

TÁC ĐỘNG CỦA HÀNH VI TRÁNH THUẾ VÀ MỨC ĐỘ NẮM GIỮ TIỀN MẶT DƯ THỪA ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP CỦA CÁC CÔNG TY THUỘC NHÓM NGÀNH DỊCH VỤ NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

● HUỖNH PHÚ KHÁNH¹ - HÀ NGỌC TÂM^{1*} - NGUYỄN NGỌC HIỀN²
- TRƯƠNG THỊ MỸ LINH² - LÊ THỊ NGỌC MỸ HUYỀN² - LÂM THỊ HỒNG ÂN²
- VẦN NGUYỄN KIM NGÂN²

¹Giảng viên, Viện Tài chính Kế toán,
Trường Đại học Công nghiệp Thành phố Hồ Chí Minh (IUH)

²Sinh viên, Viện Tài chính Kế toán,
Trường Đại học Công nghiệp Thành phố Hồ Chí Minh (IUH)

*Email liên hệ: hangoctam@iuh.edu.vn

TÓM TẮT:

Nghiên cứu phân tích tác động của hành vi tránh thuế và mức độ nắm giữ tiền mặt dư thừa đến giá trị doanh nghiệp của các công ty thuộc nhóm ngành dịch vụ niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Mẫu nghiên cứu bao gồm 47 doanh nghiệp với dữ liệu bảng được thu thập trong giai đoạn 2007 - 2024. Dựa trên mô hình định giá của Fama và French (1998), kết quả thực nghiệm cho thấy, hành vi tránh thuế và tiền mặt dư thừa có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến giá trị doanh nghiệp. Điều này hàm ý thị trường đánh giá cao các chiến lược tối ưu hóa thuế của doanh nghiệp như một công cụ để gia tăng nguồn lực tài chính. Kết quả nghiên cứu là cơ sở quan trọng để các nhà quản trị cân nhắc sự cân bằng giữa hiệu quả thuế và cấu trúc chi phí nhằm tối ưu hóa vị thế của doanh nghiệp trên thị trường.

Từ khóa: giá trị doanh nghiệp, hành vi tránh thuế doanh nghiệp, mức độ nắm giữ tiền mặt dư thừa.

1. Đặt vấn đề

Trong bối cảnh kinh doanh hiện đại, tránh thuế ngày càng phổ biến nhằm tối ưu hóa lợi nhuận. Về lý thuyết, điều này giúp cải thiện dòng tiền và tăng giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, tránh thuế lại

thường đi kèm sự phức tạp và làm giảm tính minh bạch tài chính. Theo Desai & Dharmapala (2009), hành vi này nảy sinh chi phí đại diện, khiến nhà đầu tư lo ngại liệu tránh thuế tạo ra giá trị bền vững hay chỉ tạo cơ hội cho ban quản lý trục lợi.

Dưới góc độ quản lý vốn, tránh thuế làm tăng tiền mặt dư thừa. Dù vậy, thị trường thường định giá thấp nguồn tiền này do lo ngại rủi ro lạm dụng, dẫn đến suy giảm giá trị kinh tế (Benkraiem & cộng sự, 2022). Đặc biệt đối với nhóm ngành dịch vụ - lĩnh vực mang tính đặc thù với tỷ trọng tài sản vô hình cao, phụ thuộc lớn vào tính thanh khoản và nhạy cảm với biến động kinh tế, việc tối ưu hóa tiền mặt và các quyết định thuế càng đóng vai trò sống còn. Sự phức tạp trong cấu trúc chi phí của ngành này cũng làm tăng nguy cơ bất cân xứng thông tin giữa nhà quản trị và cổ đông. Dù thu hút nhiều sự quan tâm của quốc tế nhưng bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam vẫn hạn chế. Vì vậy, nghiên cứu được thực hiện nhằm làm rõ vai trò điều tiết của quản trị công ty, mang lại hàm ý thiết thực cho các quyết định tài chính và chính sách giám sát.

