

Trách nhiệm xã hội và cấu trúc quản trị ảnh hưởng đến rủi ro kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp ngành tiêu dùng Việt Nam

Bùi Đan Thanh *

Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

TỪ KHÓA

Trách nhiệm xã hội,
Cấu trúc quản trị,
Kiệt quệ tài chính,
Việt Nam,
Z-score.

TÓM TẮT

Nghiên cứu trên 34 doanh nghiệp hàng tiêu dùng Việt Nam từ 2012 đến 2022 đã chỉ ra mối quan hệ tích cực giữa chỉ số trách nhiệm xã hội (CSR) và chỉ số Z-Score, biểu thị rằng hoạt động CSR giúp giảm thiểu rủi ro phá sản. Việc phân biệt giữa chức vị của Chủ tịch Hội đồng quản trị và CEO cũng có ảnh hưởng tích cực tương tự lên Z-Score, nhấn mạnh vai trò của quản trị doanh nghiệp trong ảnh hưởng đến rủi ro phá sản của một công ty. Các yếu tố khác như quy mô lớn, tỷ lệ sinh lời cao và tỷ lệ tiền mặt cao đều có tác động tích cực đến Z-Score. Tuy nhiên, biến đôn bẫy tài chính lại có tác động ngược lại, làm nổi bật sự quan trọng của việc quản lý đòn bẫy tài chính cẩn thận để ngăn ngừa rủi ro phá sản.

1. Giới thiệu

Một cuộc khảo sát của GlobeScan được Visa ủy quyền vào năm 2021 phát hiện rằng 47% người tiêu dùng Việt Nam ưa thích các công ty tham gia vào các hoạt động trách nhiệm xã hội. Tương tự, một cuộc khảo sát của Deloitte vào năm 2022 chỉ ra rằng 39% người tiêu dùng quan tâm đến các sản phẩm và dịch vụ bền vững. Hơn nữa, 36% cử tri sẵn sàng trả nhiều tiền hơn cho các sản phẩm và dịch vụ cam kết với bền vững. Các nghiên cứu trước đó của Boubaker và cộng sự (2020), Khan và cộng sự (2021) đã liên tục chỉ ra rằng các công ty có các chỉ số trách nhiệm xã hội cao thường có rủi ro phá sản thấp hơn.

Các nghiên cứu thực nghiệm về kiệt quệ tài chính tập trung vào giải thích sức mạnh của thông tin kế toán và tài chính (Jodjana và cộng sự, 2021; Handriani và cộng sự, 2021; Nguyễn Văn Chiến và Trần Mạnh Dũng, 2022); các nghiên cứu trước đó áp dụng

các phương pháp thống kê đa dạng. Tuy nhiên, một số nhà nghiên cứu cho rằng chỉ có dữ liệu về kinh tế và tài chính thì không đủ để dự báo kiệt quệ tài chính trong tương lai. Chang (2009) đã phát triển mô hình dự báo tích hợp các biến quản trị công ty để nâng cao độ chính xác dự báo.

Do đó, tác giả nghiên cứu về cấu trúc quản trị và trách nhiệm xã hội ảnh hưởng đến ngành hàng tiêu dùng tại Việt Nam, với mục tiêu đề xuất giải pháp giảm thiểu rủi ro kiệt quệ tài chính và cải thiện trách nhiệm doanh nghiệp.

2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Lý thuyết các bên liên quan (Stakeholder Theory)

* Tác giả liên hệ. Email: thanhbd@hub.edu.vn

<https://doi.org/10.61602/jdi.2024.76.05>

Ngày nhận: 26/03/2024; Ngày chỉnh sửa: 26/04/2024; Duyệt đăng: 02/05/2024

ISSN (print): 1859-428X, ISSN (online): 2815-6234

Lý thuyết các bên liên quan (Stakeholder Theory): Theo lý thuyết này, doanh nghiệp không chỉ phục vụ lợi ích của cổ đông mà còn cả các bên liên quan khác như nhân viên, khách hàng, cộng đồng và môi trường. CSR thúc đẩy mối quan hệ tốt đẹp với các bên liên quan, giúp doanh nghiệp tăng cường sự ủng hộ và giảm bớt các rủi ro pháp lý, văn hóa, và xã hội (Boubaker & cộng sự, 2020).

2.1.2. Mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và rủi ro kiệt quệ tài chính

Mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và rủi ro kiệt quệ tài chính đã được chứng minh qua nghiên cứu thực nghiệm, dựa trên lý thuyết đánh đổi. Các nghiên cứu, như của Boubaker và cộng sự (2020), đã chỉ ra rằng các doanh nghiệp có mức độ trách nhiệm xã hội cao thường có ít rủi ro kiệt quệ tài chính hơn. Mặc dù hai yếu tố này đối nghịch nhau, nhưng mối quan hệ giữa chúng là chặt chẽ, và việc thực hiện trách nhiệm xã hội có thể giúp giảm bớt rủi ro về tài chính và mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp.

