

Tác động của trách nhiệm xã hội đến rủi ro kiệt quệ tài chính doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam

Trần Triệu Anh Khoa^(*)

Ngày nhận bài: 29/11/2021 | Biên tập xong: 02/3/2022 | Duyệt đăng: 10/3/2022

TÓM TẮT: Bài nghiên cứu kiểm định tác động của trách nhiệm xã hội (TNXH) đến rủi ro kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Mẫu nghiên cứu sử dụng gồm 294 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trong giai đoạn 2016–2020. Nghiên cứu sử dụng mô hình OLS cùng với các kiểm định xử lý các vấn đề của mô hình hồi quy. Kết quả nghiên cứu cung cấp các bằng chứng thực nghiệm cho thấy TNXH có tác động ngược chiều và có ý nghĩa thống kê đến rủi ro kiệt quệ tài chính. Nói một cách khác, việc thực hiện TNXH góp phần giúp doanh nghiệp hình thành các cơ chế quản lý rủi ro, qua đó tác động làm giảm thiểu rủi ro kiệt quệ tài chính. Kết quả này đặc biệt quan trọng bởi vì mục tiêu phát triển bền vững thể hiện qua hoạt động TNXH của doanh nghiệp đã và đang định hình xu thế quản trị rủi ro mới cho các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

TỪ KHÓA: Rủi ro kiệt quệ tài chính, trách nhiệm xã hội, doanh nghiệp phi tài chính.

Mã phân loại JEL: C51, G32, G33.

1. Giới thiệu

TNXH đang dần trở thành một trong những chuẩn mực trong tài chính doanh nghiệp hiện đại giúp thu hút các nhà đầu tư tiềm năng và củng cố sự gắn kết giữa các bên liên quan (Xu & Lee, 2019; Yang & ctg, 2019). Xuất phát từ sự phát triển của TNXH trong thực tế và trong nghiên cứu học thuật, nhiều nghiên cứu đã được thực hiện tại các khu vực và quốc gia trên thế giới như: Wu & Shen (2013) và Shen & ctg (2016) xem xét tác động của TNXH đến hiệu quả hoạt động;

Jo & Na (2012) xem xét mối tương quan giữa TNXH và rủi ro doanh nghiệp; Jiraporn & ctg (2014) đánh giá tác động của trách nhiệm đến xếp hạng tín dụng. Ngoài ra, một vài nghiên cứu đưa ra các bằng chứng về tác động tích

^(*) **Trần Triệu Anh Khoa** - Trường Đại học Công nghiệp TP.HCM; 12 Nguyễn Văn Bào, Phường 4, Quận Gò Vấp, Thành phố Hồ Chí Minh; **Email:** trantrieuanhkhoa@iuh.edu.vn.

cực của việc thực hiện TNXH đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp (Lins & ctg, 2017) và giảm thiểu rủi ro doanh nghiệp (Mishra & Modi, 2013).

Các nghiên cứu gần đây xem xét tác động của TNXH đến khả năng tiếp cận vốn vay cung cấp các bằng chứng cho thấy, doanh nghiệp có chỉ số TNXH cao có thể tiếp cận các gói tín dụng với mức lãi suất thấp (Jiraporn & ctg, 2014). Attig & ctg (2013) cho rằng, doanh nghiệp để cao tính TNXH trong quá trình hoạt động thường có điểm xếp hạng tín dụng cao. Đồng thuận với quan điểm trên, Sun & Cui (2014) cung cấp bằng chứng cho thấy doanh nghiệp có chỉ số TNXH cao giúp giảm thiểu các rủi ro kiệt quệ và tác động này càng mạnh hơn đối với các doanh nghiệp có hoạt động vì môi trường càng cao. Tất cả các nghiên cứu cùng hướng tới một kết luận, doanh nghiệp có các hoạt động thể hiện tính TNXH cao có thể giảm thiểu rủi ro kiệt quệ và có xếp hạng tín dụng cao dựa trên các hình ảnh tích cực mà doanh nghiệp xây dựng.

Trong những năm qua, đã có nhiều nghiên cứu được thực hiện nhằm dự báo cũng như xây dựng các công thức đo lường rủi ro kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp. Altman (1968) là nghiên cứu tiên phong tạo tiền đề cho việc sử dụng các mô hình dựa trên dữ liệu tài chính và thị trường để dự báo rủi ro kiệt quệ. Altman & ctg (2017) đã chứng minh sự vượt trội của chỉ số Z-Score trong công tác dự báo rủi ro kiệt quệ tài chính. Tuy nhiên, vẫn chưa có một câu trả lời thoả đáng cho câu hỏi: Có hay không mối quan hệ giữa TNXH và rủi ro kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp?

Các nghiên cứu trước đây cung cấp các bằng chứng cho thấy tác động của TNXH trong việc giảm thiểu các dạng rủi ro và cải thiện điểm xếp hạng tín dụng (Harjoto & Laksmana, 2018; Jiraporn & ctg, 2014). Kim & ctg (2014) kết luận, doanh nghiệp có chính sách hoạt động định hướng TNXH càng cao thì càng minh bạch và ít có các thông tin

ảnh hưởng xấu dẫn đến rủi ro sụt giảm giá cổ phiếu. Sun & ctg (2014) cho thấy, doanh nghiệp quan tâm đến việc thực hiện TNXH sẽ giúp nâng cao hình ảnh và cải thiện độ tin nhiệm của mình. Cheng & ctg (2014) cung cấp các bằng chứng cho thấy tham gia thực hiện TNXH giúp doanh nghiệp tiếp cận tới các nguồn lực tài chính dễ dàng hơn. Attig & ctg (2013) lập luận rằng, doanh nghiệp tham gia hoạt động TNXH càng nhiều càng được xếp hạng tín nhiệm cao bởi vì các tổ chức xếp hạng thường sử dụng các thông tin về TNXH của doanh nghiệp để đánh giá. Các nghiên cứu về TNXH đều hướng đến một kết luận chung, đó là doanh nghiệp có TNXH càng cao càng được xếp hạng tín nhiệm cao và càng dễ dàng tiếp cận với các nguồn lực tài chính, từ đó giúp giảm thiểu rủi ro kinh doanh. Đây là nguyên nhân chính thúc đẩy tác giả nghiên cứu về mối liên hệ giữa TNXH và rủi ro kiệt quệ.

Nghiên cứu thực hiện thu thập dữ liệu từ Báo cáo tài chính kiểm toán và thông tin trong báo cáo thường niên của 294 doanh nghiệp niêm yết tại HOSE trong giai đoạn 2016–2020. Để đo lường TNXH – CSR, tác giả áp dụng phương pháp phân tích nội dung dựa theo (Usman & Amran, 2015) để chấm điểm TNXH thông qua thông tin công bố trong báo cáo thường niên của doanh nghiệp hàng năm, bao gồm: trách nhiệm môi trường, trách nhiệm với người lao động, trách nhiệm với cộng đồng và trách nhiệm với sản phẩm; từ đó tính điểm tổng về TNXH của doanh nghiệp dựa trên điểm trung bình của bốn nội dung đánh giá. Tác giả đo lường rủi ro kiệt quệ - FDR thông qua chỉ số Z-Score (Altman, 1968). Kết quả nghiên cứu cho thấy có sự tương quan ngược chiều giữa TNXH và rủi ro kiệt quệ hàm ý rằng, doanh nghiệp có chỉ số TNXH càng cao thì rủi ro kiệt quệ càng thấp.