Nghiên cứu nhằm: (1) xác định và đo lường tác động của hành vi tránh thuế và giá trị tiền mặt dư thừa, bao gồm Tax Avoidance, Cash Excess và sự tương tác giữa chúng đến giá trị doanh nghiệp của các công ty thuộc nhóm ngành dịch vụ niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam; (2) Xác định chiều hướng và mức độ tác động độc lập của (i) hành vi tránh thuế và (ii) mức độ nắm giữ tiền mặt dư thừa lên giá trị doanh nghiệp; và (3) đề xuất hàm ý quản trị và chính sách hỗ trợ nhà quản lý, nhà đầu tư đánh giá giá trị doanh nghiệp thông qua các chỉ tiêu tài chính.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết nền

Nghiên cứu được xây dựng trên 5 nền tảng lý thuyết chính:

(i) Lý thuyết truyền thống theo quan điểm Modigliani & Miller (1963) - tránh thuế là một yếu tố làm tăng giá trị doanh nghiệp; (ii) Lý thuyết đại diện (Jensen & Meckling, 1976) - thị trường thường định giá thấp tiền mặt dư thừa khi doanh nghiệp tránh thuế mạnh, vì họ lo ngại chi phí đại diện tăng cao; (iii) Lý thuyết thông tin bất cân xứng (Akerlof, 1970) - nhà đầu tư khó đánh giá liệu lượng tiền mặt tích lũy được từ thuế là nhằm phục vụ tăng trưởng hay là dấu hiệu của rủi ro tài chính tiềm ẩn. Điều này có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp; (iv) Lý thuyết trật tự phân hạng

(Myers & Majluf, 1984) - tránh thuế có thể duy trì tiền mặt dư thừa nhằm tránh huy động vốn bên ngoài; (v) Lý thuyết tín hiệu (Spence, 1973) - Tiền mặt dư thừa và tránh thuế đều gửi đi các tín hiệu về sức khỏe tài chính và rủi ro pháp lý.

2.2. Tổng quan nghiên cứu và khe hở nghiên cứu

Các nghiên cứu quốc tế đã chứng minh hành vi tránh thuế ảnh hưởng sâu sắc đến cách thị trường định giá nguồn lực doanh nghiệp, nhưng kết quả vẫn còn nhiều mâu thuẫn. Một mặt, tiếp cận từ lý thuyết đại diện, Benkraiem và cộng sự (2022) khẳng định, tránh thuế làm giảm giá trị của tiền mặt dư thừa do gia tăng bất cân xứng thông tin, trong khi Shubita (2024) cho thấy, đòn bẩy tài chính sẽ khuếch đại tác động tiêu cực này, làm xói mòn niềm tin nhà đầu tư. Tương tự, Elfeky và cộng sự (2024) tìm thấy bằng chứng tránh thuế làm tăng tiền mặt nhưng lại gây ra sự suy giảm hiệu quả đầu tư. Mặt khác, một số nghiên cứu lại ghi nhận tác động tích cực; chẳng hạn Azalia và cộng sự (2024) và Sudarman và cộng sự (2025) cho thấy tránh thuế giúp gia tăng giá trị doanh nghiệp, đặc biệt khi có sự điều tiết của các yếu tố phi tài chính như CSR và ủy ban kiểm toán.

Vai trò của cơ chế quản trị và bối cảnh thể chế cũng được nhấn mạnh là nhân tố then chốt: Desai và Dharmapala (2005) cùng Laplante và Nesbitt (2017) đồng quan điểm với lợi ích từ tránh thuế chỉ thực sự chuyển hóa thành giá trị cổ đông khi vấn đề đại diện được kiểm soát tốt; ngược lại, tại các quốc gia đang phát triển như Indonesia, Kurniawan và Nuryanah (2017) lưu ý xung đột lợi ích giữa các nhóm cổ đông mới là yếu tố cần quan tâm hơn. Ngoài ra, sự can thiệp của cổ đông nhà nước cũng được Lin và cộng sự (2025) chứng minh là có khả năng hạn chế hành vi cơ hội của nhà quản lý.

