



Working Paper 2022.2.4.09
- Vol 2, No 4

QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP, HÀNH VI TRÁNH THUẾ VÀ TÌNH TRẠNG HẠN CHẾ TÀI CHÍNH: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

**Phạm Thị Ngọc Sang¹, Nguyễn Hoàng Yến Ly, Tạ Bích Phượng,
Đào Minh Thư, Đỗ Ngọc Như Ý**

Sinh viên K58C - Kế toán - Kiểm toán

Trường Đại học Ngoại thương, Cơ sở II tại TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Nguyễn Ngọc Thụy Vy

Giảng viên Bộ môn Quản trị kinh doanh và Tài chính - Kế toán

Trường Đại học Ngoại thương, Cơ sở II tại TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Tóm tắt

Nhóm tác giả nghiên cứu về ảnh hưởng của hành vi tránh thuế đến tình trạng hạn chế tài chính của doanh nghiệp và tác động của quản trị doanh nghiệp đến mối quan hệ này. Bài nghiên cứu sử dụng mẫu dữ liệu là các công ty niêm yết trên hai sàn chứng khoán HNX và HOSE giai đoạn từ 2010 đến 2020, hồi quy bằng phương pháp 2SLS. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng hành vi tránh thuế làm tăng hạn chế tài chính. Ngoài ra, việc tránh thuế có liên quan đến tình trạng hạn chế lớn hơn về mặt tài chính ở những doanh nghiệp có cơ chế quản trị kém. Nhóm tác giả hy vọng có thể đóng góp thêm nghiên cứu thực nghiệm để người đọc có thể cân nhắc đến cơ chế quản trị của doanh nghiệp trong các quyết định liên quan đến hành vi tránh thuế và tình trạng hạn chế tài chính.

Từ khóa: quản trị doanh nghiệp, hành vi tránh thuế, hạn chế tài chính, Việt Nam.

CORPORATE GOVERNANCE, TAX AVOIDANCE, AND FINANCIAL CONSTRAINT: EMPIRICAL STUDY IN VIETNAM

Abstract

The authors examine how corporate tax avoidance affects financial constraints and the impact of corporate governance on this relationship. The study uses data for listed companies on the HOSE and HNX stock exchange during the period 2010-2020, based on two-stage least squares. Our results show that tax avoidance is associated with greater firms' financial constraints. This effect is more significant for firms having poor governance mechanisms. The authors hope to contribute

¹ Tác giả liên hệ, Email: ngocsangpham2001@gmail.com

empirical findings so that readers may make decisions relating to tax avoidance and financial constraint conditional on corporate governance quality.

Key words: corporate governance, tax avoidance, financial constraint, Vietnam.

1. Lời mở đầu

Trong bối cảnh toàn cầu hóa như hiện nay với xu hướng ngày càng xuất hiện nhiều công ty đa quốc gia thì vai trò của các nguồn tài trợ trong doanh nghiệp lại càng trở nên quan trọng hơn bao giờ hết. Tuy nhiên, theo Myers & Majluf (1984), không tồn tại một thị trường hoàn hảo, chi phí để doanh nghiệp huy động được các nguồn vốn từ bên ngoài là rất khó khăn, tốn kém. Kết hợp với điều này, tại các quốc gia đang phát triển có thể chế pháp luật doanh nghiệp còn chưa hoàn thiện trong đó có Việt Nam, đã dẫn đến có nhiều hành vi dựa vào các khe hở của pháp luật để “luồn lách” luật. Do đó càng nhiều doanh nghiệp xem hành vi tránh thuế như là việc bổ sung nguồn vốn nội bộ cho doanh nghiệp. Nhưng tránh thuế không phải khi nào cũng mang lại lợi ích cho doanh nghiệp. Một cuộc khảo sát của Henderson Global Investors (2005) cho thấy các nhà quản lý ngại tiết lộ thông tin quản lý rủi ro liên quan đến thuế cho các nhà đầu tư. Điều này đã tạo ra sự bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý với các cổ đông của doanh nghiệp. Mặt khác, hầu hết các yếu tố quyết định đến hạn chế tài chính của doanh nghiệp đều bắt nguồn từ thông tin bất cân xứng giữa nhà quản trị và chủ sở hữu.

Từ cơ sở trên nghiên cứu và lập luận trên, nhóm tác giả tin rằng hành vi tránh thuế có ảnh hưởng đến tình trạng hạn chế tài chính của doanh nghiệp và tác động của việc tránh thuế doanh nghiệp đối với tình trạng hạn chế tài chính phụ thuộc vào chất lượng cơ chế quản trị của công ty. Do đó, nhóm tác giả đã tiến hành nghiên cứu về chủ đề: **“Quản trị doanh nghiệp, hành vi tránh thuế và tình trạng hạn chế tài chính. Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam”**.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1 Tổng quan về Hành vi tránh thuế

Tránh thuế được biết đến như một chiến lược quản trị doanh nghiệp sử dụng để tránh khoản thuế phải nộp một cách hợp pháp (Desai & Dharmapala, 2006; Rego, 2003). Frank & cộng sự (2009), cũng xác định đây là hành vi “thao túng theo hướng giảm thu nhập chịu thuế thông qua hoạch định thuế và có thể hoặc không thể coi là hành vi trốn thuế”.

Theo lý thuyết đại diện, có những lúc người quản lý không hành động vì mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận cho toàn bộ các cổ đông dẫn đến xung đột về lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông. Tuy nhiên, bởi vì tránh thuế thường bao gồm các hành động che khuất bản chất của giao dịch do các nhà quản lý thực hiện, đồng thời hành vi này cũng cung cấp một lá chắn cho các nhà quản lý tận dụng lợi ích của tránh thuế để tham gia vào nhiều hoạt động đa dạng. Bên cạnh đó, các nhà quản lý cũng nhận được thù lao từ việc tiết kiệm nguồn nội bộ thông qua việc hoạch định thuế. Có thể thấy rằng hành vi tránh thuế của các nhà quản lý nhằm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp bằng việc giảm thiểu mức thuế phải nộp cho Chính phủ, từ đó giảm thiểu vấn đề đại diện giữa các cổ đông và các nhà quản lý của doanh nghiệp (Wang, 2012). Khi đó, lợi ích của người quản lý và cổ đông

được điều chỉnh phù hợp, việc quản lý thuế hiệu quả có thể mang lại giá trị cho các cổ đông của công ty và làm giảm các hạn chế tài chính của doanh nghiệp và rủi ro kiệt quệ tài chính.

