua hiệu quả tài chính kế toán (ROE) và giá trị thị trường (FMV - Tobin's Q). Nghiên cứu áp dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát khả thi (FGLS) để xử lý phương sai sai số thay đổi và tự tương quan trong dữ liệu bảng. Kết quả cho thấy tránh thuế có tác động không đồng nhất đến giá trị doanh nghiệp: mức độ tránh thuế cao hơn có mối quan hệ dương với ROE, hàm ý lợi ích tiết kiệm thuế có thể cải thiện hiệu quả sinh lợi kế toán trong ngắn hạn; ngược lại, tránh thuế có tác động tiêu cực đến giá trị thị trường, phản ánh sự thận trọng của nhà đầu tư đối với các doanh nghiệp theo đuổi chiến lược thuế tích cực trong bối cảnh bất cân xứng thông tin và chi phí đại diện cao.

Từ khóa: tránh thuế, hiệu quả tài chính, giá trị thị trường, xây dựng và bất động sản.

This study examines the impact of corporate tax avoidance on firm value in Vietnam's construction and real estate sector over the period 2016-2023. A panel dataset of 944 firm-year observations from listed firms is employed, with firm value proxied by both accounting-based performance (ROE) and market-based valuation (FMV - Tobin's Q). The feasible generalized least squares (FGLS) estimator is applied to address heteroskedasticity and autocorrelation in panel data. Results reveal heterogeneous effects: higher tax avoidance is positively associated with ROE, suggesting that tax savings may enhance short-term accounting profitability; conversely, tax avoidance is negatively associated with market value, reflecting investor caution toward firms pursuing aggressive tax strategies amid significant information asymmetry and agency costs.

Keywords: tax avoidance, financial performance, market value, construction and real estate.

1. Giới thiệu

Tránh thuế doanh nghiệp là việc doanh nghiệp sử dụng các biện pháp hợp pháp nhằm giảm nghĩa vụ thuế phải nộp, qua đó làm gia tăng dòng tiền sau thuế và nguồn lực tài chính sẵn có cho đầu tư và mở rộng

hoạt động (Desai và Dharmapala, 2006). Trong các nghiên cứu thực nghiệm, mức độ

Bùi Thị Thu Thảo, TS., Trường đại học Tài chính - Marketing; Đặng Anh Tuấn, PGS.TS., Trường đại học Công nghiệp Thành phố Hồ Chí Minh.

tránh thuế thường được đo lường qua thuế suất hiệu dụng kế toán (ETR) và thuế suất hiệu dụng tiền mặt (CETR), trong đó ETR và CETR càng thấp phản ánh mức độ tránh thuế càng cao.

Theo lý thuyết đại diện, tránh thuế có thể tạo ra giá trị cho cổ đông thông qua hiệu ứng tiết kiệm thuế, giúp doanh nghiệp gia tăng lợi nhuận giữ lại và cải thiện khả năng sinh lợi (Desai và Dharmapala, 2009; Kovermann và Velte, 2019). Tuy nhiên, bằng chứng thực nghiệm cho thấy tác động của tránh thuế đến giá trị doanh nghiệp phụ thuộc mạnh vào bối cảnh thể chế và mức độ minh bạch thông tin. Tại các thị trường phát triển, tránh thuế thường gắn với định giá doanh nghiệp cao hơn; song hiệu ứng này suy yếu hoặc đảo chiều trong môi trường có chi phí đại diện cao và kém minh bạch (Wang, 2011; Tang, 2019; Herron và Nahata, 2020). Tại Việt Nam, bằng chứng của Nguyen và cộng sự (2021) cho thấy các doanh nghiệp có mức tránh thuế cao thường bị thị trường chiết khấu giá trị, phản ánh sự thận trọng của nhà đầu tư trước rủi ro minh bạch trong bối cảnh thể chế đang hoàn thiện.