Mặc dù chủ đề này đã được khai thác đa dạng, nhưng vẫn tồn tại những thiếu sót nghiên cứu quan trọng: phần lớn các bằng chứng thực nghiệm tập trung vào các thị trường nước ngoài với kết quả trái ngược nhau như Sudarman và cộng sự (2025) đối lập với Shubita (2024), và rất ít nghiên cứu đi sâu vào vai trò trung gian/điều tiết của tiền mặt dư thừa trong mối quan hệ này tại bối cảnh đặc

thù như Việt Nam. Do đó, việc nghiên cứu trên mẫu 47 doanh nghiệp ngành dịch vụ niêm yết trên HOSE giai đoạn 2007 - 2024 là cần thiết để lấp đầy khoảng trống về đối tượng, thời gian và không gian nghiên cứu.

2.3. Giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu, 4 giả thuyết được đề xuất:

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

H2: Mức độ nắm giữ tiền mặt dư thừa có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp.

H3: Hành vi tránh thuế có tác động điều tiết tích cực đến mối quan hệ giữa việc nắm giữ tiền mặt dư thừa lên giá trị doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán của 47 doanh nghiệp niêm yết trên 3 sàn HOSE giai đoạn 2007-2024, thu được 525 quan sát hợp lệ sau khi loại bỏ các quan sát thiếu dữ liệu hoặc có giá trị ngoại lai nghiêm trọng. Nguồn dữ liệu từ các cổng thông tin tài chính uy tín FiinPro và Vietstock.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu được xây dựng để xem xét tác động của tránh thuế và tiền mặt dư thừa đến giá trị doanh nghiệp với biến phụ thuộc là giá trị doanh nghiệp (V) cùng 2 biến độc lập là mức độ tránh thuế (Tax Avoid) và giá trị tiền mặt dư thừa (Excess Cash). Bên cạnh đó, có sự tham gia cùng của các biến kiểm soát như Earnings, NetAssets, Interest, Dividends và các biến thay đổi tương ứng để kiểm soát các yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp. Mô hình hồi quy bình phương tối thiểu biến cố định với 2 nhân tố được cố định là mã nhóm dịch vụ (Industry) và 5 (phương trình 1).

Phương trình 1:

$$\begin{aligned} V_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{Earning_scaled}_{i,t} + \gamma_2 \Delta \text{Earnings}_{i,t} \\ & + \gamma_3 \Delta \text{Earnings}_{i,t+1} + \gamma_4 \Delta \text{NetAssets}_{i,t} + \gamma_5 \Delta \text{NetAssets}_{i,t+1} \\ & + \gamma_6 \text{Interest_scaled}_{i,t} + \gamma_7 \Delta \text{Interest}_{i,t} + \gamma_8 \Delta \text{Interest_scaled}_{i,t+1} \\ & + \gamma_9 \text{DividendPR}_{i,t} + \gamma_{10} \Delta \text{Dividends}_{i,t} + \gamma_{11} \Delta \text{Dividends}_{i,t+1} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & + \gamma_{12} \Delta V_{i,t+1} + \gamma_{13} \text{Tax_Avoid}_{-c,i,t} + \gamma_{14} \text{Excess_Cash}_{i,t} \\ & + \gamma_{15} (\text{Tax_Avoid}_{-c,i,t} \times \text{Excess_Cash}_{-c,i,t}) + \alpha_j + \delta_t + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Phương trình 2:

$$\begin{aligned} \ln \text{Cash}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{SalesGrowth}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{FCF_scaled}_{i,t} + \beta_4 \text{NWC}_{i,t} \\ & + \beta_5 \text{DividendPR}_{i,t} + \beta_6 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_7 \text{CAPEX_scaled}_{i,t} + \eta_j + \delta_t + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