2.2 Hạn chế tài chính

Dựa theo định lý I của Modigliani-Miller (1958), trong thị trường hoàn hảo thì nguồn vốn nội bộ và nguồn vốn từ bên ngoài doanh nghiệp có thể xem là như nhau và trong cùng một doanh nghiệp sẽ có quyết định đầu tư độc lập với quyết định tài trợ. Tuy nhiên, trong thực tế để tồn tại một thị trường vốn hoàn hảo là gần như bất khả thi, nguồn vốn bên ngoài doanh nghiệp và nguồn vốn nội bộ không có khả năng thay thế hoàn hảo cho nhau. Do đó, doanh nghiệp sẽ xuất hiện tình trạng bị hạn chế tài chính.

Hạn chế tài chính là khi doanh nghiệp đó có một khoảng cách nhất định giữa chi phí sử dụng vốn bên ngoài và chi phí sử dụng nguồn vốn nội bộ. Khoảng cách đó càng lớn có nghĩa là doanh nghiệp càng bị nhiều hạn chế tài chính. Theo nghiên cứu của Kaplan & Zingales (1997), hạn chế tài chính hoặc nói cách khác khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài của doanh nghiệp thuận lợi hay không sẽ phụ thuộc vào tính thanh khoản và giá trị thuần lớn của tài sản.

2.3 Quản trị doanh nghiệp và cơ chế tác động

Quản trị doanh nghiệp được định nghĩa cơ bản là “những cơ cấu và những quá trình để định hướng và kiểm soát công ty”. Trong đó, trách nhiệm chính của Quản trị doanh nghiệp là đưa ra định hướng chiến lược cho ban điều hành và giám sát họ. Đồng thời, ban điều hành có nghĩa vụ báo cáo lại cho các cổ đông và cung cấp các báo cáo thường niên một cách minh bạch.

Cơ cấu sở hữu là một trong những cơ chế quan trọng nhất của quản trị doanh nghiệp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty và ngăn chặn những người điều hành thực hiện những hành vi với mục đích tư lợi cá nhân. Nhóm tác giả sử dụng 2 chỉ số đo mức độ quản trị doanh nghiệp là tỷ lệ vốn được nắm giữ bởi ban điều hành và tỷ lệ thành viên không điều hành trong HĐQT.

2.4 Môi trường quan giữa hành vi tránh thuế và hạn chế tài chính

Hành vi tránh thuế thường kèm theo một số hành động nhằm che khuất mục đích cơ bản của giao dịch, các hoạt động đó có thể đồng thời cung cấp lá chắn cho các nhà quản lý khi có thể tham gia vào nhiều hoạt động đa dạng nhằm tăng các khoản chi của họ và chi phí sẽ do các cổ đông chịu.

Từ đó, hành vi tránh thuế của công ty sẽ tạo nên sự bất cân xứng thông tin giữa các cổ đông, nhà đầu tư hay người cho vay với các nhà quản lý của doanh nghiệp. Những nhà đầu tư hay người cho vay sẽ không đặt quá nhiều niềm tin vào công ty khi cân nhắc đưa ra các quyết định đầu tư hay tài trợ để cung cấp nguồn vốn của mình cho doanh nghiệp. Điều này có thể dẫn đến tình trạng hạn chế tài chính do chi phí của nguồn vốn bên ngoài hoặc khả năng tiếp cận các nguồn tài trợ bên ngoài cản trở việc thực hiện dự án đầu tư mới mà doanh nghiệp đã có khả năng thực hiện nếu có đủ nguồn vốn nội bộ (Kaplan & Zingales, 1997). Hơn nữa, doanh nghiệp có hành vi tránh thuế sẽ gia tăng hạn chế tài chính khi mà tránh thuế làm cho chi phí sử dụng nguồn vốn bên ngoài cao hơn, do đó phải dựa nhiều hơn vào nguồn tài chính bên trong doanh nghiệp nhằm hạn chế việc cắt giảm các khoản đầu tư dự kiến trong tương lai (Denis & Sibilkov, 2009).

2.5 Mỗi tương quan giữa quản trị doanh nghiệp đến hành vi tránh thuế và hạn chế tài chính

Một doanh nghiệp có cơ chế quản trị hiệu quả sẽ làm giảm tác động tiêu cực của hành vi tránh thuế lên tình trạng hạn chế tài chính của doanh nghiệp. Theo Lou (2011), tình trạng hạn chế tài chính trong một doanh nghiệp thấp không khiến cho ban quản trị hành động vì tư lợi, lúc này hội đồng có thể dựa vào kiểm soát nội bộ nhiều hơn, đồng thời làm tăng tính minh bạch của số liệu và tài liệu báo cáo cho cổ đông. Một thống kê cho thấy rằng tần suất công bố báo cáo thu nhập có tính minh bạch và độ chính xác của thông tin tăng lên khi hội đồng quản trị hiệu quả (Ajinkya, Bhojraj & Sengupta, 2005; và Karamanou & Vafeas, 2005). Ngoài ra, Bhojraj & Sengupta (2003) và Ashbaugh-Skaife, Collins & LaFond (2006) thấy rằng các công ty có quản trị hội đồng quản trị tốt hơn có khả năng tiếp cận tốt hơn với các thị trường tài chính bên ngoài với xếp hạng trái phiếu cao hơn và lợi suất trái phiếu thấp hơn.

