

LÁ CHẮN BỊ BÀO MÒN VÀ TÍN HIỆU TUÂN THỦ: BẰNG CHỨNG VỀ MỐI LIÊN HỆ HAI CHIỀU GIỮA ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH VÀ THUẾ SUẤT HIỆU DỤNG TỪ THỊ TRƯỜNG MỚI NỔI VIỆT NAM

ERODED TAX SHIELDS AND COMPLIANCE SIGNALING: EVIDENCE ON THE BIDIRECTIONAL RELATIONSHIP
BETWEEN LEVERAGE AND EFFECTIVE TAX RATES FROM THE VIETNAMESE EMERGING MARKET

Phạm Thị Hồng Quyên^{1,*}

DOI: <https://doi.org/10.57001/huivh5804.2025.363>

TÓM TẮT

Bài báo phân tích mối liên hệ hai chiều giữa đòn bẩy tài chính (leverage-LEV) và thuế suất hiệu dụng (effective tax rate-ETR) tại Việt Nam giai đoạn 2017 - 2022, sử dụng dữ liệu bảng của nhóm công ty nộp thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) lớn nhất. ETR đo bằng ACE (kế toán), CUE (hiện hành) và CAE (tiền nộp thuế). Kết quả cho thấy cấu trúc hai kênh: LEV làm ACE tăng, nhưng ảnh hưởng không đáng kể đến CUE và làm giảm nhẹ CAE - hàm ý lá chắn lãi vay khó phản ánh trên kênh kế toán và yếu trên kênh dòng tiền. Ở chiều ngược lại, ACE và CUE thúc đẩy LEV, trong khi CAE kìm LEV, phù hợp động cơ tối ưu sau thuế và kênh tín hiệu tuân thủ trong bối cảnh tín dụng dựa vào ngân hàng. Bài báo không nhằm suy luận nhân quả mà cung cấp bằng chứng liên hệ có điều kiện và ràng buộc dấu theo hai kênh kế toán/tín hiệu và tiền mặt.

Từ khóa: Đòn bẩy tài chính; Lá chắn thuế từ lãi vay; Thị trường mới nổi; Thuế suất hiệu dụng; Tín hiệu tuân thủ.

ABSTRACT

The article examines the bidirectional relationship between financial leverage (leverage - LEV) and the effective tax rate (ETR) in Vietnam from 2017 to 2022, utilizing panel data from the largest corporate income tax (CIT) payers. ETR is measured by ACE (accounting), CUE (current), and CAE (tax payments). The results show a two-channel structure: LEV increases ACE, but has a negligible effect on CUE, and slightly reduces CAE. It is implied that the interest shield is difficult to reflect in the accounting channel and weak in the cash flow channel. In the opposite direction, ACE and CUE promote LEV. At the same time, CAE constrains it, consistent with the optimal after-tax incentive and compliance-signaling channel in the context of bank-based credit. This paper does not aim to infer causality, but it provides conditional and sign-constrained evidence of association along the accounting/signaling and cash channels.

Keywords: Compliance signaling; Effective tax rate; Emerging market; Interest tax shield; Leverage.

¹Trường Đại học Kinh tế, Đại học Huế

*Email: pthquyen@hce.edu.vn

Ngày nhận bài: 28/6/2025

Ngày nhận bài sửa sau phản biện: 15/8/2025

Ngày chấp nhận đăng: 28/10/2025

1. GIỚI THIỆU

Quyết định cấu trúc nợ là lựa chọn tài chính then chốt, chi phối giá trị doanh nghiệp, chi phí vốn, và khả năng chống chịu trước cú sốc. Theo lý thuyết đánh đổi (trade-

off theory), khấu trừ lãi vay tạo lá chắn thuế (tax shield), nên đòn bẩy cao thường đi kèm thuế suất hiệu dụng thấp; lập luận này được mô hình hóa bởi DeAngelo và Masulis [7] và lượng hóa ở cấp doanh nghiệp/toàn nền

kinh tế bởi Graham [9]. Tuy nhiên, trong lý thuyết đại diện (agency theory), nợ không chỉ đem lại lợi ích thuế mà còn kéo theo kỷ luật chủ nợ (giám sát, điều kiện ràng buộc), có thể làm tăng chi phí kỳ vọng của các chiến lược hạ ETR và làm suy yếu/đảo dấu dự báo lá chắn trong bối cảnh giám sát của ngân hàng và cơ quan thuế [16].

Bối cảnh Việt Nam khiến câu hỏi này đặc biệt đáng nghiên cứu. Hệ thống tài chính thiên về tín dụng ngân hàng, trong khi thị trường vốn dài hạn và trái phiếu công ty còn hẹp; vì thế, kỷ luật tín dụng trở thành ràng buộc trọng yếu đối với hành vi thuế [23]. Đồng thời, Việt Nam áp dụng trần khấu trừ chi phí lãi thuần theo EBITDA [6], trực tiếp giới hạn lợi ích lá chắn, qua đó có thể thay đổi động lực giữa đòn bẩy và ETR so với các hệ thống pháp lý khác.

Từ góc nhìn thuế công ty, tổng quan của Hanlon và Heitzman [13] nhấn mạnh tránh thuế là quyết định tối ưu lợi ích - chi phí, chịu chi phối mạnh bởi thiết kế - thực thi thể chế và ràng buộc báo cáo; vì vậy, kết quả thực nghiệm khác biệt theo quốc gia là dễ hiểu. Atwood và cộng sự [2] bổ sung bằng chứng xuyên quốc gia rằng đặc tính hệ thống thuế và sức mạnh thực thi gắn chặt với mức độ tránh thuế và điều này càng củng cố nhu cầu định vị lại tác động của lá chắn trong thị trường mới nổi như Việt Nam.

Xuất phát từ những lập luận trên, nghiên cứu này khảo sát mối liên hệ giữa cấu trúc tài trợ (LEV) và hành vi thuế (ETR) của các công ty trong bối cảnh Việt Nam có trần khấu trừ lãi theo EBITDA và tín dụng dựa vào ngân hàng với hai câu hỏi nghiên cứu: (i) liệu đòn bẩy còn duy trì hiệu ứng lá chắn hay bị kỷ luật tín dụng và trần khấu trừ lãi lấn át; và (ii) liệu thuế suất hiệu dụng có nhất quán với cơ chế tín hiệu tuân thủ giúp công ty tiếp cận tín dụng tốt hơn - hàm ý một cơ chế phản hồi hai chiều giữa nợ và thuế. Mục tiêu của nghiên cứu là xác định bằng chứng liên hệ có điều kiện, nhất quán với cơ chế, không nhận diện nhân quả.