Lĩnh vực xây dựng và bất động sản có những đặc thù kinh tế - tài chính khiến mối quan hệ này trở nên phức tạp hơn: đây là các ngành thâm dụng vốn, có chu kỳ dự án dài, dòng tiền không ổn định và phụ thuộc mạnh vào chính sách đất đai, tín dụng và đầu tư công. Mặc dù đã có một số nghiên cứu xem xét tránh thuế trong bối cảnh doanh nghiệp Việt Nam, vẫn tồn tại ba khoảng trống đáng kể. Thứ nhất, chưa có nghiên cứu nào phân tích đồng thời tác động của tránh thuế đến cả hiệu quả tài chính kế toán và giá trị thị trường trong lĩnh vực xây dựng và bất động sản. Thứ hai, sự khác biệt giữa thước đo ETR và CETR trong việc phản ánh hệ quả kinh tế của

tránh thuế chưa được làm rõ trong bối cảnh ngành đặc thù này. Thứ ba, bằng chứng thực nghiệm hiện có chưa cập nhật cho giai đoạn gần đây khi thị trường vốn và khuôn khổ pháp lý tại Việt Nam đang thay đổi đáng kể.

Xuất phát từ những khoảng trống trên, nghiên cứu này phân tích tác động của tránh thuế, đo lường bằng ETR và CETR, đến giá trị doanh nghiệp của các công ty xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam thông qua hai thước đo ROE và FMV, qua đó đóng góp bằng chứng thực nghiệm cho dòng nghiên cứu về tránh thuế tại thị trường mới nổi và cung cấp hàm ý hữu ích cho nhà quản lý, nhà đầu tư và cơ quan hoạch định chính sách.

2. Phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Giá trị doanh nghiệp được đo lường thông qua hai nhóm chỉ tiêu: (i) chỉ tiêu kế toán phản ánh hiệu quả sinh lợi nội tại, tiêu biểu là tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE); và (ii) chỉ tiêu thị trường phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư đối với triển vọng dài hạn, thường được đại diện bởi Tobin's Q (trong nghiên cứu này ký hiệu là FMV). Việc kết hợp đồng thời các thước đo kế toán và thị trường cho phép đánh giá đầy đủ cả hiệu quả hoạt động hiện tại lẫn kỳ vọng của thị trường.

Dưới góc độ lý thuyết đại diện, tránh thuế có thể tạo ra giá trị cho cổ đông thông qua hiệu ứng tiết kiệm thuế, giúp doanh nghiệp gia tăng lợi nhuận giữ lại và cải thiện khả năng sinh lợi. Khi lợi ích tiết kiệm thuế được chuyển hóa thành đầu tư hiệu quả hoặc phân phối hợp lý cho cổ đông, tránh thuế là quyết định tài chính hợp lý nhằm tối đa hóa giá trị. Ngược lại, trong bối cảnh bất cân xứng thông tin cao và cơ chế giám sát chưa hiệu quả, tránh thuế có thể làm phát sinh thêm chi phí đại diện và chi phí ngoài thuế, từ đó làm suy

giảm giá trị doanh nghiệp (Desai và Dharmapala, 2009).

Dưới góc độ lý thuyết tín hiệu, ETR thấp có thể được thị trường diễn giải như một tín hiệu tích cực về năng lực quản trị tài chính trong môi trường minh bạch. Tuy nhiên, khi thông tin tài chính thiếu minh bạch, tín hiệu này có thể đảo ngược và bị xem là dấu hiệu của rủi ro quản trị hoặc nghĩa vụ thuế tiềm ẩn (Wang, 2011; Tang, 2019). Bằng chứng thực nghiệm quốc tế ghi nhận mối quan hệ tích cực tại các thị trường phát triển (Wang, 2011; Tang, 2019; Nebie và Cheng, 2023), nhưng chiều ngược lại - suy giảm giá trị doanh nghiệp - tại các thị trường mới nổi nơi chi phí đại diện cao và rủi ro tuân thủ lớn (Herron và Nahata, 2020; Nguyen và cộng sự, 2021).

2.2. Giả thuyết nghiên cứu

Từ góc độ kế toán, việc giảm nghĩa vụ thuế thu nhập doanh nghiệp có thể trực tiếp làm gia tăng lợi nhuận sau thuế và cải thiện ROE. Katz và cộng sự (2015) cho thấy các chiến lược thuế có thể tác động đến ROE thông qua kênh lợi nhuận kế toán. Trong các ngành thâm dụng vốn như xây dựng và bất động sản, nơi chi phí tài chính và thuế chiếm tỷ trọng lớn, lợi ích tiết kiệm thuế có tiềm năng hỗ trợ khả năng sinh lợi kế toán trong ngắn hạn. Từ góc độ thị trường, Wang (2011) và Tang (2019) chỉ ra mối liên hệ tích cực giữa tránh thuế và giá trị doanh nghiệp trong các bối cảnh minh bạch, trong khi Nebie và Cheng (2023) xác nhận ETR thấp hơn có mối quan hệ ổn định với Tobin's Q cao hơn tại Đài Loan. Dyreng và cộng sự (2010) cũng nhấn mạnh CETR là thước đo phù hợp để đánh giá khả năng duy trì chiến lược tiết kiệm thuế trong dài hạn. Trên cơ sở các lập luận này, nghiên cứu đề xuất:

Giả thuyết 1: Thuế suất hiệu dụng kế toán (ETR) có tác động tích cực đến giá

trị doanh nghiệp, được đo lường thông qua ROE và FMV của các doanh nghiệp xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam.

Trái lại, bằng chứng tại các thị trường mới nổi cho thấy tránh thuế thường đi kèm với rủi ro minh bạch thông tin, chi phí đại diện và nghĩa vụ thuế tiềm ẩn, khiến thị trường không phản ánh tích cực lợi ích tiết kiệm thuế vào giá trị doanh nghiệp (Herron và Nahata, 2020). Nguyen và cộng sự (2021) cho thấy, tại Việt Nam tránh thuế có mối liên hệ tiêu cực với giá trị doanh nghiệp, phản ánh sự nhạy cảm của nhà đầu tư trước rủi ro minh bạch và chi phí đại diện trong lĩnh vực xây dựng và bất động sản. Do đó, nghiên cứu đề xuất:

Giả thuyết 2: Thuế suất hiệu dụng tiền mặt (CETR) có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp, được đo lường thông qua ROE và FMV của các doanh nghiệp xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam.

2.3. Đo lường biến nghiên cứu

Biến phụ thuộc - Giá trị doanh nghiệp được đo lường thông qua hai thước đo bổ sung cho nhau: (i) ROE (tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu) - lợi nhuận sau thuế chia cho vốn chủ sở hữu bình quân, phản ánh hiệu quả tài chính kế toán nội tại; (ii) FMV (Tobin's Q) - tổng giá trị thị trường vốn cổ phần cộng giá trị sổ sách của nợ, chia cho tổng tài sản, phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư đối với triển vọng dài hạn.

Biến độc lập - Tránh thuế doanh nghiệp được đo bằng hai chỉ tiêu: (i) ETR (thuế suất hiệu dụng kế toán) - chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp chia cho lợi nhuận kế toán trước thuế; (ii) CETR (thuế suất hiệu dụng tiền mặt) - thuế thu nhập doanh nghiệp đã nộp chia cho lợi nhuận kế toán trước thuế, đo lường tránh thuế dựa trên dòng tiền thực tế (Hanlon và Heitzman,

2010). Giá trị ETR và CETR càng thấp phản ánh mức độ tránh thuế càng cao.

Biến kiểm soát gồm: đòn bẩy tài chính (LEV - tổng nợ/tổng tài sản); chất lượng kiểm toán (BIG4 - biến giả nhận giá trị 1 nếu được kiểm toán bởi công ty Big4); quy mô doanh nghiệp (FSIZE - logarit tự nhiên

của tổng tài sản); tỷ lệ tài sản hữu hình (TANG - tài sản hữu hình/tổng tài sản); tỷ trọng tài sản cố định hữu hình (PPE - tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản); và tuổi doanh nghiệp (OLDS - số năm kể từ khi niêm yết). Định nghĩa đầy đủ và dấu kỳ vọng được trình bày tại bảng 1.

BẢNG 1: Định nghĩa và đo lường các biến nghiên cứu

Nhóm biến	Ký hiệu	Định nghĩa biến	Công thức đo lường	Nguồn dữ liệu	Dấu kỳ vọng
Biến phụ thuộc	ROE	Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu bình quân	Báo cáo tài chính kiểm toán	
	FMV	Giá trị thị trường doanh nghiệp (Tobin's Q)	(Giá trị thị trường vốn cổ phần + Giá trị sổ sách nợ)/Tổng tài sản	Báo cáo tài chính; giá cổ phiếu HOSE, HNX	
Biến độc lập	ETR	Thuế suất hiệu dụng kế toán	Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp/Lợi nhuận kế toán trước thuế	Báo cáo tài chính kiểm toán	+
	CETR	Thuế suất hiệu dụng tiền mặt	Thuế thu nhập doanh nghiệp đã nộp/Lợi nhuận kế toán trước thuế	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ; Báo cáo tài chính	-
Biến kiểm soát	LEV	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ/Tổng tài sản	Báo cáo tài chính kiểm toán	-
	FSIZE	Quy mô doanh nghiệp	$\ln(\text{Tổng tài sản})$	Báo cáo tài chính kiểm toán	+
	BIG4	Chất lượng kiểm toán	Biến giả = 1 nếu được kiểm toán bởi Big4; 0 nếu ngược lại	Báo cáo kiểm toán	+

