

TÁC ĐỘNG CỦA CÔNG BỐ TRÁCH NHIỆM XÃ HỘI DOANH NGHIỆP (CSRĐ) ĐẾN RỦI RO TÀI CHÍNH

THE IMPACT OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY DISCLOSURE (CSRĐ) ON FINANCIAL RISK

Trần Nguyễn Phước Thông^{1,*}

DOI: <http://doi.org/10.57001/huivh5804.2025.367>

TÓM TẮT

Bài báo này khám phá mối tương quan giữa việc công bố trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (CSRĐ) và rủi ro tài chính của 21 công ty sản xuất tại Indonesia trong giai đoạn 2017 – 2020. Bằng cách áp dụng các phương pháp hồi quy khác nhau, bao gồm hồi quy bình phương tối thiểu tổng hợp, hiệu ứng ngẫu nhiên, hiệu ứng cố định và hồi quy khả thi bình phương tối thiểu tổng quát, nghiên cứu đã chứng minh rằng CSRĐ có tác động đáng kể trong việc giảm thiểu rủi ro tài chính, đặc biệt là trong bối cảnh đại dịch COVID-19. Kết quả này cho thấy, CSRĐ mang lại lợi ích tài chính vượt trội so với chi phí đầu tư, đặc biệt trong giai đoạn khủng hoảng. Do đó, nghiên cứu khuyến nghị các doanh nghiệp nên ưu tiên nâng cao thực hành CSRĐ như một chiến lược để đảm bảo sự phát triển bền vững trong tương lai.

Từ khóa: Công bố trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (CSRĐ), rủi ro tài chính (FDR), đại dịch COVID-19.

ABSTRACT

This article explores the correlation between corporate social responsibility disclosure (CSRĐ) and financial risk of 21 manufacturing companies in Indonesia during the period of 2017 - 2020. By applying different regression methods, including pooled least squares regression, random effects, fixed effects, and generalized least squares feasibility regression, the study demonstrated that CSRĐ has a significant impact on reducing financial risk, especially in the context of the COVID-19 pandemic. This result shows that CSRĐ brings financial benefits that exceed the investment costs, especially during the crisis period. Therefore, the study recommends that businesses should prioritize improving CSRĐ practices as a strategy to ensure sustainable development in the future.

Keywords: Corporate Social Responsibility Disclosure (CSRĐ), Financial Risk (FDR), COVID-19 Pandemic.

¹Khoa Kế toán - Tài chính, Trường Đại học Văn Hiến

*Email: thongtnp@vhu.edu.vn

Ngày nhận bài: 01/3/2025

Ngày nhận bài sửa sau phản biện: 21/4/2025

Ngày chấp nhận đăng: 28/10/2025

1. GIỚI THIỆU

Phát triển bền vững, với sự cân bằng giữa tăng trưởng kinh tế, phát triển xã hội và bảo vệ môi trường, đang ngày càng trở nên quan trọng trong bối cảnh các thách thức toàn cầu như đại dịch, ô nhiễm môi trường và biến đổi khí hậu. Do đó, công bố trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (CSRĐ) đã trở thành một yếu tố then chốt trong hoạt động kinh doanh. Các nhà đầu tư ngày càng quan tâm đến báo cáo CSRĐ bên cạnh báo cáo tài chính truyền thống, bởi các doanh nghiệp có đánh giá CSR cao có thể nâng cao uy tín, giảm chi phí vốn và cải thiện hiệu quả tài chính.

Tại Indonesia, mặc dù yêu cầu về CSR đã được luật hóa từ năm 2007, nhưng vẫn còn nhiều tranh luận về tác động của CSRĐ đến hiệu quả kinh doanh. Một số nghiên cứu cho thấy CSRĐ không có tác động đáng kể, trong khi những nghiên cứu khác lại khẳng định tác động tích cực của CSRĐ đến lợi nhuận và mối quan hệ với cổ đông. Tuy nhiên, vẫn còn thiếu các nghiên cứu về mối quan hệ giữa CSRĐ và rủi ro tài chính, đặc biệt trong bối cảnh đại dịch COVID-19.

Khác với các quốc gia như Việt Nam, nơi CSRĐ chủ yếu được thực hiện trên cơ sở tự nguyện và chưa có khung

pháp lý bắt buộc rõ ràng, Indonesia là một trong số ít quốc gia châu Á đã quy định trách nhiệm xã hội doanh nghiệp trong luật kể từ năm 2007. Sự khác biệt này cho thấy Indonesia là một bối cảnh đặc thù, nơi mà các doanh nghiệp vừa chịu áp lực pháp lý, vừa phải phản ứng với kỳ vọng của nhà đầu tư và xã hội về phát triển bền vững. Do đó, việc phân tích tác động của CSRD đến rủi ro tài chính trong bối cảnh Indonesia - đặc biệt là giai đoạn trước và trong đại dịch - không chỉ giúp hiểu rõ hơn hiệu quả của chính sách CSR tại nước này, mà còn cung cấp bằng chứng thực nghiệm có giá trị tham khảo cho các quốc gia đang cân nhắc thể chế hóa trách nhiệm xã hội doanh nghiệp như Việt Nam.