3.3. Phương pháp ước lượng

Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy Bình phương tối thiểu Biến cố định (FE-OLS) thông qua hàm Feols (gói fixest) trên dữ liệu bảng của 47 doanh nghiệp dịch vụ (2007 - 2024). Mô hình kiểm soát đồng thời hiệu ứng cố định ngành (Industry) và năm (Year) nhằm loại bỏ các đặc điểm đặc thù không quan sát được. Để đảm bảo tính tin cậy, sai số chuẩn được phân cụm theo doanh nghiệp (Firm-level clustering) giúp khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan. Các kiểm định sau hồi quy bao gồm hệ số phóng đại phương sai (VIF) để kiểm soát đa cộng tuyến và R2 hiệu chỉnh nhằm đánh giá mức độ phù hợp của mô hình.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả cho thấy, giá trị doanh nghiệp (V) có sự biến động rất lớn với giá trị trung bình là 2,53 và độ lệch chuẩn lên tới 5,98, phản ánh sự khác biệt đáng kể về quy mô vốn hóa và định giá thị trường giữa các doanh nghiệp dịch vụ trên HOSE. Biến Tax_Avoidance ghi nhận mức trung bình -0,089, trong khi biến Excess_Cash (được tính toán từ phần dư của mô hình giai đoạn 1) có giá trị trung bình bằng 0 với độ lệch chuẩn 1,10, cho thấy mức độ nắm giữ tiền mặt thực tế dao động khá rộng quanh ngưỡng tối ưu. Các biến kiểm soát chính cũng thể hiện đặc điểm tài chính ổn định: đòn bẩy tài chính (Leverage) đạt mức trung bình 35,5%, khả năng sinh lời trên tài sản đã chuẩn hóa (Earnings_scaled) đạt 0,075, và tốc độ tăng trưởng doanh thu (SalesGrowth) duy trì ở mức 24,3%. Việc chuẩn hóa các biến độc lập chính (Tax_Avoid_c và Excess_Cash_c) đã đưa giá trị trung bình về 0, đảm bảo tính chính xác cho các hệ số ước lượng trong mô hình có chứa biến tương tác.

