

Tác động của công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp vật liệu xây dựng niêm yết ở Việt Nam

Lê Thị Nhung

Học viện Chính sách và Phát triển

Ngày nhận: 22/10/2021

Ngày nhận bản sửa: 25/11/2021

Ngày duyệt đăng: 18/01/2022

Tóm tắt: Bài viết đánh giá tác động của công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp vật liệu xây dựng niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội giai đoạn 2014- 2020. Nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng moment hệ thống với dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên và báo cáo phát triển bền vững của 26 doanh nghiệp tạo nên mẫu gồm 182 quan sát. Bộ chỉ số công bố thông tin trách nhiệm xã hội được xây dựng trên cơ sở các nghiên cứu tiền nhiệm và bộ tiêu chuẩn báo cáo phát triển bền vững GRI hợp nhất 2016. Bên cạnh đó, nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu phản ánh hiệu quả tài chính dựa trên cả dữ liệu kế toán và dữ liệu thị trường. Kết quả chỉ ra rằng, công bố thông tin trách

Impact of social responsibility disclosure on corporate financial performance of listed building materials enterprises in Vietnam

Abstract: The research evaluates the impact of social responsibility disclosure on corporate financial performance of building materials enterprises listed on the Ho Chi Minh city Stock exchange and the Hanoi Stock exchange in the period 2014- 2020. The study uses a systematic moment estimation method with data collected from financial statements, annual reports and sustainability reports of 26 enterprises making up a sample of 182 observations. Notably, the research builds a set of corporate social responsibility (CSR) disclosure indicators on the basis of previous studies and the GRI Standard 2016. Besides, the study uses corporate financial performance indicators based on both accounting data and market data. The results indicate that CSR disclosure has a positive effect on corporate financial performance on accounting data, however, no evidence has been found on market data. Based on research results, the study has proposed a number of recommendations to contribute to improving the effectiveness of CSR information disclosure in order to increase corporate financial performance.

Keywords: Building materials enterprise, Corporate financial performance, CSR information disclosure, system GMM.

Le, Thi Nhung

Email: lethinhung.litf@gmail.com

Academy of Policy and Development

nhiệm xã hội có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính trên dữ liệu kế toán, tuy nhiên, chưa tìm thấy bằng chứng cho thấy tác động trên dữ liệu thị trường. Dựa trên kết quả nghiên cứu, bài viết đã đề xuất một số khuyến nghị góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động công bố thông tin trách nhiệm xã hội nhằm làm tăng hiệu quả tài chính doanh nghiệp.

Từ khóa: Công bố thông tin trách nhiệm xã hội, doanh nghiệp vật liệu xây dựng, GMM hệ thống, hiệu quả tài chính doanh nghiệp

1. Đặt vấn đề

Phát triển bền vững là xu thế của thời đại và các doanh nghiệp không thể đứng ngoài xu hướng này. Việc thực hành và công bố thông tin (CBTT) trách nhiệm xã hội (TNXH) doanh nghiệp được coi là công cụ để doanh nghiệp truyền thông các hoạt động phát triển bền vững ra xã hội. Nhiều nghiên cứu trên thế giới đã được tiến hành để xác minh tác động của việc CBTT TNXH đối với hiệu quả tài chính doanh nghiệp như nghiên cứu của Saleh và cộng sự (2011), Lu và cộng sự (2015), Jitreee (2015)... Hiệu quả tài chính doanh nghiệp được thể hiện bằng nhiều chỉ tiêu như tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA), tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), doanh thu của doanh nghiệp, Tobin's Q,... Mặc dù có những kết quả khác nhau, tuy nhiên hầu hết các nghiên cứu đều tìm thấy bằng chứng về tác động thuận chiều của CBTT TNXH đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Một số nghiên cứu tiêu biểu về chủ đề này như nghiên cứu của Bích và cộng sự (2015), Hằng và cộng sự (2018), Tiến và Anh (2017) đều cho rằng CBTT TNXH làm tăng hiệu quả tài chính. Các doanh nghiệp vật liệu xây dựng (VLXD) niêm yết tại Việt Nam với đặc thù là nhóm doanh nghiệp có hoạt động sản xuất kinh doanh gây ra nhiều tác động đến môi trường và xã hội. Do đó nghiên cứu đi tìm bằng chứng thực nghiệm về sự

tác động của CBTT TNXH tới hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp kinh doanh trong lĩnh vực này. Nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng moment tổng quát hệ thống hai bước trên dữ liệu của 26 doanh nghiệp VLXD niêm yết trong giai đoạn 2014- 2020. Nội dung tiếp theo của nghiên cứu này gồm: Phần 2 là cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu; phần 3 là phương pháp nghiên cứu; phần 4 là kết quả nghiên cứu và thảo luận; và phần 5 là kết luận và một số khuyến nghị từ kết quả nghiên cứu.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Công bố thông tin trách nhiệm xã hội doanh nghiệp

Thuật ngữ TNXH lần đầu tiên chính thức được đề cập trong nghiên cứu của Bowen (1953). Tháp Carroll được coi là nền tảng của lý thuyết TNXH, theo đó Carroll (1991) cho rằng, một doanh nghiệp trường tồn và trở thành vĩ đại dựa trên tháp TNXH, bao gồm: Trách nhiệm về hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, trách nhiệm về tuân thủ luật pháp, trách nhiệm về đạo đức và các công việc thiện nguyện.

Theo Gray và cộng sự (1995), CBTT TNXH là quá trình truyền đạt những hoạt động kinh doanh của tổ chức có ảnh hưởng đến môi trường và xã hội tới các cá thể trong xã hội nói riêng và tổng thể xã hội nói chung.

thị trường chứng khoán của Bộ Tài chính; năm 2020 là năm mà thông tin mới nhất của doanh nghiệp được công bố. Các doanh nghiệp VLXD niêm yết được lựa chọn bởi đây là nhóm ngành có hoạt động sản xuất kinh doanh gây ra nhiều tác động đến môi trường, xã hội.