Nghiên cứu này nhằm mục đích lấp đầy khoảng trống đó bằng cách phân tích tác động của CSRD đến rủi ro tài chính của 21 công ty sản xuất niêm yết tại Indonesia trong giai đoạn 2017-2020, tập trung vào tác động của CSRD trước và trong đại dịch. Kết quả nghiên cứu cho thấy, CSRD góp phần đáng kể vào việc giảm rủi ro tài chính trong giai đoạn COVID-19. Do đó, các công ty sản xuất tại Indonesia cần tăng cường công bố CSRD để đảm bảo phát triển bền vững. Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng cung cấp bằng chứng thực tiễn quan trọng cho các nước đang phát triển, đặc biệt là Việt Nam, trong việc xây dựng chính sách thúc đẩy minh bạch và phát triển bền vững trong doanh nghiệp.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM

2.1. Cơ sở lý thuyết

Nghiên cứu này tập trung vào mối quan hệ giữa công bố trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (CSRD) và rủi ro tài chính, dựa trên hai nền tảng lý thuyết: Lý thuyết Các bên liên quan và Lý thuyết Hợp pháp hóa.

Lý thuyết Các bên liên quan, phát triển bởi nghiên cứu [1] và [2], cho rằng doanh nghiệp không chỉ phục vụ lợi ích của cổ đông mà còn phải quan tâm đến nhu cầu và kỳ vọng của các bên liên quan khác như nhân viên, khách hàng, nhà cung cấp, cộng đồng và chính phủ. Việc công bố thông tin trách nhiệm xã hội là một phương tiện quan trọng giúp doanh nghiệp tương tác và tạo dựng niềm tin với các nhóm này, từ đó nâng cao uy tín, thu hút nguồn lực và giảm thiểu rủi ro tài chính.

Lý thuyết Hợp pháp hóa nhấn mạnh rằng doanh nghiệp cần duy trì tính hợp pháp xã hội bằng cách điều chỉnh hoạt động và truyền thông để phù hợp với các chuẩn mực xã hội đang thay đổi [3]. Việc công bố CSRD được xem là một chiến lược chủ động nhằm nâng cao hình ảnh tổ chức, tăng tính minh bạch, và giảm bất cân

xung thông tin - từ đó góp phần làm giảm rủi ro tài chính do mất lòng tin từ thị trường hoặc các bên liên quan.

Việc kết hợp hai lý thuyết này cho phép xây dựng một khung phân tích toàn diện hơn:

- Từ góc nhìn Lý thuyết Các bên liên quan, CSRD là công cụ để doanh nghiệp phản hồi kỳ vọng của các nhóm có ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính. Sự gắn kết với các bên liên quan thông qua CSRD có thể giúp doanh nghiệp phòng ngừa rủi ro tài chính phát sinh từ sự xung đột, mất uy tín hay rút vốn.

- Từ góc nhìn Lý thuyết Hợp pháp hóa, CSRD là một chiến lược truyền thông nhằm duy trì hoặc phục hồi tính chính danh của doanh nghiệp trong xã hội, đặc biệt trong các giai đoạn khủng hoảng như đại dịch COVID-19.

Do đó, trong nghiên cứu này, CSRD vừa là phản ứng chiến lược của doanh nghiệp trước kỳ vọng của các bên liên quan (tính chủ động), vừa là cơ chế để duy trì tính hợp pháp xã hội (tính phản ứng). Việc công bố trách nhiệm xã hội không chỉ củng cố mối quan hệ với các bên liên quan mà còn giúp doanh nghiệp xây dựng "lá chắn hợp pháp hóa" trước các biến động, từ đó giảm thiểu rủi ro tài chính.

Khung lý thuyết tích hợp này giúp lý giải vì sao CSRD có thể đóng vai trò như một công cụ quản trị rủi ro tài chính hiệu quả, đặc biệt trong bối cảnh bất ổn như đại dịch.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

Các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa công bố trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (CSRD) và rủi ro tài chính ghi nhận những kết quả không đồng nhất, phản ánh sự khác biệt về cách đo lường CSR, bối cảnh pháp lý, văn hóa và cơ chế thị trường tại từng quốc gia.

2.2.1. Tác động của CSRD đến rủi ro tài chính

Một nhóm nghiên cứu cho rằng công bố CSR có tác động tích cực đến việc giảm thiểu rủi ro tài chính, thông qua việc nâng cao niềm tin của nhà đầu tư, cải thiện hình ảnh doanh nghiệp và tạo thuận lợi trong quan hệ với các bên liên quan [4-6]. Việc công bố CSR còn góp phần giảm bất cân xứng thông tin, từ đó làm giảm chi phí vốn và tăng khả năng tiếp cận tín dụng.

Tuy nhiên, một nghiên cứu lại cho rằng mối liên hệ giữa CSR và hiệu quả tài chính phụ thuộc vào nhận thức xã hội. McDonald rằng giá trị kinh tế không được tạo ra trực tiếp từ đạo đức kinh doanh, mà phụ thuộc vào nhận thức của các bên liên quan [7].

Từ đó có thể thấy, mối quan hệ giữa CSRD và rủi ro tài chính không chỉ phụ thuộc vào bản thân các hoạt động

CSR, mà còn liên quan đến khung thể chế, môi trường thông tin và mức độ phát triển thị trường tài chính.

2.2.2. Khả năng áp dụng mô hình Z-score nguyên gốc trong bối cảnh Indonesia

Để đo lường rủi ro tài chính, nghiên cứu này sử dụng mô hình Z-score thay vì các mô hình mở rộng sau này (như Z' hoặc Z"). Việc lựa chọn mô hình này được lý giải bởi ba yếu tố:

- Thứ nhất, mô hình Z-score nguyên gốc được thiết kế đặc biệt cho các doanh nghiệp sản xuất niêm yết, tương thích với đặc điểm của 21 doanh nghiệp sản xuất tại Indonesia được chọn trong nghiên cứu này.