Bảng 1. Tóm tắt cách đo lường các biến trong phương trình 1

STT	Tên biến	Ký hiệu	Kỳ vọng dấu	Cách đo lường
1	Giá trị doanh nghiệp	$V_{i,t}$		$\frac{\text{Giá trị thị trường} + \text{tổng tài sản tài sản ròng}}$
2	Lợi nhuận	$Earnings_{i,t}$	(+)	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$
3	Sự thay đổi lợi nhuận kỳ hiện tại	$\Delta Earnings_{i,t}$	(+)	$Earnings_{i,t} - Earnings_{i,t-1}$
4	Sự thay đổi lợi nhuận kỳ tương lai	$\Delta Earnings_{i,t+1}$	(+)	$Earnings_{i,t+1} - Earnings_{i,t}$
5	Tài sản ròng	$NetAssetst_{i,t}$	(+)	$(\text{Tổng tài sản} - \text{tiền và tương đương tiền}) / (\text{Tổng tài sản})$
6	Sự thay đổi tài sản thuần kỳ hiện tại.	$\Delta NetAssetst_{i,t}$	(+)	$NetAssetst_{i,t} - NetAssetst_{i,t-1}$
7	Sự thay đổi tài sản thuần kỳ tương lai	$\Delta NetAssetst_{i,t+1}$	(+)	$NetAssetst_{i,t+1} - NetAssetst_{i,t}$
8	Chi phí lãi vay	$Interest_{i,t}$	(-)	$\frac{\text{Chi phí lãi vay}}{\text{Tổng tài sản}}$
9	Sự thay đổi chi phí lãi vay kỳ hiện tại	$\Delta Interest_{i,t}$	(-)	$Interest_{i,t} - Interest_{i,t-1}$
10	Sự thay đổi chi phí lãi vay kỳ tương lai	$\Delta Interest_{i,t+1}$	(-)	$Interest_{i,t+1} - Interest_{i,t}$
11	Cổ tức	$Dividends_{i,t}$	(+)	$\frac{\text{Tổng cổ tức đã chi trả}}{\text{Tài sản thuần}}$
12	Sự thay đổi cổ tức kỳ hiện tại	$\Delta Dividends_{i,t}$	(+)	$Dividends_{i,t} - Dividends_{i,t-1}$
13	Sự thay đổi cổ tức kỳ tương lai	$\Delta Dividends_{i,t+1}$	(+)	$Dividends_{i,t+1} - Dividends_{i,t}$
14	Thay đổi giá trị DN tương lai	$\Delta V_{i,t+1}$	(+)	$V_{i,t+1} - V_{i,t}$
15	Mức độ tránh thuế	$Tax_Avoid_c_{i,t}$	(-)	$\frac{\text{chuẩn hóa trừ giá trị trung bình của } \sum_{t-2}^t (PTEBX \times \tau)_{i,t} - \sum_{t-2}^t CTP_{i,t}}{\sum_{t-2}^t PTEBX_{i,t}}$
16	Giá trị tiền mặt dư thừa	$Excess_Cash_c_{i,t}$	(-)	chuẩn hóa trừ giá trị trung bình của phần dư trong phương trình hồi quy bình phương tối thiểu cố định của phương trình 2
17	Biến tương tác	$Excess\ Cash_{i,t} \times Tax\ Avoid_{i,t}$	(-)	Tích của tiền mặt dư thừa và mức độ tránh thuế

Bảng 2. Tóm tắt cách đo lường các biến phương trình 2

STT	Tên biến	Ký hiệu	Cách đo lường
1	log tự nhiên của lượng tiền và tương đương tiền	lnCash	ln (tiền và các khoản tương đương tiền)
2	Tốc độ tăng trưởng doanh thu	SalesGrowth	Doanh thu kinh doanh năm hiện hành - Doanh thu kinh doanh năm trước) / doanh thu kinh doanh năm trước
3	Quy mô doanh nghiệp	SIZE	ln (tổng tài sản)
4	Dòng tiền tự do chuẩn hóa	FCF_scaled	(dòng tiền hoạt động kinh doanh - chi tiêu vốn) / tổng tài sản
5	Vốn lưu động ròng	NWC	(tài sản ngắn hạn - nợ ngắn hạn - tiền và tương đương tiền) / tổng tài sản
6	Tỷ lệ chi trả cổ tức	DividendPR	Tổng cổ tức đã trả / Lợi nhuận sau thuế TNDN
7	Đòn bẩy tài chính	Leverage	Tổng nợ / tổng tài sản
8	Chi tiêu vốn chuẩn hóa	CAPEX_scaled	Tổng chi mua sắm tài sản cố định / tổng tài sản

Bảng 3. Tổng hợp kết quả hồi quy

	Estimate	Std. Error	t value	Pr (> t)
Earnings_scaled	9.843759	5.038302	1.953785	0.0568232 .
d_Earnings_t	-1.848648	3.460764	-0.534174	0.5957938
d_Earnings_t1	6.838333	1.950123	3.506616	0.0010250 **
d_NetAssets_t	-6.547931	2.299004	-2.848160	0.0065536 **
d_NetAssets_t1	-3.859591	2.124302	-1.816875	0.0757546 .
Interest_scaled	-26.879898	18.248307	-1.473008	0.1475591
d_Interest_t	28.903926	16.891144	1.71188	0.0937827 .
d_Interest_t1	2.975901	12.633484	0.235557	0.8148223
DividendPR	0.002697	0.004155	0.649267	0.5193944
d_Dividends_t	-0.000265	0.003077	-0.086229	0.9316585
d_Dividends_t1	0.000799	0.001947	0.410429	0.6833966
d_V_t1	-0.499534	0.003516	-142.080213	<2.2e-16 ***
Tax_Avoid_c	0.608498	0.338978	1.795094	0.0792103 .
Excess_Cash_c	0.314812	0.110543	2.847879	0.0065585 **
Tax_Avoid_c * Excess_Cash_c	0.823535	0.447531	1.840177	0.0721992 .