Khi doanh nghiệp có cơ chế quản trị yếu kém, hành vi tránh thuế diễn ra trong môi trường thông tin bất cân xứng, khi đó nhà quản trị sẽ cố gắng chuyển hướng nguồn lực công ty vì tư lợi cá nhân, thao túng thông tin (Lev & Nissim, 2004; Hanlon & Heitzman, 2010). Ngoài chi phí lập kế hoạch thuế, còn chi phí hành chính, chi phí kiện tụng, chi phí phạt của cơ quan thuế, còn các tổn thất danh tiếng doanh nghiệp, chi phí hành chính, chi phí nợ, và nguy cơ giảm giá cổ phiếu (Hanlon & Slemrod, 2009; Kim, Li, & Zhang, 2011; Graham & Cộng sự, 2014). Vì thế, tác giả dự đoán khi doanh nghiệp có cơ chế quản trị kém, thực hiện hành vi tránh thuế làm gia tăng hạn chế tài chính. Kết quả kiểm định của các nghiên cứu trước đó cho thấy chất lượng quản trị doanh nghiệp có ảnh hưởng đáng kể đến mối quan hệ giữa hành vi tránh thuế và hạn chế tài chính. Doanh nghiệp với cơ chế quản trị kém, hành vi tránh thuế làm tăng hạn chế tài chính. Thực hiện hành vi tránh thuế ở doanh nghiệp quản trị kém được coi là chiến lược quản trị có rủi ro cao, thúc đẩy tình trạng hạn chế tài chính của doanh nghiệp diễn ra nhanh hơn (Bird & Karolyi, 2017). Còn đối với công ty có cơ chế tổ chức quản trị mạnh hơn có thể thông qua thực hiện hành vi tránh thuế để đạt được sự linh hoạt hơn về tài chính, đạt được lợi ích từ tránh thuế.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mẫu và dữ liệu

Nhóm tác giả sử dụng dữ liệu được lấy từ báo cáo thường niên và báo cáo tình hình quản trị của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) từ năm 2010 đến 2020. Sau xử lý, nhóm tác giả thu được dữ liệu bảng không cân với 3004 quan sát của 499 doanh nghiệp niêm yết phi tài chính.

3.2. Mô hình nghiên cứu

3.2.1. Mô hình xem xét mối quan hệ giữa hành vi tránh thuế và hạn chế tài chính

Để nghiên cứu tác động của hành vi tránh thuế đến hạn chế tài chính của doanh nghiệp, nhóm tác giả dựa trên bài nghiên cứu của Bayar & cộng sự (2018) làm cơ sở xây dựng mô hình nghiên cứu:

$$FC_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 TA_{i,t} + \sum_{k=2}^8 \delta_k \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Theo Bayar & cộng sự (2018), mối quan hệ giữa hành vi tránh thuế và hạn chế tài chính có thể xảy ra theo hai chiều hướng. Bên cạnh các nghiên cứu thực nghiệm trước đây cho thấy hạn chế tài chính có ảnh hưởng đến hành vi tránh thuế của doanh nghiệp (Chen & cộng sự, 2012; Richardson và cộng sự, 2015; Edwards & cộng sự, 2016), việc hoạch định thuế cũng tác động tới hạn chế tài chính (Sun & cộng sự, 2021). Thế nên, mô hình nghiên cứu có khả năng xảy ra hiện tượng nội sinh dẫn đến kết quả ước lượng theo phương pháp hồi quy tuyến tính (OLS) bị chệch và không phản ánh đáng tin cậy mối quan hệ giữa hành vi tránh thuế và hạn chế tài chính. Để khắc phục vấn đề nội sinh, bài nghiên cứu sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất hai giai đoạn (2SLS) với sử dụng biến công cụ trong mô hình.

Trong giai đoạn hồi quy đầu tiên, nhóm tác giả ước lượng giá trị hành vi tránh thuế sử dụng biến công cụ là giá trị trung vị theo ngành của thước đo hành vi tránh thuế được sử dụng tương ứng (ký hiệu là ITA_ETR và ITA_CETR):

$$\widehat{TA}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Instrument_{i,t} + \gamma_2 ROA_{i,t} + \gamma_3 CASH_HOLDING_{i,t} + \gamma_4 MTB_{i,t} + \gamma_5 NET_WC_{i,t} + \gamma_6 CAPEX_{i,t} + \gamma_7 INEFFICIENCY_{i,t} + \gamma_8 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Sau khi chạy hồi quy phương trình (2), giá trị ước lượng của biến hành vi tránh thuế có được từ phương trình (2) sẽ được sử dụng như biến giải thích chính cho biến phụ thuộc hạn chế tài chính (FC) trong giai đoạn hai:

$$FC_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 \widehat{TA}_{i,t} + \delta_2 ROA_{i,t} + \delta_3 CASH_HOLDING_{i,t} + \delta_4 MTB_{i,t} + \delta_5 NET_WC_{i,t} + \delta_6 CAPEX_{i,t} + \delta_7 INEFFICIENCY_{i,t} + \delta_8 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Các chỉ số phụ i và t trong mô hình (1), (2) và (3) lần lượt đại diện cho doanh nghiệp i và năm thứ t . Bài nghiên cứu cũng sử dụng các hiệu ứng cố định cho thời gian (year) và ngành (INDUSTRY) trong mô hình hồi quy để kiểm soát các nhân tố không đổi là thời gian và ngành.

3.2.2. Mô hình xem xét ảnh hưởng của quản trị doanh nghiệp đến mối quan hệ giữa hành vi tránh thuế và hạn chế tài chính

Để nghiên cứu tác động của mức độ quản trị doanh nghiệp đến mối quan hệ giữa hành vi tránh thuế và hạn chế tài chính, bài nghiên cứu chia các doanh nghiệp trong mẫu thành nhóm doanh nghiệp có cơ chế quản trị mạnh và nhóm doanh nghiệp có cơ chế quản trị kém. Cơ sở phân loại doanh nghiệp có cơ chế quản trị mạnh hay kém dựa trên giá trị trung vị của các thước đo quản trị doanh nghiệp. Cụ thể, nhóm tác giả sử dụng hai biến số đo lường mức độ quản trị doanh nghiệp được phát triển bởi các nghiên cứu trước (Florackis, 2008; McKnight & Weir, 2009; Wahab & cộng sự, 2012) như tỷ lệ thành viên không điều hành trong HĐQT (NED), tỷ lệ vốn được nắm giữ bởi ban điều hành (DOWN). Tiếp theo, nhóm tác giả tiến hành hồi quy phương trình (2) và (3) cũng theo phương pháp 2SLS cho từng nhóm mức độ quản trị mạnh, kém của mỗi thước đo quản trị doanh nghiệp trên.