- Thứ hai, mô hình Z-score nguyên gốc sử dụng dữ liệu kế toán truyền thống, sẵn có và đáng tin cậy tại các thị trường mới nổi như Indonesia, nơi mà thị trường vốn chưa thực sự hiệu quả và các chỉ tiêu thị trường (market-based indicators) ít có tính phản ánh kịp thời.

- Thứ ba, các mô hình Z' hoặc Z" được phát triển sau này chủ yếu hướng đến các doanh nghiệp tư nhân hoặc phi sản xuất, do đó có thể làm giảm độ chính xác khi áp dụng vào các doanh nghiệp sản xuất niêm yết.

Ngoài ra, các nghiên cứu gần đây tại thị trường Đông Nam Á cũng ghi nhận tính phù hợp của Z-score nguyên gốc khi đo lường rủi ro tài chính cho doanh nghiệp trong môi trường pháp lý và kế toán đang phát triển [8, 9].

2.2.3. Khoảng trống nghiên cứu

Dù có nhiều nghiên cứu ghi nhận mối quan hệ tích cực giữa CSRD và giảm rủi ro tài chính, ít nghiên cứu tập trung vào thị trường Indonesia với đặc thù văn hóa, pháp luật và cơ cấu sở hữu riêng biệt. Đồng thời, việc kết hợp giữa lý thuyết Các bên liên quan và lý thuyết Hợp pháp hóa trong xây dựng khung phân tích CSRD - rủi ro tài chính vẫn còn hạn chế, đặc biệt trong bối cảnh các quốc gia đang phát triển.

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên Lý thuyết Các Bên Liên Quan (Stakeholder Theory) và Lý thuyết Hợp pháp hóa (Legitimacy Theory), nghiên cứu này đề xuất mô hình phân tích tác động của công bố trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (CSRD) đối với rủi ro tài chính (FDR) trong bối cảnh các công ty sản xuất niêm yết tại Indonesia.

Các lý thuyết nền cho thấy rằng doanh nghiệp, để duy trì sự tồn tại và đạt được hiệu quả dài hạn, cần cân bằng giữa lợi ích tài chính và các giá trị xã hội được các bên liên quan kỳ vọng. Trong đó, công bố thông tin CSR

được xem là một công cụ quan trọng để doanh nghiệp củng cố tính hợp pháp xã hội và tăng cường mối quan hệ với các nhóm lợi ích như nhà đầu tư, chính phủ, cộng đồng và người tiêu dùng - từ đó làm giảm thiểu rủi ro tài chính phát sinh từ khủng hoảng hình ảnh, mất niềm tin hoặc chế tài pháp lý.

Mô hình hồi quy:

$$FDR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IND_{i,t} + \beta_2 BSI_{i,t} + \beta_3 CEOD_{i,t} + \beta_4 CSR_{i,t} + \beta_5 COCSR_{i,t} + \beta_6 GROW_{i,t} + \beta_7 PROF_{i,t} + \beta_8 FSIZE_{i,t} + uit$$

Giải thích các biến:

- $FDR_{i,t}$: Rủi ro tài chính của công ty i vào năm t , được đo lường bằng Z-score.

- $IND_{i,t}$: Tính độc lập của cổ đông của công ty i vào năm t , dựa trên Chỉ số Độc lập BvD.

- $BSI_{i,t}$: Quy mô hội đồng quản trị của công ty i vào năm t , đo bằng số lượng thành viên.

- $CEOD_{i,t}$: Biến giả về CEO kiêm Chủ tịch HĐQT của công ty i vào năm t (1 nếu CEO kiêm Chủ tịch; 0 nếu không).

- $CSR_{i,t}$: Mức độ công bố trách nhiệm xã hội doanh nghiệp của công ty i vào năm t .

- $COCSR_{i,t}$: Biến tương tác giữa COVID-19 và CSRD, đo lường tác động của CSRD trong giai đoạn đại dịch (Covid = 1 cho năm 2020-2021; 0 cho các năm khác).

- $GROW_{i,t}$: Cơ hội tăng trưởng của công ty i vào năm t , đo bằng tỷ lệ thay đổi tổng tài sản.

- $PROF_{i,t}$: Khả năng sinh lời của công ty i vào năm t , đo bằng tỷ lệ lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản.

- $FSIZE_{i,t}$: Quy mô doanh nghiệp của công ty i vào năm t , đo bằng log tự nhiên của tổng tài sản (triệu USD).

- uit : Sai số ngẫu nhiên.

- β_0 - β_8 : Các hệ số hồi quy.

- i : đại diện cho các công ty

- t : đại diện cho các năm.

3.2. Dữ liệu

Nghiên cứu lựa chọn 21 công ty sản xuất niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Indonesia (IDX) trong giai đoạn 2019 - 2023. Mẫu được chọn dựa trên các tiêu chí sau:

1. Niêm yết liên tục trong toàn bộ giai đoạn nghiên cứu để đảm bảo tính nhất quán và đầy đủ của dữ liệu tài chính và báo cáo CSR;

2. Hoạt động trong các ngành sản xuất chủ lực, bao gồm thực phẩm, hàng tiêu dùng, hóa chất, dược phẩm và

vật liệu công nghiệp - các lĩnh vực có tác động xã hội và môi trường lớn, thường chịu nhiều kỳ vọng và áp lực công bố thông tin CSR;

3. Có đầy đủ dữ liệu công khai về báo cáo tài chính và CSR, đặc biệt là báo cáo tuân theo hướng dẫn GRI hoặc các tiêu chuẩn tương đương.