3.2. Xác định và đo lường các biến trong mô hình

3.2.1. Biến độc lập: Mức độ công bố thông tin trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (CSRĐ)

Nghiên cứu sử dụng phương pháp xây dựng chỉ số CBTT TNXH thông qua phân tích nội dung được thực hiện theo trình tự sau:

Bước 1: Lựa chọn các mục thông tin cấu thành nên chỉ số: Nghiên cứu lựa chọn các mục thông tin cấu thành nên chỉ số dựa trên 3 chỉ số CBTT: (i) Chỉ số CBTT về môi trường đưa ra bởi Clarkson và cộng sự (2008); (ii) Chỉ số CBTT về phát triển bền vững đưa ra bởi Ong và cộng sự (2016); (iii) Chỉ số CBTT được xây dựng bởi Tổ chức sáng kiến báo cáo toàn cầu (GRI) ban

hành năm 2016.

Bước 2: Xây dựng thang đo: Các mục thông tin, cách chấm điểm đối với các nội dung chỉ mục CBTT TNXH sử dụng trong nghiên cứu này thể hiện tại Bảng 1.

Trong đó, các tiêu chí A1, A2, A3, mỗi tiêu chí có 6 chỉ mục, các chỉ mục được gán giá trị 1 nếu công bố và 0 nếu không công bố, do đó điểm tối đa của các tiêu chí A1, A2, A3 là 6 điểm. Các tiêu chí A4 mỗi chỉ mục được đánh dấu từ 0 đến 4, với 0 là không công bố, 1 là thông tin được đề cập, 2 là thông tin chi tiết, 3 là thông tin được so sánh và đánh giá, 4 là có cung cấp thông tin liên quan đến mục tiêu cho tương lai. Trong đó, tiêu chí A4.ECP có 3 chỉ mục, điểm tối đa là 12; tiêu chí A4.ENP có 8 chỉ mục, điểm tối đa là 32; tiêu chí A4.LAP và A4.HRP đều có 5 chỉ mục, điểm tối đa là 20; tiêu chí A4.SOP có 6 chỉ mục, điểm tối đa là 24; tiêu chí A4.PRP có 4 chỉ mục, điểm tối đa là 16.

Bước 3: Kiểm tra độ tin cậy và chính xác của phương pháp đo lường: Nghiên cứu sử dụng phương pháp test-retest đề xuất bởi Hassan và Marston (2019) để kiểm tra tính

Bảng 1. Nội dung chỉ số công bố thông tin trách nhiệm xã hội

| Mã | Nội dung | Điểm tối đa |
|--------|--|-------------|
| A1 | Thông tin về cấu trúc quản trị | 6 |
| A2 | Tầm nhìn, cam kết chiến lược của nhà quản lý, và các cơ chế quản lý trong doanh nghiệp | 6 |
| A3 | Tính tin cậy của thông tin | 6 |
| A4.ECP | Thông tin về kết quả kinh tế | 12 |
| A4.ENP | Thông tin về kết quả môi trường | 32 |
| A4.LAP | Thông tin về kết quả xã hội- môi trường làm việc và thực hành nghề nghiệp | 20 |
| A4.HRP | Thông tin về kết quả xã hội- quyền con người | 20 |
| A4.SOP | Thông tin về kết quả xã hội- trách nhiệm cộng đồng | 24 |
| A4.PRP | Thông tin về kết quả xã hội- sản phẩm | 16 |
| | Tổng điểm | 142 |

Nguồn: Nghiên cứu xây dựng dựa trên Clarkson và cộng sự (2008), Ong và cộng sự (2016), bộ tiêu chuẩn GRI 2016

tin cậy của thang đo, sử dụng một người thu thập thông tin, kết quả thu thập được kiểm tra lần 2 để đảm bảo thông tin thu thập giữa hai lần là chính xác.

Bước 4: Kiểm định tính xác thực của thang đo: Nghiên cứu sử dụng phương pháp của Patelli và Prencipe (2007), thực hiện kiểm định tính xác thực của thang đo bằng cách tham khảo ý kiến và đánh giá của các kiểm toán viên và các nhà phân tích tài chính để kiểm tra về mức độ phù hợp đối với bối cảnh Việt Nam.

Bước 5: Tính mức độ CBTT TNXH: Chỉ số CBTT TNXH được đo lường dựa trên công thức của Webb và cộng sự (2009) như sau: Điểm số mức độ CBTT TNXH (CSRĐ) trong mỗi quan sát được tính toán trên cơ sở tổng điểm mà doanh nghiệp *i* trong năm thứ *t* đạt được ở các tiêu chí từ A1 đến A4 chia cho tổng số điểm tối đa (142 điểm), tính theo tỷ lệ phần trăm. Theo đó, công

3.2.2. Biến phụ thuộc: Hiệu quả tài chính doanh nghiệp (CFP)

Nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu ROA đo lường hiệu quả tài chính trên dữ liệu kế toán:

$ROA = \text{Lợi nhuận sau thuế} / \text{Tổng tài sản bình quân}$ (Korathotage, 2012; Wu và Shen, 2013).

Đồng thời, nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu Tobin's Q (TOQ) đo lường hiệu quả tài chính trên dữ liệu thị trường (Saleh và cộng sự, 2011; Ghelli, 2013):

$TOQ = (\text{Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu} + \text{Giá trị sổ sách nợ}) / \text{Giá trị sổ sách tổng tài sản}$

Việc sử dụng cả hai chỉ tiêu ROA và TOQ để phản ánh hiệu quả tài chính tương tự nghiên cứu của McWilliams và Siegel (2000), Saleh và cộng sự (2008), Sun (2012), Usman và Amran (2015).