Nhóm biến	Ký hiệu	Định nghĩa biến	Công thức đo lường	Nguồn dữ liệu	Dấu kỳ vọng
	TANG	Cường độ tài sản hữu hình	Tài sản hữu hình/Tổng tài sản	Báo cáo tài chính kiểm toán	+
	PPE	Tỷ trọng tài sản cố định hữu hình	Tài sản cố định hữu hình / Tổng tài sản	Báo cáo tài chính kiểm toán	+
	OLDS	Tuổi doanh nghiệp	Số năm kể từ khi doanh nghiệp niêm yết	Báo cáo thường niên	+

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp.

2.4. Mô hình và phương pháp ước lượng

Để kiểm định tác động của tránh thuế đến giá trị doanh nghiệp, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng:

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 TaxAvoid_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 BIG4_{it} + \beta_4 FSIZE_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 PPE_{it} + \beta_7 OLDS_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó: FP_{it} lần lượt đại diện cho ROE và FMV của doanh nghiệp i tại năm t ; $TaxAvoid_{it}$ được thay thế lần lượt bằng ETR và CETR.

Kiểm định chẩn đoán cho thấy các giả định Gauss-Markov bị vi phạm do phương sai sai số thay đổi giữa doanh nghiệp và tự tương quan theo thời gian (đặc biệt khi $N > T$), làm cho các ước lượng OLS, FE và RE kém hiệu quả với sai số chuẩn không đáng tin cậy. Do đó, nghiên cứu áp dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát khả thi (FGLS) để khắc phục đồng thời các khuyết tật này, cung cấp các ước lượng hiệu quả hơn với sai số chuẩn chính xác hơn. Kết quả FGLS được sử dụng để diễn giải và thảo luận các phát hiện thực nghiệm, trong khi FE được trình bày như mô hình tham chiếu.

2.5. Dữ liệu và mẫu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng của các doanh nghiệp niêm yết thuộc lĩnh vực xây dựng và bất động sản tại Việt Nam giai đoạn 2016 - 2023. Dữ liệu được thu thập từ: (i) báo cáo tài chính đã được kiểm toán hằng năm; (ii) báo cáo thường niên do doanh nghiệp công bố; và (iii) dữ liệu thị trường chứng khoán từ Sở Giao dịch Chứng khoán HOSE và HNX. Mẫu bao gồm toàn bộ doanh nghiệp niêm yết thuộc lĩnh vực nghiên cứu trong giai đoạn trên; các tổ chức tài chính và ngân hàng bị loại khỏi mẫu do đặc thù về cấu trúc tài chính và chế độ thuế khác biệt. Các quan sát thiếu dữ liệu cần thiết hoặc có số liệu không nhất quán giữa các nguồn cũng bị loại bỏ. Sau làm sạch dữ liệu, mẫu cuối cùng gồm 944 quan sát theo năm. Tất cả các biến định lượng liên tục được winsorize tại hai đầu phân vị 1% và 99% nhằm hạn chế ảnh hưởng của giá trị ngoại lệ.

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả của các biến nghiên cứu đối với 944 quan sát giai đoạn 2016 - 2023.

Về giá trị doanh nghiệp, ROE có giá trị trung bình là 0,084, phản ánh mức sinh lợi trên vốn chủ sở hữu tương đối khiêm tốn,

phù hợp với đặc thù ngành xây dựng và bất động sản có cường độ vốn cao và chu kỳ dự án dài. Giá trị nhỏ nhất của ROE đạt -0,514 cho thấy sự tồn tại của các doanh nghiệp thua lỗ trong giai đoạn nghiên cứu. FMV có giá trị trung bình là 0,997 với độ phân tán tương đối lớn, phản ánh sự khác biệt đáng kể về mức định giá giữa các doanh nghiệp trong ngành.