2.1.3. Lý thuyết đại diện (Agency Theory)

Theo McColgan (2001), lý thuyết này nhấn mạnh mâu thuẫn lợi ích giữa các cổ đông (principals) và ban quản lý (agents). Cấu trúc quản trị hiệu quả cần phải giảm thiểu mâu thuẫn này thông qua các cơ chế giám sát và kiểm soát chặt chẽ để đảm bảo rằng quản lý không thực hiện các quyết định làm tổn hại đến lợi ích của cổ đông và gây rủi ro tài chính cho doanh nghiệp.

2.1.4. Mối quan hệ giữa cơ cấu quản trị và rủi ro kiệt quệ tài chính

Nghiên cứu của Manzanque và cộng sự (2016) tại Tây Ban Nha vào giai đoạn 2007-2012, trên 308 quan sát, đã chỉ ra rằng cơ chế quản trị công ty như quyền sở hữu hội đồng quản trị, tỷ lệ giám đốc độc lập và quy mô hội đồng quản trị giảm khả năng kiệt quệ tài chính. Trong khi đó, cơ cấu sở hữu tập trung, các cổ đông lớn và việc kiêm nhiệm của Tổng giám đốc và Chủ tịch hội đồng quản trị không ảnh hưởng đáng kể. Chang (2009) tại Đài Loan cũng tìm thấy rằng các công ty có Hội đồng quản trị độc lập và quy mô lớn hơn ít bị ảnh hưởng bởi kiệt quệ tài chính.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

Boubaker và cộng sự (2020) đã nghiên cứu 1201 công ty tại Mỹ từ 1991 đến 2012 để xem xét tác động của trách nhiệm xã hội đến rủi ro kiệt quệ tài chính. Các tác giả dựa vào các lý thuyết liên quan đến kiệt quệ tài chính và sử dụng mô hình Z-score để tính toán chỉ số này. Kết quả cho thấy các công ty có chỉ số trách nhiệm xã hội cao hơn thường có khả năng kiệt quệ tài chính thấp hơn, góp phần đề xuất các giải pháp giảm thiểu rủi ro này. Zheng và cộng sự (2019) thực hiện nghiên cứu từ 1991 đến 2015 với 11840 quan sát, tìm ra rằng sự tham gia vào trách nhiệm xã hội thực sự giảm khả năng các công ty gặp tình trạng kiệt quệ tài chính. Các tác giả đã hệ thống các lý thuyết về trách nhiệm xã hội từ lý thuyết các bên liên quan và lý thuyết chi phí cổ đông để phát triển giả thuyết dựa trên các giả thuyết đó và đề xuất các khuyến nghị nhằm nâng cao giá trị của cổ đông trong việc xử lý các vấn đề liên quan đến trách nhiệm xã hội. Trần Triệu Anh Khoa (2022) kiểm định tác động của trách nhiệm xã hội đối với rủi ro kiệt quệ tài chính của 294 doanh nghiệp niêm yết tại HOSE trong giai đoạn 2016 - 2020. Mẫu 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 bằng chứng thực nghiệm cho thấy trách nhiệm xã hội có tác động ngược chiều và ý nghĩa thống kê đến rủi ro kiệt quệ tài chính, góp phần vào việc hiểu rõ hơn về vấn đề này.

Jodjana và cộng sự (2021) phân tích cơ cấu quản trị của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Indonesia và phát hiện rằng quyền sở hữu của hội đồng quản trị, ủy viên độc lập và hội đồng quản trị có thể tác động đến khả năng kiệt quệ tài chính của họ. Handriani và cộng sự (2021) thực hiện nghiên cứu về các yếu tố quyết định sự rủi ro tài chính của các công ty sản xuất tại Indonesia và nhận thấy sở hữu tổ chức, quy mô công ty, lợi nhuận và độc lập của ban giám đốc có liên quan tích cực đến việc tránh sự rủi ro tài chính. Trong khi đó, Nguyễn Văn Chiến và Trần Mạnh Dũng (2022) không thấy sự tham gia của thành viên độc lập trong hội đồng quản trị có tác động đáng kể đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp tại Việt Nam, nhưng họ nhận thấy rằng doanh nghiệp có quy mô hội đồng quản trị lớn hơn thường có hiệu quả tài chính cao hơn.

Các nghiên cứu trước đây đã cung cấp thông tin quan trọng về mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội, cấu trúc quản trị và rủi ro kiệt quệ tài chính. Tuy nhiên, chưa có bài nghiên cứu nào đề cập tới ngành hàng tiêu dùng. Do đó, cần nghiên cứu chi tiết hơn về ngành hàng tiêu dùng để hiểu rõ hơn về ảnh hưởng

của trách nhiệm xã hội và cấu trúc quản trị trong lĩnh vực này. Ngoài ra, tác giả cũng muốn xem xét khả năng áp dụng của các kết quả nghiên cứu cho Việt Nam và kết hợp với các trường hợp thực tiễn trong ngành hàng tiêu dùng để đảm bảo tính ứng dụng và giá trị thực tế.