Bảng 3.1: Tóm tắt các biến trong mô hình

Ký hiệu	Tên biến	Cách đo lường
---------	----------	---------------

a. Biến phụ thuộc (hạn chế tài chính)

WWscore	Chỉ số đo lường mức độ hạn chế tài chính được phát triển bởi Whited and Wu (2006)	$WWscore_{i,t} = -0.091CF_{i,t} - 0.062DIVPOS_{i,t} + 0.021LTDEBT_{i,t} - 0.044LNTA_{i,t} + 0.102ISG_{i,t} - 0.035SG_{i,t}$
KZindex	Chỉ số đo lường mức độ hạn chế tài chính được phát triển bởi Kaplan và Zingales (1997)	$KZindex_{i,t} = -1.002Cashflow_{i,t} + 3.139Leverage_{i,t} - 39.368Dividends_{i,t} - 1.315Cash_{i,t} + 0.238MTB_{i,t}$

b. Biến giải thích (hành vi tránh thuế)

ETR	Thuế suất hiệu dụng theo kế toán TA_ETR = ETR * (-1)	$ETR_{i,t} = \frac{Chi\ phí\ thuế_{i,t}}{Lợi\ nhuận\ kế\ toán\ trước\ thuế_{i,t}}$
CETR	Thuế suất hiệu dụng bằng tiền TA_CETR = CETR * (-1)	$CETR = \frac{\sum_t^{t+3} \text{Số tiền thuế thực trả}_{i,t}}{\sum_t^{t+3} \text{Lợi nhuận kế toán trước thuế}_{i,t}}$

c. Biến công cụ

ITA_ETR	Giá trị trung vị theo ngành của thuế suất hiệu dụng	
---------	---	--

ITA_CETR	Giá trị trung vị theo ngành của thuế suất hiệu dụng bằng tiền	
----------	---	--

d. Biến quản trị doanh nghiệp

DOWN	Tỷ lệ vốn được nắm giữ bởi ban điều hành	$DOWN = \frac{\text{Số cổ phần nắm giữ cá nhân của ban điều hành}}{\text{Tổng số cổ phần đang lưu hành}}$
NED	Tỷ lệ thành viên không điều hành trong HĐQT	$NED = \frac{\text{Số thành viên không điều hành trong HĐQT}}{\text{Tổng số thành viên trong HĐQT}}$

e. Biến kiểm soát

ROA	Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản	$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế}}{\text{Tổng tài sản đầu năm}}$
CASH_HOLDING	Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt	$CASH_HOLDING = \frac{\text{Tiền và tương đương tiền}}{\text{Tổng tài sản}}$
MTB	Tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách	$MTB = \frac{\text{Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu}}{\text{Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu}}$
CAPEX	Chi phí vốn	$CAPEX = \frac{\text{Chi phí vốn}}{\text{Tổng tài sản}}$
NET_WC	Vốn lưu động ròng	$NET_WC = \frac{(\text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Nợ ngắn hạn}) - \text{Tiền mặt}}{\text{Tổng tài sản}}$

INEFFICIENCY	Khả năng đầu tư không hiệu quả	$INEFFICIENCY = CAPEX * DUM$ với DUM là biến giả bằng 1 nếu Tobin's Q của doanh nghiệp thấp hơn giá trị trung bình ngành và bằng 0 nếu ngược lại
LEV	Đòn bẩy tài chính	$LEV = \frac{Nợ dài hạn}{Tổng tài sản}$

Nguồn: Các tác giả tổng hợp

4. Kết quả nghiên cứu

Kết quả thống kê mô tả của các biến sử dụng trong mô hình được thể hiện trong bảng 4.1. Nhóm tác giả thực hiện loại bỏ các doanh nghiệp không đạt tiêu chuẩn trong cách chọn mẫu, các quan sát có giá trị bất thường (outliers) với phương thức loại bỏ 1% giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất. Từ đó nhóm tác giả thu được dữ liệu gồm 3004 quan sát của 499 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên sàn HOSE và HNX trong giai đoạn từ 2010 đến 2020.

Bảng 4.1. Thống kê mô tả các biến được sử dụng trong mô hình

Tên biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Biến phụ thuộc					
WWscore	3004	-1.26	0.07	-1.50	-1.05
KZindex	3004	1.47	2.96	-8.05	18.94
Biến giải thích					
ETR	3004	0.21	0.10	0.00	0.91
CETR	3004	0.20	0.10	0.00	0.92
TA_ETR	3004	-0.21	0.10	-0.91	0.00
TA_CETR	3004	-0.20	0.10	-0.92	0.00
Biến quản trị doanh nghiệp					
NED	2566	0.63	0.20	0.00	1.00
DOWN	2461	0.08	0.13	0.00	0.73
Biến kiểm soát					
ROA	3004	0.08	0.06	0.00	0.43
CASH HOLDING	3004	0.09	0.08	0.00	0.56
MTB	3004	2.19	1.95	0.12	17.8
NET WC	3004	0.11	0.18	-0.35	0.70
CAPEX	3004	0.04	0.06	0.00	0.51
INEFFICIENCY	3004	0.02	0.04	0.00	0.34
LEV	3004	0.25	0.16	0.00	0.70

Nguồn: Các tác giả tổng hợp

Biến WWscore có giá trị trung bình là -1.26 biến động trong khoảng giá trị từ -1.50 đến -1.05. So sánh với các bài nghiên cứu trước, các giá trị của Bayar & công sự (2018) cho ra giá trị cao hơn (với giá trị trung bình là -0.2816). Điều này ngụ ý rằng các mức độ hạn chế tài chính của các doanh nghiệp ở thị trường chứng khoán Việt Nam thấp hơn so với thị trường chứng khoán Mỹ. Tuy nhiên đây có thể là do khác biệt về cỡ mẫu và thời gian nghiên cứu gian, trong khi bài nghiên cứu của Bayar & công sự (2018) ở Mỹ lấy mẫu từ năm 1990 đến năm 2015 thì bài nghiên cứu của các tác giả lấy mẫu từ năm 2010 đến năm 2020. Thêm vào đó, thời gian thực hiện nghiên cứu của các tác

giả trên có xảy ra các sự kiện khủng hoảng tài chính, trong khi giai đoạn nghiên cứu của tác giả không có sự kiện này.