Nghiên cứu này kỳ vọng đóng góp trên ba phương diện, cả học thuật lẫn thực tiễn. Thứ nhất, cung cấp bằng chứng từ thị trường mới nổi - nơi khấu trừ lãi vay đang dần siết chặt - cho phép so sánh hai cơ chế cạnh tranh: hiệu ứng lá chắn thuế của nợ và kỷ luật tín dụng từ chủ nợ. Thứ hai, việc sử dụng mẫu công ty nộp thuế thu nhập doanh nghiệp lớn - đối tượng chịu giám sát chặt chẽ từ ngân hàng, kiểm toán và cơ quan thuế - tạo nên phép thử nghiêm ngặt cho các dự báo lý thuyết. Thứ ba, đặt kết quả trong khung lợi ích-chi phí và thể chế giúp lý giải cơ chế vi mô và rút ra hàm ý thực hành cho thiết kế cấu trúc vốn, phối hợp giám sát ngân hàng - thuế và điều chỉnh chính sách khấu trừ lãi.

2. CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

2.1. Một số khái niệm liên quan

Tránh thuế

Tránh thuế là tập hợp các chiến lược, biện pháp hợp pháp hoặc không bắt hợp pháp mà công ty sử dụng nhằm giảm số thuế phải nộp, có thể bao gồm các hoạt động như lợi dụng kết chuyển lỗ, ưu đãi thuế, chuyển giá, lập công ty con ở "thiên đường thuế" hoặc các biện pháp tối ưu khác, qua đó gia tăng lợi ích kinh tế cho công ty nhưng đồng thời cũng làm gia tăng rủi ro về mặt pháp lý và uy tín [13].

Đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính là mức độ sử dụng nguồn vốn mang nghĩa vụ thanh toán cố định, chẳng hạn như nợ vay, trái phiếu, thuê tài chính, để tài trợ tài sản công ty. Về kinh tế học tài chính, đòn bẩy làm khuếch đại suất sinh lợi và rủi ro của cổ đông vì dòng tiền dành cho cổ đông chỉ còn lại sau khi công ty đáp ứng các nghĩa vụ lãi và gốc của các khoản nợ - tức sau khi các chủ nợ đã được thanh toán.

2.2. Lý thuyết nền tảng

Lý thuyết đánh đổi và hiệu ứng lá chắn thuế từ nợ

Lý thuyết đánh đổi (trade-off theory) cho rằng công ty lựa chọn đòn bẩy tối ưu bằng cách cân bằng lợi ích thuế từ khấu trừ lãi vay với chi phí kỳ vọng của nợ (nguy cơ kiệt quệ tài chính, phá sản, chi phí đại diện). Vì lãi vay được khấu trừ khỏi cơ sở tính thuế, nợ tạo lá chắn thuế, hàm ý đòn bẩy cao đi kèm ETR thấp. Đây là dự báo kinh điển của DeAngelo và Masulis [7] và được Graham [9] lượng hóa. Từ đó, dấu kỳ vọng chuẩn của hệ số LEV trong phương trình biến phụ thuộc ETR là âm, đặc biệt trên ETR tiền nộp thuế vì đo trực tiếp thuế thực nộp.

Lý thuyết đại diện và kỷ luật chủ nợ

Trong khung lý thuyết đại diện (agency theory) [16], nợ vừa tạo kỷ luật quản trị, vừa kéo theo giám sát bổ sung từ chủ nợ và điều khoản ràng buộc (covenants). Khi đòn bẩy cao, rủi ro vi phạm điều khoản ràng buộc/xếp hạng tăng làm chi phí kỳ vọng của các chiến lược thuế hạ ETR lớn hơn (nguy cơ bị điều chỉnh, truy thu, ảnh hưởng quan hệ tín dụng). Trong bối cảnh giới hạn khấu trừ lãi, lợi ích lá chắn bị bào mòn hoặc dồn kỳ (kéo theo thuế hoãn lại), khiến ETR kế toán không giảm, thậm chí tăng khi LEV cao. Buettner và cộng sự [5] cung cấp bằng chứng cho thấy quy tắc khống chế vốn mỏng (thin-cap) làm giảm động cơ dùng vay nội bộ để lập kế hoạch thuế, đồng thời thay đổi cấu trúc nợ (dịch chuyển sang nợ bên ngoài), qua đó hạn chế khả năng tận dụng lợi ích thuế từ nợ.

Lý thuyết tín hiệu trong bối cảnh bất cân xứng thông tin

Theo lý thuyết tín hiệu (signaling theory), trong bối cảnh bất cân xứng thông tin [20], công ty có động cơ phát tín hiệu chất lượng/tuân thủ tới chủ nợ. Thuế suất hiệu dụng kế toán (ACE) cao có thể được thị trường tín dụng diễn giải như rủi ro thuế thấp, kiểm soát nội bộ tốt, từ đó giảm ma sát tín dụng và tăng khả năng tiếp cận nợ (LEV cao hơn). Đồng thời, đòn bẩy cao làm tăng áp lực tuân thủ, khuyến khích trình bày thận trọng, nên khiến ACE tăng. Hai cơ chế này tạo nên vòng lặp tuân thủ - tín dụng: LEV cao tăng ACE (kỷ luật) và ACE cao dẫn tới LEV cao (tín hiệu).