Về các biến tránh thuế, ETR có giá trị trung bình là 0,221, cao hơn mức thuế suất danh nghĩa, hàm ý sự hiện diện của các hoạt động quản trị lợi nhuận và tối ưu hóa nghĩa vụ thuế trong mẫu. CETR có giá trị trung bình xấp xỉ 0 (0,001), cho thấy mức thuế thực nộp không chênh lệch lớn so với chuẩn

danh nghĩa; song độ lệch chuẩn cao phản ánh mức độ dị biệt đáng kể trong hành vi tránh thuế dựa trên dòng tiền giữa các doanh nghiệp.

Trong nhóm biến kiểm soát, khoảng 55,0% doanh nghiệp được kiểm toán bởi công ty Big4. FSIZE có giá trị trung bình 12,184 (logarit tự nhiên của tổng tài sản), cho thấy mẫu chủ yếu gồm các doanh nghiệp quy mô trung bình và lớn. LEV đạt trung bình 0,599, phản ánh mức độ phụ thuộc cao vào nguồn vốn vay, phù hợp với đặc điểm ngành. OLDS trung bình đạt khoảng 27 năm, phản ánh sự hiện diện của nhiều doanh nghiệp có lịch sử hoạt động lâu dài.

BẢNG 2: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	N	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Skewness	Kurtosis
ROE	944	0,084	0,140	-0,514	0,551	-1,076	9,101
FMV	938	0,997	0,365	0,394	3,599	3,139	19,123
ETR	944	0,221	0,195	-0,101	0,986	1,851	7,802
CETR	944	0,001	0,196	-0,326	0,775	1,860	7,872
BIG4	944	0,550	0,498	0,000	1,000	-0,200	1,040
FSIZE	944	12,184	0,633	10,509	13,801	-0,020	3,114
LEV	944	0,599	0,196	0,030	0,914	-0,679	2,937
TANG	944	0,095	0,140	0,000	0,863	2,773	11,608
PPE	944	0,103	0,151	0,000	0,836	2,669	10,710
OLDS	944	27,458	13,408	8,000	63,000	0,769	2,727

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm tác giả.

Bảng 3 trình bày ma trận tương quan Pearson giữa các biến nghiên cứu. Nhìn chung, các hệ số tương quan có giá trị thấp

đến trung bình, cho thấy không tồn tại vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng. Đáng chú ý, ROE có tương quan dương có ý nghĩa thống

kê với FMV, FSIZE và BIG4, trong khi tương quan âm với CETR. FMV có tương quan dương với FSIZE và LEV, song mỗi liên hệ với các thước đo tránh thuế tương đối yếu. ETR và CETR có tương quan gần hoàn hảo với nhau (hệ số 1,000), cho thấy hai thước đo phản ánh khía cạnh tương đồng của hành vi tránh thuế trong mẫu nghiên cứu này.

3. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

3.1. Kết quả hồi quy

Bảng 4 trình bày kết quả ước lượng FE và FGLS về tác động của tránh thuế đến ROE và FMV. Hai thước đo tránh thuế ETR và CETR được sử dụng luân phiên.

Kết quả hồi quy FGLS cho thấy tránh thuế có mỗi liên hệ có ý nghĩa thống kê với giá trị thị trường, song không có ý nghĩa với hiệu quả tài chính kế toán sau khi kiểm soát các khuyết tật mô hình.

Đối với hiệu quả tài chính kế toán, hệ số ETR và CETR trong mô hình ROE (FE) mang dấu dương và có ý nghĩa thống

kê ở mức 1%, ủng hộ giả thuyết 1 rằng tránh thuế có tác động tích cực đến hiệu quả sinh lợi kế toán trong ngắn hạn. Tuy nhiên, sau khi áp dụng FGLS, hệ số này không còn đạt ý nghĩa thống kê, hàm ý mỗi quan hệ tích cực giữa tránh thuế và ROE chủ yếu thể hiện trong biến động nội tại của doanh nghiệp theo thời gian nhưng chưa đủ bền vững khi xét đến cấu trúc sai số tổng quát.