Mặc dù số lượng công ty có vẻ nhỏ, nhưng các công ty được chọn chiếm tỷ trọng cao về vốn hóa thị trường và doanh thu trong ngành sản xuất tại Indonesia, do đó có thể coi là đại diện cho nhóm doanh nghiệp sản xuất lớn và có ảnh hưởng tại quốc gia này.

Dữ liệu bảng hàng năm (ngoại trừ CSRD) được thu thập từ cơ sở dữ liệu Orbis, một nguồn thông tin tài chính uy tín. Dữ liệu về công bố trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (CSR) được lấy từ nghiên cứu của Cahyaningsih và Septyaweni [10].

Biến phụ thuộc của nghiên cứu là rủi ro tài chính (FDR), được đo lường bằng Z-score của Altman. Công thức Z-score như sau:

$$Z = 1,2A + 1,4B + 3,3C + 0,6D + E$$

Trong đó:

- A: (Tài sản ngắn hạn - Nợ ngắn hạn) / Tổng tài sản
- B: Lợi nhuận giữ lại / Tổng tài sản
- C: EBIT / Tổng tài sản
- D: Giá trị thị trường vốn cổ phần / Tổng nợ
- E: Doanh thu / Tổng tài sản

Z-score là một công cụ đáng tin cậy để dự đoán khả năng phá sản và đánh giá sức khỏe tài chính của doanh nghiệp. Mô hình này có độ chính xác cao, đặc biệt là trong lĩnh vực sản xuất. Mô hình này được lựa chọn do có các ưu điểm sau:

- Được phát triển cho các công ty sản xuất niêm yết, tương thích với mẫu nghiên cứu;
- Sử dụng các biến kế toán có sẵn và đáng tin cậy, phù hợp với bối cảnh các thị trường mới nổi như Indonesia, nơi dữ liệu thị trường còn nhiều hạn chế;
- Được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu quốc tế và có độ tin cậy thực nghiệm cao.

Z-score có thể được diễn giải như sau:

- $Z < 1,81$: Doanh nghiệp gặp nguy hiểm tài chính nghiêm trọng.
- $1,81 \leq Z \leq 2,99$: Doanh nghiệp nằm trong vùng rủi ro.
- $Z > 2,99$: Doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh.

Việc sử dụng Z-score trong nghiên cứu này cho phép đánh giá chính xác tác động của CSRD đối với rủi ro tài

chính của các công ty sản xuất tại Indonesia. Tuy nhiên, việc sử dụng Z-score cũng tồn tại một số giới hạn:

1. Z-score phản ánh rủi ro tài chính dựa trên các chỉ tiêu kế toán, nên có thể chậm phản ánh các thay đổi nhanh chóng trên thị trường, đặc biệt trong giai đoạn bất ổn;
2. Mô hình gốc được xây dựng dựa trên dữ liệu tại Mỹ trong thập niên 1960, nên có thể chưa phản ánh đầy đủ các yếu tố rủi ro mang tính chất địa phương, đặc biệt là trong bối cảnh kinh tế, pháp lý và kế toán khác biệt tại Indonesia;
3. Z-score không tính đến các yếu tố phi tài chính như quản trị doanh nghiệp, yếu tố môi trường và xã hội - đây lại là những khía cạnh quan trọng trong nghiên cứu tác động của CSRD.

Để khắc phục phần nào giới hạn này, nghiên cứu kết hợp thêm các biến kiểm soát như quy mô công ty, đòn bẩy tài chính, và hiệu quả sinh lời nhằm tăng độ chính xác khi kiểm định tác động của CSRD đến rủi ro tài chính.

CSRD (Công bố Trách nhiệm Xã hội Doanh nghiệp)

Công bố trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (CSRD) là quá trình doanh nghiệp công khai các sáng kiến và kết quả thực hiện trách nhiệm xã hội, bao gồm thông tin về tác động môi trường, đóng góp xã hội và hiệu quả kinh tế. Mục tiêu là cung cấp cái nhìn toàn diện về nỗ lực hoạt động có trách nhiệm và bền vững của doanh nghiệp.

Việc đo lường CSRD đòi hỏi sử dụng các khung tiêu chuẩn và chỉ số để đánh giá mức độ và chất lượng công bố, đảm bảo tính chính xác và đầy đủ của thông tin.

Trong nghiên cứu này, dữ liệu CSRD được lấy từ nghiên cứu [10]. CSRD được đo lường dựa trên các yêu cầu pháp lý tại Indonesia, đặc biệt là quy định của Cơ quan Dịch vụ Tài chính (OJK) theo số hiệu 51/POJK.03/2017. Quy định này đưa ra 67 tiêu chí đánh giá CSRD, bao gồm:

- 27 tiêu chí về thông tin chung.
- 40 tiêu chí về hiệu suất bền vững, chia thành:
 - 7 tiêu chí về khía cạnh kinh tế.
 - 15 tiêu chí về khía cạnh xã hội.
 - 18 tiêu chí về khía cạnh môi trường.

4. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

4.1. Mô tả dữ liệu

Thống kê mô tả dữ liệu

Thống kê mô tả của các biến được trình bày trong bảng 1, cung cấp cái nhìn tổng quan về đặc điểm của dữ liệu.