Với biến KZindex, giá trị trung bình và độ lệch chuẩn lần lượt là 1.47 và 2.96, dao động từ - 8.05 đến 18.94, biến động lớn hơn nhiều so với WWscore. Điều này có thể là do sự khác biệt trong các thành phần cấu thành nên từng chỉ số, trong khi WWscore tập trung vào thành phần tăng trưởng doanh thu của công ty để thể hiện mức độ hạn chế tài chính của doanh nghiệp, KZindex lại tập trung trọng số vào tỷ lệ chi trả cổ tức, và tỷ lệ chi trả cổ tức của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu biến động mạnh giữa các doanh nghiệp qua các năm. Do đó, giá trị KZindex sẽ biến động nhiều hơn so với WWscore trong mẫu nghiên cứu.

Biến ETR và CETR có giá trị trung bình lần lượt là 0.21 và 0.20 cho thấy có sự thống nhất về xu hướng tránh thuế giữa hai cách đo lường của các công ty trong mẫu. Kết quả các giá trị trung bình này đều cao hơn và bằng với thuế suất hiệu dụng theo luật định hiện hành là 20%. Tuy nhiên, mức thuế 20% này được áp dụng từ ngày 01/01/2016 và không phải doanh nghiệp nào trong nền kinh tế Việt Nam cũng áp dụng mức thuế suất này. Trước năm 2016, mức thuế suất hiệu dụng được áp dụng tại phần lớn các doanh nghiệp Việt Nam rơi vào khoảng 22% đến 25%. Giai đoạn nghiên cứu của nhóm tác giả từ năm 2010 đến 2020, do vậy với các kết quả về giá trị trung bình đã thể hiện được sự tồn tại hành vi tránh thuế trong mẫu nghiên cứu.

4.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

4.2.1. Ảnh hưởng của hành vi tránh thuế đến hạn chế tài chính của doanh nghiệp

Sau khi tiến hành các kiểm định cần thiết để đảm bảo mô hình kinh tế lượng được lựa chọn là đáng tin cậy, nhóm tác giả thực hiện hồi quy dữ liệu bảng với mô hình hồi quy hai giai đoạn 2SLS có cố định cho năm và ngành và kết quả được thể hiện ở bảng 4.2

Bảng 4.2. Kết quả ước lượng và kiểm định mối quan hệ giữa hành vi tránh thuế và hạn chế tài chính của doanh nghiệp

Tên biến	(1) WWscore	(2) WWscore	(3) KZindex	(4) KZindex
TA_ETR	0.1780*** (0.0691)		3.5178 (2.3099)	
TA_CETR		0.1556*** (0.0489)		2.7144* (1.6276)
ROA	-0.0933*** (0.0284)	-0.1027*** (0.0278)	-9.5667*** (0.9494)	-9.6193*** (0.9236)
CASH_HOLDING	-0.0567*** (0.0143)	-0.0576*** (0.0140)	-2.2086*** (0.4774)	-2.2348*** (0.4654)

Tên biến	(1) WWscore	(2) WWscore	(3) KZindex	(4) KZindex
MTB	-0.0010 (0.0008)	-0.0011 (0.0007)	0.2533*** (0.0251)	0.2530*** (0.0246)
NET_WC	0.0306*** (0.0087)	0.0292*** (0.0083)	-0.7477*** (0.2898)	-0.7883*** (0.2768)
CAPEX	-0.0383** (0.0155)	-0.0374** (0.0153)	-0.6109 (0.5180)	-0.5984 (0.5079)
INEFFICIENCY	0.0160 (0.0232)	0.0274 (0.0228)	-0.4968 (0.7767)	-0.2833 (0.7587)
LEV	-0.0504*** (0.0092)	-0.0542*** (0.0092)	11.1035*** (0.3063)	11.0483*** (0.3072)
Số quan sát	2,948	2,948	2,948	2,948
R ²	0.0163	0.0461	0.4963	0.5162
Số công ty	499	499	499	499
Hiệu ứng cố định ngành	Có	Có	Có	Có
Hiệu ứng cố định năm	Có	Có	Có	Có

Nguồn: Các tác giả tổng hợp

Từ kết quả thu được cho thấy rằng, đối với hạn chế tài chính được đo lường bằng chỉ số WWscore, cả đại lượng thuế suất hiệu dụng (TA_ETR) và thuế suất hiệu dụng bằng tiền mặt (TA_CETR) có mối quan hệ đồng biến và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Ở mô hình theo KZindex chỉ có TA_CETR thể hiện mối quan hệ đồng biến ở mức ý nghĩa 10%. Điều này có nghĩa là nếu chi phí thuế và số tiền thực trả nộp thuế theo tỷ lệ phần trăm thu nhập chịu thuế càng thấp thì mức độ hạn chế tài chính của doanh nghiệp đó càng lớn. Nói cách khác, mức độ quản lý thuế cao hơn trên thực tế có thể làm tăng trung bình các hạn chế tài chính của các công ty. Kết quả này dẫn đến việc chấp nhận giả thuyết H1: “Hành vi tránh thuế của doanh nghiệp làm tăng hạn chế tài chính” của nhóm tác giả và cũng hoàn toàn thống nhất với nghiên cứu của Bayar & cộng sự (2018).

Kết quả hồi quy trên có thể được giải thích với quan điểm của Mac Naughton & Mawani (1997) khi nhóm tác giả đã chỉ ra rằng hành vi tránh thuế sẽ mang lại những tác động tiêu cực đến doanh nghiệp do sự tồn tại những chi phí thực tế (chi phí của hoạch định thuế) và chi phí tiềm ẩn ngăn cản doanh nghiệp có thể tối đa hóa lợi nhuận của mình về lâu dài (các chi phí có thể tồn tại khi cơ quan quản lý thuế phát hiện ra được hành vi tránh thuế của doanh nghiệp hoặc chi phí do ảnh hưởng đến danh tiếng của doanh nghiệp) do đó các doanh nghiệp dường như không giảm thiểu

các hạn chế tài chính dù đã lên kế hoạch trong việc tránh thuế. Nói cách khác, chi phí của việc tránh thuế có thể lớn hơn lợi ích tiềm năng của việc tiết kiệm thuế mang lại cho các cổ đông và do đó dẫn đến trung bình gia tăng các hạn chế tài chính. Hay với quan điểm của Desai & Dharmapala (2006) cho rằng tồn tại sự bất cân xứng về thông tin giữa nhà quản lý và cổ đông nên việc tránh thuế có thể tạo điều kiện cho các nhà quản lý hành động vì lợi ích của họ, dẫn đến kết quả tiêu cực giữa tránh thuế và giá trị doanh nghiệp.