Đối với giá trị thị trường, hệ số ETR và CETR trong các mô hình FMV đều mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% trong cả FE lẫn FGLS, cung cấp bằng chứng ổn định cho thấy mức tránh thuế cao hơn gắn với giá trị doanh nghiệp thấp hơn khi được thị trường định giá. Kết quả này bác bỏ giả thuyết 2 theo chiều kỳ vọng ban đầu, hàm ý thị trường có xu hướng chiết khấu giá trị các doanh nghiệp xây dựng và bất động sản có mức tránh thuế cao, nơi rủi ro minh bạch thông tin và chi phí đại diện ở mức tương đối cao.

BẢNG 3: Ma trận tương quan Pearson giữa các biến nghiên cứu

	ROE	FMV	ETR	CETR	BIG4	FSIZE	LEV	TANG	PPE
ROE	1,000								
FMV	0,199***	1,000							
ETR	0,075**	-0,022	1,000						
CETR	0,075**	-0,022	1,000***	1,000					
BIG4	0,122***	0,034	0,108***	-0,108***	1,000				
FSIZE	0,209***	0,150***	0,143***	-0,142***	0,396***	1,000			
LEV	-0,044	0,086***	0,151***	-0,150***	0,060*	0,095***	1,000		
TANG	0,056*	-0,038	-0,069**	0,069**	-0,017	0,070**	0,051	1,000	

Tránh thuế và giá trị...

	ROE	FMV	ETR	CETR	BIG4	FSIZE	LEV	TANG	PPE
PPE	0,083**	-0,021	-0,057*	0,057*	-0,026	0,097***	0,054*	0,979***	1,000
OLDS	-0,089***	0,056*	0,023	-0,023	-0,013	-0,036	0,314***	0,236***	0,230***

Ghi chú: ***, **, * lần lượt là các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm tác giả.

BẢNG 4: Kết quả ước lượng hồi quy theo FE và FGLS

Biến	FE	FGLS	FE	FGLS	FE	FGLS	FE	FGLS
	ROE	ROE	FMV	FMV	ROE	ROE	FMV	FMV
	(ETR)	(ETR)	(ETR)	(ETR)	(CETR)	(CETR)	(CETR)	(CETR)
ETR/CETR	0,0649***	0,0063	-0,1426**	-0,0634**	0,0644***	0,0062	-0,1416**	-0,0631**
BIG4	0,0256**	0,0142**	-0,0493	0,0028	0,0256**	0,0142**	-0,0493	0,0028
FSIZE	0,1857***	0,0309***	0,2193***	0,0842***	0,1857***	0,0309***	0,2192***	0,0843***
LEV	-0,1887***	-0,0273	0,2815**	0,2609***	-0,1887***	-0,0273	0,2815**	0,2609***
TANG	-0,1941	-0,0711	-0,5745	-0,1835	-0,1942	-0,0712	-0,5743	-0,1834
PPE	0,2255*	0,0961	0,2947	0,1232	0,2255*	0,0961	0,2947	0,1232
OLDS	-0,0194***	0,0004	0,0184***	0,0005	-0,0194***	0,0004	0,0184***	0,0005
Year FE	No	Yes	No	Yes	No	Yes	No	Yes
Quan sát	944	944	938	938	944	944	938	938

Ghi chú: ***, **, * lần lượt là các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%; thống kê t trong ngoặc đơn.

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả.

Về các biến kiểm soát, FSIZE có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong cả hai thước đo giá trị doanh nghiệp, phù hợp với lập luận về lợi thế quy mô. BIG4 có tác động dương đến ROE, cho thấy chất lượng kiểm toán cao hơn góp phần cải thiện hiệu quả sinh lợi.

LEV có tác động âm đến ROE nhưng dương đến FMV, phản ánh mâu thuẫn giữa áp lực lãi vay (làm giảm lợi nhuận kế toán) và hiệu ứng đòn bẩy tài chính (có thể được thị trường đánh giá tích cực trong ngành bất động sản thâm dụng vốn).

3.2. Kiểm định sự phù hợp của mô hình

Bảng 5 trình bày kết quả kiểm định sự phù hợp của mô hình. Đối với cả hai thước đo tránh thuế ETR và CETR, mô hình tác động cố định (FE) đều tồn tại phương sai sai số thay đổi ở mức ý nghĩa 1% cho cả ROE và FMV.

Kiểm định Wooldridge cho thấy tự tương quan bậc nhất xuất hiện rõ rệt trong các mô hình ROE và ở mức biên trong các mô hình FMV. Do đó, ước lượng FGLS được áp dụng nhằm khắc phục đồng thời các khuyết tật về phương sai sai số thay đổi và tự tương quan.