3. Dữ liệu và mô hình nghiên cứu

3.1. Phương pháp thu thập số liệu

Dữ liệu nghiên cứu được tác giả thu thập từ 34 doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng Việt Nam giai đoạn 2012 – 2022 thông qua trang web Vietstock. Xuất phát từ mã cổ phiếu MSN (Cổ phiếu của CTCP Tập đoàn Masan), mã cổ phiếu này được phân vào ngành bán lẻ - hàng tiêu dùng, tác giả tìm kiếm các doanh nghiệp cùng ngành với MSN do website Vietstock phân loại. Cuối cùng, thu được mẫu nghiên cứu bao gồm 34 công ty công bố đầy đủ số liệu trong giai đoạn nghiên cứu.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Sau khi đã có dữ liệu của mẫu nghiên cứu, tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu thực nghiệm dựa vào mô hình nghiên cứu của các tác giả Boubaker và cộng sự (2020), Zheng và cộng sự (2019), Trần Triệu Anh Khoa (2022), Jodjana và cộng sự (2021), Handriani và cộng sự (2021), Nguyễn Văn Chiến và Trần Mạnh Dũng (2022) như sau:

$$Z\text{-Score}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{NCEOD}_{i,t} + \beta_2 \text{ID}_{i,t} + \beta_3 \text{BS}_{i,t} + \beta_4 \text{CSR}_{i,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{CASH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc: Z-Score là hệ số đo lường rủi ro kiệt quệ tài chính

Biến độc lập:

- Các biến cấu trúc quản trị: NCEOD là sự tách biệt giữa chủ tịch và CEO, ID là tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập trong HĐQT, BS là số lượng thành viên hội đồng quản trị.

- Biến trách nhiệm xã hội: CSR là chỉ số trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp.

- Các biến kiểm soát: LEV là tỷ lệ đòn bẩy tài chính, SIZE là quy mô doanh nghiệp, ROA là tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, CASH là tỷ lệ tiền mặt trên tổng tài sản của doanh nghiệp.

Với i, t tương ứng là doanh nghiệp i và năm khảo sát t ; β_0 là hệ số chặn và β_1 tới β_8 là hệ số góc của biến độc

lập và các biến kiểm soát; $\varepsilon_{i,t}$ là phần dư thống kê.

3.3. Giả thuyết nghiên cứu

3.3.1. Biến phụ thuộc

Hệ số đo lường rủi ro kiệt quệ tài chính (Z-Score): Kiệt quệ tài chính được hiểu là tình trạng mà một doanh nghiệp gặp phải những khó khăn về mặt tài chính từ khả năng thanh khoản đến khả năng hoàn thành nghĩa vụ nợ của doanh nghiệp hay nghiêm trọng hơn là dẫn đến phá sản. Ở nghiên cứu này tác giả quyết định chọn công thức Z-Score mà Altman đã hoàn thiện vào năm 1983 dành cho tất cả loại hình doanh nghiệp như sau:

$$Z\text{-Score} = 6,56 \text{WC/TA} + 3,26 \text{ReEARNING/TA} + 6,72 \text{EBIT/TA} + 1,05 \text{MV/TD}$$

Với: Z-Score < 1,1: Doanh nghiệp rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính; $1,1 < Z\text{-Score} < 2,6$: Doanh nghiệp trong tình trạng cảnh báo; Z-Score > 2,6: Doanh nghiệp an toàn tài chính. Trong đó: WC – Working Capital: Vốn lưu động của doanh nghiệp; ReEARNING: Lợi nhuận giữ lại của doanh nghiệp; EBIT: Lợi nhuận trước thuế và lãi vay của doanh nghiệp; MV – Market Value: Vốn hóa thị trường của doanh nghiệp.

3.3.2. Biến độc lập

Sự tách biệt giữa chủ tịch và CEO (NCEOD): Một số nghiên cứu cho rằng việc tách biệt vai trò của Chủ tịch HĐQT và Tổng Giám đốc được yêu cầu để đảm bảo tính độc lập và hiệu quả của Hội đồng quản trị (Jensen, 1993) và do đó làm tăng hiệu quả giám sát Hội đồng quản trị, giảm thiểu được tình trạng khó khăn tài chính.

Giả thuyết H1: Sự tách biệt giữa chủ tịch và CEO tác động ngược chiều đến kiệt quệ tài chính.

Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập trong HĐQT (ID): Lý thuyết đại diện ủng hộ sự độc lập của Hội đồng quản trị như một biện pháp để đảm bảo kiểm soát đầy đủ việc quản lý. Do đó, công việc của các giám đốc bên ngoài sẽ giám sát và kiểm soát các hành vi cơ hội của ban quản lý, nhằm tránh các hành vi ích kỷ của ban quản lý để quyết định của họ phù hợp với lợi ích của các cổ đông (Jensen & Meckling, 1976). Sự có mặt của các giám đốc bên ngoài làm giảm khả năng tồn tại thông tin bất cân xứng, và chi phí đại diện giữa các cổ đông và ban quản lý (Chang, 2009).

Giả thuyết H2: Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập trong HĐQT cao tác động ngược chiều với kiệt quệ tài chính.