Nghiên cứu có một vài đóng góp như sau: (i) Cung cấp bằng chứng thực nghiệm về mối tương quan ngược chiều giữa TNXH và rủi ro kiệt quệ; và (ii) Kết quả nghiên cứu cùng có

thêm các cơ sở lý thuyết, theo đó thực hiện TNXH góp phần giúp doanh nghiệp hình thành các cơ chế quản lý rủi ro có tác động một cách toàn diện với các bên liên quan. Kết quả này đặc biệt quan trọng bởi vì mục tiêu phát triển bền vững đã định hình xu thế quản trị rủi ro mới cho doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

Bài nghiên cứu có cấu trúc như sau: Phần 2 trình bày các cơ sở lý thuyết liên quan; Phần 3 trình bày dữ liệu và phương pháp nghiên cứu; Phần 4 trình bày kết quả nghiên cứu và Phần 5 đưa ra kết luận.

2. Tổng quan nghiên cứu

Xu thế phát triển bền vững ngày càng thu hút được sự quan tâm của các doanh nghiệp và đã có sự gia tăng rất lớn số lượng các doanh nghiệp xem yếu tố TNXH là tiêu chí quan trọng trong hoạt động của mình. Có nhiều tranh luận xoay quanh vấn đề thực thi TNXH của doanh nghiệp, một vài quan điểm cho rằng mục tiêu ưu tiên của doanh nghiệp là tạo ra lợi nhuận nhằm tối đa hóa lợi ích cho cổ đông. Các quan điểm mới lại cho rằng mục tiêu ưu tiên của doanh nghiệp không chỉ là tối đa hóa lợi ích của cổ đông mà còn phải hướng tới việc thỏa mãn các nhu cầu của các bên liên quan khác không phải là cổ đông như: khách hàng, người lao động và cộng đồng. Nhóm đối tượng này có thể tác động đến sự phát triển của doanh nghiệp trong môi trường kinh doanh hiện đại. Do đó, việc cân bằng lợi ích giữa các bên liên quan trở thành nhiệm vụ quan trọng của công tác quản trị doanh nghiệp.

Dựa theo các nghiên cứu thực nghiệm, mối tương quan giữa TNXH và rủi ro kiệt quệ được tác giả lý giải theo hai cơ chế chính. Thứ nhất, TNXH có thể làm giảm rủi ro doanh nghiệp và từ đó viện dẫn mối tương quan ngược chiều với rủi ro kiệt quệ. Jo & ctg (2012) cung cấp các bằng chứng cho thấy, mối tương quan ngược chiều giữa TNXH và rủi ro doanh nghiệp, củng cố thêm cho giả thiết về

giảm thiểu rủi ro. Lee & Faff (2009) cho rằng, doanh nghiệp thực hiện TNXH có rủi ro đặc thu thấp hơn do có hiệu quả danh mục thị trường tốt hơn. Albuquerque & ctg (2019) chỉ ra, doanh nghiệp thực hiện hiệu quả TNXH giúp làm giảm rủi ro hệ thống và làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Kim & ctg (2014) cho rằng, doanh nghiệp thực hiện TNXH thường có một hệ thống báo cáo tài chính minh bạch và ít bị ảnh hưởng bởi các thông tin tiêu cực, qua đó góp phần giảm thiểu rủi ro rớt giá cổ phiếu. Mishra & ctg (2013) chứng minh, TNXH doanh nghiệp tương quan ngược chiều với rủi ro của doanh nghiệp. Tổng hợp từ các kết quả nghiên cứu kể trên đưa đến kết luận, doanh nghiệp có thể giảm thiểu rủi ro thông qua việc thực thi các chính sách TNXH hiệu quả. Thứ hai, TNXH giúp nâng cao hình ảnh của doanh nghiệp và cải thiện khả năng tiếp cận các kênh thu hút vốn, từ đó giúp giảm thiểu rủi ro kiệt quệ. Sharfman & Fernando (2008) và El Ghouli & ctg (2011) đưa ra bằng chứng cho thấy, doanh nghiệp có chỉ số TNXH càng cao thì chi phí vốn càng thấp bởi các nhận định cho rằng rủi ro của doanh nghiệp đó thấp. Sử dụng dữ liệu cấp tín dụng tại Mỹ, Goss & Roberts (2011) chỉ ra doanh nghiệp thực hiện TNXH được hưởng mức lãi suất tín dụng thấp hơn các doanh nghiệp còn lại. Attig & ctg (2013) cho thấy, các tổ chức xếp hạng thường đánh giá cao các doanh nghiệp thực hiện TNXH. Các tổ chức này xem các thông tin về hoạt động TNXH của doanh nghiệp như là các thông tin phi tài chính trong quá trình thực hiện xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp. Jiraporn & ctg (2014) cho thấy, tăng một độ lệch chuẩn trong chỉ số TNXH giúp tăng 4,5% điểm xếp hạng tín dụng và qua đó làm giảm rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp. Tổng hợp từ các nghiên cứu trên có thể nhận thấy rằng, doanh nghiệp tham gia thực hiện TNXH được đánh giá xếp hạng tín nhiệm cao và qua đó giảm thiểu được chi phí sử dụng vốn và chi phí sử dụng nợ.

Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu về các tiêu chí đánh giá thành phần của chỉ số TNXH lại không đồng nhất và cũng không có cùng tác động lên rủi ro doanh nghiệp. Các liên kết giữa các tiêu chí thành phần TNXH với các chỉ số tài chính cũng có sự khác biệt. Cai & ctg (2016) và El Ghouli & ctg (2011) đánh giá về nội dung trách nhiệm nhân quyền không có sự tương quan với xếp hạng tín dụng và chi phí sử dụng vốn. Attig & ctg (2013) cho thấy, tất cả các tiêu chí đánh giá, bao gồm: cộng đồng, tính đa dạng, người lao động, môi trường và sản phẩm đều cho thấy mối tương quan cùng chiều với xếp hạng tín dụng; đối với tiêu chí nhân quyền thì cho thấy tác động ngược chiều nhưng không có ý nghĩa thống kê cao. Verwijmeren & Derwall (2010) xác nhận, sự hài lòng của người lao động có tác động làm giảm rủi ro phá sản thông qua giảm tỷ lệ đòn bẩy tài chính và nâng cao xếp hạng tín dụng của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu về tác động của các nội dung thành phần trong TNXH là khác nhau cho thấy cần phải cần phải thực hiện đánh giá tác động của từng nội dung TNXH lên rủi ro kiệt quệ.

Dựa vào hai cơ chế đánh giá tác động TNXH lên rủi ro doanh nghiệp và xếp hạng tín dụng, tác giả xây dựng giả thiết nghiên cứu như sau:

H₁: TNXH có tác động ngược chiều với rủi ro kiệt quệ tài chính.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Bài viết này chọn thời điểm nghiên cứu bắt đầu từ năm 2016 do đây là thời điểm mà Thông tư 155/2015/TT-BTC (Bộ Tài chính, 2015) về việc bắt buộc công bố thông tin về TNXH của doanh nghiệp niêm yết bắt đầu có hiệu lực. Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính kiểm toán và báo cáo thường niên của

294 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2016–2020, tương ứng 1.461 quan sát.