Đối với các biến kiểm soát, biến ROA và CASH_HOLDING có hệ số hồi quy nghịch biến với hạn chế tài chính ở tất cả các mô hình với mức ý nghĩa 1%. Đối với biến ROA, kết quả này hàm ý rằng ROA càng cao làm giảm mức độ hạn chế tài chính ở các doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với kỳ vọng đầu ban đầu của nhóm tác giả với lập luận rằng các công ty có lợi nhuận cao sẽ ít có khả năng bị hạn chế về mặt tài chính. Đối với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt được đo biến CASH_HOLDING có hệ số hồi quy âm, trái với kỳ vọng ban đầu của nhóm tác giả và các tài liệu trước đó của Faulkender & Wang, 2006; Bayar & cộng sự (2018). Tuy nhiên, theo Denis & Sibilkow (2010) tìm thấy rằng một số công ty bị hạn chế có tỷ lệ nắm giữ tiền mặt thấp mặc dù có lợi ích rõ ràng từ việc nắm giữ tiền nhiều hơn ở các công ty này. Điều này được hiểu là ở các công ty với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt thấp sử dụng dòng tiền vào các dự án đầu tư và không thể xây dựng được nguồn dự trữ tiền mặt. Nói cách khác, việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp có tiềm lực dồi dào sẽ dễ dàng hơn so với các doanh nghiệp khó khăn trong hoạt động kinh doanh và bị hạn chế về nguồn vốn (Pham Ha & Que Tran, 2018).

4.2.2 Ảnh hưởng của quản trị doanh nghiệp đến mối quan hệ tránh thuế và hạn chế tài chính của doanh nghiệp

Nhóm tác giả sẽ phân tích ảnh hưởng của quản trị doanh nghiệp đến mối tương quan hành vi tránh thuế và hạn chế tài chính bằng cách chia mẫu quan sát của mô hình gốc thành các nhóm quản trị mạnh và quản trị kém dựa trên các giá trị trung vị của biến quản trị tương ứng được thể hiện ở bảng 4.2.

Bảng 4.2. Ảnh hưởng của quản trị doanh nghiệp đến mối tương quan hành vi tránh thuế và hạn chế tài chính

Tên biến	(1) High DOWN	(2) Low DOWN	(3) High DOWN	(4) Low DOWN	(5) High NED	(6) Low NED	(7) High NED	(8) Low NED
TA_ETR	0.1695* (0.0982)	0.1717* (0.0888)			0.2325** (0.1051)	0.1326 (0.0891)		
TA_CETR			0.1225** (0.0545)	0.2873** (0.1211)			0.1411** (0.0703)	0.2478*** (0.0903)
ROA	-0.1104** (0.0452)	-0.0299 (0.0358)	-0.1033*** (0.0368)	-0.0992* (0.0532)	-0.1136** (0.0505)	-0.0685** (0.0330)	-0.0841** (0.0405)	-0.1368*** (0.0481)
CASH_HOLDING	-0.0503*** (0.0191)	-0.0852*** (0.0232)	-0.0537*** (0.0188)	-0.0758*** (0.0255)	-0.0677*** (0.0230)	-0.0429* (0.0233)	-0.0701*** (0.0207)	-0.0444* (0.0269)
MTB	-0.0005 (0.0009)	-0.0010 (0.0014)	-0.0008 (0.0009)	-0.0005 (0.0014)	-0.0007 (0.0011)	-0.0017 (0.0012)	-0.0005 (0.0010)	-0.0020 (0.0015)
NET_WC	0.0216* (0.0111)	0.0254* (0.0149)	0.0163 (0.0108)	0.0387** (0.0179)	0.0141 (0.0141)	0.0654*** (0.0133)	0.0051 (0.0117)	0.0716*** (0.0158)
CAPEX	-0.0355* (0.0207)	-0.0463* (0.0240)	-0.0398** (0.0203)	-0.0381 (0.0262)	-0.0571** (0.0230)	-0.0045 (0.0240)	-0.0706*** (0.0201)	0.0091 (0.0287)
INEFFICIENCY	0.0079 (0.0297)	0.0252 (0.0391)	0.0255 (0.0283)	0.0367 (0.0424)	0.0205 (0.0326)	-0.0035 (0.0395)	0.0270 (0.0291)	0.0376 (0.0472)
LEV	-0.0436*** (0.0123)	-0.0560*** (0.0150)	-0.0466*** (0.0123)	-0.0680*** (0.0164)	-0.0552*** (0.0149)	-0.0391*** (0.0141)	-0.0513*** (0.0132)	-0.0460*** (0.0168)

Số quan sát	1,746	1,120	1,746	1,120	1,588	1,231	1,588	1,231
R ²	0.0405	0.0645	0.0718	-0.0765	-0.1120	0.0992	0.1014	-0.2763
Số công ty	342	229	342	229	340	280	340	280
Hiệu ứng cố định ngành	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có
Hiệu ứng cố định năm	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có

