

TÁC ĐỘNG CỦA MỨC ĐỘ CÔNG BỐ THÔNG TIN MÔI TRƯỜNG, XÃ HỘI VÀ QUẢN TRỊ (ESG) ĐẾN RỦI RO VỠ NỢ CỦA DOANH NGHIỆP

THE IMPACT OF ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE (ESG) DISCLOSURE ON FIRM'S DEFAULT RISK

Ngày nhận bài: 18/07/2024

Ngày nhận bản sửa: 12/09/2024

Ngày chấp nhận đăng: 15/09/2024

Hồ Thị Hải Ly[✉]

TÓM TẮT

Nghiên cứu này đánh giá tác động của mức độ công bố thông tin ESG đến rủi ro vỡ nợ của các doanh nghiệp đang hoạt động ở 31 quốc gia trên thế giới trong giai đoạn 2004 – 2018. Sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng, nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp công bố nhiều thông tin ESG hơn có xu hướng đối mặt với ít rủi ro vỡ nợ hơn. Kết quả này được kiểm tra độ tin cậy bằng cách sử dụng các đo lường khác nhau của công bố ESG và rủi ro vỡ nợ, cũng như sử dụng phương pháp ước lượng GMM hệ thống để giải quyết vấn đề nội sinh. Kết quả nghiên cứu cung cấp các hàm ý chính sách quan trọng cho nhà quản trị doanh nghiệp, nhà đầu tư, các bên cho vay và cơ quan chính phủ ban hành chính sách.

Từ khóa: Mức độ công bố thông tin ESG; rủi ro vỡ nợ.

ABSTRACT

This study investigates the impact of ESG disclosure on the default risk of firms operating in 31 countries around the world during the period 2004-2018. Using a panel regression model, the study shows that firms that disclose more ESG information tend to face lower default risk. The robustness of this finding is confirmed by using alternative measures of ESG disclosure and default risk, as well as using a system GMM estimation method to address the endogeneity problem. The results provide important policy implications for corporate managers, investors, lenders, and government policy makers.

Keywords: ESG disclosure; default risk.

1. Giới thiệu

Gần đây, việc công bố thông tin phi tài chính của các doanh nghiệp đã thu hút được sự chú ý đáng kể từ các cơ quan quản lý, nhà quản trị, nhà đầu tư và cả học giả. Nhằm tăng cường hơn nữa sự minh bạch của doanh nghiệp, một trong những thông tin phi tài chính quan trọng được công bố có thể kể đến là thông tin về các hoạt động môi trường, xã hội và quản trị doanh nghiệp (ESG). Hơn bao giờ hết, các công ty hiện đang phải đối mặt với ngày càng nhiều yêu cầu công bố thông tin liên quan đến các yếu tố ESG (KPMG, 2019) khi nhu cầu về đa dạng giới tính, đối xử có đạo đức với nhân viên và quan tâm đến môi trường ngày càng tăng. Theo đó, việc công bố thông

tin phi tài chính của doanh nghiệp như một công cụ để giảm thiểu thông tin bất đối xứng và xung đột lợi ích giữa các nhà quản lý và các bên liên quan ở các doanh nghiệp.

Rủi ro doanh nghiệp là một khái niệm rộng bao gồm cả rủi ro hệ thống và phi hệ thống. Trong số các rủi ro phi hệ thống, rủi ro vỡ nợ có tác động lâu dài và bất lợi đến triển vọng tăng trưởng và thu nhập của công ty; do đó, nó đòi hỏi một cách tiếp cận toàn diện và chủ động. Laryea và cộng sự (2010) chỉ ra