3.2. Đo lường rủi ro kiệt quệ

Các nghiên cứu thực nghiệm đề xuất hai phương thức tiếp cận để ước lượng rủi ro kiệt quệ của doanh nghiệp. Phương thức tiếp cận thứ nhất ước lượng rủi ro kiệt quệ dựa trên các dữ liệu kế toán được sử dụng trong các nghiên cứu của Altman & ctg (2017) và Tykrová & Borell (2012). Phương thức tiếp cận thứ hai dựa trên sự kết hợp giữa dữ liệu thị trường và dữ liệu kế toán của doanh nghiệp sử dụng trong các nghiên cứu của Shumway (2001) và Bharath & Shumway (2008). Các phương thức ước lượng rủi ro kiệt quệ dựa theo dữ liệu kế toán có thể kể đến như chỉ số Z-Score (Altman, 1968), chỉ số O_score (Ohlson, 1980) và chỉ số Zm_score (Zmijewski, 1984). Phương thức ước lượng rủi ro kiệt quệ dựa trên dữ liệu thị trường như mô hình của (Black & Scholes, 1973), mô hình KMV của (Merton, 1974) và mô hình Hazard của Shumway (2001). Agarwal & Taffler (2008) cho thấy, sự vượt trội của mô hình sử dụng chỉ số Z-Score so với các mô hình còn lại trong dự báo rủi ro kiệt quệ tài chính. Ngoài ra, Altman & ctg (2017) cũng đã tái khẳng định lại mức độ chính xác và hiệu quả của chỉ số Z-Score trong dự báo rủi ro kiệt quệ. Do đó, để đo lường rủi ro kiệt quệ tài chính nghiên cứu lựa chọn chỉ số Z-Score của (Altman, 1968) – Công thức 1, chỉ số Z-score càng cao rủi ro kiệt quệ càng thấp.

$$Z_score = 1,2*(WC/TA) + 1,4*(RE/TA) + 3,3*(EBIT/TA) + 0,6*(MV/TL) + 0,99*(SAL/TA) \quad (1)$$

Trong đó: WC – Tài sản ngắn hạn trừ nợ ngắn hạn; TA – tổng tài sản; RE – lợi nhuận giữ lại; EBIT – lợi nhuận trước thuế và lãi vay; MV – vốn hóa thị trường; TL – nợ phải trả; và SAL – doanh thu thuần.

3.3. Đo lường trách nhiệm xã hội

Tại Việt Nam, việc công bố thông tin về TNXH là yêu cầu bắt buộc đối với các doanh nghiệp niêm yết theo quy định tại Thông tư số 155/2015/TT-BTC và chính thức có hiệu lực từ ngày 01/01/2016. Đây được xem là một bước tiến quan trọng của Việt Nam nhằm hướng tới một thị trường tài chính phát triển bền vững và là nhân tố thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư quốc tế. Theo quy định tại khoản 2 Điều 8 Chương II của Thông tư số 155/2015/TT-BTC doanh nghiệp phải thực hiện báo cáo tác động đến môi trường và xã hội của công ty, các nội dung liên quan tới phát triển bền vững bao gồm: quản lý nguồn nguyên liệu, tiêu thụ năng lượng, tiêu thụ nước, tuân thủ pháp luật về bảo vệ môi trường, chính sách liên quan đến người lao động, báo cáo liên quan đến trách nhiệm với cộng đồng địa phương, báo cáo liên quan đến thị trường vốn xanh các thông tin liên quan đến phát triển bền vững. Với các kênh thông tin hạn chế trong tình hình hiện tại, để có thể đo lường một cách hiệu quả TNXH của doanh nghiệp trong bối cảnh Việt Nam là một vấn đề nan giải. Dựa theo Guthrie & Abeysekera (2006) và Dagilienė & Mykolaitienė (2015), tác giả sử dụng phương pháp phân tích nội dung để đo lường TNXH doanh nghiệp theo hướng dẫn của (Global Reporting Initiative, 2016). Theo đó, bốn nội dung được chọn bao gồm: trách nhiệm với môi trường, trách nhiệm với người lao động, trách nhiệm với cộng đồng và trách nhiệm với sản phẩm.

Tác giả sử dụng phương pháp phân tích nội dung vì các lý do như sau: (i) Mặc dù có quy định bắt buộc trong việc công bố các thông tin liên quan đến việc thực hiện TNXH của doanh nghiệp nhưng vẫn chưa có một tổ chức nào đứng ra đánh giá các hoạt động TNXH của doanh nghiệp tại Việt Nam; (ii) Các thông tin định lượng về thực hiện TNXH của doanh nghiệp chủ yếu xoay quanh công bố thông tin về công tác thiện nguyện và thông tin chi phí

lợi đối với người lao động của doanh nghiệp, chưa mang đến một góc nhìn tổng thể về TNXH của doanh nghiệp; và (iii) Đối với các nghiên cứu về TNXH tại Việt Nam, theo sự tìm hiểu của tác giả, Hồ Thị Vân Anh (2017) là nghiên cứu tiên phong thực hiện phương pháp này để đo lường TNXH doanh nghiệp tại Việt Nam và chưa có nghiên cứu nào đạt được mức độ chi tiết cũng như tính tin cậy trong việc xác định chỉ số TNXH doanh nghiệp. Tóm lại, phương pháp phân tích nội dung là phương pháp mang tính tổng thể và phù hợp để đánh giá TNXH doanh nghiệp tại Việt Nam hiện nay.

Phương pháp phân tích nội dung thực hiện dựa trên dữ liệu thứ cấp được công bố trong phần nội dung phát triển bền vững của báo cáo thường niên và thông qua xây dựng bảng câu hỏi với các chủ đề liên quan với nội dung đánh giá ở trên. Các câu trả lời được mã hóa dạng giá trị nhị phân: nhận giá trị 0 nếu thông tin trong báo cáo bền vững không đề cập và nhận giá trị 1 trong trường hợp còn lại. Thiết kế bảng câu hỏi được trình bày trong phần Phụ lục. Điểm của từng nội dung được tính bằng điểm trung bình của các câu trả lời thành phần và điểm TNXH của doanh nghiệp là điểm trung bình của cả bốn nội dung đánh giá. Công thức xác định chỉ số TNXH như sau:

$$\text{Chỉ số CSR thành phần}_{ij} = \frac{\sum_{i=1}^k \text{CSR}_{ij}}{n_{ij}} \quad (2)$$

$$\text{Chỉ số CSR tổng}_{ij} = \frac{\sum_{i=1}^4 \text{tổng CSR thành phần}_{ij}}{4}$$

Trong đó: CSR_{ij} – chỉ số TNXH tổng và các chỉ số TNXH thành phần của doanh nghiệp thứ j (0 ≤ CSR_{ij} ≤ 1); csr_{ij} – nhận giá trị 1 nếu thông tin liên quan đến tiêu chí trách nhiệm thứ i của doanh nghiệp thứ j có thông tin công bố, ngược lại bằng 0; n_{ij} – số lượng câu hỏi thứ i đối với công ty j (n = 1, ..., k); và i – số lượng các nội dung chấm điểm TNXH đối với một doanh nghiệp.