Nguồn: Các tác giả tổng hợp

Từ kết quả bảng 4.2 sử dụng WWscore là biến chính đo lường hạn chế tài chính, nhóm tác giả nhận thấy rằng trong nhóm các công ty có tỷ lệ vốn được nắm giữ bởi ban điều hành thấp (Low DOWN), tác động của hai biến đo lường hành vi tránh thuế lên WWscore là đồng biến và có hệ số hồi quy lớn hơn nhóm công ty có tỷ lệ vốn được nắm giữ bởi ban điều hành cao hơn mức trung vị (High DOWN). Điều này có nghĩa là khi đo lường mức độ quản trị doanh nghiệp theo tỷ lệ vốn được nắm giữ bởi ban điều hành, các nhóm quản trị doanh nghiệp mạnh (High DOWN) và quản trị doanh nghiệp kém (Low DOWN) đều sẽ tồn tại mối quan hệ tránh thuế làm tăng các hạn chế tài chính và mối quan hệ này sẽ giảm ở các nhóm công ty có quản trị doanh nghiệp mạnh. Theo quan điểm của Jensen & Meckling (1976) cho rằng quyền sở hữu của ban điều hành sẽ giúp hạn chế vấn đề đại diện và ban điều hành sẽ có chung lợi ích với cổ đông, sự bất cân xứng thông tin giữa cổ đông và ban điều hành sẽ giảm, tăng tính minh bạch cho thông tin được công bố, giảm được những rủi ro từ nguy cơ tư lợi. Điều này có nghĩa là, ở thị trường chứng khoán Việt Nam tránh thuế được xem là một nguồn tài chính kém hữu ích hơn đối với các doanh nghiệp khi tồn tại các vấn đề về người đại diện tiềm ẩn làm phát sinh các xung đột về lợi ích giữa chủ sở hữu và người quản lý và mức độ xung đột lợi ích này sẽ giảm khi ban điều hành nắm giữ các cổ phiếu của công ty do đó có thể giúp các doanh nghiệp giảm thiểu những hậu quả tiêu cực của việc tránh thuế đến hạn chế tài chính. Kết quả này dẫn đến việc chấp nhận giả thuyết H2a: *“Tại các doanh nghiệp có tỷ lệ vốn được nắm giữ bởi ban điều hành cao thì tác động tiêu cực của hành vi tránh thuế lên hạn chế tài chính nhỏ hơn doanh nghiệp có tỷ lệ vốn được nắm giữ bởi ban điều hành thấp”*

Khi tỷ lệ thành viên không điều hành trong HĐQT được sử dụng làm thước đo quản trị, hệ số hồi quy của biến giải thích cho thấy hướng của mối quan hệ cho ra kết quả khác nhau với hai cách đo lường hành vi tránh thuế là TA_ETR và TA_CETR. Đối với mô hình sử dụng TA_CETR, tác động của cơ chế quản trị đến mối quan hệ hành vi tránh thuế sẽ tương đồng với cách đo lường theo biến DOWN. Cụ thể, hệ số hồi quy của TA_CETR ở nhóm có tỷ lệ thành viên không điều hành thấp - Low NED là 0.2478 (với mức ý nghĩa 1%) cao hơn so với nhóm có tỷ lệ thành viên không điều hành cao - High NED là 0.1411 (với mức ý nghĩa 5%) thể hiện tránh thuế sẽ làm tăng hạn chế tài chính của doanh nghiệp và mối quan hệ này sẽ giảm đi ở các doanh nghiệp có cơ chế quản trị mạnh hơn khi đo lường theo tỷ lệ thành viên không điều hành trong HĐQT. Tuy nhiên với mô hình sử dụng TA_ETR, mối quan hệ tránh thuế làm tăng hạn chế tài chính chỉ tồn tại ở nhóm doanh nghiệp có tỷ lệ thành viên không điều hành trong HĐQT cao. Nhưng nhìn chung, kết quả ở mô hình đo lường tránh thuế theo thuế suất hiệu dụng tiền mặt dài hạn - biến TA_CETR dẫn đến việc chấp nhận giả thuyết H2b: *“Tại các doanh nghiệp có tỷ lệ thành viên không điều hành trong HĐQT cao thì tác động tiêu cực của hành vi tránh thuế lên hạn chế tài chính nhỏ hơn doanh nghiệp có tỷ lệ thành viên không điều hành thấp”* của nhóm tác giả.

Khi xem xét vai trò của quản trị doanh nghiệp trong mối quan hệ giữa tránh thuế và hạn chế tài chính được đo lường bằng KZindex. Nhóm tác giả nhận thấy rằng khi sử dụng tỷ lệ vốn được nắm giữ bởi ban điều hành thể hiện cơ chế quản trị doanh nghiệp, chỉ mô hình đo lường hành vi tránh thuế theo TA_CETR ủng hộ kết quả rằng đối với doanh nghiệp có cơ chế quản trị kém, việc tránh thuế có liên quan đến những hạn chế lớn hơn về tài chính. Các mô hình còn lại có hệ số hồi

quy không có ý nghĩa thống kê và không thể hiện được mối quan hệ trên. Do đó, nhóm tác giả không đưa kết quả ước lượng và kiểm định trên vào bài báo cáo này.

5. Kết luận và khuyến nghị

5.1. Kết luận

Tương quan giữa hạn chế tài chính và hành vi tránh thuế đã được nghiên cứu trong nhiều bài nghiên cứu trước đây. Tuy nhiên, cho tới nay, rất ít nghiên cứu xem xét sự tác động ngược lại và xem xét yếu tố quản trị ảnh hưởng mối tương quan này. Kết quả thực nghiệm của nhóm tác giả chỉ ra rằng tác động của tránh thuế đối với các hạn chế tài chính khác nhau tùy thuộc vào mức độ quản trị và các hạn chế tài chính tại doanh nghiệp. Đồng thời, nhóm tác giả nhận thấy rằng tránh thuế làm gia tăng tình trạng hạn chế tài chính của các doanh nghiệp, đặc biệt là ở các doanh nghiệp có quản trị kém (dựa trên hai biến quản trị: Tỷ lệ thành viên không điều hành trong HĐQT và tỷ lệ vốn được nắm giữ bởi ban điều hành). Ngược lại, ở các doanh nghiệp có quản trị công ty mạnh, tác động của việc tránh thuế đối với các hạn chế tài chính sẽ yếu hơn hoặc không đáng kể.

5.2. Hàm ý chính sách

Hàm ý đối với doanh nghiệp: tránh thuế đi kèm với các chi phí như chi phí kiện tụng, tiền phạt, tổn thất uy tín, và một số chi phí khác. Vì thế, các nhà quản lý phải dựa trên nguyên tắc xem xét giữa chi phí và lợi ích để có thể đưa ra quyết định, chính sách phù hợp nhất cho doanh nghiệp. Tránh thuế chỉ có khả năng mang lại lợi ích ngắn hạn cho doanh nghiệp, trong dài hạn, doanh nghiệp cần xem xét các biện pháp khác.

Hàm ý đối với các nhà đầu tư: Hành vi tránh thuế có thể khiến cho DN gặp nhiều khó khăn hơn khi khoản chi phí mang lại lớn hơn nhiều so với lợi ích đạt được. Điều này sẽ ảnh hưởng lớn đến lợi ích của nhà đầu tư. Khoản lợi nhuận thực nhận của nhà đầu tư có thể thấp hoặc thậm chí bằng 0 nếu họ quyết định đầu tư vào các doanh nghiệp này. Các nhà đầu tư phải tiến hành xem xét rằng liệu DN có đang thực hiện hành vi tránh thuế hay không và nếu có thì hành vi đó có mang lại lợi ích cho doanh nghiệp, cho nhà đầu tư hay không.