2.3. Tổng quan và giả thuyết nghiên cứu

Thực chứng ở các nền kinh tế phát triển phần lớn ủng hộ xu hướng chuẩn tắc: đòn bẩy cao thường đi kèm ETR thấp ($LEV \rightarrow ETR$), đặc biệt khi sử dụng chỉ số ETR tiền nộp thuế - thước đo nắm bắt trực tiếp thuế thực nộp [8]. Tại Hoa Kỳ, thực nghiệm cho thấy ETR biến thiên theo cấu trúc vốn và thấp hơn ở công ty dùng nợ nhiều [10, 21]; tại Úc, ghi nhận kết quả tương đồng qua nhiều đặc tả ETR [19]; ở Đức, cũng báo cáo liên hệ âm giữa đòn bẩy và ETR sau cải cách thuế năm 2008 [17]. Kết quả này nhất quán với ước lượng lợi ích thuế của nợ có quy mô kinh tế đáng kể [9], đồng thời nhấn mạnh vai trò của bối cảnh khấu trừ lãi rộng và thực thi ổn định trong việc làm nổi bật lá chắn lãi vay.

Tuy nhiên, bằng chứng quốc tế cũng chỉ ra khác biệt thể chế có thể làm suy yếu hoặc đảo dấu quan hệ giữa đòn bẩy và ETR. Khi giới hạn khấu trừ lãi được siết chặt và kỷ luật chủ nợ tăng, một phần lãi vay không được khấu trừ hoặc bị dồn kỳ, kéo theo ghi nhận thuế hoãn lại và làm ETR kế toán không giảm mà thậm chí tăng khi đòn bẩy cao. Tương tác sau cải cách thuế năm 2008 ở Đức tác động dương lên liên hệ $LEV-ETR$ ở nhóm đòn bẩy cao, nhất quán với cơ chế giới hạn khấu trừ lãi [17]. Các bằng chứng chính sách khác - như quy tắc phân bổ lãi ở Hoa Kỳ - cũng ghi nhận ETR tăng khi khả năng khấu trừ lãi bị siết, củng cố cơ chế này [1]. Bổ sung từ góc độ tín dụng, Hasan và cộng sự [14] chứng minh ngân hàng định giá rủi ro thuế qua biên lãi vay, củng cố kênh kỷ luật - tuân thủ trong hệ thống tín dụng dựa vào ngân hàng.

Bên cạnh kênh $LEV \rightarrow ETR$, ở chiều ngược lại, theo khung tối ưu sau thuế và tín hiệu, ETR có thể chi phối LEV: thuế suất hiệu dụng biên là động lực lựa chọn cấu trúc vốn, thuế cao làm chi phí nợ "rẻ" hơn tương đối so với vốn chủ nhờ khấu trừ lãi, khiến công ty tăng đòn bẩy để tối ưu hoá sau thuế, kỳ vọng hệ số tác động của ETR đến LEV dương (> 0). Bằng chứng định lượng cho thấy lợi ích thuế

từ khấu trừ lãi có quy mô kinh tế lớn, xấp xỉ ~9 - 10% giá trị công ty và vì thế ETR cao hơn thường kéo LEV cao hơn [9], qua đó cho thấy thuế là một cơ chế đủ mạnh chi phối lựa chọn nợ - vốn chủ. Một số thực chứng khác cũng góp phần củng cố vai trò trung tâm của thuế trong quyết định cấu trúc vốn. Ở cấp quyết định phát hành - nơi công ty lựa chọn giữa nợ hay cổ phần - MacKie-Mason [18] cung cấp bằng chứng thuyết phục rằng thuế ảnh hưởng đáng kể tới xác suất phát hành nợ, khẳng định cơ chế thuế cao làm công ty tăng khả năng ưu tiên nợ. Ở cấp nhận diện nhân quả, các thiết kế tự nhiên dựa trên thay đổi thuế TNDN theo bang ở Mỹ cho thấy mỗi +1 điểm % thuế làm đòn bẩy tăng khoảng 40 điểm cơ bản, qua đó chứng minh thuế là yếu tố định hình cấu trúc vốn ở cấp công ty [15].

Việt Nam là thị trường mới nổi dựa vào ngân hàng, đồng thời áp dụng trần khấu trừ chi phí lãi ròng theo EBITDA trong giai đoạn nghiên cứu. Bối cảnh này gợi ý hai kênh song hành: (i) kênh tiền mặt, nơi thuế suất hiệu dụng tiền mặt phản ánh tiết kiệm thuế nhờ khấu trừ lãi; và (ii) kênh kế toán/tín hiệu tuân thủ, nơi thuế suất hiệu dụng kế toán có thể không giảm do ràng buộc khấu trừ và kỷ luật chủ nợ, nhưng lại vận hành như tín hiệu tuân thủ giúp doanh nghiệp tiếp cận tín dụng. Từ đó hình thành vòng lặp tuân thủ - tín dụng: đòn bẩy cao làm tăng ETR kế toán (do kỷ luật và dồn chi phí thuế), còn ETR kế toán cao lại hỗ trợ vay nợ (do tín hiệu tuân thủ được "định giá" tích cực trong thẩm định tín dụng).

Tóm lại, đòn bẩy và thuế suất hiệu dụng có thể mối liên hệ hai chiều trong quyết định tài chính của công ty, nghiên cứu bỏ qua một trong hai chiều tác động dễ dẫn tới nguy cơ thiên lệch đồng thời (simultaneity bias); điều này nhất quán với quan điểm của Hanlon và Heitzman [13], cho thấy hồi quy một phương trình có thể gán cho tác động điều vốn dĩ phản ánh phản hồi tối ưu ở phương trình còn lại.

Tuy nhiên, văn liệu hiện tại chủ yếu xem xét ảnh hưởng của đòn bẩy đến thuế suất hiệu dụng ($LEV \rightarrow ETR$) trong bối cảnh khấu trừ lãi 'rộng', còn thiếu bằng chứng khung hai chiều giữa đòn bẩy và thuế suất hiệu dụng ($LEV \leftrightarrow ETR$) ở các thị trường mới nổi dựa vào ngân hàng, nơi giới hạn khấu trừ lãi theo EBITDA có thể bào mòn lá chắn trên kênh kế toán. Bên cạnh đó, nghiên cứu quốc tế và trong nước còn thiếu thực chứng đồng thời sử dụng ba thước đo (kế toán, hiện hành, tiền mặt) để phân rã cơ chế và giải thích khác biệt dấu hệ số; và hiếm khi tập trung vào nhóm doanh nghiệp nộp thuế lớn - nơi ràng buộc khấu trừ có hiệu lực thực tế và tác động đến hành vi/chi phí thuế và kỷ luật tín dụng bộc lộ rõ.