• **Z-score (Rủi ro tài chính):** Giá trị trung bình là 8,55, cho thấy các công ty có rủi ro tài chính tương đối thấp. Tuy nhiên, độ lệch chuẩn cao (7,78) và phạm vi biến động rộng (0,91 - 39,92) cho thấy sự khác biệt đáng kể về rủi ro tài chính giữa các công ty.

• **CSRD (Công bố trách nhiệm xã hội doanh nghiệp):** Giá trị trung bình là 0,64, cho thấy mức độ thực hiện CSRD khá cao. Phạm vi biến động (0,48 - 0,85) và độ lệch chuẩn (0,08) cho thấy sự khác biệt vừa phải giữa các công ty.

• **OCSR (CSRD trong giai đoạn COVID -19):** Được tính bằng biến tương tác giữa CSRD và biến COVID-19.

• **IND (Tính độc lập của cổ đông):** Giá trị trung bình là 3,56, với phạm vi biến động lớn (2 - 10) và độ lệch chuẩn cao (2,54), cho thấy sự khác biệt đáng kể về tính độc lập của cổ đông.

• **BS (Quy mô hội đồng quản trị):** Giá trị trung bình là 5,21, với phạm vi biến động (2 - 10) và độ lệch chuẩn (2,32) cho thấy sự khác biệt đáng kể về quy mô hội đồng quản trị.

• **CEOD (CEO kiêm Chủ tịch HĐQT):** Giá trị trung bình là 0,78, cho thấy phần lớn các công ty có CEO kiêm Chủ tịch HĐQT.

• **GROW (Cơ hội tăng trưởng):** Giá trị trung bình là 0,06, với phạm vi biến động rộng (-0,23 - 0,62) và độ lệch chuẩn (0,13) cho thấy sự khác biệt đáng kể về cơ hội tăng trưởng.

• **PROF (Khả năng sinh lời):** Giá trị trung bình là 0,16, với phạm vi biến động rộng (-0,24 - 0,71) và độ lệch chuẩn (0,17) cho thấy sự khác biệt đáng kể về khả năng sinh lời.

• **FSIZE (Quy mô doanh nghiệp):** Giá trị trung bình là 5,89, với phạm vi biến động (3,53 - 8,66) và độ lệch chuẩn (1,57) cho thấy sự khác biệt đáng kể về quy mô doanh nghiệp.

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Variable	Mean	SD	Min	Max
ZSCORE	8,554	7,775	0,906	39,915
CSRD	0,641	0,081	0,478	0,851
COCSR	0,0108	0,226	0,000	0,672
IND	3,561	2,538	2,000	10,000
BS	5,205	2,321	2,000	10,000
CEOD	0,780	0,416	0,000	1,000
GROW	0,059	0,130	-0,230	0,625
PROF	0,163	0,167	-0,244	0,708
FSIZE	5,885	1,574	3,526	8,655

Nguồn: Tính toán của tác giả

Ma trận tương quan trong bảng 2 cho thấy tất cả các hệ số tương quan đều dưới 0,8, cho thấy không có hiện tượng đa cộng tuyến đáng kể giữa các biến.

Bảng 2. Ma trận tương quan của các biến nghiên cứu

Variable	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) ZSCORE	1,000								
(2) CSRD	0,318	1,000							
(3) COCSR	-0,090	-0,408	1,000						
(4) IND	-0,145	-0,028	-0,083	1,000					
(5) BS	-0,064	-0,042	0,029	0,392	1,000				
(6) CEOD	-0,169	0,029	-0,081	0,328	0,334	1,000			
(7) GROW	-0,203	0,241	-0,165	0,073	0,065	0,017	1,000		
(8) PROF	0,742	0,289	-0,056	-0,250	0,005	-0,502	0,015	1,000	
(9) FSIZE	0,314	-0,068	0,121	0,091	0,602	0,130	0,096	0,311	1,000

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.2. Ảnh hưởng của CSRD đến FDR

Nghiên cứu tiến hành ước lượng mô hình hồi quy bằng ba phương pháp phổ biến cho dữ liệu bảng: mô hình bình phương tối thiểu tổng hợp (POLS), mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM). Để lựa chọn mô hình phù hợp nhất, các kiểm định thống kê được thực hiện:

• Kiểm định F (POLS so với FEM)

• Kiểm định Breusch-Pagan Lagrange (POLS so với REM)

• Kiểm định Hausman (FEM so với REM)

Kết quả kiểm định cho thấy mô hình hiệu ứng cố định (FEM) là phù hợp nhất cho dữ liệu nghiên cứu.

Tiếp theo, nghiên cứu kiểm tra các vấn đề thống kê của mô hình FEM. Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi ($\text{Prob} > \chi^2 = 0,0455 < 0,05$) và kiểm định tự tương quan ($\text{Prob} > F = 0,0000 < 0,05$) đều cho thấy sự tồn tại của các vấn đề này trong mô hình FEM.

Bảng 3. Kết quả mô hình sau khi điều chỉnh tự tương quan và phương sai không đồng nhất

ZSCORE	Coefficient	Std.err.	z	P> z	[95% conf. interval]
CSRD	-3,771	0,519	-7,26	0,000	-4,790 -2,752
COCSR	1,335	0,259	5,15	0,000	0,827 1,843
IND	-0,288	0,018	-15,79	0,000	-0,324 -0,253
BS	0,086	0,092	0,94	0,345	-0,093 0,267
CEOD	2,216	0,512	4,33	0,000	1,211 3,220
GROW	-1,813	0,407	-4,45	0,000	-2,610 -1,015

PROF	18,949	0,997	18,99	0,000	16,993	20,905
FSIZE	-0,404	0,139	-2,91	0,004	-0,676	-0,131
_cons	5,191	0,862	6,02	0,000	3,500	6,882

Nguồn: Tính toán của tác giả

Để khắc phục các vấn đề về phương sai sai số thay đổi và tự tương quan, nghiên cứu áp dụng mô hình bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS). Kết quả của mô hình FGLS sau khi điều chỉnh được trình bày trong bảng 3.