Số lượng thành viên HĐQT (BS): Theo Yermack (1996), Hội đồng quản trị lớn hơn có thể có vấn đề về sự cân bằng, dẫn đến hành động táo bạo của các thành viên để đáp ứng lợi ích cá nhân của họ, việc này gây tổn hại cho lợi ích chung của công ty, bao hàm trong vấn đề chiến lược kinh doanh của các thành viên, điều này cũng sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của công ty, hoặc thiếu tính hiệu quả khi môi trường kinh tế hỗn loạn, đòi hỏi một sự thay đổi trong định hướng chiến lược phát triển công ty.

Giả thuyết H3: Số lượng thành viên HĐQT nhiều tác động cùng chiều đến khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp.

Chỉ số trách nhiệm xã hội (CSR): Attig và cộng sự (2013) cho thấy rằng các công ty có trách nhiệm xã hội cao hơn sẽ được xếp hạng tín dụng cao hơn và cho rằng các cơ quan xếp hạng tín dụng có khả năng sử dụng thông tin về trách nhiệm xã hội để đánh giá mức độ tin cậy của công ty. Điều này chỉ ra rằng trách nhiệm xã hội cải thiện xếp hạng tín dụng và dẫn đến khả năng tiếp cận tài chính tốt hơn. Do đó, nó đóng vai trò giảm thiểu rủi ro kinh doanh.

Giả thuyết H4: Chỉ số trách nhiệm xã hội tác động ngược chiều đến khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp.

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV): Trong lý thuyết đánh đổi, các doanh nghiệp quan tâm đến cấu trúc vốn vì việc sử dụng nhiều nợ có thể là một cấu trúc vốn

hướng đến mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp do lợi ích tấm chắn thuế từ nợ. Tuy nhiên điều này cũng gắn liền với rủi ro của doanh nghiệp nhất là khi doanh nghiệp không sử dụng nợ phù hợp với đặc điểm của mình, vấn đề lựa chọn thời gian và số lượng nợ không phù hợp là tiền đề dẫn đến khả năng kiệt quệ tài chính cao cho doanh nghiệp trong tương lai.

Giả thuyết H5: Doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính càng cao thì càng dễ rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính.

Quy mô doanh nghiệp (SIZE): Công ty nhỏ gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận và nhận nguồn hỗ trợ tài chính từ bên ngoài như ngân hàng, thị trường chứng khoán vì họ có ít tài sản hơn những công ty có quy mô lớn hơn để thế chấp, gây nhiều bất lợi cho công ty nhỏ trong việc vay nợ. Hay những công ty nhỏ ít có khả năng thuyết phục những nhà đầu tư góp vốn cho mình. Những hành vi bất chính dễ nổi lên trong các công ty nhỏ gây ra hiện tượng thông tin bất cân xứng cho khách hàng, chủ nợ hay thậm chí là che mất luôn cả những nhà quản trị. Vì bản thân giữa các chủ thể này luôn tiềm ẩn một mâu thuẫn về lợi ích nhất định (lý thuyết chi phí đại diện). Vậy những doanh nghiệp lớn sẽ có lợi thế trong việc kiểm soát những chi phí này.

Giả thuyết H6: Các doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì càng ít có khả năng rơi vào kiệt quệ tài chính.

Tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản (ROA): Tỷ suất sinh

Bảng 1. Mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến	Mô tả	Đo lường	Kỳ vọng	TLTK
Z-score	Hệ số đo lường rủi ro kiệt quệ tài chính	$Z\text{-Score} = 6,56 \text{ WC/TA} + 3,26 \text{ ReEARNING/TA} + 6,72 \text{ EBIT/TA} + 1,05 \text{ MV/TD}$		Boubaker và cộng sự (2020)
NCEOD	Sự tách biệt giữa chủ tịch và CEO	Biến giả: 1 khi cả hai vai trò không do cùng một người nắm giữ; 0 khi cả hai vai trò do cùng một người nắm giữ	-	Jensen (1993)
ID	Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập trong HĐQT	$ID = \text{Thành viên HĐQT độc lập} / \text{Tổng số thành viên HĐQT}$	-	Chang (2009)
BS	Số lượng thành viên HĐQT	Báo cáo thường niên	+	Yermack (1996)
CSR	Chỉ số trách nhiệm xã hội	Bước 1: Đọc báo cáo thường niên và lọc các dữ liệu liên quan đến trách nhiệm xã hội. Bước 2: Xây dựng bảng câu hỏi để đánh giá, đo lường các chỉ số liên quan đến trách nhiệm xã hội Bước 3: Thực hiện tính toán dựa trên kết quả bảng câu hỏi.	-	Attig và cộng sự (2013)
LEV	Tỷ lệ đòn bẩy tài chính	$LEV = \text{Tổng nợ} / \text{Tổng Tài sản}$	+	Sasongko và cộng sự (2021)
SIZE	Quy mô công ty	$SIZE = \text{Logarit (Tổng tài sản)}$	-	Handriani và cộng sự (2021)
ROA	Tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản	$ROA = \text{Lợi nhuận sau thuế} / \text{Tổng tài sản}$	-	Handriani và cộng sự (2021)
CASH	Tỷ lệ tiền mặt trên tổng tài sản	$CASH = (\text{Tiền} + \text{Các khoản tương đương tiền} + \text{Chứng khoán kinh doanh}) / \text{Tổng tài sản}$	-	Kordestani và cộng sự (2011)

Nguồn: Tác giả tổng hợp

lời trên tổng tài sản của một doanh nghiệp cho thấy được khả năng sử dụng tài sản hiệu quả giúp tạo ra lợi nhuận của doanh nghiệp đó. Việc có tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản cao giúp doanh nghiệp vững hơn về mặt tài chính, qua đó tránh được rủi ro liên quan đến kiệt quệ tài chính và ngược lại (Sasongko và cộng sự, 2021).