Nghiên cứu này khắc phục các khoảng trống trên bằng cách: (i) mô hình hai phương trình để nhận diện tác động hai chiều; (ii) tam giác hoá thước đo (kế toán/hiện hành/tiền mặt) nhằm tách bạch kênh kế toán - tín hiệu và kênh tiền mặt; (iii) dữ liệu bảng của nhóm doanh nghiệp nộp thuế lớn trong bối cảnh thể chế của thị trường mới nổi Việt Nam với trần khấu trừ lãi và kỷ luật ngân hàng.

Từ những lập luận trên giả thuyết nghiên cứu được đề xuất như sau:

H₁: Dưới kỷ luật chủ nợ, giới hạn khấu trừ lãi, lá chắn từ nợ khó chuyển hoá vào ETR kế toán; vì vậy đòn bẩy có liên hệ không âm với ETR kế toán.

H₂: ETR kế toán cao đóng vai trò tín hiệu tuân thủ, giảm ma sát tín dụng và tăng khả năng vay nợ, nhất quán với động cơ tối ưu sau thuế.

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu gồm 126 công ty nộp thuế TNDN lớn nhất Việt Nam trong danh sách V1000 do Tổng cục Thuế công bố và niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán (GDCK) thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX) giai đoạn 2017 - 2022, loại trừ các công ty ngành tài chính-ngân hàng/bảo hiểm do cấu trúc báo cáo tài chính (BCTC) đặc thù. Dữ liệu nghiên cứu được tổng hợp từ BCTC, thu thập từ nguồn dữ liệu FiinPro. Mẫu loại bỏ các quan sát có lợi nhuận kế toán trước thuế ≤ 0 hoặc $ETR > 1$, các trường hợp thiếu dữ liệu trọng yếu hoặc bất nhất niên độ. Ngành (Field) và năm (Year) gán theo phân ngành do Sở GDCK công bố và năm báo cáo. Cách thu thập - làm sạch dữ liệu này bảo đảm khả năng tái lập, tính nhất quán qua thời gian và độ tin cậy của các thước đo phục vụ kiểm định thực nghiệm.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu thực hiện kiểm định hai chiều mối liên hệ giữa đòn bẩy (LEV) và thuế suất hiệu dụng kế toán (ACE). Cách tiếp cận này cho phép tách bạch kênh tài chính - thuế: LEV ảnh hưởng ACE, và kênh tối ưu hoá tài trợ/tín hiệu tuân thủ: ACE ảnh hưởng LEV, đồng thời giảm thiên lệch đồng thời.

- Kênh tài chính-thuế: $ACE_{it} = \alpha_i + \gamma_t + \beta LEV_{it} + \delta'X_{it} + \varepsilon_{it}$

- Kênh tối ưu hoá tài trợ/tín hiệu:

$$LEV_{it} = \mu_i + \tau_t + \theta ACE_{it} + \kappa'X_{it} + v_{it}$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc/giải thích chính:

+ *Tránh thuế*: đo lường dựa trên thuế suất hiệu dụng gồm: ETR kế toán ($ACE = \text{Tổng chi phí thuế/Lợi nhuận kế}$

toán trước thuế), ETR hiện hành ($CUE = \text{Chi phí thuế hiện hành/Lợi nhuận kế toán trước thuế}$) và ETR tiền nộp thuế ($CAE = \text{Số tiền thuế đã nộp/Lợi nhuận kế toán trước thuế}$). ACE phản ánh gánh nặng thuế kế toán gồm cả thuế hiện hành và hoãn lại, nên nhạy với quy tắc ghi nhận và có thể được đánh bóng bởi kế toán dồn tích. Vì vậy, nghiên cứu bổ sung hai chỉ số CUE và CAE với mục tiêu: (i) tách kênh hiện hành (CUE) khỏi phần hoãn lại trong ACE để kiểm tra liệu tác động của đòn bẩy/tuân thủ có xuất hiện ngay trong năm theo quy tắc thuế hay chỉ do bút toán kế toán; (ii) kiểm chứng dòng tiền (CAE) nhằm xác định liệu các chiến lược thuế có chuyển hoá thành tiền mặt hay chỉ là hiệu ứng kế toán.

+ *Đòn bẩy tài chính* (LEV) đo lường bằng tỷ số tổng nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu. Cách đo này bao quát toàn bộ nghĩa vụ nợ ngắn hạn và dài hạn, phản ánh trực tiếp mức độ chống đỡ của vốn chủ trước ràng buộc nợ - phù hợp với thông điệp kỷ luật từ chủ nợ trong vòng lặp tuân thủ-tín dụng. LEV dựa trên sổ sách cũng dễ tái lập từ BCTC của công ty niêm yết tại Việt Nam, đảm bảo tính khả dụng và nhất quán theo thời gian. Việc lựa chọn thước đo này cho phép diễn giải trực tiếp các cơ chế liên quan đến khấu trừ lãi vay, các điều khoản ràng buộc trong hợp đồng vay, và khả năng tiếp cận tín dụng, vốn là trọng tâm của phân tích thực nghiệm trong nghiên cứu này.

- *Biến kiểm soát gồm*: (i) *SIZE*: Quy mô công ty đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản; (ii) *AGE*: Thời gian công ty hoạt động tính bằng số năm kể từ khi công ty thành lập (hoặc năm niêm yết) đến thời điểm nghiên cứu; (iii) *ROA*: Tỷ suất sinh lời đo bởi ROA (Return on Assets) tính bằng lợi nhuận sau thuế chia cho tổng tài sản, phản ánh khả năng sử dụng tài sản để tạo ra lợi nhuận; (iv) *PPE*: Mức độ thâm dụng tài sản cố định xác định bằng tỷ trọng tài sản cố định/Tổng Tài sản; và (v) *ASO*: tính liên kết của công ty đo lường bởi biến dummy nhận giá trị 1 nếu có công ty liên kết; và 0 nếu ngược lại.

- α_i/μ_i : hiệu ứng cố định công ty,

- γ_t/τ_t : hiệu ứng cố định năm,

- ε_i/v_i : sai số ngẫu nhiên.