3.4. Biến kiểm soát

Nghiên cứu sử dụng các biến chỉ số tài chính đóng vai trò là biến kiểm soát trong mô hình hồi quy, bao gồm: Biến SIZE đo lường bằng log tổng giá trị tài sản. Donker & ctg (2009) và Mselmi & ctg (2017) cho thấy, mối tương quan giữa quy mô doanh nghiệp và rủi

ro kiệt quệ. Nghiên cứu kỳ vọng biến quy mô có tác động ngược chiều với rủi ro kiệt quệ.

Biến LEV đo lường bằng tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản. Nhiều nghiên cứu cung cấp các bằng chứng về mối tương quan giữa đòn bẩy tài chính và rủi ro kiệt quệ (Shumway, 2001; Chava & Jarrow, 2004; Donker & ctg,

Bảng 1: Giải thích và đo lường biến nghiên cứu

Biến	Đo lường	Ký hiệu
Biến phụ thuộc		
Rủi ro kiệt quệ	Chỉ số Z-Score (Altman, 1968) $= (0,012 * \frac{\text{Tài sản Ngắn hạn} - \text{Nợ Ngắn hạn}}{\text{Tổng Tài sản}} + 0,014 * \frac{\text{Lợi nhuận giữ lại}}{\text{Tổng Tài sản}} + 0,033 * \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế và lãi vay}}{\text{Tổng Tài sản}} + 0,006 * \frac{\text{Vốn hóa thị trường doanh nghiệp}}{\text{Nợ phải trả}} + 0,999 * \frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Tổng Tài sản}}$	FDR
Biến độc lập		
TNXH	Chỉ số CSR tổng, $= \frac{\sum_{i=1}^4 \text{tổng CSR thành phần}_{ij}}{4}$	CSR
Môi trường	Chỉ số CSR thành phần, $= \frac{\sum_{i=1}^k \text{csr}_{ij}}{n_{ij}}$	CSR_EN
Người lao động		CSR_LA
Cộng đồng		CSR_CM
Sản phẩm		CSR_PR
Biến kiểm soát		
Quy mô	Log tổng tài sản	SIZE
Đòn bẩy tài chính	Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản	LEV
Chỉ số tiền mặt	Tỷ lệ tiền và tương đương tiền trên tổng tài sản	CASH
Khả năng sinh lời	Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản	ROA
Khả năng thanh toán nhanh	Tỷ lệ tiền và các khoản phải thu trên nợ ngắn hạn	QUICK
Nghiên cứu và phát triển	Tỷ lệ quỹ đầu tư và phát triển trên tổng tài sản	R&D
Khả năng thua lỗ	Biến giả nhận giá trị 1 nếu lợi nhuận sau thuế âm và nhận giá trị 0 trường hợp ngược lại	LOSS
Ngành	Biến giả kiểm soát tác động ngành	IND
Năm	Biến giả kiểm soát tác động thời gian	YEAR

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

2009; Christidis & Gregory, 2010; Hernandez Tinoco & Wilson, 2013). Doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính càng cao thì càng có nguy cơ rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính. Nghiên cứu kỳ vọng biến đòn bẩy tài chính có tác động cùng chiều với rủi ro kiệt quệ.

Biến R&D xác định bằng tỷ lệ phần trăm quỹ nghiên cứu và phát triển trên tổng tài sản. (Zhang, 2015) chỉ ra rằng, đầu tư vào nghiên cứu phát triển làm gia tăng khả năng kiệt quệ tài chính. Nguyên nhân là chi phí đầu tư vào R&D không linh hoạt và chịu chi phí điều chỉnh cao hơn so với các chi phí đầu tư khác. Các doanh nghiệp có xu hướng chi đầu tư phát triển nhiều có xu hướng đối mặt với các hạn chế tài chính và nhiều khả năng buộc phải dừng các dự án đó. Do đó, rủi ro của doanh nghiệp sẽ tăng lên cùng với mức tăng chi phí nghiên cứu và phát triển của doanh nghiệp. Nghiên cứu sử dụng thêm biến CASH và biến QUICK để kiểm soát khả năng doanh nghiệp xử lý các khoản thanh toán có tính chu kỳ. Biến ROA và biến LOSS (biến giả nhận giá trị 1 nếu lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp âm và nhận giá trị 0 trong trường hợp ngược lại) được thêm vào để kiểm soát khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Cuối cùng, biến giả ngành – IND xác định theo Hệ thống Phân loại Công nghiệp Bắc Mỹ - North American Industry Classification System – NAICS, để kiểm soát sự biến động về rủi ro kiệt quệ tài chính giữa các ngành với nhau. Biến giả năm – YEAR dùng kiểm soát tác động cố định cho xu hướng thời gian.

3.5. Mô hình nghiên cứu

Phương pháp ước lượng OLS được sử dụng để đánh giá mối tương quan giữa TNXH và rủi ro kiệt quệ dựa theo nghiên cứu Al-Hadi & ctg (2019) như sau:

$$FDR_{it} = \alpha_{0it} + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 CASH_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 R\&D_{it} + \beta_7 QUICK_{it} + \beta_8 LOSS_{it} + \beta_{9-60} IND_{it} + \beta_{61-66} YEAR_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

Trong đó: FDR – rủi ro kiệt quệ; CSR-TNXH; SIZE – logarit tự nhiên tổng tài sản; LEV – tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản; CASH – tỷ lệ tiền và tương đương tiền trên tổng tài sản; ROA – lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản; R&D – tỷ lệ quỹ đầu tư phát triển trên tổng tài sản; QUICK – tỷ lệ tiền cộng khoản phải thu trên nợ ngắn hạn; LOSS – biến giả nhận giá trị 1 nếu lợi nhuận sau thuế âm và nhận giá trị 0 trường hợp ngược lại; IND – biến giả ngành; YEAR – biến giả năm; và ϵ – phần dư.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả dữ liệu

Bảng 2 trình bày kết quả thống kê mô tả các biến sử dụng, bao gồm: biến phụ thuộc – FDR, biến độc lập – CSR và các biến kiểm soát (SIZE, LEV, CASH, ROA, R&D, QUICK, LOSS). Biến đo lường rủi ro kiệt quệ có giá trị trung bình là 4,066 và trung vị là 2,391. Biến CSR có giá trị trung bình là 0,599 và trung vị là 0,620. Kết quả thống kê mô tả các biến dao động trong một ngưỡng chấp nhận được và xấp xỉ phân phối chuẩn.

4.2. Kiểm định đa cộng tuyến

Bảng 3 và Bảng 4 trình bày kết quả kiểm định đa cộng tuyến thông qua quan sát hệ số tương quan giữa các biến độc lập và hệ số phóng đại phương sai. Kết quả kiểm định cho thấy tất cả các biến sử dụng trong mô hình đều có hệ số VIF < 2 và TOL > 0,5; do đó đưa đến kết luận hiện tượng đa cộng tuyến là không đáng quan ngại (Greene, 2003; Hair & ctg, 2010).