Giả thuyết H7: Các doanh nghiệp có tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản cao thì càng ít có khả năng rơi vào kiệt quệ tài chính.

Tỷ lệ tiền mặt trên tổng tài sản (CASH): Tỷ lệ tiền mặt giúp phản ánh khả năng thanh khoản của doanh nghiệp bằng tiền mặt của doanh nghiệp đó, qua đó cho thấy được việc doanh nghiệp đảm bảo khả năng chi trả các khoản nợ ngắn hạn, hạn chế tình trạng khó khăn tài chính (Kordestani và cộng sự, 2011).

Giả thuyết H8: Các doanh nghiệp có tỷ lệ tiền mặt trên tổng tài sản cao thì càng ít có khả năng rơi vào kiệt quệ tài chính.

3.4. Phương pháp nghiên cứu

Ở đề tài nghiên cứu này, tác giả sẽ sử dụng phương pháp hồi quy Pooled OLS, tuy nhiên do kích thước

mẫu vẫn còn một số hạn chế nên tác giả sẽ sử dụng thêm các phương pháp hồi quy khác là FEM và REM để chọn ra mô hình phù hợp nhất cho nghiên cứu này.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Kết quả nghiên cứu

Dữ liệu sử dụng trong bài nghiên cứu được thu thập từ 34 doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng Việt Nam giai đoạn 2012 – 2022, bao gồm 348 quan sát. Phương pháp phân tích thống kê mô tả giúp nhóm tác giả có cái nhìn tổng quát hơn về số lượng quan sát và các biến. Kết quả được thể hiện ở Bảng 2.

Tác giả sử dụng ma trận tự tương quan để kiểm tra mối tương quan giữa các cặp biến của mô hình nghiên cứu. Bảng 3 cho thấy, các giá trị tuyệt đối của hệ số tương quan cặp giữa các biến đều nhỏ hơn 0,8 nên mô hình không có hiện tượng tự tương quan giữa các biến độc lập.

Để kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến của mô hình, tác giả sử dụng chỉ số phóng đại phương sai VIF (Variance Inflation Factor) và thu được kết quả

Bảng 2. Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	GTNN	GTLN
Zscore	348	2,439	1,838	-5,796	10,101
NCEOD	348	0,667	0,472	0,000	1,000
ID	348	0,244	0,395	0,000	5,000
BS	348	5,995	2,043	0,000	13,000
CSR	348	0,462	0,279	0,000	1,000
LEV	348	0,475	0,188	0,035	0,968
SIZE	348	3,094	0,692	1,919	5,150
ROA	348	0,071	0,093	-0,644	0,784
CASH	348	0,104	0,110	0,000	0,672

Bảng 3. Phân tích tương quan

	Zscore	NCEOD	ID	BS	CSR	LEV	SIZE	ROA	CASH
Zscore	1,000								
NCEOD	-0,023	1,000							
ID	0,005	0,024	1,000						
BS	-0,026	0,258	-0,091	1,000					
CSR	0,070	0,088	0,004	0,402	1,000				
LEV	-0,780	0,107	-0,016	0,078	0,033	1,000			
SIZE	-0,147	0,039	-0,020	0,356	0,576	0,159	1,000		
ROA	0,750	-0,003	-0,033	0,049	0,149	-0,441	0,042	1,000	
CASH	0,340	-0,017	0,017	0,015	-0,037	-0,343	-0,030	0,190	1,000

Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata 16

Bảng 4. Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến

Biến	VIF	1/VIF
CSR	1,67	0,601
SIZE	1,62	0,618
LEV	1,47	0,681
BS	1,34	0,744
ROA	1,31	0,763
CASH	1,15	0,871
NCEOD	1,11	0,902
ID	1,09	0,921
Trung bình VIF	1,33	

Bảng 5. Kết quả kiểm định các mô hình Pooled OLS, FEM, REM

	Pooled OLS	FEM	REM
NCEOD	0,166*	-0,0173	0,0657
ID	0,11	0,0173	0,0212
BS	-0,000287	-0,00652	-0,00378
CSR	0,564***	0,0769	0.363*
LEV	-5,213***	-6,104***	-5,457***
SIZE	-0,383***	1,217***	0,154
ROA	10,04***	9,316***	9,249***
CASH	1,048***	1,795***	1,586***
_cons	5,616***	2,527***	3,522***
N	348	348	348
R-sq	0,833	0,808	0,833

Bảng 6. Kết quả kiểm định Hausman

Test: Ho: difference in coefficients not systematic
$\text{Chi2}(9) = (b-B)'[(V_bV_B)^{-1}](b-B)$
$= 32,40$
Prob>chi2 = 0,0002

Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata 16

như Bảng 4.