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

4.2. Kiểm định đa cộng tuyến

Các hệ số VIF đều nhỏ hơn 5 (1.02 - 3.24) và Tolerance đều lớn hơn 0.1, đảm bảo các ước lượng hồi quy là đáng tin cậy vì không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến.

4.3. Kết quả hồi quy (Bảng 3)

Mô hình có $R^2 = 0.5123$ cho thấy, sự biến động của giá trị doanh nghiệp được giải thích hơn 51,2%. Chỉ số RMSE ở mức 4.039 đã củng cố thêm độ đáng tin cậy của kết quả. Kết quả hồi quy cho thấy, nhiều biến ảnh hưởng đáng kể có ý nghĩa mức thống kê mức 0,1%, 1% và 10%.

4.4. Thảo luận kết quả

Earnings_scaled tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp khi có hệ số hồi quy dương ($\beta = 9.843759$) nhưng mức độ ảnh hưởng không cao. Nhất quán với Benkraiem & cộng sự (2022).

d_Earnings_t1 không những ảnh hưởng cùng chiều với biến phụ thuộc là giá trị doanh nghiệp mà còn ảnh hưởng khá mạnh mẽ khi ý nghĩa thống kê khá cao, đồng bộ với Benkraiem & cộng sự (2022).

d_NetAssets_t có hệ số hồi quy âm ($\beta = -6.547931$) và ý nghĩa thống kê khá cao là 1%, phản ánh việc sử dụng nguồn lực không hiệu quả dẫn đến làm giảm giá trị doanh nghiệp. Phù hợp với lập luận Dittmar & Mahrt-Smith (2007).

d_NetAssets_t1 cũng có hệ số hồi quy âm cho thấy biến có tác động ngược chiều với giá trị doanh nghiệp từ việc đầu tư quá mức trong mở rộng gia tăng tài sản. Nhất quán với Benkraiem & cộng sự (2022).

d_Interest_t có hệ số hồi quy dương nhưng ý nghĩa thống kê ở mức thấp 10%, không gây ảnh hưởng lớn, tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp thông qua chẵn thuế một cách hiệu quả. Phù hợp với lập luận của Fama & French (1998).

d_V_t1 có tác động mạnh mẽ nhất, ý nghĩa thống kê 0.1%, tuy hệ số hồi quy âm ($\beta = -0.499534$) nhưng là biến có độ tin cậy cao, phản ánh việc điều chỉnh của thị trường lên giá trị doanh nghiệp có xu hướng giảm so với năm trước. Nhất quán với logic của Fama & French (1998).

Tax_Avoid_c tác động cùng chiều nhưng chưa thực sự rõ ràng. Ủng hộ lý thuyết truyền thống về lợi ích tránh thuế làm tăng giá trị doanh nghiệp.

Tương đồng với Desai & Dharmapala (2009).

Excess_Cash_c có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp, cho thấy thị trường đang đánh giá lượng tiền mặt dư thừa ở doanh nghiệp là khá cao. Thống nhất với Benkraiem & cộng sự (2022).

Tax_Avoid_c: Excess_Cash_c hệ số hồi quy dương nhưng ý nghĩa mức thống kê thấp, có thể thấy lượng tiền mặt tạo ra từ việc tránh thuế có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp. Phù hợp với lập luận của Desai & Dharmapala (2009).