3.3. Kỹ thuật phân tích

Nghiên cứu thực hiện kiểm tra đa cộng tuyến thông qua hệ số phân rã (Variance Inflation Factor - VIF) [3], kiểm định phương sai thay đổi thông qua kiểm định White [4] và kiểm định sự tự tương quan thông qua kiểm định Wooldridge [22] để xác định sự phù hợp của dữ liệu nghiên cứu, xác định các khuyết tật của mô hình Bình phương nhỏ nhất (OLS). Sau đó, nghiên cứu áp dụng phương pháp Bình

phương tổng quát (GLS) để giải quyết các vi phạm giả định OLS. Nhờ điều chỉnh phương sai và hiệp phương sai của sai số, GLS cung cấp ước lượng tham số chính xác hơn, đặc biệt hữu ích khi dữ liệu bảng dễ xuất hiện tình trạng phương sai thay đổi và tự tương quan [11, 22].

Tuy nhiên, hai phương trình mô tả mối quan hệ LEV-ETR tiềm ẩn nguy cơ nội sinh do tính đồng thời; đồng thời, các đặc điểm doanh nghiệp khó quan sát (như rủi ro tín dụng, chất lượng quản trị) có thể dẫn đến hiện tượng biến bị bỏ sót. Nhận thức được những rủi ro này, nghiên cứu không đặt mục tiêu nhận diện quan hệ nhân quả, mà tập trung cung cấp bằng chứng về các mối liên hệ có điều kiện giữa đòn bẩy và thuế suất hiệu dụng. Về mặt kỹ thuật, mô hình được ước lượng với hiệu ứng cố định công ty và năm, kết hợp bộ biến kiểm soát chuẩn và phương pháp GLS nhằm xử lý dị phương sai và tự tương quan. Bên cạnh đó, việc tam giác hóa ba thước đo ETR (ACE-CUE-CAE) được sử dụng để phân tách tương đối kênh kế toán/tín hiệu so với kênh tiền mặt. Trên cơ sở đó, các kết luận chỉ được phát biểu ở dạng nhất quán với cơ chế được kỳ vọng, thay vì diễn giải theo nghĩa quan hệ nhân quả.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Kết quả phân tích kênh đòn bẩy tài chính - thuế

Nghiên cứu ước lượng OLS trên dữ liệu bảng không cân bằng giai đoạn 2017 - 2022 như chuẩn tham chiếu về dấu và cỡ hiệu ứng. Tiếp theo, mô hình chẩn đoán cấu trúc sai số bằng hai kiểm định kinh điển: Breusch-Pagan cho dị phương sai và Wooldridge cho tự tương quan.

Bảng 1. Kết quả hồi quy OLS về ảnh hưởng của đòn bẩy đến thuế suất hiệu dụng

	ACE	CUE	CAE	VIF
LEV	0,0290***	0,0237***	0,0153***	1,44
	[10,73]	[7,88]	[3,28]	
SIZE	-0,0094***	-0,0079***	-0,0129***	1,38
	[-3,77]	[-2,83]	[-3,00]	
AGE	0,0269***	0,0197***	0,0200**	1,21
	[5,47]	[3,60]	[2,36]	
PPE	0,0130	-0,0015	0,0093	1,23
	[0,89]	[-0,09]	[0,37]	
ROA	0,0376	0,0042	-0,1736***	1,74
	[1,14]	[0,11]	[-3,06]	
ASO	-0,0093	-0,0119*	-0,0172*	1,20
	[-1,58]	[-1,82]	[-1,69]	
_cons	0,3189***	0,3116***	0,4911***	
	[4,23]	[3,71]	[3,79]	

N	381	381	381	
R-sq	0,3463	0,2445	0,1733	
F	0,0000	0,0000	0,0000	
Breusch-Pagan	0,0000	0,0000	0,0000	
Wooldridge	0,0002	0,0000	0,0745	

Ghi chú: * < 0,1; ** < 0,05; *** < 0,01

(Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu nghiên cứu, 2025)

Bảng 1 cho thấy kiểm định Breusch-Pagan trên cả ba đặc tả ACE/CUE/CAE đều có $p < 0,001$, trong khi kiểm định Wooldridge chỉ ra tự tương quan với ACE và CUE ($p < 0,001$) và ở ngưỡng 10% với CAE ($p \approx 0,0745$). Điều này hàm ý vi phạm Gauss-Markov: sai số chuẩn OLS nhiều khả năng bị đánh giá thấp và t-stat bị phóng đại; ngược lại, VIF $\approx 1,2 - 1,7$ loại trừ đa cộng tuyến là nguyên nhân.

Bảng 2. Kết quả hồi quy GLS về ảnh hưởng của đòn bẩy đến thuế suất hiệu dụng

	ACE	CUE	CAE
LEV	0,0111***	0,0030	-0,0043**
	[4,46]	[1,49]	[-2,22]
SIZ	-0,0068***	-0,0057***	-0,0058***
	[-4,06]	[-4,66]	[-3,60]
AGE	0,0227***	0,0117***	0,0133***
	[7,15]	[4,53]	[3,97]
PPE	-0,0032	-0,0466***	-0,0286***
	[-0,32]	[-5,28]	[-2,99]
ROA	0,0001	-0,0633***	-0,1404***
	[0,01]	[-4,69]	[-5,95]
ASO	-0,0019	-0,0017	-0,0055*
	[-0,63]	[-0,53]	[-1,65]
_cons	0,2920***	0,3324***	0,3439***
	[6,21]	[9,42]	[7,10]
N	348	348	348
Wald	0,0000	0,0000	0,0000

Ghi chú: * < 0,1; ** < 0,05; *** < 0,01

(Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu nghiên cứu, 2025)

Do các vi phạm tập trung ở dị phương sai và tự tương quan, nghiên cứu tái ước lượng bằng GLS với kết quả gợi mở bức tranh hai kênh rõ ràng: với ETR kế toán (ACE), LEV dương và có ý nghĩa cao ($\beta \approx 0,0111$; $t = 4,46$), phù hợp một số bằng chứng quốc tế cũng ghi nhận tác động dương có điều kiện của đòn bẩy đối với ETR trong môi trường siết chặt trừ [1, 17]. Với ETR hiện hành (CUE), hệ số không có ý nghĩa ($\beta \approx 0,0030$; $t = 1,49$), cho thấy hiệu ứng trong năm bị trung hòa giữa khấu trừ/ưu đãi và ràng buộc

thực thi. Và với ETR tiền mặt (CAE), hệ số âm nhỏ nhưng có ý nghĩa ($\beta \approx -0,0043$; $t = -2,22$), nghĩa là khi LEV tăng thêm khoảng 1,074 đơn vị thì CAE giảm chừng 0,46 điểm % - bằng chứng lá chắn bằng tiền vẫn hiện diện nhưng quy mô khiêm tốn do trần khấu trừ và kỷ luật thuế - tín dụng hạn chế khả năng chuyển lợi ích thuế thành khoản tiết kiệm bằng tiền.