3.2.3. Các biến kiểm soát của mô hình

Bảng 2. Các biến kiểm soát của mô hình

| Tên biến | Ký hiệu | Đo lường | Nguồn tham khảo | Kỳ vọng dấu |
|-------------------------------------|---------|---|----------------------------|-------------|
| Đòn bẩy tài chính | LEV | Nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn | Aras và cộng sự (2010) | + |
| Quy mô doanh nghiệp | SIZE | Logarit của Tổng tài sản | Bayoud và cộng sự (2012) | + |
| Số năm thành lập | AGE | Logarit của (Năm nghiên cứu- Năm thành lập doanh nghiệp) | McWilliam và Siegel (2000) | + |
| Quy mô HĐQT | BSIZE | Tổng số thành viên HĐQT | Nicholson và Kiel (2007) | - |
| Tỷ lệ thành viên độc lập trong HĐQT | IND | Số lượng thành viên HĐQT độc lập/ Tổng số thành viên HĐQT | Cho và Kim (2007) | + |
| Tỷ lệ sở hữu Nhà nước | SO | Số lượng cổ phiếu do Nhà nước sở hữu/ Tổng số cổ phiếu lưu hành của công ty | McWilliam và Siegel (2000) | + |
| Tỷ lệ sở hữu nước ngoài | FO | Số lượng cổ phiếu do cổ đông nước ngoài sở hữu/ Tổng số cổ phiếu lưu hành của công ty | Zeitun (2014) | + |

Nguồn: Tác giả tổng hợp

thức xác định CSRĐ như sau:

$CSRĐ = (\text{Điểm công bố thông tin trách nhiệm xã hội} / \text{Tổng điểm}) * 100\%$.

3.3. Mô hình định lượng

Từ tổng quan và xác định biến, Mô hình

tác động của CBTT TNXH đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp được xây dựng như sau:

$$CFP_{it} = \beta_1 + \beta_2 CSR_{it} + \beta_j X_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (*) \text{ với } j > 3$$

Trong đó:

CFP: Hiệu quả tài chính doanh nghiệp, được đo lường bởi ROA và TOQ.

CSR: Mức độ CBTT TNXH.

X: Các biến kiểm soát của mô hình gồm: LEV, SIZE, AGE, BSIZE, IND, SO, FO.

μ : Hiệu ứng cố định.

ε : Thành phần ngẫu nhiên.

Chỉ số dưới (i, t) biểu thị quan sát thứ i ở thời điểm t.

3.4. Phương pháp phân tích dữ liệu

Mô hình theo phương trình (*) có thể tồn tại hiện tượng nội sinh bởi một số nguyên nhân sau:

(1) *Mô hình bỏ sót biến*: Đó có thể là một biến số quan trọng tác động đến CFP mà chưa được đưa vào mô hình. Hoặc thành phần không đổi theo thời gian μ_i có thể tương quan với các biến giải thích khác trong mô hình.

(2) *Có thể xuất hiện mối quan hệ nhân quả*

giữa CBTT TNXH và hiệu quả tài chính.

(3) *Sai sót do đo lường biến CBTT TNXH*: Xảy ra khi phương pháp đo lường mức độ CBTT TNXH không xem xét đầy đủ các khía cạnh của CBTT TNXH.

Để xử lý các vấn đề nội sinh trong mô hình (*), nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng moment tổng quát (GMM). Ngoài ra, phương pháp GMM có thể giải quyết các khuyết tật phương sai sai số thay đổi và tự tương quan của mô hình. Phương pháp GMM có hai dạng ước lượng là ước lượng GMM sai phân (D-GMM) và ước lượng GMM hệ thống (S-GMM). Theo Blundell và Bond (1998), ước lượng S-GMM cho kết quả tốt hơn ước lượng D-GMM.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Kết quả nghiên cứu

4.1.1. Phân tích ban đầu với dữ liệu

Nghiên cứu thực hiện thống kê mô tả các biến trong mô hình tại Bảng 3.

Dữ liệu tại Bảng 3 cho thấy, TOQ của các doanh nghiệp trung bình đạt mức 0,98, trong đó mức thấp nhất là 0,33 và cao nhất là 4,40. ROA trung bình trong mẫu là

Bảng 3. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

| Biến | Số quan sát | Giá trị trung bình | Độ lệch chuẩn | Giá trị nhỏ nhất | Giá trị lớn nhất |
|-------|-------------|--------------------|---------------|------------------|------------------|
| TOQ | 182 | 0,9802 | 0,4593 | 0,3332 | 4,3966 |
| ROA | 182 | 7,8274 | 8,9139 | -11,9060 | 41,3442 |
| CSR | 182 | 19,5326 | 13,9749 | 3,5211 | 84,5070 |
| LEV | 182 | 46,3889 | 19,1528 | 5,8927 | 81,5172 |
| SIZE | 182 | 13,1970 | 1,6447 | 10,2139 | 16,8753 |
| AGE | 182 | 3,3637 | 0,9309 | 1,9459 | 7,6104 |
| BSIZE | 182 | 5,1868 | 0,8062 | 3 | 7 |
| IND | 182 | 0,6974 | 0,1919 | 0,4 | 1 |
| SO | 182 | 24,2262 | 30,5595 | 0 | 79,51 |
| FO | 182 | 5,3519 | 7,7021 | 0 | 28,7 |

Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm Stata 14

Bảng 4. Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình

| | TOQ | ROA | CSRD | LEV | SIZE | AGE | BSIZE | IND | SO | FO |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----|
| TOQ | 1 | | | | | | | | | |
| ROA | 0,0602 | 1 | | | | | | | | |
| CSRD | 0,0588 | 0,0310 | 1 | | | | | | | |
| LEV | -0,064 | -0,045 | 0,023 | 1 | | | | | | |
| SIZE | 0,1469 | -0,142 | 0,0391 | 0,0463 | 1 | | | | | |
| AGE | -0,116 | -0,093 | -0,170 | 0,0766 | 0,1202 | 1 | | | | |
| BSIZE | 0,0122 | -0,224 | 0,0549 | 0,0316 | 0,0324 | 0,0681 | 1 | | | |
| IND | -0,003 | 0,0996 | -0,150 | -0,235 | -0,456 | 0,1708 | -0,190 | 1 | | |
| SO | -0,286 | -0,045 | 0,0815 | 0,1704 | 0,3420 | -0,062 | 0,2826 | -0,051 | 1 | |
| FO | -0,017 | 0,099 | -0,113 | -0,040 | -0,062 | -0,042 | 0,0485 | 0,0208 | -0,187 | 1 |

Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm Stata 14

Bảng 5. Kết quả nhân tử phóng đại phương sai

| Biến | VIF (TOQ) | VIF (ROA) |
|----------------|-----------|-----------|
| CSRD | 1,27 | 1,34 |
| LEV | 1,45 | 1,39 |
| SIZE | 1,66 | 1,47 |
| AGE | 1,13 | 1,15 |
| BSIZE | 1,22 | 1,17 |
| IND | 1,31 | 1,28 |
| SO | 1,29 | 1,29 |
| FO | 1,12 | 1,30 |
| Trung bình VIF | 1,31 | 1,30 |

Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm Stata 14

7,83%, mức thấp nhất là -11,91% và cao nhất là 41,34%. Về mức độ CBTT TNXH trung bình đạt 19,53%, trong đó mức thấp nhất là 3,52% và cao nhất đạt 84,51%. Trong số các biến kiểm soát, biến SO và LEV có mức độ dao động lớn nhất. Số liệu Bảng 4 cho thấy CSRD, SIZE, BSIZE có quan hệ cùng chiều với TOQ, trong khi đó CSRD, IND, FO có tương quan cùng chiều với ROA. Các biến độc lập trong mô hình có hệ số tương quan đều nhỏ hơn 0,5. Tuy nhiên, đây chỉ là tương

quan cặp giữa các biến, để kiểm định về hiện tượng đa cộng tuyến của mô hình, nghiên cứu kiểm tra hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF) với số liệu thu được tại Bảng 5.

Bảng 5 cho thấy, cả hai trường hợp với biến phụ thuộc là TOQ và ROA đều có trung bình hệ số VIF lần lượt là 1,31 và 1,30. Do đó, theo Menard (1995) mô hình (*) với biến phụ thuộc là TOQ và ROA đều không có đa cộng tuyến.

Bảng 6. Kiểm định tính dừng của các biến trong mô hình

| Biến | Giá trị quan sát (Z) | Xác suất P |
|-------|----------------------|------------|
| TOQ | -3,9812 | 0,0000 |
| ROA | -6,2293 | 0,0002 |
| CSRD | -3,3511 | 0,0001 |
| LEV | -7,1467 | 0,0000 |
| BSIZE | -11,2528 | 0,0001 |
| IND | -3,7839 | 0,0001 |
| SO | -6,3705 | 0,0000 |
| FO | -7,9920 | 0,0000 |
| SIZE | -11,1275 | 0,0001 |
| AGE | -6,1155 | 0,0000 |

Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm Stata 14

Tài liệu tham khảo

- Aras, G., Aybars, A. và Kutlu, O. (2010), "Managing corporate performance investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging market", *International Journal of Productivity and Performance management*, 59(3), 229- 254.
- Arellano, M. và Bond, S. (1991), "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations", *The Review of Economic Studies*, 58, 277- 297.
- Bayoud, N. S., Kavanagh, M. và Slaughter, G. (2012), "An empirical study of the relationship between corporate responsibility disclosure and organizational performance: Evidence from Libya", *International Journal of Management and Marketing Research*, 5(3), 69- 82.
- Bích, N. T. N., Hải, T. T. T., Oanh, L. H. và Phước, N. T., Thiên, T. H. và Việt, L. (2015), "Association between corporate social responsibility disclosures and firm value- Empirical evidence from Vietnam", *International Journal of Accounting and Financial reporting*, 5(1), 212- 228.
- Blundell, R. và Bond, S. (1998), "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models", *Journal of Econometrics*, 87, 115- 143.
- Bộ Tài chính (2015), *Thông tư 155/2015/TT-BTC, Hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán*.
- Bowen, H. R. (1953), *Social responsibilities of the Businessman*, New York: Harper & Row.
- Carroll, A. B. (1991), "The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders", *Business Horizons*, 34(4), 39-48.
- Cho, D. S. và Kim, J. (2007), "Outside directors, Ownership structure and Firm profitability in Korea", *Corporate Governance An International Review*, 15(2), 239- 250.
- Clarkson, P. M., Yue, L., Richardson, G. D., và Vasvari, F. P. (2008), "Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis", *Accounting, Organizations and Society*, 33 (4-5), 303- 327.
- Dewi, K. và Monalisa, M. (2016), "Effect of corporate social responsibility disclosure on financial performance with audit as a moderatin variable", *The summary record of scientific conference Accounting- Auditing, Quy Nhon University*, 384.
- Freeman, R. E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. 1 ed., Boston: Pitman: Boston.
- Friedman, M. (1970), "The social responsibility of business is to increase its profits", *The New York Times Magazine*, 13(9).
- Ghelli, C. (2013), "Corporate social responsibility and financial performance: An empirical evidence", MSc in Economics & Business Administration, Copenhagen Business School, CBS.
- Gordon, L., Loeb, M. và Sohail, T. (2010), "Market value of voluntary disclosures concerning information security", *MIS Quarterly*, 34(3), 567- 594.
- Gray, R., Kouhy, R. và Lavers, S. (1995), "Corporate social and environmental reporting: A review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure", *Auditing and Accountability Journal*, 8(2), 47- 77.
- GRI STANDARDS (2016), *Bộ tiêu chuẩn báo cáo phát triển bền vững GRI hợp nhất 2016*.
- Han, K. C. và Suk, D. Y. (1998), "The effect of Ownership structure on Firm performance: Additional evidence", *Review of Financial Economics*, 7, 143- 155.
- Harris, R. và Tzavalis, E. (1999), "Inference for unit roots in dynamic panels where the time dimension is fixed", *Journal of Econometrics*, 91(2), 201- 226.
- Hassan, Z., Nareeman, A. và Pauline, N. (2013), "Impact of CSR practices on customer satisfaction and retention: An empirical study on foreign MNCs in Malaysia", *International Journal of Accounting and Bussiness Management*, 1(1), 63-81.
- Hassan, O. A. G. và Marston, C. (2019), "Corporate financial disclosure measurement in the empirical accounting literature: A review article", *International Journal of Accounting*, 54(2).
- Hằng, T. T. T., Ngọc, B. T. và Oanh, L. T. T. (2018), "The relationship between corporate social responsibility disclosures and corporate value: Evidence from listed companies on Vietnam's stock market", *International Finance and Banking*, 5(2), 22-46.
- Jensen, M. C. và Meckling, W. H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305- 360.
- Jensen, M. C. (2002), "Value Maximization, Stakeholder theory and the corporate objective function", *Business Ethics Quarterly*, 12, 235- 256.
- Jitaree, W. (2015), "Corporate social responsibility disclosure and financial performance: Evidence from Thailand", Doctor of Dowling, University of Wollongong Thesis Collections.
- Khemir, S. và Baccouche, C. (2010), "Analysis of the determinants of corporate social responsibility disclosure in the annual reports of Tunisian listed firm", *Research in Accounting in Emerging Economies*, 10, 119- 144.
- Khelif, H., Guidara, A. và Souissi, M. (2015), "Corporate social and environmental disclosure and corporate performance:

- Evidence from South Africa and Morocco". *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 5(1), 51-69.
- Korathotage, K. T. (2012), "Corporate social responsibility and company performance: Evidence from Sri Lanka", *Doctoral dissertation, Victoria University*.
- Luethge, D. và Helen, H. G. (2012), "Assessing corporate social and financial performance in China", *Scholarly Journal*, 8(3), 389-403.
- Lu, Y., Abeysekera, I. và Cortese, C. (2015), "Corporate social responsibility reporting quality, board characteristics and corporate social reputation evidence from China". *Pacific Accounting Review*, 27(1), 95- 118.
- Lyon, D. (2007), *Financial performance: The motivation behind corporate social responsibility reporting*, *Accountancy and Business Law*.
- McGuire, J. B., Sundgren, A. và Schneeweis, T. (1988), "Corporate social responsibility and firm financial performance", *Academy of Management Journal*, 31(4), 854- 872.
- McWilliams, A. và Siegel, D. (2000), "Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?", *Strategic Management Journal*, 21, 603- 619.
- Menard, S. (1995), "Applied logistic regression analysis", *Sage University series on Quantitative applications in the Social Sciences*, 106(2), 66.
- Mohammed, N. A., Zakaree, S. và Oladele, O. K. (2016), "Corporate social responsibility disclosure and financial performance of listed manufacturing firms in Nigeria", *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(4), 47-58.
- Nicholson, G. và Kiel, G. C. (2007), "Can Directors impact Performance? A case-based test of three theories of corporate governance", *Corporate Governance An International Review*, 15(4), 585- 608.
- Ong, T., Trireksani, T. và Djajadikerta, H. G. (2016), "Hard and soft sustainability disclosures: Australia's resources industry", *Accounting Research Journal*, 29(2), 198- 217.
- Pateli, L. và Prencipe, A. (2007), "The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder", *European Accounting Review*, 16, 5-33.
- Platonova, E., Asutay, M., Dixon, R. và Mohammad, S. (2016), "The impact of corporate social responsibility disclosure on financial performance: Evidence from the GCC Islamic Banking sector", *Journal of business ethics*, 1-21.
- Reverte, C. (2012), "The impact of better corporate social responsibility disclosure on the cost of equity capital", *Corporate social responsibility and Environmental management*, 19(5), 230- 241.
- Roberts, R. W. (1992), "Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory", *Accounting, Organizations and Society*, 17(6), 595- 612.
- Saleh, M., Zulkifli, N. và Muhamad, R. (2008), "An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility disclosure and financial performance in an Emerging market", *International Journal of Productivity and Performance Management*, 59(3), 229- 254.
- Saleh, M., Zulkifli, N. và Muhamad, R. (2011), "An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility disclosure and financial performance in an Emerging market", *Asia- Pacific Journal of Business Administration*, 3(2), 165- 190.
- Shreck, P. (2011), "Reviewing the business case for corporate social responsibility: New evidence and analysis", *Journal of Business Ethics*, 103(2), 167-188.
- Sun, L. (2012), "Further evidence on the association between corporate social responsibility and financial performance", *International Journal of Law and Management*, 54(6), 108- 120.
- Tiến, H. V. và Anh, H. T. V. (2017), "Trách nhiệm xã hội doanh nghiệp và hiệu quả tài chính: Bằng chứng các công ty niêm yết Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế Phát triển*, 242, 36- 46.
- Trang, H. N. T. và Yekini, L. S. (2014), "Investigating the link between CSR and Financial performance- Evidence from Vietnamese listed companies", *British Journal of Arts and Social Science*, 17(1), 85- 101.
- Usman, A. B. và Amran, N. A. B. (2015), "Corporate social responsibility practice and corporate financial performance: Evidence from Nigerian companies", *Social responsibility Journal*, 11, 749- 763.
- Webb, L. H., Cohen, J. R., Nath, L., và Wood, D. (2009), "The supply of corporate social responsibility disclosures among U.S firms", *Journal of Business Ethics*, 84, 497- 527.
- Wu, M. W và Shen, C. H. (2013), "Corporate social responsibility in the banking industry: Motives and financial performance", *Journal of Banking and Finance*, 37(9), 3529- 3547.
- Zeitun, R. (2014), "Corporate Governance, capital structure and corporate performance: Evidence from GCC countries", *Review of Middle East Economics and Finance*, 75- 96.