Các biến không có ý nghĩa thống kê như d_Earnings_t, Interest_scaled, d_Interest_t1, DividendPR, d_Dividends_t, d_Dividends_t1 cho thấy, các biến này không có tác động rõ ràng, đáng kể đến biến phụ thuộc là giá trị doanh nghiệp trong mô hình.

4.5. Nhận xét chung

Qua kết quả hồi quy từ mô hình với hiệu ứng cố định và sai số chuẩn phân cụm, nghiên cứu đã chỉ ra tiền mặt dư thừa (Excess Cash) có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp, đồng thời đạt ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này cho thấy, việc giữ tiền mặt dư thừa không chỉ tăng cường khả năng linh hoạt tài chính mà còn nhận được sự đánh giá cao từ thị trường, góp phần trực tiếp làm tăng giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, hành vi tránh thuế (Tax Avoidance) cũng tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp với mức ý nghĩa 10%, điều này chỉ ra việc tối ưu hóa chi phí thuế có thể đóng góp vào việc nâng cao giá trị doanh nghiệp. Bên cạnh đó, biến tương tác giữa tiền mặt dư thừa và tránh thuế có hệ số mang giá trị dương và đạt ý nghĩa thống kê ở mức 10%, cho thấy khi doanh nghiệp đồng thời sở hữu nguồn tiền mặt dư thừa và quản lý thuế hiệu quả, tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp sẽ càng được gia tăng. Với hệ số hiệu chỉnh đạt 51,23%, mô hình có khả năng giải thích tương đối tốt sự biến động của giá trị doanh nghiệp.

5. Kết luận và hàm ý

5.1. Kết luận

Nghiên cứu đã làm rõ vai trò của hành vi tránh thuế và quản lý tiền mặt đối với giá trị doanh nghiệp ngành dịch vụ trên HOSE giai đoạn 2007-2024, với 3 phát hiện chính: (1) Tránh thuế và tiền mặt dư thừa đều tác động cùng chiều đến giá trị

doanh nghiệp (hệ số lần lượt là 0,608 và 0,314), ủng hộ lý thuyết truyền thống về việc tối ưu hóa chi phí để gia tăng nguồn lực nội bộ; (2) Kỳ vọng lợi nhuận tương lai ($d_Earnings_t1$) là động lực chính thúc đẩy định giá thị trường với hệ số tích cực 6,838 ($p < 0,01$), phản ánh tính nhạy cảm đặc thù của nhóm ngành dịch vụ đối với tiềm năng tăng trưởng; (3) Biến tương tác $Tax_Avoid \times Excess_Cash$ mang dấu dương (0,823; $p < 0,1$), cho thấy hành vi tránh thuế làm gia tăng giá trị kinh tế của mỗi đồng tiền mặt dư thừa. Kết quả này cung cấp bằng chứng cho thấy tại Việt Nam, sự kết hợp giữa tiết kiệm thuế và dự trữ thanh khoản được nhà đầu tư đánh giá là một chiến lược tài chính hỗ trợ hiệu quả thay vì là dấu hiệu của rủi ro đại diện.

5.2. Hàm ý quản trị

Đối với doanh nghiệp: kết quả cho thấy tiền mặt dư thừa và hành vi tránh thuế đều có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Doanh nghiệp cần thực hiện các chiến lược quản trị thuế hiệu quả nhằm tối ưu hóa chi phí và gia tăng giá trị cho cổ

đồng, nhưng vẫn phải đảm bảo tuân thủ quy định pháp luật.

Đối với nhà quản lý tài chính: cần chú trọng nâng cao hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời của doanh nghiệp cũng như củng cố niềm tin của nhà đầu tư trên thị trường.

Đối với cơ quan quản lý nhà nước: cần tiếp tục hoàn thiện chính sách thuế và tăng cường cơ chế giám sát nhằm nâng cao tính minh bạch của thị trường.