BẢNG 5: Kết quả kiểm định sự phù hợp của mô hình

Biến tránh thuế	Biến phụ thuộc	R ²	Thống kê F (FEM)	Tự tương quan (Wooldridge) - F	Giá trị p	Phương sai thay đổi (χ^2)	Giá trị p
ETR	ROE	16,3%	22,73***	19,84	0,000	35.041	0,000
	FMV	8,2%	10,39***	3,87	0,052	159.708	0,000
CETR	ROE	16,3%	22,72***	19,81	0,000	35.120	0,000
	FMV	8,2%	10,38***	3,87	0,052	160.026	0,000

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm tác giả.

3.3. Thảo luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy tác động của tránh thuế trong lĩnh vực xây dựng và bất động sản tại Việt Nam mang tính hai mặt, thể hiện sự khác biệt rõ rệt giữa hiệu quả tài chính kế toán và giá trị thị trường doanh nghiệp.

Thứ nhất, mối quan hệ tích cực giữa ETR/CETR và ROE trong mô hình FE phù hợp với lập luận của lý thuyết đại diện, theo đó hoạt động tránh thuế hợp pháp giúp doanh nghiệp tiết kiệm chi phí thuế, gia tăng lợi nhuận sau thuế và cải thiện hiệu quả sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (Desai và Dharmapala, 2006; Katz và cộng sự, 2015). Trong bối cảnh ngành có cường độ vốn cao, chu kỳ dự án dài và chi phí tài chính lớn, lợi ích tiết kiệm thuế đóng vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ khả năng sinh lợi kế toán ngắn hạn. Tuy nhiên, kết quả này không bền vững sau khi kiểm soát cấu trúc sai số trong FGLS, gợi ý tác động thực sự của

tránh thuế đến ROE có thể được thổi phồng bởi các đặc tính dữ liệu chứ không phản ánh một cơ chế kinh tế vững chắc.

Thứ hai, mối quan hệ âm và ổn định giữa ETR/CETR và FMV phản ánh sự thận trọng của nhà đầu tư khi đánh giá các chiến lược thuế trong lĩnh vực xây dựng và bất động sản. Phát hiện này phù hợp với bằng chứng tại các thị trường mới nổi, nơi tránh thuế thường đi kèm với rủi ro minh bạch thông tin, chi phí đại diện và nghĩa vụ thuế tiềm ẩn (Nguyen và cộng sự, 2021; Herron và Nahata, 2020). Trong bối cảnh ngành xây dựng và bất động sản tại Việt Nam, nơi thông tin tài chính mang tính phức tạp do ghi nhận doanh thu theo tiến độ, vốn hóa chi phí và phụ thuộc vào chính sách đất đai và tín dụng, tránh thuế có thể bị thị trường diễn giải như một tín hiệu rủi ro hơn là dấu hiệu của năng lực quản trị tài chính.

Sự khác biệt giữa ROE và FMV hàm ý lợi ích kế toán từ tránh thuế không được

chuyển hóa đầy đủ thành kỳ vọng tích cực của thị trường. Kết quả này nhấn mạnh vai trò của bối cảnh thể chế trong việc điều tiết mối quan hệ giữa tránh thuế và giá trị doanh nghiệp: tránh thuế chỉ có thể tạo ra giá trị bền vững khi đi kèm với cơ chế giám sát hiệu quả và môi trường thể chế minh bạch, như ghi nhận tại các thị trường phát triển (Wang, 2011; Tang, 2019; Nebie và Cheng, 2023).

4. Kết luận

Nghiên cứu phân tích tác động của tránh thuế doanh nghiệp, đo lường bằng ETR và CETR, đến giá trị doanh nghiệp - thông qua cả thước đo kế toán (ROE) và thước đo thị trường (FMV) - của các công ty xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2016 - 2023. Kết quả thực nghiệm từ FGLS cho thấy tác động của tránh thuế không đồng nhất và phụ thuộc vào cách thức đo lường giá trị doanh nghiệp.