4.3. Kết quả hồi quy

4.3.1. Tác động của trách nhiệm xã hội đến rủi ro kiệt quệ tài chính

Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy giữa rủi ro kiệt quệ và TNXH. Tác giả sử dụng biến Z-Score của (Altman, 1968) là biến phụ thuộc

đo lường rủi ro kiệt quệ, chỉ số Z-Score càng cao phản ánh rủi ro kiệt quệ càng thấp. Các sai số chuẩn trong mô hình hồi quy được điều chỉnh nhằm khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan bằng cách sử dụng phương pháp sai số chuẩn mạnh theo cụm doanh nghiệp (Petersen, 2009). Kết quả hồi quy cung cấp các bằng chứng ủng hộ cho giả thiết H1: Doanh nghiệp thực hiện TNXH

càng hiệu quả càng làm giảm rủi ro kiệt quệ và có ý nghĩa thống kê với p -value $< 0,05$. Kết quả nghiên cứu này cũng đồng nhất với kết quả của Attig & ctg (2013) cho rằng, doanh nghiệp có chỉ số TNXH cao thì mức độ tín nhiệm càng cao; kết quả của Cheng & ctg (2014) cho rằng, doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận các nguồn tài trợ hơn và ủng hộ với kết quả của Al-Hadi & ctg (2019) và Boubaker & ctg

Bảng 2: Thống kê mô tả

	N	Mean	SD	p25	Median	p75
FDR	1461	4,066	7,679	1,583	2,391	3,973
CSR	1461	0,599	0,229	0,452	0,620	0,771
SIZE	1461	28,257	1,339	27,303	28,109	29,063
LEV	1461	0,466	0,210	0,308	0,475	0,631
CASH	1461	0,039	0,046	0,011	0,025	0,051
ROA	1461	0,064	0,081	0,021	0,051	0,090
R&D	1461	0,060	0,087	0,005	0,023	0,076
QUICK	1461	1,189	2,783	0,457	0,745	1,217
LOSS	1461	0,052	0,222	0,000	0,000	0,000

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan biến CSR tổng và biến kiểm soát

	CSR	SIZE	LEV	CASH	ROA	R&D	QUICK	LOSS
CSR	1							
SIZE	0,278***	1						
LEV	0,016	0,350***	1					
CASH	-0,025	-0,160***	-0,074**	1				
ROA	0,137***	-0,087***	-0,395***	0,104***	1			
R&D	0,094***	-0,154***	-0,370***	0,157***	0,222***	1		
QUICK	-0,119***	-0,184***	-0,321***	0,041	0,039	0,003	1	
LOSS	-0,101***	-0,039	0,071**	-0,069**	-0,433***	-0,074**	-0,005	1
Kiểm định đa cộng tuyến								
VIF	1,14	1,28	1,65	1,06	1,52	1,22	1,16	1,6
TOL	0,8795	0,7815	0,6051	0,9473	0,6595	0,8179	0,8613	0,7964

* $p < 0,05$ ** $p < 0,01$ *** $p < 0,001$

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 4: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến CSR thành phần và biến kiểm soát

	CSR_EV	CSR_LA	CSR_CM	CSR_PR	SIZE	LEV	CASH	ROA	R&D	QUICK	LOSS
CSR_EV	1										
CSR_LA	0,376***	1									
CSR_CM	0,505***	0,332***	1								
CSR_PR	0,326***	0,363***	0,303***	1							
SIZE	0,184***	0,066*	0,284***	0,239***	1						
LEV	-0,000	-0,019	0,020	0,039	0,350***	1					
CASH	0,009	-0,060*	-0,049	0,018	-0,160***	-0,074**	1				
ROA	0,121***	0,088***	0,096***	0,089***	-0,087***	-0,395***	0,104***	1			
R&D	0,076**	0,057*	0,0692*	0,070**	-0,154***	-0,370***	0,157***	0,222***	1		
QUICK	-0,094***	-0,069**	-0,104***	-0,072**	-0,184***	-0,321***	0,041	0,039	0,003	1	
LOSS	-0,084**	-0,083**	-0,0548*	-0,074**	-0,039	0,071**	-0,069**	-0,433***	-0,074**	-0,005	1
<i>Kiểm định đa công tuyến</i>											
VIF	1,48	1,31	1,49	1,29	1,34	1,65	1,07	1,52	1,22	1,16	1,26
TOL	0,6741	0,7642	0,6721	0,7782	0,7488	0,6045	0,9371	0,6589	0,8169	0,8604	0,7945

* $p < 0,05$ ** $p < 0,01$ *** $p < 0,001$.
 Nguồn: Tính toán của tác giả.

(2020). Đối với các biến kiểm soát, biến Quy mô tài sản cho thấy mối tương quan ngược chiều với rủi ro kiệt quệ hàm ý rằng, doanh nghiệp có quy mô càng lớn càng có nguy cơ kiệt quệ cao. Kết quả này ngược với Al-Hadi & ctg (2019) nhưng đồng thuận với nghiên cứu của Boubaker & ctg (2020). Biến đòn bẩy tài chính, biến khả năng sinh lời và biến khả năng thanh toán tác động đến rủi ro kiệt quệ và có ý nghĩa thống kê đồng thuận với kết quả nghiên cứu của Al-Hadi & ctg (2019).

Ngoài ra, Phương trình 3 còn xem xét mở rộng đánh giá tác động của độ trễ chỉ số TNXH ở các thời điểm t-1 và t-2 đến rủi ro kiệt quệ. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, điểm số TNXH của doanh nghiệp trong quá khứ có tác động giảm thiểu rủi ro kiệt quệ của doanh nghiệp trong hiện tại; từ đó cho thấy có tiềm năng trong việc sử dụng yếu tố TNXH trong công tác dự báo kiệt quệ tài chính.

4.3.2. Tác động của các nội dung trách nhiệm xã hội đến rủi ro kiệt quệ tài chính

Bảng 6 trình bày kết quả hồi quy tác động

Bảng 5: TNXH và rủi ro kiệt quệ

Biến	Model t	Model t-1	Model t-2	Biến	Model t	Model t-1	Model t-2
CSR	2,03** (0,94)			R&D	0,27 (3,42)	1,99 (2,58)	2,72 (2,59)
CSR _{t-1}		1,80*** (0,61)		QUICK	1,47*** (0,19)	1,53*** (0,13)	1,57*** (0,12)
CSR _{t-2}			1,61*** (0,59)	LOSS	3,42*** (0,95)	2,96*** (0,71)	2,39*** (0,71)
SIZE	-0,27* (0,14)	-0,21 (0,14)	-0,20 (0,14)	YEAR FE	Yes	Yes	Yes
LEV	-2,96* (1,63)	-2,32* (1,24)	-1,53 (1,21)	IND FE	Yes	Yes	Yes
CASH	-0,49 (2,72)	-0,06 (2,34)	-0,92 (2,23)	Constant	8,32** (3,91)	6,96* (3,67)	6,12 (3,80)
ROA	38,08*** (6,87)	31,48*** (5,40)	28,89*** (4,80)	Observations	1.461	1.165	870
				R-squared	0,62	0,79	0,84