Bảng 4 cho thấy, giá trị VIF trung bình bằng 1,33 và hệ số phóng đại VIF của các biến độc lập đều nhỏ hơn 10. Vì vậy, mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng.

Về mô hình Pooled OLS cho thấy, kết quả hồi quy ở Bảng 5 cho thấy, các biến ID và BS không có ý nghĩa thống kê trong mô hình. Ở mức ý nghĩa 1%, biến độc lập CSR, LEV, SIZE, ROA, CASH tác động khác nhau đến biến phụ thuộc Zscore. Tiếp đến, biến độc lập NCEOD có ý nghĩa thống kê ở mức 10% trong vấn đề giải thích sự thay đổi của Zscore. Hệ số R2 bằng 0,833 có nghĩa là các biến độc lập giải thích

được 83,3% sự biến thiên của biến phụ thuộc Zscore.

Về mô hình FEM, kết quả hồi quy ở Bảng 5 cho thấy các biến NCEOD, ID, BS, CSR không có ý nghĩa thống kê trong mô hình. Ở mức ý nghĩa 1%, biến độc lập LEV, ROA, CASH tác động khác nhau đến biến phụ thuộc Zscore. Hệ số R2 bằng 0,808 có nghĩa là chín biến độc lập trên giải thích được 80,8% sự biến thiên của biến phụ thuộc Zscore.

Về mô hình REM, kết quả hồi quy ở Bảng 5 cho thấy các biến NCOED, ID, BS, SIZE không có ý nghĩa thống kê trong mô hình. Ở mức ý nghĩa 1%, biến độc lập LEV, ROA và CASH tác động đến biến phụ thuộc Zscore. Tiếp đến, biến độc lập CSR có ý

Bảng 7. Kết quả kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model
H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i
chi2 (34) = 792,61
Prob>chi2 = 0,0000

Bảng 8. Kết quả kiểm định hiện tượng tự tương quan

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F(1, 33) = 15,718
Prob > F = 0,0004

Bảng 9. Kết quả phân tích FGLS

Zscore	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]	
NCEOD	0,166	0,090	1,850	0,065	-0,010	0,342
ID	0,110	0,106	1,030	0,301	-0,099	0,318
BS	0,000	0,023	-0,010	0,990	-0,045	0,044
CSR	0,564	0,186	3,040	0,002	0,200	0,928
LEV	-5,213	0,260	-20,050	0,000	-5,723	-4,704
SIZE	0,383	0,074	5,180	0,000	-0,528	0,238
ROA	10,039	0,496	20,240	0,000	9,067	11,011
CASH	1,048	0,392	2,670	0,008	0,280	1,816
_cons	5,616	0,372	15,090	0,000	4,887	6,346

Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata 16

nghĩa thống kê ở mức 10% trong vấn đề giải thích sự thay đổi của Zscore.

Việc ước lượng mô hình theo phương pháp Pooled OLS không phản ánh được tác động riêng biệt, mang tính đặc thù của từng doanh nghiệp. Vì vậy, nhóm tác giả thực hiện kiểm định Hausman để lựa chọn xem mô hình FEM hay mô hình REM phù hợp hơn.

H0: Mô hình REM là mô hình phù hợp

H1: Mô hình FEM là mô hình phù hợp

Kết quả kiểm định Bảng 6 cho thấy, giá trị p-value = 0,0002 < 0,05. Do đó, bác bỏ giả thuyết H0, chấp nhận giả thuyết H1. Như vậy, mô hình FEM là mô hình phù hợp với bài nghiên cứu.

Sau khi chọn ra mô hình phù hợp, tác giả tiến hành kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi của mô hình bằng kiểm định Wald Test. Giả thuyết của kiểm định như sau:

H0: Phương sai sai số đồng nhất

H1: Phương sai sai số thay đổi

Kết quả ở Bảng 7 cho thấy, giá trị p-value = 0,000 < 0,05 nên bác bỏ giả thuyết H0, chấp nhận giả thuyết H1. Như vậy, mô hình xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Tác giả tiếp tục kiểm định hiện tượng tự tương quan của mô hình bằng cách thực hiện kiểm định Wooldridge Test với các giả thuyết sau:

H0: Mô hình không có hiện tượng tự tương quan

H1: Mô hình có hiện tượng tự tương quan

Kết quả Bảng 8 cho thấy, giá trị p-value = 0,0004 < 0,05 nên bác bỏ giả thuyết H0, chấp nhận giả thuyết H1. Như vậy, mô hình có xảy ra hiện tượng tự tương quan.

Căn cứ vào kết quả kiểm định khuyết tật, mô hình có xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan giữa các biến số. Để khắc phục các hiện tượng này, tác giả sử dụng phương pháp FGLS, từ đó thu được kết quả nghiên cứu phù hợp và có độ tin cậy cao.