Bằng chứng tại Việt Nam phù hợp với đặc điểm thể chế địa phương: (i) giới hạn khấu trừ lãi siết chặt hơn trong giai đoạn này khiến một phần chi phí lãi không được trừ hoặc bị dồn kỳ, làm ACE không giảm mà còn tăng; (ii) chênh lệch kế - thuế kéo theo thuế hoãn lại, đẩy ACE lên khi công ty tăng nợ; và (iii) kỷ luật tín dụng dựa vào ngân hàng (giám sát, điều khoản ràng buộc) khuyến khích duy trì minh bạch và tuân thủ kế toán - thuế, khiến ACE như tín hiệu tuân thủ tới chủ nợ. So với chuẩn ở các nước phát triển - nơi thực chứng nhìn chung cho thấy mối liên hệ âm giữa đòn bẩy (LEV) và thuế suất hiệu dụng (ETR) [17, 19, 21], kết quả này phản ánh vai trò chi phối của kênh kế toán dưới ràng buộc khấu trừ và kỷ luật tín dụng, còn kênh tiền mặt chỉ thể hiện tiết kiệm hạn chế - một khác biệt có ý nghĩa học thuật và chính sách.

4.2. Kết quả phân tích kênh tối ưu hoá tài trợ/tín hiệu

Ở chiều ngược lại, nghiên cứu ước lượng OLS mô hình biến phụ thuộc LEV theo ACE với kỳ vọng dấu dương, và so sánh với các biến đo ETR thay thế (CUE và CAE) để phân biệt kênh tín hiệu kế toán với tối ưu hoá theo dòng tiền. Mô hình OLS tham chiếu được chuẩn đoán sai số: kiểm định Breusch-Pagan (dị phương sai) và Wooldridge (tự tương quan) đều cho $p < 0,001$ ở cả ba đặc tả, cho thấy mô hình vi phạm giả định Gauss-Markov; do đó sai số chuẩn OLS có khả năng bị đánh giá thấp và t-stat bị phóng đại, làm suy giảm độ tin cậy của kết luận suy diễn. Ngược lại, VIF thấp ($\approx 1,13 - 1,43$) loại trừ đa cộng tuyến là nguyên nhân.

Bảng 3. Kết quả hồi quy OLS ảnh hưởng của thuế suất hiệu dụng đến đòn bẩy

	LEV	LEV	LEV	VIF
ACE	8,2752***			1,16
	[10,73]			
CUE		6,1384***		1,13
		[7,88]		
CAE			1,8805***	1,17
			[3,28]	
SIZE	0,0871**	0,0589	0,0363	1,41
	[2,05]	[1,31]	[0,76]	

AGE	-0,4212***	-0,3445***	-0,2916***	1,22
	[-5,04]	[-3,92]	[-3,12]	
PPE	-0,5199**	-0,4545*	-0,5445**	1,22
	[-2,13]	[-1,75]	[-1,97]	
ROA	-4,5420***	-4,7824***	-5,0820***	1,43
	[-9,00]	[-8,94]	[-8,77]	
ASO	0,0787	0,0748	0,0343	1,20
	[0,79]	[0,71]	[0,30]	
_cons	-0,3450	0,6667	2,0088	
	[-0,26]	[0,49]	[1,37]	
N	381	381	381	
R-sq	0,4718	0,4062	0,3248	
F	0,0000	0,0000	0,0000	
Breusch-Pagan	0,0000	0,0000	0,0000	
Wooldridge	0,0000	0,0000	0,0000	

Ghi chú: * < 0,1; ** < 0,05; *** < 0,01

(Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu nghiên cứu, 2025)

Để gia tăng độ tin cậy cho các phát hiện, nghiên cứu tái ước lượng mô hình bằng GLS để khắc phục phương sai không đồng nhất và tự tương quan. Kết quả cho thấy ảnh hưởng của ETR đến LEV khác biệt rõ theo thước đo thuế: với ETR kế toán (ACE), hệ số dương và có ý nghĩa cao ($\beta \approx 2,7238$; $t = 5,09$) hàm ý ACE tăng 1 điểm phần trăm đi kèm LEV tăng khoảng 0,027 đơn vị; với ETR hiện hành (CUE), hệ số cũng dương có ý nghĩa ($\beta \approx 1,0475$; $t = 3,07$), tức +0,010 đơn vị LEV cho mỗi +1 điểm % CUE; ngược lại, với ETR tiền mặt (CAE), hệ số âm có ý nghĩa ($\beta \approx -0,7964$; $t = -3,97$), tương đương -0,008 đơn vị LEV khi CAE tăng 1 điểm %. Kết quả ACE/CUE tác động dương trong khi CAE âm, vừa nhất quán với lý thuyết đánh đổi (thuế biên cao làm tăng giá trị cận biên của lá chắn lãi vay, thúc đẩy nhu cầu vay) vừa phản ánh đặc thù thể chế của Việt Nam là tín dụng dựa vào ngân hàng và giới hạn khấu trừ lãi: ETR kế toán (ACE) và phần thuế hiện hành (CUE) được các chủ nợ diễn giải như tín hiệu tuân thủ và minh bạch, qua đó giảm ma sát tín dụng và nới hạn mức vay, trong khi thuế thực nộp bằng tiền (CAE) lại co hẹp dòng tiền tự do và sức chịu đựng lãi vay, khiến đòn bẩy bị kìm lại; nói cách khác, ở Việt Nam kênh kế toán/tín hiệu đang trội hơn kênh tiền nộp thuế.