Robust standard errors in parentheses

*** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 6: Các nội dung TNXH và rủi ro kiệt quệ

Biến	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
CSR_EV	0,79 (0,69)				0,30 (0,75)
CSR_LA		0,75* (0,42)			-0,04 (0,43)
CSR_CM			0,48 (0,33)		-0,13 (0,55)
CSR_PR				2,27** (0,96)	2,23** (0,97)
SIZE	-0,21 (0,14)	-0,18 (0,14)	-0,21 (0,14)	-0,30** (0,14)	-0,30** (0,14)
LEV	-2,98* (1,64)	-2,94* (1,63)	-2,99* (1,64)	-3,07* (1,64)	-3,07* (1,64)
CASH	-0,62 (2,75)	-0,38 (2,72)	-0,55 (2,73)	-0,86 (2,74)	-0,89 (2,80)
ROA	38,45*** (6,92)	38,67*** (7,07)	38,62*** (7,09)	37,93*** (6,81)	37,87*** (6,79)
R&D	0,48 (3,39)	0,42 (3,40)	0,46 (3,38)	0,19 (3,38)	0,20 (3,35)
QUICK	1,47*** (0,19)	1,47*** (0,19)	1,47*** (0,19)	1,47*** (0,18)	1,47*** (0,18)

Bảng 6: Các nội dung TNXH và rủi ro kiệt quệ (tiếp theo)

Biến	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
LOSS	3,39*** (0,95)	3,41*** (0,95)	3,38*** (0,94)	3,39*** (0,93)	3,40*** (0,94)
Constant	7,51* (3,83)	6,46* (3,77)	7,63** (3,87)	9,16** (4,00)	9,16** (4,08)
YEAR FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
IND FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1.461	1.461	1.461	1.461	1.461
R-squared	0,62	0,62	0,62	0,63	0,63

Robust standard errors in parentheses

*** $p < 0,01$ ** $p < 0,05$ * $p < 0,1$.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

của các nội dung TNXH đến rủi ro kiệt quệ của doanh nghiệp. Các nội dung TNXH bao gồm: môi trường, người lao động, cộng đồng và sản phẩm. Nghiên cứu thực hiện hồi quy từng nội dung của TNXH đến rủi ro kiệt quệ thay vì điểm trung bình tổng của các nội dung TNXH thành phần. Kết quả hồi quy cho thấy, hệ số hồi quy của trách nhiệm với người lao động và trách nhiệm với sản phẩm có mối tương quan cùng chiều và có ý nghĩa thống kê hàm ý rằng, doanh nghiệp thực hiện hiệu quả hai nội dung giúp làm giảm rủi ro kiệt quệ của doanh nghiệp. Mô hình 5 của Bảng 7 trình bày kết quả hồi quy của toàn bộ bốn nội dung TNXH tác động lên rủi ro kiệt quệ. Kết quả hồi quy cho thấy chỉ còn nội dung trách nhiệm với sản phẩm là có ý nghĩa thống kê với mức p -value $< 0,05$. Như vậy, thực hiện tốt các nội dung TNXH có liên quan đến các bên liên quan trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp giúp giảm thiểu rủi ro kiệt quệ. Teoh & Thong (1984) cho rằng, doanh nghiệp ở các nước đang phát triển nhận thức được vai trò của TNXH trong hoạt động kinh doanh và họ có xu hướng tập trung thực hiện nhóm nội dung trách nhiệm với người lao động và trách nhiệm với sản phẩm hơn là các nội dung TNXH khác. Kết quả này cũng phản ánh bối cảnh của dữ liệu nghiên cứu tại Việt Nam.

4.3.3. Hiện tượng nội sinh và phân tích hồi quy biến công cụ (2SLS)

Nghiên cứu thực hiện kiểm định khả năng tồn tại vấn đề nội sinh gây ra các sai lệch trong ước lượng hệ số hồi quy trong mô hình nghiên cứu chính ở Bảng 5. Tác giả sử dụng mô hình hồi quy hai bước với biến công cụ để giải quyết vấn đề nội sinh. Theo Wooldridge (2010), ưu điểm của phương pháp này giúp xác định vấn đề ước lượng thiên chệch của mô hình hồi quy OLS do bỏ sót biến. Tác giả sử dụng mô hình hồi quy hai giai đoạn (2SLS) sử dụng biến công cụ xử lý vấn đề biến nội sinh – biến CSR. Theo Cai & ctg (2016), Al-Hadi & ctg (2019) và (Boubaker & ctg, 2020), dữ liệu chỉ số TNXH trung bình ngành - IND_CSR_MEAN được lựa chọn làm biến công cụ bởi vì TNXH của doanh nghiệp có sự khác nhau giữa các ngành và chịu ảnh hưởng bởi các đặc thù ngành về quy trình sản xuất sản phẩm, quy định về môi trường. Do đó, bài nghiên cứu kỳ vọng biến CSR có sự tương quan chặt chẽ với biến IND_CSR_MEAN và biến IND_CSR_MEAN không có tương quan với biến FDR.

Kết quả hồi quy mô hình 2SLS được trình bày trong Bảng 7. Biến IND_CSR_MEAN tương quan cùng chiều và có ý nghĩa thống kê với biến nghi ngờ nội sinh – CSR. Các kiểm định về sức mạnh cũng như giá trị của biến công cụ đều cho

Bảng 7: Kiểm định vấn đề nội sinh sử dụng hồi quy hai giai đoạn (2SLS)

	Mô hình t		Mô hình t – 1		Mô hình t – 2	
	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2
Hệ số chặn	-1,2200*** (-5,60)	9,0298* (2,04)	-1,252 (-5,33)	8,5743* (2,26)	-1,0954*** (-4,46)	7,2444 (1,80)
CSR		3,0334 (1,08)		3,9492** (2,35)		3,449 (1,45)
YEAR FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
IND FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Biến công cụ	Coff (t)		Coff (t)		Coff (t)	
IND_CSR_MEAN	0,9957*** (16,49)		0,9964*** (14,66)		0,9729*** (11,21)	
Các ước lượng biến công cụ						
Predictive power partial R ²						
Robust F-test		271,798		214,811		125,622
p-value		0,000		0,000		0,000
Underidentification test						
Kleibergen-Paap rk LM statistic		45,148		38,028		43,753
p-value		0,000		0,000		0,000
Endogeneity test						
Durbin-Wu-Hausman test		0,199		1,634		0,585
p-value		0,655		0,202		0,444

Robust standard errors in parentheses

*** $p < 0,01$ ** $p < 0,05$ * $p < 0,1$.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

thấy có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, kết quả kiểm định nội sinh cho thấy chấp nhận giả thiết H_0 rằng biến CSR không phải là biến nội sinh. Do đó, kết luận mô hình hồi quy OLS không bị vấn đề nội sinh và kết quả ước lượng các hệ số hồi quy ở Bảng 5 là phù hợp và hiệu quả.