Hàm ý đối với cơ quan quản lý: Cơ quan quản lý cần thay đổi nhận thức của DN về hành vi tránh thuế bằng cách phổ biến kiến thức cho các doanh nghiệp về ảnh hưởng tiêu cực của hành vi tránh thuế, “tránh thuế có thể làm tăng hạn chế tài chính”. Hơn nữa, cơ quan quản lý nên đơn giản hóa thủ tục hành chính nhằm tạo điều kiện để doanh nghiệp có thể thuận lợi trong quá trình kê khai và đóng thuế. Cơ quan nhà nước cũng cần tăng cường xác định doanh nghiệp có dấu hiệu tránh thuế bằng cách cải thiện hệ thống quản lý thuế, và hoàn thiện chính sách thuế rõ ràng, minh bạch hơn.

5.3. Hạn chế của đề tài và hướng nghiên cứu tiếp theo

Thứ nhất, về nội dung nghiên cứu: Trong một số bài nghiên cứu trước đó đã chỉ ra cơ chế giữa hành vi tránh thuế, bất cân xứng thông tin, và hạn chế tài chính: “Hành vi tránh thuế làm tăng tình trạng bất cân xứng thông tin, và bất cân xứng thông tin làm tăng hạn chế tài chính.” Vì nhóm tác giả vẫn chưa tìm ra công cụ đo lường biến Bất cân xứng thông tin, nên đây chính là hạn chế trong

nội dung nghiên cứu của chúng tôi. Chúng tôi hi vọng các nghiên cứu trong tương lai có thể đo lường biến bất cân xứng thông tin để xem hành vi tránh thuế có thực sự làm tăng bất cân xứng thông tin hay không.

Thứ hai, về phương pháp nghiên cứu: hạn chế nằm ở biến công cụ đo lường hành vi tránh thuế. Biến công cụ thứ nhất là biến Religiosity (biến Tôn giáo) (Boone, Khurana, & Raman, 2013; Hasan & Cộng sự, 2014), và biến công cụ thứ hai là Social Capital (biến chuẩn mực xã hội) (Hasan & Cộng sự, 2017), vẫn chưa lượng hóa được trong bài viết. Theo cơ sở lý thuyết, các nghiên cứu tiếp theo nên lượng hóa và bổ sung hai biến công cụ Religiosity và Social Capital để đo lường biến hành vi tránh thuế chuẩn xác hơn.

Tài liệu tham khảo

- Alexander, E., Casey, S., Terry, S. (2016), “Financial Constraints Naughtonand Cash Tax Savings”, *The Accounting Review*, Vol. 91, No. 3, pp. 859 - 881.
- Bayar, O., Huseynov, F., & Sardarli, S. (2018), “Corporate governance, Tax avoidance, and financial constraints”, *Financial Management*, Vol. 47 No. 3, pp. 651-677.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., & Shevlin, T. (2010), “Are family firms more tax aggressive than non-family firms?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 95 No. 1, pp. 41–61.
- Chen, C., & Lai, S. (2012), “Financial constraint and tax aggressiveness”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 2012 No. 11, pp. 1-41.
- Duchin, R. (2010), “Cash Holdings and Corporate Diversification”, *Journal of Finance*, Vol. 65, pp. 955–992.
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2006), “Corporate tax avoidance and high-powered incentives”, *Journal of financial Economics*, Vol. 79 No. 1, pp. 145-179.
- Dyreg, S. D., Hanlon, M., & Maydew, E. L. (2008), “Long-run corporate tax avoidance”, *The accounting review*, Vol. 83 No. 1, pp. 61-82.
- Dyreg, 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.
- Denis, D., & Sibilkov, V. (2010), “Financial constraints, investment, and the value of cash holdings”, *Review of Financial Studies*, Vol. 23 No. 11, pp. 247-269
- Florackis, C. (2008), “Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms”, *International Journal of Managerial Finance*.
- Feltham, G., & Macnaughton, A. (1997), “Child Support and the Non-Tax Costs of Tax-Planing Strategies. Can”, *Tax J*, Vol. 45, pp. 417.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006), “Corporate financial policy and the value of cash”, *The journal of finance*, Vol. 61 No. 4, pp. 1957-1990.
- Hà, P., & Trần, P. Đ. Q. (2018), “Ảnh hưởng hạn chế tài chính đến quyết định nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam”, *TẠP CHÍ KHOA HỌC ĐẠI HỌC MỞ THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH-KINH TẾ VÀ QUẢN TRỊ KINH DOANH*, Vol. 13 No. 2, pp. 205-218.
- 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
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997), “Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?”, *The quarterly journal of economics*, Vol. 112 No. 1, pp. 169-215.
- Li, D., (2011), “Financial Constraints, R&D Investment, and Stock Returns,” *Review of Financial Studies*, Vol. 24, pp. 2974–3007.

Minnick, K., & Noga, T. (2010), “Do corporate governance characteristics influence tax management?”, *Journal of corporate finance*, Vol. 16 No. 5, pp. 703-718.

McKnight, P. J., & Weir, C. (2009), “Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis”, *The quarterly review of economics and finance*, Vol. 49 No. 2, pp. 139-158.

Panousi, V. & Papanikolaou, D. (2012), “Investment, Idiosyncratic Risk, and Ownership”, *Journal of Finance*, Vol. 67, pp. 1113–1148.

Richardson, G., Taylor, G., & Lanis, R. (2015), “The impact of financial distress on corporate tax avoidance spanning the global financial crisis: Evidence from Australia”, *Economic Modelling*, Vol. 44, pp. 44-53.

Sun, J., Makosa, L., Yang, J., Yin, F., & Sitsha, L. (2021), “Does corporate tax planning mitigate financial constraints? Evidence from China”, *International Journal of Finance & Economics*.

Whited, T. M., & Wu, G. (2006), “Financial constraints risk”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 19 No. 2, pp. 531-559.

Wahab, N. S. A., & Holland, K. (2012), “Tax planning, corporate governance and equity value”, *The British Accounting Review*, Vol. 44 No. 2, pp. 111-124