4.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Tác động của sự tách biệt giữa chủ tịch và CEO: Sự tách biệt giữa chủ tịch HĐQT và CEO có tác động cùng chiều với chỉ số Z-score. Điều này được hiểu rằng việc tách biệt vai trò của Chủ tịch HĐQT và Tổng Giám đốc được yêu cầu để đảm bảo tính độc lập

và hiệu quả của Hội đồng quản trị (Jensen, 1993) và do đó làm tăng hiệu quả giám sát Hội đồng quản trị, giảm thiểu được tình trạng khó khăn tài chính.

Tác động của chỉ số trách nhiệm xã hội: Với kết quả thông qua các kiểm định và các phương pháp hồi quy mô hình như trên, biến độc lập trách nhiệm xã hội doanh nghiệp CSR có mối quan hệ cùng chiều với biến phụ thuộc Z-Score ở mức ý nghĩa 5%, do đó có thể nói rằng nếu tăng chỉ số trách nhiệm xã hội thì có thể làm tăng chỉ số Z-Score, qua đó làm giảm khả năng rủi ro kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp. Điều này phản ánh được kết quả này là phù hợp với các nghiên cứu trước đó của Boubaker và cộng sự (2020), Khan và cộng sự (2021), đồng nghĩa các doanh nghiệp nên đẩy mạnh các hoạt động có trách nhiệm với xã hội.

Tác động của tỷ lệ đòn bẩy tài chính: Tỷ lệ đòn bẩy tài chính có mối quan hệ nghịch chiều đối với biến phụ thuộc Z-Score, điều này giải thích được tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao có thể giúp cho doanh nghiệp tận dụng được lá chắn thuế, tuy nhiên lại khiến cho doanh nghiệp tăng khả năng xảy ra rủi ro kiệt quệ tài chính khi với tổng dư nợ càng cao có thì doanh nghiệp có khả năng vỡ nợ càng lớn. Kết quả này cũng phù hợp với nghiên cứu trước của Khan & cộng sự (2021).

Tác động của quy mô công ty: Biến quy mô doanh nghiệp SIZE có mối quan hệ cùng chiều với Z-Score, kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Al-Hadi và cộng sự (2019). Công ty nhỏ gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận và nhận nguồn hỗ trợ tài chính từ bên ngoài như ngân hàng, thị trường chứng khoán vì họ có ít tài sản hơn những công ty có quy mô lớn hơn để thế chấp, gây nhiều bất lợi cho công ty nhỏ trong việc vay nợ. Hay những công ty nhỏ ít có khả năng thuyết phục những nhà đầu tư góp vốn cho mình. Do đó, công ty quy mô lớn có khả năng tránh được tình trạng kiệt quệ tài chính cao hơn.

Tác động của tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản: Biến ROA tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản có tác động cùng chiều đối với biến phụ thuộc Z-Score, điều này đồng nghĩa với việc khi doanh nghiệp có khả năng sinh lời càng cao thì hệ số Z-Score càng tăng và khả năng xảy ra rủi ro kiệt quệ tài chính được giảm thiểu. Kết quả này cũng đồng nhất với nghiên cứu trước đó của Sasongko và cộng sự (2021).

Tác động của tỷ lệ tiền mặt trên tổng tài sản: Tỷ lệ tiền mặt trên tổng tài sản của doanh nghiệp CASH có mối tương quan cùng chiều với biến phụ thuộc Z-Score, tỷ lệ tiền mặt giúp phản ánh khả năng thanh khoản của doanh nghiệp bằng tiền mặt của doanh nghiệp đó, qua đó cho thấy được việc doanh nghiệp

đảm bảo khả năng chi trả các khoản nợ ngắn hạn, hạn chế tình trạng khó khăn tài chính (Kordestani & cộng sự, 2011).

5. Kết luận và hàm ý chính sách

5.1. Kết luận

Nghiên cứu này tập trung vào ảnh hưởng của trách nhiệm xã hội và cấu trúc quản trị đến rủi ro kiệt quệ tài chính trong các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng ở Việt Nam. Kết quả cho thấy chỉ số trách nhiệm xã hội và sự tách biệt giữa chủ tịch Hội đồng quản trị và CEO đều ảnh hưởng tích cực đến khả năng tránh rủi ro kiệt quệ tài chính. Nghiên cứu cũng chỉ ra vai trò quan trọng của các yếu tố tài chính như quy mô công ty, lợi nhuận, và đòn bẩy tài chính trong việc quản lý rủi ro. Tổng hợp lại, thông tin từ nghiên cứu cung cấp cái nhìn sâu hơn về cách quản lý rủi ro tài chính và thúc đẩy trách nhiệm xã hội để tăng cường sự ổn định trong hoạt động kinh doanh.

5.2. Hàm ý chính sách

Sự tách biệt giữa chủ tịch và CEO: Đề xuất nhằm tăng cường vai trò của chủ tịch HĐQT và CEO trong quản trị doanh nghiệp bao gồm việc định rõ trách nhiệm của từng người, thiết lập cơ chế kiểm soát cân bằng, cải thiện giao tiếp giữa họ, đảm bảo độc lập trong quyết định quan trọng, tuân thủ các nguyên tắc quản trị doanh nghiệp, và theo dõi hiệu suất của cả hai. Những biện pháp này giúp tạo ra một môi trường quản trị hiệu quả, giảm thiểu rủi ro và tăng cường sự phát triển bền vững của doanh nghiệp.