Đòn bẩy tài chính, dòng tiền hoạt động kinh doanh và kiệt quệ tài chính của các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam

Lê Hoàng Vinh - Nguyễn Hải Bình

Trường Đại học Kinh tế- Luật, Đại học Quốc gia TP. HCM

Ngày nhận: 25/11/2021

Ngày nhận bản sửa: 09/12/2021

Ngày duyệt đăng: 18/01/2022

***Tóm tắt:** Mục tiêu nghiên cứu của bài viết là đánh giá vai trò điều tiết của dòng tiền hoạt động kinh doanh đối với tác động của đòn bẩy tài chính đến kiệt quệ tài chính cho trường hợp các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. Nhóm tác giả sử dụng phương pháp chọn mẫu có mục đích và xác định được mẫu nghiên cứu gồm 505 công ty trong giai đoạn 2015- 2020. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của các công ty và tồn tại dưới dạng bảng cân bằng với 3.030 quan sát. Theo đó, kết quả ước lượng đã đúc kết rằng đòn bẩy tài chính tác động cùng chiều đến kiệt quệ tài chính, dòng tiền hoạt động kinh doanh tác động ngược chiều đến kiệt quệ tài chính, và dòng tiền này đóng vai trò điều tiết giảm tác*

Financial leverage, operating cash flows and financial distress of listed non-financial companies in Vietnam

Abstract: The purpose of this paper is to evaluate the moderation of operating cash flows on the impact of financial leverage on financial distress of listed non-financial companies in Vietnam. The authors used purposive sampling method and identified a sample of 505 companies in the period 2015- 2020. Research data is collected from audited financial statements of companies, and it is organized as a balanced panel data with 3,030 observations. Accordingly, the estimated results concluded that the financial leverage has a positive impact on financial distress, the operating cash flows has a negative impact on financial distress, and this cash flow acts as a moderator to decrease the impact of financial leverage on financial distress. Based on the research results, the authors recommend that financial managers need to combine a close analysis of the decision to use financial leverage with the ability to generate money from operating activities; this is expected to ensure the financial health of companies. In addition, the article also implies that the financial distress does not become a serious problem for leveraged companies if financial managers maintain an appropriate balance among inflows and outflows from the operating activities.

Keywords: Operating cash flows; Financial leverage; Financial distress

Le, Hoang Vinh

Email: vinhlh@uel.edu.vn

Nguyen, Hai Binh

Email: binhnh19604@sdh.edu.vn

Organization of all: University of Economics and Law, Viet Nam National University- Ho Chi Minh City

động của đòn bẩy tài chính đến kiệt quệ tài chính. Căn cứ kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả khuyến nghị các nhà quản trị tài chính cần kết hợp phân tích chặt chẽ giữa quyết định sử dụng đòn bẩy tài chính với khả năng tạo tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh để đảm bảo sự lành mạnh tài chính cho các công ty. Ngoài ra, bài viết còn hàm ý rằng kiệt quệ tài chính không trở thành vấn đề nghiêm trọng đối với các công ty sử dụng nợ nếu duy trì được sự cân đối phù hợp giữa các khoản thu và chi từ hoạt động kinh doanh.

Từ khóa: Dòng tiền hoạt động kinh doanh, Đòn bẩy tài chính, Kiệt quệ tài chính

1. Giới thiệu

Dưới góc độ quản trị tài chính, nợ là nguồn tài trợ với chi phí cố định, tạo nên đòn bẩy tài chính cho công ty (Ngô Kim Phụng & cộng sự, 2021; Horne & Wachowicz, 2008; Arnold, 2013). Lý thuyết đánh đổi trong cơ cấu vốn cho rằng các công ty sẽ phải đối mặt với kiệt quệ tài chính cùng với quyết định tài trợ bằng nợ và gia tăng nguồn tài trợ này; và mâu thuẫn cơ bản của tình trạng kiệt quệ tài chính xuất phát từ những cam kết thanh toán nợ gốc và lãi vay cho các chủ nợ (Brealey & cộng sự, 2008; Arnold, 2013; Horne & Wachowicz, 2008).

Lee (1986), Atrill & McLaney (2017), Ngô Kim Phụng & cộng sự (2021) đều cho rằng dòng tiền như là mạch máu trong cơ thể con người, sự thiếu hụt tiền đáp ứng cho các nhu cầu phát sinh trong quá trình hoạt động nhưng lại không tìm được nguồn tài trợ sẽ trở thành mối đe dọa và đẩy công ty rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán, các cam kết trách nhiệm tài chính với chủ nợ sẽ không được thực hiện như hợp đồng tín dụng đã ký kết, và công ty rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính. Ngược lại, một công ty với dòng tiền thặng dư dồi dào được tạo ra từ hoạt động sản xuất kinh doanh không chỉ đảm bảo trách nhiệm với các chủ nợ mà còn đảm bảo trách nhiệm với chủ sở hữu cũng như gia tăng cơ hội mở rộng đầu tư, tăng trưởng nhằm nâng

cao giá trị công ty.