Cụ thể, các doanh nghiệp có mức tránh thuế cao hơn có xu hướng đạt ROE cao hơn trong khung ước lượng FE, phản ánh lợi ích tiết kiệm thuế có thể cải thiện hiệu quả sinh lợi kế toán ngắn hạn trong các ngành thâm dụng vốn. Tuy nhiên, kết quả này không bền vững trong ước lượng FGLS. Ngược lại, tránh thuế gắn liền với sự suy giảm giá trị thị trường một cách nhất quán trong cả FE và FGLS, cho thấy nhà đầu tư nhìn nhận tránh thuế như một tín hiệu rủi ro thông tin, chi phí đại diện và tính không bền vững của lợi nhuận dài hạn. Sự khác biệt này cho thấy lợi ích kế toán từ tránh thuế không nhất thiết được thị trường vốn hóa thành giá trị thị trường cao hơn.

Về hàm ý, nhà quản lý cần cân nhắc thận trọng giữa mục tiêu tối ưu hóa nghĩa vụ thuế và yêu cầu minh bạch thông tin, tránh việc theo đuổi lợi ích ngắn hạn làm suy giảm giá trị doanh nghiệp trong dài hạn.

Đối với nhà đầu tư, hành vi tránh thuế cần được xem xét như một tín hiệu rủi ro tiềm ẩn hơn là chỉ báo tích cực về hiệu quả hoạt động. Đối với cơ quan quản lý, kết quả nghiên cứu nhấn mạnh sự cần thiết của việc tăng cường yêu cầu công bố thông tin liên quan đến thuế, qua đó góp phần hạn chế hệ quả tiêu cực của tránh thuế đối với niềm tin thị trường và phát triển bền vững của thị trường vốn.

Nghiên cứu có một số hạn chế cần lưu ý. Mẫu chỉ bao gồm các doanh nghiệp niêm yết, chưa phản ánh đầy đủ đặc thù của doanh nghiệp ngoài sàn. Bên cạnh đó, TANG và PPE có hệ số tương quan rất cao (0,979), cho thấy hai biến này có thể đo lường cùng một khía cạnh; các nghiên cứu tiếp theo nên xem xét loại bỏ một trong hai hoặc sử dụng phân tích nhân tố để tránh đa cộng tuyến tiềm ẩn. Ngoài ra, nghiên cứu tương lai có thể mở rộng mẫu sang các ngành khác, áp dụng phương pháp biến công cụ để kiểm soát nội sinh, hoặc bổ sung biến điều tiết như chất lượng quản trị doanh nghiệp và mức độ sở hữu nhà nước.

TÀI LIỆU TRÍCH DẪN

1. Desai M.A., Dharmapala D. (2006), "Corporate tax avoidance and high-powered incentives", *Journal of Financial Economics*, vol. 79, no. 1, pp. 145-179.
2. Desai M.A., Dharmapala D. (2009), "Corporate tax avoidance and firm value", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 91, no. 3, pp. 537-546.
3. Dyreng S.D., Hanlon M., Maydew E.L. (2010), "The effects of executives on corporate tax avoidance", *The Accounting Review*, vol. 85, no. 4, pp. 1163-1189.
4. Hanlon M., Heitzman S. (2010), "A review of tax research", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 50, no. 2-3, pp. 127-178.

5. Herron R., Nahata R. (2020), "Corporate tax avoidance and firm value discount", *Quarterly Journal of Finance*, vol. 10, no. 02, 2050008.
6. Katz S.P., Khan U., Schmidt A. (2015), "Tax avoidance and DuPont measures of future performance", *Columbia Business School Research Paper*, no. 15-29.
7. Kovermann J., Velte P. (2019), "The impact of corporate governance on corporate tax avoidance: a literature review", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, vol. 36, 100270.
8. Nguyen M.H. *et al.* (2021), "The impact of tax avoidance on the value of listed firms in Vietnam", *Cogent Business & Management*, vol. 8, no. 1, 1930870.
9. Nebie M., Cheng M.C. (2023), "Corporate tax avoidance and firm value: evidence from Taiwan", *Cogent Business & Management*, vol. 10, no. 3, 2282218.
10. Tang T.Y. (2019), "The value implications of tax avoidance across countries", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 34, no. 4, pp. 615-638.
11. Wang X. (2011), "Tax avoidance, corporate transparency, and firm value", *2011 American Accounting Association Annual Meeting - Tax Concurrent Sessions*, <https://ssrn.com/abstract=1904046>.

Ngày nhận bài : 13-12-2025

Ngày nhận bản sửa : 05-01-2026

Ngày duyệt đăng : 06-01-2026