4.3. Kết quả hồi quy FGLS

Kết quả hồi quy FGLS trong bảng 3 cho thấy mối quan hệ giữa các biến được thể hiện qua phương trình sau:

$$Z\text{-score} = 5,191628 - 3,771782\text{CSR} + 1,335425\text{COCSR} - 0,2889559\text{IND} + 2,216375\text{CEOD} - 1,813094\text{GROW} + 18,94941\text{PROF} - 0,4043258\text{FSIZE}$$

Phương trình này cho thấy:

- Hằng số: Giá trị 5,191628 là giá trị của Z-score khi tất cả các biến độc lập đều bằng 0.
- CSR (Công bố Trách nhiệm Xã hội Doanh nghiệp): Hệ số -3,771782 cho thấy CSR có tác động tiêu cực đến Z-score. Điều này có nghĩa là khi CSR tăng, rủi ro tài chính (Z-score) giảm.
- COCSR (Tương tác COVID-19 và CSR): Hệ số 1,335425 cho thấy tác động của CSR trong giai đoạn COVID-19.
- IND (Tính độc lập của cổ đông): Hệ số -0,2889559 cho thấy tính độc lập của cổ đông có tác động tiêu cực đến Z-score.
- CEOD (CEO kiêm Chủ tịch HĐQT): Hệ số 2,216375 cho thấy việc CEO kiêm Chủ tịch HĐQT có tác động tích cực đến Z-score.
- GROW (Cơ hội tăng trưởng): Hệ số -1,813094 cho thấy cơ hội tăng trưởng có tác động tiêu cực đến Z-score.
- PROF (Khả năng sinh lời): Hệ số 18,94941 cho thấy khả năng sinh lời có tác động tích cực lớn đến Z-score.
- FSIZE (Quy mô doanh nghiệp): Hệ số -0,4043258 cho thấy quy mô doanh nghiệp có tác động tiêu cực đến Z-score.

4.4. Thảo luận

Kết quả ước lượng cho thấy sáu biến số CSR, IND, CEOD, GROW, PROF và FSIZE có mối quan hệ ý nghĩa thống kê với rủi ro tài chính (FDR) của các công ty sản xuất niêm yết tại Indonesia. Trong đó, CEOD và PROF có tác động tích cực đến Z-score, trong khi bốn biến còn lại (CSR, IND, GROW và FSIZE) có mối quan hệ tiêu cực với

Z-score. Biến BS không cho thấy mối quan hệ ý nghĩa thống kê với FDR.

Công bố trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (CSR)

Kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ nghịch biến giữa mức độ công bố trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (CSR) và chỉ số Z-score trong giai đoạn trước đại dịch COVID-19. Cụ thể, khi mức độ CSR tăng, Z-score giảm, phản ánh nguy cơ tài chính gia tăng. Trong khi đó, trong giai đoạn đại dịch, biến số tương tác COCSR lại có tác động tích cực đến Z-score, cho thấy việc công bố CSR trong khủng hoảng giúp doanh nghiệp giảm rủi ro tài chính. Sự khác biệt này có thể được lý giải từ ba khía cạnh: chi phí thực hiện CSR, giai đoạn phát triển của CSR tại Indonesia, và thay đổi trong nhận thức xã hội.

Trong điều kiện bình thường, việc gia tăng mức độ công bố CSR thường đi kèm với các chi phí đáng kể cho doanh nghiệp, bao gồm: đầu tư vào công nghệ thân thiện môi trường, các chương trình cộng đồng, hệ thống báo cáo minh bạch, và đào tạo nội bộ. Theo Lý thuyết Các Bên Liên Quan, doanh nghiệp cần đáp ứng kỳ vọng ngày càng cao từ xã hội, nhưng trong bối cảnh nguồn lực tài chính hạn chế, các khoản chi cho CSR có thể làm gia tăng áp lực chi phí và giảm lợi nhuận ngắn hạn, từ đó dẫn đến Z-score thấp hơn - nghĩa là tăng rủi ro tài chính.

Điều này càng rõ nét hơn trong bối cảnh Indonesia là quốc gia đang phát triển, nơi phần lớn doanh nghiệp còn ở giai đoạn đầu triển khai CSR. Các chương trình CSR tại đây chủ yếu mang tính hình thức, tự nguyện và chưa gắn chặt với chiến lược kinh doanh cốt lõi. Do đó, chi phí bỏ ra lớn nhưng lợi ích mang lại còn hạn chế, chưa đủ để cải thiện hiệu quả tài chính hay giá trị doanh nghiệp trong ngắn hạn. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu [11] cho rằng CSR có thể làm giảm lợi nhuận kế toán và giá trị cổ phiếu nếu doanh nghiệp chưa xây dựng được chiến lược CSR hiệu quả.

Ngược lại, trong thời kỳ đại dịch COVID-19, CSR lại có tác động tích cực đến Z-score, tức là làm giảm rủi ro tài chính. Kết quả này phản ánh một sự chuyển biến mạnh mẽ trong vai trò của CSR trong giai đoạn khủng hoảng, khi doanh nghiệp đối mặt với sự gián đoạn chuỗi cung ứng, sụt giảm nhu cầu và mất lòng tin của công chúng.