Với bản chất cơ bản của sử dụng nợ và ý nghĩa của dòng tiền gắn với vấn đề kiệt quệ tài chính như đề cập trên, việc đánh giá và tìm ra bằng chứng đáng tin cậy về vai trò điều tiết của dòng tiền hoạt động kinh doanh đối với tác động của đòn bẩy tài chính hình thành bởi nợ đến tình trạng kiệt quệ tài chính đảm bảo ý nghĩa khoa học và thực tiễn cho quản trị tài chính công ty. Theo đó, bài viết này sẽ trả lời câu hỏi nghiên cứu “*Dòng tiền hoạt động kinh doanh có điều tiết giảm tác động cùng chiều của đòn bẩy tài chính đến kiệt quệ tài chính tại các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam hay không?*”. Kết quả nghiên cứu được kỳ vọng cung cấp thông tin hữu ích về mối quan hệ giữa quyết định tài trợ có chi phí cố định, khả năng tạo tiền và sức khỏe tài chính của các công ty; từ đó các nhà quản trị có thể tham chiếu để đưa ra những quyết định và chính sách tài chính hợp lý.

2. Cơ sở lý thuyết, bằng chứng thực nghiệm và giả thuyết nghiên cứu

Lý thuyết đánh đổi trong cơ cấu vốn theo đề xuất của Myers (1977) cho rằng công ty sử dụng nợ hình thành đòn bẩy tài chính không chỉ mang lại giá trị tăng thêm nhờ khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay, mà còn gia tăng tình trạng kiệt quệ tài chính và công ty phải tốn kém chi phí cho tình trạng này

(Brealey & cộng sự, 2008; Arnold, 2013; Horne & Wachowicz, 2008). Tuy nhiên, kiệt quệ tài chính có thể chỉ là những khó khăn tạm thời trong việc thực hiện cam kết và trách nhiệm tài chính với chủ nợ, nhưng cũng có thể trở thành vấn đề nghiêm trọng và công ty bị phá sản (Brealey & cộng sự, 2008). Theo Ngô Kim Phượng & cộng sự (2021), Lee (1986), Atrill & McLaney (2017), dòng tiền hoạt động kinh doanh thể hiện khả năng tạo tiền của công ty, đây là nguồn lực tài chính vững chắc từ nội lực để công ty có thể thực hiện trách nhiệm không chỉ đối với chủ nợ mà còn các cổ đông cũng như cơ hội tích lũy để gia tăng đầu tư và tạo giá trị gia tăng cho công ty. Như vậy, công ty sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ tác động cùng chiều đến kiệt quệ tài chính, và dòng tiền hoạt động kinh doanh sẽ không chỉ tác động ngược chiều đến kiệt quệ tài chính mà còn đóng vai trò điều tiết giảm mối quan hệ tác động cùng chiều của đòn bẩy tài chính đến kiệt quệ tài chính tại các công ty.

Với bản chất của nợ là nguồn tài trợ mang tính hoàn trả, dưới góc độ quản trị tài chính, công ty tài trợ bằng nợ sẽ làm tăng thêm rủi ro, trong đó có sự gia tăng rủi ro kiệt quệ tài chính (Brealey & cộng sự, 2008; Ngô Kim Phượng & cộng sự, 2021). Lý thuyết thanh khoản của Keynes (1936) chỉ ra rằng công ty có 3 động cơ nắm giữ tiền là giao dịch, dự phòng và đầu cơ; theo đó, công ty có thể tạo ra được dòng tiền hoạt động kinh doanh thặng dư là cơ sở để gia tăng lượng tiền nắm giữ và giảm nguy cơ kiệt quệ tài chính. Như vậy, Lý thuyết thanh khoản hàm ý rằng dòng tiền hoạt động kinh doanh tác động ngược chiều đến kiệt quệ tài chính, bên cạnh đó dòng tiền này còn tham gia điều tiết giảm tác động cùng chiều của đòn bẩy tài chính đến kiệt quệ tài chính. Ong'era & cộng sự (2017) xác định rằng 79,90% phương sai của kiệt quệ tài chính được giải thích bởi đòn bẩy tài chính đối

với trường hợp các công ty phi tài chính niêm yết tại Kenya. Nghiên cứu thực nghiệm của Ikpesu & Eboiyehi (2018), phân tích dữ liệu từ 58 công ty sản xuất niêm yết tại Nigeria giai đoạn 2010- 2016, kết quả khẳng định tác động cùng chiều của cấu trúc vốn với sự tham gia bởi đòn bẩy tài chính đến kiệt quệ tài chính, theo đó nhóm tác giả này gợi ý các nhà quản lý công ty cần thận trọng khi lựa chọn cấu trúc vốn, Chính phủ nên khuyến khích công ty ưu tiên nguồn tài trợ nội bộ hình thành từ lợi nhuận giữ lại hơn là huy động các nguồn tài trợ bên ngoài thông qua chính sách thuế, hay Ngân hàng Nhà nước Việt Nam có thể chỉ đạo các ngân hàng thương mại cho vay với lãi suất thấp hơn đối với lĩnh vực sản xuất nhằm tạo sự ổn định cho các công ty. Tương tự, Giarto & Fachrurrozie (2020), Abdioglu (2019), Lee & Manual (2019), Dance & Mad (2019), Muigai & Muriithi (2017) cũng đưa ra bằng chứng về tác động cùng chiều của đòn bẩy tài chính đến kiệt quệ tài chính. Nhưng ngược lại, Pourali & cộng sự (2013) phân tích dữ liệu từ 32 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Tehran trong giai đoạn 2007- 2011, Pranowo & cộng sự (2010) xem xét 200 công ty phi tài chính niêm yết tại Indonesia từ năm 2004 đến năm 2008, đều cung cấp bằng chứng về tác động ngược chiều của đòn bẩy tài chính đến kiệt quệ tài chính.