5. Kết luận

Các nghiên cứu tiên phong đưa ra lập luận rằng, doanh nghiệp giảm thiểu rủi ro kinh doanh của mình thông qua quản trị tốt các vấn đề liên quan đến môi trường và xã hội (Jo & ctg, 2012). Các doanh nghiệp hoạt động TNXH hiệu quả thường có mức xếp hạng tín

nhiệm cao (Jiraporn & ctg, 2014) và có nhiều cơ hội tiếp cận các kênh cung cấp vốn hơn (Cheng & ctg, 2014). Nghiên cứu thực hiện kiểm định xem xét thực hiện TNXH có giúp giảm thiểu rủi ro kiệt quệ tài chính.

Nghiên cứu kiểm định tác động của TNXH đến rủi ro kiệt quệ dựa trên mẫu nghiên cứu là 294 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại HOSE trong giai đoạn 2016–2020. Chỉ số Z-Score được sử dụng đo lường rủi ro kiệt quệ, chỉ số Z-Score càng cao rủi ro kiệt quệ càng thấp. Kết quả nghiên cứu ủng hộ cho giả thiết đề ra rằng TNXH giúp giảm thiểu rủi ro kiệt quệ và cho thấy có tác động của TNXH

doanh nghiệp giúp giảm thiểu rủi ro kiệt quệ với các độ trễ lần lượt là t , $t - 1$ và $t - 2$. Ngoài ra, nghiên cứu còn thực hiện kiểm định mối tương quan giữa các nội dung TNXH thành phần trong Báo cáo phát triển bền vững được xây dựng theo chuẩn (Global Reporting Initiative, 2016). Kết quả hồi quy cho thấy hai nội dung TNXH: trách nhiệm với người lao động và trách nhiệm với sản phẩm là có tác động tích cực giúp giảm thiểu rủi ro kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp.

Nghiên cứu đưa ra một vài đề xuất sau: Đối với các nhà hoạch định chính sách, cần tiếp tục khuyến khích doanh nghiệp thực hiện tốt TNXH do các kết quả tích cực mang lại như: ổn định kinh tế, đảm bảo lợi ích các Bên liên quan. Đối với các nhà quản lý doanh nghiệp, thực hiện hiệu quả TNXH còn mang lại lợi thế cho doanh nghiệp như: giảm thiểu rủi ro kiệt quệ, giảm thiểu chi phí sử dụng vốn và cơ hội tiếp cận các gói tín dụng với lãi suất ưu đãi.

PHỤ LỤC

Phiếu chấm điểm TNXH

STT	Câu hỏi	Điểm
I	Tiêu chí trách nhiệm với môi trường (CSR_EN)	
1	Công ty có đề cập đến vấn đề sử dụng nguyên vật liệu trong quá trình sản xuất kinh doanh không?	
2	Công ty có đề cập đến vấn đề tiêu thụ năng lượng không?	
3	Công ty có đề cập đến vấn đề sử dụng và tiết kiệm nước trong quá trình sản xuất kinh doanh không?	
4	Công ty có đề cập đến vấn đề phát thải ra môi trường xung quanh nơi công ty đang hoạt động không?	
5	Công ty có đề cập đến vấn đề xử lý nước thải và chất thải của công ty ra môi trường không?	
6	Công ty có đề cập đến việc xây dựng các chính sách về bảo vệ môi trường không?	
7	Công ty có thể hiện mối quan tâm của công ty về vấn đề môi trường xung quanh không?	
8	Công ty có đề cập đến việc xây dựng các kế hoạch cho chính sách đầu tư cho môi trường của công ty không?	
II	Tiêu chí trách nhiệm với người lao động (CSR_LA)	
1	Công ty có đề cập đến vấn đề bảo đảm an toàn và sức khỏe nghề nghiệp cho người lao động không?	
2	Công ty có đề cập đến vấn đề giáo dục và đào tạo cho người lao động không?	
3	Công ty có đề cập đến việc phổ biến thông tin nội bộ, chính sách pháp luật liên quan đến quyền lợi và nghĩa vụ cho người lao động không?	
4	Công ty có đề cập đến chính sách tiền lương cho người lao động không?	

Phiếu chấm điểm TNXH (tiếp theo)

STT	Câu hỏi	Điểm
5	Công ty có đề cập đến vấn đề phúc lợi (bảo hiểm xã hội, bảo hiểm y tế, vui chơi, giải trí, thể dục thể thao, văn hóa văn nghệ, các phong trào thi đua khác, hỗ trợ ...) cho người lao động và các thành viên trong gia đình của họ không?	
6	Công ty có đề cập đến vấn đề khen thưởng, biểu dương cho nhân viên hoàn thành xuất sắc công việc không?	
III	Tiêu chí trách nhiệm với cộng đồng (CSR_CM)	
1	Công ty có báo cáo các hoạt động tham gia và tổ chức các hoạt động cộng đồng tại địa phương không?	
2	Công ty có đề cập đến việc tham gia các hoạt động hỗ trợ người tàn tật, người già, người neo đơn và người nghèo không?	
3	Công ty có đề cập đến việc tham gia các hoạt động đóng góp/tài trợ cho các chương trình từ thiện, nhân đạo và nghĩa tình không?	
4	Công ty có đề cập đến việc tài trợ và ủng hộ cho các hoạt động giáo dục, ươm mầm trí tuệ không?	
5	Công ty có đề cập đến việc tài trợ và ủng hộ các dịch vụ chăm sóc sức khỏe không?	
IV	Tiêu chí trách nhiệm với sản phẩm (CSR_PR)	
1	Công ty có đề cập đến vấn đề bảo đảm an toàn và sức khỏe cho khách hàng không?	
2	Công ty có đề cập đến việc cung cấp đầy đủ các thông tin và dán nhãn đầy đủ về sản phẩm – dịch vụ đến khách hàng không?	
3	Công ty có đề cập đến chất lượng sản phẩm không?	
4	Công ty có đề cập đến sự hài lòng của khách hàng sau khi sử dụng sản phẩm, dịch vụ của công ty không?	
V	TỔNG (CSR)	

Tài liệu tham khảo

Agarwal, V., & Taffler, R. (2008). Comparing the performance of market-based and accounting-based bankruptcy prediction models. *Journal of banking & finance*, 32(8), 1541-1551.

Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*, 65(10), 4451-4469.

Al-Hadi, A., Chatterjee, B., Yafit, A., Taylor, G., & Monzur, H. M. (2019). Corporate social responsibility performance, financial distress and firm life cycle: evidence from Australia. *Accounting & Finance*, 59(2), 961-989.

- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance*, 23(4), 589-609.
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozdowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2017). Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-Score model. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2), 131-171.
- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Suh J. (2013). Corporate social responsibility and credit ratings. *Journal of business ethics*, 117(4), 679-694.
- Bharath, S. T., & Shumway, T. (2008). Forecasting default with the Merton distance to default model. *The Review of Financial Studies*, 21(3), 1339-1369.
- Black, F., & Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of political economy*, 81(3), 637-654.
- Bộ Tài chính (2015). *Thông tư 155/2015/TT-BTC* hướng dẫn công bố thông tin trên Thị trường Chứng khoán, ngày 06/10/2015.
- Boubaker, S., Cellier, A., Manita, R., & Saeed, A. (2020). Does corporate social responsibility reduce financial distress risk? *Economic Modelling*. Retrieved from: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.05.012>.
- Cai, L., Cui, J., & Jo, H. (2016). Corporate environmental responsibility and firm risk. *Journal of business ethics*, 139(3), 563-594.
- Chava, S., & Jarrow, R. A. (2004). Bankruptcy prediction with industry effects. *Review of Finance*, 8(4), 537-569.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic management journal*, 35(1), 1-23.
- Christidis, A., & Gregory, A. (2010). Some new models for financial distress prediction in the UK. *Xfi-Centre for Finance and Investment Discussion Paper*(10). Retrieved from: <https://ssrn.com/abstract=1687166> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1687166>.
- Dagilienė, L., & Mykolaitienė, V. (2015). Disclosure of social responsibility in annual performance reports of universities. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 213, 586-592.
- Donker, H., Santen, B., & Zahir, S. (2009). Ownership structure and the likelihood of financial distress in the Netherlands. *Applied Financial Economics*, 19(21), 1687-1696.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of banking & finance*, 35(9), 2388-2406.
- Global Reporting Initiative. (2016). *Bộ Tiêu chuẩn báo cáo phát triển bền vững GRI hợp nhất*. Retrieved from: <https://www.globalreporting.org/standards/media/1566/vietnamese-consolidated-set-of-gri-sustainability-reporting-standards-2016.pdf>.
- Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of banking & finance*, 35(7), 1794-1810.
- Greene, W. H. (2003). *Econometric analysis*. Pearson Education India.
- Guthrie, J., & Abeysekera, I. (2006). Content analysis of social, environmental reporting: what is new? *Journal of Human Resource Costing & Accounting*. Retrieved from: <https://doi.org/10.1108/14013380610703120>

- Ha, C. N. (2020). Posterior Summary of Bayes Error Using Monte-Carlo Sampling and Its Application in Credit Scoring, *Asian Journal of Economics and Banking*, 4(2), 117-126.
- Hair, J., Anderson, R., Babin, B., & Black, W. (2010). *Multivariate data analysis: A global perspective* (Vol. 7): Pearson Upper Saddle River. In: NJ.
- Harjoto, M., & Laksmana, I. (2018). The impact of corporate social responsibility on risk taking and firm value. *Journal of business ethics*, 151(2), 353-373.
- Hồ Thị Vân Anh. (2017). *Trách nhiệm xã hội và hiệu quả tài chính: Bằng chứng từ các công ty niêm yết Việt Nam*. Luận án Tiến sĩ, Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.
- Jiraporn, P., Jiraporn, N., Boeprasert, A., & Chang, K. (2014). Does corporate social responsibility (CSR) improve credit ratings? Evidence from geographic identification. *Financial Management*, 43(3), 505-531.
- Jo, H., & Na, H. (2012). Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. *Journal of business ethics*, 110(4), 441-456.
- Kim Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of banking & finance*, 43(C), 1-13.
- Lee, D. D., & Faff, R. W. (2009). Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: A global perspective. *Financial Review*, 44(2), 213-237.
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The journal of finance*, 72(4), 1785-1824.
- Hernandez Tinoco, M., & Wilson, N. (2013). Financial distress and bankruptcy prediction among listed companies using accounting, market and macroeconomic variables. *International Review of Financial Analysis*, 30(C), 394-419.
- Merton, R. C. (1974). On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. *The journal of finance*, 29(2), 449-470.
- Mishra, S., & Modi, S. B. (2013). Positive and negative corporate social responsibility, financial leverage, and idiosyncratic risk. *Journal of business ethics*, 117(2), 431-448.
- Mselmi, N., Lahiani, A., & Hamza, T. (2017). Financial distress prediction: The case of French small and medium-sized firms. *International Review of Financial Analysis*, 50(C), 67-80.
- Ohlson, J. A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting research*, 109-131. Retrieved from: <https://www.jstor.org/stable/2490395>.
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 435-480.
- Polina Khrennikova (2019). Quantum Probability based Decision Making in Finance: from Individual Preferences to Market Outcomes. *Asian Journal of Economics and Banking*, 3(1), 88-109.
- Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic management journal*, 29(6), 569-592.
- Shen, C.-H., Wu, M.-W., Chen, T.-H., & Fang, H. (2016). To engage or not to engage in corporate social responsibility: Empirical evidence from global banking sector. *Economic Modelling*, 55(C), 207-225.

- Shumway, T. (2001). Forecasting bankruptcy more accurately: A simple hazard model. *The Journal of Business*, 74(1), 101-124.
- Sun, W., & Cui, K. (2014). Linking corporate social responsibility to firm default risk. *European Management Journal*, 32(2), 275-287.
- Teoh, H.-Y., & Thong, G. (1984). Another look at corporate social responsibility and reporting: an empirical study in a developing country. *Accounting, Organizations and Society*, 9(2), 189-206.
- Tykvová, T., & Borell, M. (2012). Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy? *Journal of Corporate Finance*, 18(1), 138-150.
- Usman, A. B., & Amran, N. A. B. (2015). Corporate social responsibility practice and corporate financial performance: evidence from Nigeria companies. *Social Responsibility Journal*. Retrieved from: <https://doi.org/10.1108/SRJ-04-2014-0050>
- Verwijmeren, P., & Derwall, J. (2010). Employee well-being, firm leverage, and bankruptcy risk. *Journal of banking & finance*, 34(5), 956-964.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press.
- Wu, M.-W., & Shen, C.-H. (2013). Corporate social responsibility in the banking industry: Motives and financial performance. *Journal of banking & finance*, 37(9), 3529-3547.
- Xu, L., & Lee, S.-H. (2019). Tariffs and privatization policy in a bilateral trade with corporate social responsibility. *Economic Modelling*, 80(C), 339-351.
- Yang, S.-L., Chang, A., Chen, Y.-H., & Shiu, Y.-M. (2019). Can country trade flows benefit from improved corporate social responsibility ratings? *Economic Modelling*, 80(C), 192-201.
- Zhang, W. (2015). R&D investment and distress risk. *Journal of Empirical Finance*, 32(C), 94-114.
- Zmijewski, M. E. (1984). Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. *Journal of Accounting research*, 59-82. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/2490859>.

Impact of Corporate Social Responsibility on Financial Distress Risk: Evidence from Vietnamese Listed Firms

Tran Trieu Anh Khoa^(*)

Received: 29 November 2021 | Revised: 02 March 2022 | Accepted: 10 March 2022

ABSTRACT: This study examines the impact of corporate social responsibility (CSR) on financial distress risk (FDR). We use OLS regression and a sample of 294 non-financial firms listed in Vietnam during 2016–2020. Our results provide strong evidence that CSR have a negative effect and statistically significant on FDR. In other words, firms pay more attention to CSR activity likely to manage their financial competence better than others which have to face financial distress risk. This finding is especially important because the sustainable development has been become a goal of a modern risk management approach for publicly listed firms in Vietnam.

KEYWORDS: Corporate social responsibility, financial distress risk, non-financial firms.

JEL classification: C51, G32, G33.



Tran Trieu Anh Khoa

Email: trantrieuanhkhoea@iuh.edu.vn.

^(*) Industrial University of Ho Chi Minh City;
12 Nguyen Van Bao, Ward 4, Go Vap District, Ho Chi Minh City.