Chỉ số trách nhiệm xã hội: Chỉ số trách nhiệm xã hội đòi hỏi doanh nghiệp tập trung vào bảo vệ môi trường, chăm sóc cộng đồng, và đảm bảo chính sách đãi ngộ tốt cho lao động. Điều này tạo hình ảnh tích cực và tăng sự trung thành của nhân viên, cùng với việc công bố báo cáo phát triển bền vững để minh bạch hóa hoạt động và tạo lòng tin từ xã hội. Thực hiện trách nhiệm xã hội không chỉ là trách nhiệm đạo đức mà còn là yếu tố quan trọng trong việc duy trì hoạt động kinh doanh bền vững và góp phần vào phát triển xã hội.

Để đảm bảo sự ổn định tài chính, các doanh nghiệp cần tập trung vào duy trì tỷ lệ đòn bẩy hợp lý và quản lý dòng tiền hiệu quả. Đánh giá tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu và duy trì dòng tiền tích cực là quan trọng. Đánh giá rủi ro tài chính và tối ưu hóa cấu trúc vốn cũng

cần được thực hiện. Điều chỉnh chiến lược kinh doanh dựa trên dữ liệu thực tế và xu hướng thị trường là cần thiết, cùng việc quản lý nguồn lực hiệu quả và tập trung vào hiệu suất và tăng trưởng bền vững.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Al-Hadi, A., Chatterjee, B., Yafthian, A., Taylor, G., & Monzur Hasan, M. (2019). Corporate social responsibility performance, financial distress and firm life cycle: evidence from Australia. *Accounting & Finance*, 59(2), 961-989.
- Altman, E. I. (1983). The behavior of firms in financial distress: Discussion. *The Journal of Finance*, 38(2), 517-522.
- Attig, N., El Ghoul, S., Guedhami, O., & Suh, J. (2013). Corporate social responsibility and credit ratings. *Journal of business ethics*, 117, 679-694.
- Boubaker, S., Cellier, A., Manita, R., & Saeed, A. . (2020). Does corporate social responsibility reduce financial distress risk? *Economic Modeling*, 835-851.
- Chang, C. (2009). The corporate governance characteristics of financially distressed firms: Evidence from Taiwan. *Journal of American Academy of Business*, 15, 125 – 132.
- Handriani, E., Ghazali, I., & Hersugodo, H. (2021). Corporate governance on financial distress: Evidence from Indonesia. *Management Science Letters*, 11(6), 1833-1844.
- Jensen, M. C., (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jodjana, J. J., Nathaniel, S., Rinaningsih, R., & Pranoto, T. (2021). The effect of board and ownership structure on the possibility of financial distress. *Journal of Accounting and Investment*, 22(3), 602-624.
- Khan, N., Malik, Q. A., Saghir, A., Rasheed, M. H., & Husnain, M. (2021). Does corporate social responsibility reduce financial distress? Evidence from emerging economy. *Management Science Letters*, 8(11), 2225-2232.
- Kordestani, G., Bakhtiari, M., & Biglari, V. (2011). Ability of combinations of cash flow components to predict financial distress. *Business: Theory and Practice*, 12(3), 277-285.
- Nguyễn Văn Chiến, Trần Mạnh Dũng (2022). Thành viên hội đồng quản trị độc lập và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp – Nghiên cứu trên sàn giao dịch chứng khoán. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, Số 308(2), 102-110.
- Sasongko, H., Ilmiyono, A. F., & Tiarant, A. (2021). Financial ratios and financial distress in retail trade sector companies. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Fakultas Ekonomi*, 7(1), 63-72.
- Trần Triệu Anh Khoa (2022). Tác động của trách nhiệm xã hội đến rủi ro kiệt quệ tài chính doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Ngân hàng Châu Á*, số 192, 34-51.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.
- Zheng, Y., Wang, Y., & Jiang, C. (2019). Corporate Social Responsibility and Likelihood of Financial Distress. *Finance Journal Articles*. Retrieved from <https://digitalcommons.bryant.edu/finjou/84>.

Corporate social responsibility and governance structure impact the financial distress risk of consumer goods companies in Vietnam

Bui Dan Thanh

Ho Chi Minh University of Banking, Vietnam

Abstract

Research on 34 Vietnamese consumer goods businesses from 2012 to 2022 has shown a positive relationship between the social responsibility index (CSR) and the Z-Score index, indicating that CSR activities help reduce risks. bankruptcy risk. The distinction between the positions of Chairman of the Board of Directors and CEO has a similar positive effect on Z-Score, emphasizing the role of corporate governance in influencing a company's bankruptcy risk. Other factors such as large scale, high profitability and high cash ratio all have a positive impact on Z-Score. However, the financial leverage variable has the opposite effect, highlighting the importance of carefully managing financial leverage to prevent bankruptcy risk.

Keywords: Social responsibility, governance structure, financial distress, Vietnam, Z-score.