Low & cộng sự (2001) cho rằng dòng tiền cung cấp thông tin đáng tin cậy để nhận diện kiệt quệ tài chính của công ty với tỷ lệ 82,40% đến 90%. Fawzi & cộng sự (2015) khẳng định các chỉ số dòng tiền có ý nghĩa quan trọng trong việc nhận diện kiệt quệ tài chính với mức độ chính xác dự báo tổng thể lên là 82,10%, bao gồm tỷ lệ dòng tiền ròng từ hoạt động kinh doanh trước lãi vay trên chi phí lãi vay, tỷ lệ dòng tiền ròng từ hoạt động kinh doanh trên tổng nợ, tỷ lệ dòng tiền ròng từ hoạt động đầu tư trên tổng nợ

và tỷ lệ dòng tiền ròng từ hoạt động kinh doanh trên doanh thu.

Về dòng tiền tác động đến kiệt quệ tài chính, xem xét 31 công ty sản xuất thuộc lĩnh vực dược phẩm và cơ bản niêm yết tại Indonesia giai đoạn 2013- 2017, Giarto & Fachrurrozie (2020) kết luận mối quan hệ ngược chiều. Sayari & Mugan (2013) nghiên cứu trường hợp 124 công ty niêm yết tại Istanbul, kết luận rằng kiệt quệ tài chính chịu tác động ngược chiều bởi dòng tiền hoạt động kinh doanh và cùng chiều bởi dòng tiền hoạt động tài trợ. Finishtya (2019) cũng xác định mối quan hệ tác động ngược chiều của dòng tiền hoạt động kinh doanh đến kiệt quệ tài chính.

Nhằm gia tăng tính vững chắc trong kiểm soát kiệt quệ tài chính, Dance & Mad (2019) khuyến nghị các công ty cần triển khai phân tích các hệ số tài chính để cung cấp thông tin cảnh báo sớm và từ đó thiết lập chính sách phù hợp để ngăn chặn kiệt quệ tài chính, công ty cần quan tâm nhiều hơn đối với đòn bẩy tài chính khi thực hiện các biện pháp điều chỉnh trong mối quan hệ với khả năng sinh lời và dòng tiền hoạt động kinh doanh. Theo Abdioglu (2019), đối với tác động của mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính trong cấu trúc vốn đến kiệt quệ tài chính, tác động này trở nên yếu hơn khi có sự điều tiết bởi quy mô công ty và khả năng sinh lời, nhưng sẽ mạnh hơn bởi sự điều tiết bởi tài sản hữu hình. Ngoài ra, Abdioglu (2019) còn xác định, đối với tác động của cấu trúc kỳ hạn nợ đại diện bởi tỷ trọng nợ dài hạn trong tổng nợ đến kiệt quệ tài chính, mối quan hệ tác động này trở nên yếu hơn khi có điều tiết bởi khả năng sinh lời và tài sản hữu hình.

Bên cạnh đó, Giarto & Fachrurrozie (2020) còn chỉ ra vai trò điều tiết của quản trị công ty, yếu tố này sẽ làm giảm tác động của đòn bẩy tài chính đến kiệt quệ tài chính; theo đó, nhóm tác giả gợi ý gia tăng sở hữu của

người quản lý trong công ty. Điều này được kỳ vọng cải thiện hơn nữa về hiệu quả hoạt động và qua đó giảm thiểu nguy cơ kiệt quệ tài chính. Muigai & Muriithi (2017) ước lượng dựa theo dữ liệu của 40 công ty phi tài chính niêm yết tại Kenya trong giai đoạn 2006- 2015 và khẳng định rằng quy mô công ty sẽ điều tiết gia tăng tác động cùng chiều của đòn bẩy tài chính đến kiệt quệ tài chính, chi tiết hơn nhóm tác giả này còn chỉ ra rằng mối quan hệ điều tiết cũng tương tự nếu sử dụng nợ dài hạn, nhưng vai trò điều tiết theo hướng ngược lại đối với việc sử dụng nợ ngắn hạn.

Về phương pháp ước lượng, các nghiên cứu thực nghiệm đều tiếp cận dữ liệu bảng, và từ đó xác định kết quả nghiên cứu và đúc kết theo mô hình tác động cố định (Abdioglu, 2019; Lee & Manual, 2019; Pranowo & cộng sự, 2010), phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát (Pourali & cộng sự, 2013), phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (Muigai & Muriithi, 2017), phương pháp bình phương tối thiểu và phân tích tương quan Pearson (Baimwera & Muriuki, 2014; Sayari & Mugan, 2013), phương pháp ước lượng hiệu chỉnh sai số dữ liệu bảng (Ikpesu & Eboiyehi, 2018), mô hình hồi quy Logistic (Finishtya, 2019; Dance & Mad, 2019; Giarto & Fachrurrozie, 2020; Ong'era & cộng sự, 2017; Low & cộng sự, 2001; Fawzi & cộng sự, 2015).

Thông qua phương pháp ước lượng đã được kiểm định nhằm đảm bảo tính vững chắc, gắn kết phù hợp với mục tiêu *đề ra*, các nghiên cứu thực nghiệm đã cung cấp những bằng chứng đáng tin cậy về tác động của đòn bẩy tài chính và dòng tiền đến kiệt quệ tài chính của các công ty, có thể cùng hoặc ngược chiều tùy trường hợp cụ thể. Ngoài ra, một số ít nghiên cứu còn kiểm định tác động của đòn bẩy tài chính đến kiệt quệ tài chính khi có vai trò điều tiết của quản trị