Trong bối cảnh đó, các hành động CSR mang tính nhân văn, minh bạch và kịp thời - như hỗ trợ cộng đồng, bảo vệ nhân viên, đóng góp y tế - được xem là tín hiệu cam kết lâu dài và trách nhiệm xã hội, giúp doanh nghiệp giữ vững hình ảnh, nâng cao uy tín và thu hút sự ủng hộ của nhà đầu tư, khách hàng và cơ quan quản lý. Theo Lý thuyết Hợp pháp hóa, việc doanh nghiệp chủ động công

bổ CSR trong khủng hoảng không chỉ giúp duy trì tính chính danh xã hội, mà còn là cách linh hoạt để quản trị rủi ro phi tài chính.

Kết quả này cũng phù hợp với các nghiên cứu thực nghiệm [9], cho thấy trong khủng hoảng, CSRD có thể trở thành công cụ bảo vệ giá trị doanh nghiệp, giúp giảm thiểu rủi ro tài chính và nâng cao năng lực phục hồi.

Sự khác biệt về tác động của CSRD trong hai giai đoạn cho thấy rằng CSR không phải là một chiến lược “chi phí - lợi ích” đơn giản, mà là một công cụ chiến lược mang tính bối cảnh. Trong điều kiện bình thường, nếu thiếu sự tích hợp hiệu quả vào chiến lược kinh doanh, CSRD có thể trở thành gánh nặng chi phí. Ngược lại, trong giai đoạn khủng hoảng, khi các giá trị xã hội được ưu tiên và các bên liên quan trở nên nhạy cảm hơn với đạo đức doanh nghiệp, CSRD trở thành yếu tố then chốt giúp tăng cường lòng tin và giảm thiểu rủi ro.

Cổ đông độc lập (IND)

IND có mối quan hệ nghịch biến với Z-score. Khi tỷ lệ cổ đông độc lập tăng, Z-score giảm. Điều này có nghĩa là doanh nghiệp có thể đối mặt với nguy cơ rủi ro tài chính cao hơn khi tỷ lệ cổ đông độc lập tăng. Theo [12], nguyên nhân có thể do các thành viên độc lập trong hội đồng quản trị thiếu hiểu biết sâu sắc về hoạt động kinh doanh cụ thể của doanh nghiệp, dẫn đến việc ra quyết định chiến lược không phù hợp và làm suy giảm hiệu quả tài chính.

Vai trò kép của CEO (CEOD)

CEOD có mối quan hệ thuận biến với Z-score. Khi CEOD tăng, Z-score tăng. Điều này cho thấy vai trò kép của CEO, khi vừa là CEO vừa là Chủ tịch hội đồng quản trị, có thể mang lại sự ổn định và nhất quán trong quản trị doanh nghiệp. Nghiên cứu [13] cũng khẳng định rằng vai trò kép này giúp tối ưu hóa quyết định, tiết kiệm chi phí và cải thiện hiệu quả hoạt động.

Cơ hội tăng trưởng (GROW)

GROW có mối quan hệ nghịch biến với Z-score. Khi tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp tăng, Z-score giảm. Theo nghiên cứu [14], các doanh nghiệp tăng trưởng nhanh thường đối mặt với áp lực tài chính lớn, đặc biệt trong việc quản lý dòng tiền và vốn. Tăng trưởng nhanh có thể gây áp lực lên cân bằng nợ và vốn chủ sở hữu, đặc biệt trong thời kỳ khó khăn hoặc suy thoái kinh tế, dẫn đến tăng nguy cơ rủi ro tài chính.

Khả năng sinh lời (PROF)

PROF có mối quan hệ thuận biến với Z-score. Khi khả năng sinh lời tăng, Z-score tăng, nghĩa là doanh nghiệp

có sức khỏe tài chính tốt hơn. Nghiên cứu [15] nhấn mạnh rằng lợi nhuận cao giúp doanh nghiệp có nguồn lực tài chính để đầu tư, trả nợ và cải thiện ổn định tài chính, qua đó giảm nguy cơ rủi ro tài chính.

Quy mô doanh nghiệp (FSIZE)

FSIZE có mối quan hệ nghịch biến với Z-score, tức là khi quy mô doanh nghiệp tăng, Z-score giảm. Dirman cho rằng các doanh nghiệp nhỏ thường có năng lực tài chính tốt hơn và Z-score cao hơn so với các doanh nghiệp lớn [16]. Quy mô tài sản lớn có thể làm tăng khả năng trả nợ trong tương lai, nhưng đồng thời cũng tạo ra áp lực lớn về quản lý tài chính, đặc biệt trong giai đoạn khó khăn.

5. KẾT LUẬN

Trong bối cảnh đại dịch COVID-19, tác động của công bố trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (CSRD) đến rủi ro tài chính (FDR) của các công ty tại Indonesia trở nên rõ ràng hơn. Nghiên cứu trên 21 công ty sản xuất cho thấy CSRD ban đầu làm tăng FDR, nhưng trong đại dịch, CSRD lại giúp giảm thiểu rủi ro.