Bảng 4. Kết quả hồi quy GLS ảnh hưởng của thuế suất hiệu dụng đến đòn bẩy

	LEV	LEV	LEV
ACE	2,7238***		
	[5,09]		

CUE		1,0475***	
		[3,07]	
CAE			-0,7964***
			[-3,97]
SIZE	0,0551***	0,0507***	0,0177
	[2,66]	[2,82]	[0,95]
AGE	-0,3086***	-0,3138***	-0,2411***
	[-7,13]	[-7,64]	[-4,81]
PPE	-0,4373***	-0,5201***	-0,7548***
	[-3,62]	[-4,34]	[-7,00]
ROA	-3,4242***	-3,8192***	-3,8910***
	[-13,16]	[-15,20]	[-15,16]
ASO	0,1223**	0,1514***	0,0630
	[2,52]	[3,31]	[1,45]
_cons	0,8872	1,3968***	2,6055***
	[1,40]	[2,58]	[4,76]
N	348	348	348
Wald	0,0000	0,0000	0,0000

Ghi chú: * < 0,1; ** < 0,05; *** < 0,01

(Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu nghiên cứu, 2025)

Kết quả trên bổ sung cho thực chứng trước đây, thay vì giả định lá chắn bằng tiền luôn chi phối trong các chế độ khấu trừ lãi ổn định [8, 9], bằng chứng tại thị trường mới nổi nhấn mạnh hai kênh của quan hệ thuế-nợ (kênh kế toán/tín hiệu so với kênh tiền mặt) và vai trò quyết định của thước đo ETR được sử dụng [13], đồng thời phù hợp với bối cảnh có giới hạn khấu trừ lãi và kỷ luật tín dụng làm nổi bật kênh kế toán [17] nhưng vẫn nhất quán với thực tế thuế biên cao thúc đẩy nợ được nhận diện trong các cú sốc thuế ngoại sinh [15]; sự khác biệt thể chế và mức độ thực thi giữa các quốc gia cũng góp phần giải thích biến thiên trong tránh thuế và đo lường ETR [2].

5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý NGHIÊN CỨU

Dựa trên bộ dữ liệu các doanh nghiệp nộp thuế thu nhập doanh nghiệp lớn nhất tại Việt Nam giai đoạn 2017 - 2022, nghiên cứu cho thấy quan hệ đòn bẩy - thuế mang cấu trúc hai kênh rõ rệt. Ở chiều đòn bẩy ảnh hưởng thuế, đòn bẩy cao làm tăng thuế suất hiệu dụng kế toán (ACE), không ảnh hưởng đáng kể đến thuế suất hiệu dụng hiện hành (CUE) và chỉ giảm nhẹ thuế suất hiệu dụng tiền nộp thuế (CAE). Ở chiều thuế ảnh hưởng đòn bẩy, ACE và CUE thúc đẩy đòn bẩy, còn CAE kìm hãm đòn bẩy. Mẫu hình này phù hợp với vòng lặp tuân thủ - tín dụng: nợ cao kéo theo kỷ luật chủ nợ và giới hạn khấu trừ lãi, khiến lá chắn lãi vay khó phản ánh trên kênh sổ sách kế toán (ACE tăng

theo nợ); đồng thời ACE cao nhất quán với kênh tín hiệu tuân thủ giúp doanh nghiệp tiếp cận tín dụng, trong khi CAE cao bào mòn dòng tiền và thu hẹp khả năng gánh lãi.

Việc tập trung vào nhóm nộp thuế lớn là một lựa chọn thiết kế có chủ đích để nhận diện cơ chế. *Thứ nhất*, phân khúc này chịu kỷ luật kép (giám sát ngân hàng và thanh - kiểm tra thuế), nên ACE/CUE có giá trị như tín hiệu tuân thủ trong thẩm định tín dụng. *Thứ hai*, quy mô nợ lớn làm xác suất chạm trần khấu trừ lãi cao, tạo điều kiện quan sát hiện tượng lá chắn bị bào mòn trên kênh kế toán và ràng buộc dòng tiền trên kênh tiền mặt. *Thứ ba*, chất lượng đo lường ETR tốt hơn (ít năm lỗ kéo dài, kiểm toán nghiêm), giúp hệ số có hàm ý kinh tế rõ hơn. Dù có giới hạn ngoại suy sang doanh nghiệp nhỏ và vừa/khu vực ít chính thức, nhưng chính đặc tính của mẫu lại khuếch đại cơ chế cần kiểm định.

Về học thuật, nghiên cứu tái định vị dự báo của lý thuyết đánh đổi trong bối cảnh thị trường mới nổi: lá chắn lãi vay không đồng nhất theo thước đo thuế - bị bào mòn trên kênh kế toán (ACE) và chỉ yếu trên kênh tiền mặt (CAE). Nghiên cứu đồng thời đề xuất và lượng hoá khung hai kênh (kế toán/tín hiệu và tiền mặt), qua đó giải thích khác biệt dấu và độ lớn hệ số giữa các đặc tả và thể chế. Về phương pháp, nghiên cứu không chủ trương nhận diện nhân quả; thay vào đó, ước lượng hai phương trình tách biệt trên dữ liệu bảng, áp dụng hiệu ứng cố định công ty/năm, bộ kiểm soát chuẩn và GLS để xử lý dị phương sai/tự tương quan, cho kết luận bền; đồng thời dùng tam giác hóa thước đo (ACE-CUE-CAE) để phân rã kênh kế toán/tín hiệu so với kênh tiền mặt. Kết quả cũng nhất quán trên nhiều biến kiểm soát: quy mô (SIZE) dương, lợi nhuận (ROA), tuổi (AGE) và cường độ vốn (PPE) âm, biến liên kết (ASO) dương - củng cố tính hợp lý của mô hình.

Về thực tiễn, giám đốc tài chính cần quản trị ACE như tín hiệu và CAE như ràng buộc thanh khoản: tăng nợ có thể cải thiện tín hiệu tuân thủ (ACE cao hơn) nhưng không bảo đảm tiết kiệm tiền thuế đáng kể. Ngân hàng/chủ nợ nên kết hợp chỉ báo kế toán (ACE/CUE) với chỉ tiêu tiền mặt (CAE, bao phủ lãi) để đánh giá sức chịu đựng nợ. Cơ quan thuế/nhà hoạch định chính sách cần cân bằng giữa chống xói mòn cơ sở thuế (giới hạn khấu trừ lãi) và ổn định cấu trúc vốn, tăng cường phối hợp giám sát thuế - tín dụng. Nhà đầu tư không nên suy luận tuyến tính từ một thước đo đơn lẻ khi đánh giá rủi ro thuế - nợ.