5.3. Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

Nghiên cứu được thực hiện trên một nhóm doanh nghiệp nhất định nên kết quả có thể chưa phản ánh đầy đủ đặc điểm của toàn bộ doanh nghiệp tại Việt Nam. Hướng nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng dữ liệu sang nhiều ngành và nhiều doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam nhằm tăng tính đại diện của kết quả. Đồng thời, có thể sử dụng thêm các phương pháp định giá và thước đo khác để đánh giá đầy đủ hơn hành vi tránh thuế và danh tiếng doanh nghiệp■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Akerlof G. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Azalia A. I., Suciati P. A., & Firmansyah A. (2024). Tax avoidance and firm value: Unveiling the role of earnings management. *EDUCORETAX Учредители: WIM Solusi Prima*, 4(12), 1580-1589.
- Benkraiem R. et al. (2022). Corporate tax avoidance, economic policy uncertainty, and the value of excess cash: International evidence. *Economic Modelling*, 108, 105738.
- Desai M., Dharmapala D. (2005). Corporate tax avoidance and firm value. (NBER Working Paper No. 11241). National Bureau of Economic Research.
- Desai M., & Dharmapala D. (2009). Corporate tax avoidance and firm value. *Review of Economics and Statistics*, 91(3), 537-546.
- Dittmar A., & Mahrt-Smith J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634.
- Elfeky M. et al. (2024). The Effect of Tax Avoidance on Investment Efficiency: The Mediating Role of Cash Holding - Evidence from Egypt. *Research Square*.
- Fama E., & French K. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *Journal of Finance*, 53(3), 819-843.
- Jensen M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate bankruptcy*, 11-16. Cambridge: Cambridge University Press.
- Jensen M., & Meckling W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kurniawan M., & Nuryanah S. (2017). The effect of corporate tax avoidance on the level of corporate cash holdings: Evidence from Indonesian public listed companies. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(4), 39-56.
- Laplante, S., & Nesbitt, W. (2017). The Relation among Trapped Cash, Permanently Reinvested Earnings, and Foreign Cash. *Journal of Corporate Finance*.

- Lin H. (2025). How does state-controlling shareholders affect corporate tax avoidance?. *Journal of International Financial Management & Accounting*.
- Modigliani F., & Miller M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers S., Majluf N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Shubita M. (2024). The effect of tax avoidance on firm value with leverage as a moderating variable. *Investment Management and Financial Innovations*.
- Spence M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Sudarman et al. (2025). The Impact of Tax Avoidance on Firm Value with Moderation of Non Financial Performance. *International Journal of Engineering Business and Social Science*.

Ngày nhận bài: 6/01/2026

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 18/01/2026

Ngày chấp nhận đăng bài: 9/02/2026

IMPACT OF CORPORATE TAX AVOIDANCE AND EXCESS CASH HOLDINGS ON THE FIRM VALUE OF SERVICE COMPANIES LISTED ON THE HO CHI MINH CITY STOCK EXCHANGE

- HUYNH PHU KHANH¹
- HA NGOC TAM¹
- NGUYEN NGOC HIEN²
- TRUONG THI MY LINH²
- LE THI NGOC MY HUYEN²
- LAM THI HONG AN²
- VAN NGUYEN KIM NGAN²

¹Lecturer, School of Finance and Accounting
Industrial University of Ho Chi Minh City

²Student, School of Finance and Accounting
Industrial University of Ho Chi Minh City

ABSTRACT:

This study examines the effects of tax avoidance and excess cash holdings on firm value among service companies listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange (HoSE). The analysis is based on a panel dataset of 47 firms over the period 2007–2024 and employs the valuation framework of Fama and French (1998). The empirical findings indicate that both tax avoidance behavior and excess cash reserves exert positive and statistically significant impacts on firm value, suggesting that capital markets assign a premium to tax optimization strategies as a means of enhancing internal financial capacity. These results provide robust evidence on the role of financial management practices in shaping market valuation within the service sector.

Keywords: enterprise value, corporate tax avoidance practices, and the level of excess cash holdings.