Để nâng cao chỉ số CSRD cho các doanh nghiệp tại Indonesia và Việt Nam, cần xây dựng một chiến lược CSRD rõ ràng và cụ thể, bao gồm các cam kết và tiêu chuẩn về trách nhiệm xã hội, đồng thời làm rõ các tác động xã hội và môi trường từ hoạt động kinh doanh, đảm bảo tuân thủ các quy định pháp luật và tiêu chuẩn xã hội. Việc cung cấp thông tin đầy đủ, chính xác và minh bạch về hoạt động môi trường, sáng kiến y tế và giáo dục, tiến độ và kết quả công bố CSRD là rất quan trọng, cùng với việc báo cáo CSRD định kỳ theo tiêu chuẩn quốc tế như GRI để đảm bảo tính khách quan. Hợp tác với các tổ chức và chương trình CSR uy tín giúp chia sẻ nguồn lực và học hỏi kinh nghiệm, trong khi khuyến khích sự tham gia của khách hàng, người tiêu dùng và các bên liên quan vào các hoạt động xã hội như quyên góp, sản phẩm có trách nhiệm xã hội, hoặc chia sẻ thông tin về đạo đức và môi trường cũng là một phương pháp hiệu quả để nâng cao việc công bố CSRD.

Phụ lục. Danh sách các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu

STT	Mã chứng khoán	Tên công ty
1	PEHA	PT. Phapros tbk
2	SIDO	PT. Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk
3	VOKS	PT. Voksel Electric Tbk
4	UNVR	PT. Unilever Indonesia Tbk
5	MLBI	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk

6	HMSP	PT. HM Sampoerna Tbk
7	MBTO	PT. Martina Berto Tbk
8	CPIN	PT. Charoen Phokphand Indonesia Tbk
9	KLBF	PT. Kalbe Farma Tbk
10	SMGR	PT. Semen Indonesia Tbk
11	BELL	PT. Trisula Textile Industries Tbk
12	KINO	PT. Kino Indonesia Tbk
13	BUDI	PT. Budi Starch & Sweetener Tbk
14	ADES	PT. Akasha Wira International Tbk
15	DLTA	PT. Delta Jakarta Tbk
16	PSDN	PT. Prasadha Aneka Niaga Tbk
17	CEKA	PT. Wilmar Cahaya Indonesia Tbk
18	MYOR	PT Mayora Indah Tbk
19	STTP	PT. Siantar Top Tbk
20	TBLA	PT. Tunas Baru Lampung Tbk
21	GGRM	PT. Gudang Garam Tbk

Nguồn: Theo tổng hợp của tác giả

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Rhenman E., *Företagsdemokrati och företagsorganisation*. SAF Norstedt, 1964.
- [2]. Freeman R.E., *Strategic management: A stakeholder approach*. Massachusetts: Pitman, 1984.
- [3]. Lindblom C.K., "The Implications of Organizational Legitimacy for Corporate Social Performance and Disclosure," in *Critical Perspectives on Accounting Conference*, New York, 1994.
- [4]. Van der Laan Smith J., Adhikari A., Tondkar R.H., "Exploring differences in social disclosures internationally: A stakeholder perspective," *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(2), 123-151, 2005.
- [5]. Sunday K., Adekunle O., Michael A., "The Effect of Corporate Board Size on Financial Performance of Nigerian Listed Firms," *Nigerian Journal of Management Sciences*, 6 (1), 2017.
- [6]. Talpur S., Nadeem M., Roberts H., "Corporate social responsibility decoupling: A systematic literature review and future research agenda," *Journal of Applied Accounting Research*, 25(4), 878-909, 2024.

[7]. McDonald L.M., Rundle-Thiele S., "Corporate social responsibility and bank customer satisfaction: a research agenda," *International Journal of Bank Marketing*, 26(3), 170-182, 2008.

[8]. Nguyen T. H., Vu Q. T., Nguyen D. M., Le H. L., "Factors influencing corporate social responsibility disclosure and its impact on financial performance: The case of Vietnam," *Sustainability*, 13(15), 8197, 2021.

[9]. Tarighi H., Appolloni A., Shirzad A., Azad A., "Corporate Social Responsibility Disclosure (CSRD) and financial distressed risk (FDR): Does institutional ownership matter," *Sustainability*, 14(2), 742, 2022.

[10]. Cahyaningsih C., Septyaweni A., "Corporate Social Responsibility disclosure before and during the COVID-19 pandemic," *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 11-22, 2022.

[11]. Nguyen N.T., "The effect of Corporate Social Responsibility Disclosure on financial performance: Evidence from credit institutions in Vietnam," *Asian Social Science*, 14, (4), 109-122, 2018.

[12]. Tao Q., Liu M., Feng Q., Zhu Y., "How do institutional investors affect corporate performance? evidence from private placements in China," *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(15), 3454-3469, 2018.

[13]. Miglani S., Ahmed K., Henry D., "Voluntary corporate governance structure and financial distress: Evidence from Australia," *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(1), 18-30, 2015.

[14]. Yahya A., Asiah N., Nurjanah R., "Tax avoidance in relationship on capital intensity, growth opportunities, financial distress and accounting conservatism," *Journal of Business Management and Economic Development*, 1(02), 154-165, 2023.

[15]. Masdupi E., Tasman A., Davista A., "The influence of liquidity, leverage and profitability on financial distress of listed manufacturing companies in Indonesia," in *Proceedings of the First Padang International Conference on Economics Education, Economics, Business and Management, Accounting and Entrepreneurship (PICEEBA 2018)*, 2018.

[16]. Dirman A., "Financial distress: the impacts of profitability, liquidity, leverage, firm size, and free cash flow," *International Journal of Business, Economics and Law*, 22(1), 17-25, 2020.

AUTHOR INFORMATION

Tran Nguyen Phuoc Thong

Faculty of Finance - Accounting, Van Hien University, Vietnam