Dù kết quả nhất quán, nghiên cứu còn ba hướng hoàn thiện. *Thứ nhất*, thiết kế hiện tại mang tính quan sát, còn rủi ro nội sinh; cần khai thác cú sốc chính sách (điều chỉnh

trần khấu trừ/ưu đãi/thuế suất) như thí nghiệm tự nhiên (difference-in-differences, event study), hoặc tập trung gia cố nhận diện (so sánh 2SLS/3SLS, weak-ID diagnostics), làm giàu dụng cụ dựa trên ràng buộc khấu trừ và cung tín dụng, và mở rộng động học/phi tuyến/dị tính (GMM động, ngưỡng, phân vị) nhằm củng cố tính nhân quả và tính khái quát của kết quả. *Thứ hai*, mở rộng dị tính theo sở hữu (nhà nước/tư nhân/FDI), mức phụ thuộc ngân hàng, xác suất “trần khấu trừ ở trạng thái ràng buộc”, ngành và vòng đời; có thể dùng hồi quy phân vị, mô hình ngưỡng quanh trần EBITDA và tương tác (thuế × phụ thuộc ngân hàng, thuế × ràng buộc khấu trừ). *Thứ ba*, tăng khả năng ngoại suy bằng cách mở rộng sang DNNVV/ngoài sàn, đối sánh quốc tế trong nhóm thị trường mới nổi, liên kết dữ liệu thông tin tín dụng, chênh lệch lãi vay, điều khoản ràng buộc với hồ sơ thuế; đồng thời thử đo lường đòn bẩy thay thế (đòn bẩy thị trường, kỳ hạn nợ) để kiểm chứng tính bền của hai kênh mà nghiên cứu đề xuất.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Altshuler R., Mintz J. M., “US interest-allocation rules: Effects and policy,” *International Tax and Public Finance*, 2(1), 7-35, 1995. <https://doi.org/10.1007/BF00873105>.
- [2]. Atwood T. J., Drake M. S., Myers J. N., Myers L. A., “Home country tax system characteristics and corporate tax avoidance: International evidence,” *The Accounting Review*, 87(6), 1831-1860, 2012. <https://doi.org/10.2308/accr-50222>.
- [3]. Belsley D. A., Kuh E., Welsch R. E., *Regression diagnostics: Identifying influential data and sources of collinearity*. John Wiley & Sons, 2005.
- [4]. Breusch T. S., Pagan A. R., “A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation,” *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 47(5), 1287-1294, 1979. <https://doi.org/10.2307/1911963>.
- [5]. Buettner T., Overesch M., Schreiber U., Wamser G., “The impact of thin-capitalization rules on the capital structure of multinational firms,” *Journal of Public Economics*, 96(11-12), 930-938, 2012. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2012.06.008>.
- [6]. Nghị định số 132/2020/NĐ-CP Quy định về quản lý thuế đối với doanh nghiệp có giao dịch liên kết.
- [7]. DeAngelo H., Masulis R. W., “Optimal capital structure under corporate and personal taxation,” *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29, 1980. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7).
- [8]. Dyreng S. D., Hanlon M., Maydew E. L., “Long-run corporate tax avoidance,” *The Accounting Review*, 83(1), 61-82, 2008. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.1.61>.
- [9]. Graham J. R., “How big are the tax benefits of debt?,” *The Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941, 2000. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>.
- [10]. Gupta S., Newberry K., “Determinants of the variability in corporate effective tax rates: Evidence from longitudinal data,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 16(1), 1-34, 1997. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(96\)00055-5](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(96)00055-5).
- [11]. Gujarati D. N., *Basic Econometrics*. McGraw-hill, 2009.
- [12]. Faccio M., “Politically connected firms,” *American Economic Review*, 96(1), 369-386, 2006. DOI: 10.1257/000282806776157704.
- [13]. Hanlon M., Heitzman S., “A review of tax research,” *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 127-178, 2010. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.002>.
- [14]. Hasan I., Hoi C. K. S., Wu Q., Zhang H., “Beauty is in the eye of the beholder: The effect of corporate tax avoidance on the cost of bank loans,” *Journal of Financial Economics*, 113(1), 109-130, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.03.004>.
- [15]. Heider F., Ljungqvist A., “As certain as debt and taxes: Estimating the tax sensitivity of leverage from state tax changes,” *Journal of Financial Economics*, 118(3), 684-712, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.01.004>.
- [16]. Jensen M. C., Meckling W. H., “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure,” *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360, 1976. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- [17]. Kraft A., “What really affects German firms' effective tax rate?,” *International Journal of Financial Research*, 5(3), 1-19, 2014. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2282907>.
- [18]. MacKie-Mason J. K., “Do taxes affect corporate financing decisions?,” *The Journal of Finance*, 45(5), 1471-1493, 1990. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03724.x>.
- [19]. Richardson G., Lanis R., “Determinants of the variability in corporate effective tax rates and tax reform: Evidence from Australia,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(6), 689-704, 2007. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2007.10.003>.
- [20]. Spence M., “Job market signaling,” in Press A. (Ed.), *Uncertainty in Economics*, 281-306, 1978. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50025-5>.
- [21]. Stickney C. P., McGee V. E., “Effective corporate tax rates the effect of size, capital intensity, leverage, and other factors,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 1(2), 125-152, 1982. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(82\)80004-5](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(82)80004-5).
- [22]. Wooldridge J. M., *Econometric analysis of cross section and panel data* MIT Press. Cambridge, MA, 2002.
- [23]. World Bank, *Unlocking the potential of Viet Nam's capital markets*. 2023. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099022224202031302/pdf/P176855186fdd0e8180c114c148e02dc6c.pdf>

AUTHOR INFORMATION

Phạm Thị Hồng Quyên

University of Economics, Hue University, Vietnam