Hồ Thị Hải Ly, Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

✉Email: lyth@due.edu.vn

rằng các doanh nghiệp có thể tự bảo vệ mình tránh khỏi các vấn đề bất ổn tài chính và duy trì sự tồn tại lâu dài bằng cách quản lý rủi ro vỡ nợ thành công. Các nghiên cứu trước cho thấy hoạt động ESG có khả năng giảm thiểu đáng kể rủi ro của công ty bằng cách tăng cường giá trị công ty và giúp doanh nghiệp tiếp cận tài chính thuận lợi hơn trong cả hiện tại và tương lai. Tham gia nhiều vào hoạt động ESG giúp tăng cường mối quan hệ với các bên hữu quan cũng như gia tăng khả năng phục hồi và thích ứng của công ty trước những cú sốc của môi trường bên ngoài, theo đó góp phần giảm thiểu toàn diện rủi ro chung của công ty (Barsky và O'Sullivan, 2021). Một số nghiên cứu trước đây đã khám phá mối quan hệ giữa thực hành ESG và rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các nghiên cứu trước tập trung chủ yếu vào mức độ thực hiện ESG của công ty và kết quả nghiên cứu cũng còn chưa đồng nhất. Do đó, để bổ sung vào lý thuyết ESG hiện tại, nghiên cứu này kiểm tra thực nghiệm tác động của mức độ công bố thông tin ESG đến rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp.

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu từ 31 quốc gia trên thế giới trong giai đoạn từ 2004 đến 2018 với dữ liệu về mức độ công bố thông tin ESG được thu thập từ cơ sở dữ liệu Bloomberg và Thomson Reuter Asset4. Phù hợp với các nghiên cứu trước (Habermann và Fischer, 2023; Boubaker và cộng sự, 2020), rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp được đo lường bằng cách sử dụng điểm Z (Altman, 1968). Đây là thước đo đáng tin cậy và dễ tính toán được sử dụng để đánh giá xác suất vỡ nợ của một công ty (Altman và cộng sự, 2017). Như kỳ vọng, kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng các doanh nghiệp có mức độ công bố thông tin ESG càng cao có rủi ro vỡ nợ càng thấp. Để chắc chắn hơn, nghiên cứu này cũng đã sử dụng thước đo thay thế về khả năng phá sản như khoảng cách đến ngưỡng vỡ nợ (DTD) của Merton (1974) được thu thập trực tiếp từ

Credit Research Initiative-CRI. Ngoài ra, nhiều biện pháp kiểm tra độ nhạy khác nhau cũng được kết hợp để đánh giá mức độ chắc chắn của kết quả nghiên cứu. Theo đó, nghiên cứu đóng góp đáng kể vào cơ sở lý thuyết hiện tại về công bố thông tin ESG và rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cũng mang đến nhiều hàm ý chính sách cho nhà quản trị doanh nghiệp, nhà đầu tư, các bên cho vay và các cơ quan chính phủ.

2. Tổng quan lý thuyết

Rủi ro vỡ nợ đề cập đến rủi ro mà người cho vay gặp phải trong trường hợp công ty không thực hiện thanh toán theo hợp đồng đối với nghĩa vụ nợ của mình (Vassalou và Xing, 2004). Rủi ro vỡ nợ là dấu hiệu quan trọng để đánh giá hiệu quả hoạt động của một công ty (Ho và cộng sự, 2020). Một số nghiên cứu trước đã phân tích mối quan hệ giữa việc thực hành ESG và các loại rủi ro khác nhau của doanh nghiệp như rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu (Kim và cộng sự, 2014), rủi ro hoạt động (Maloni và Brown, 2006), rủi ro danh tiếng (Jizi và cộng sự, 2014), rủi ro thanh khoản (Pan, 2020) và rủi ro pháp lý (Godfrey và cộng sự, 2009). Đặc biệt, một số nghiên cứu tập trung vào ảnh hưởng của ESG đến rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp. Chẳng hạn, Boubaker và cộng sự (2020) gợi ý rằng các doanh nghiệp thực hành ESG tốt có thể nhận được sự ủng hộ nhiều hơn từ các bên hữu quan, vì vậy có khả năng tiếp cận vốn dễ dàng hơn, có xu hướng duy trì tình hình tài chính vững chắc hơn, từ đó có thể giúp giảm khả năng vỡ nợ của doanh nghiệp. Mặc dù các quy định về công bố ESG yêu cầu doanh nghiệp phải công khai các hoạt động liên quan đến môi trường, xã hội và quản trị của mình hơn là buộc doanh nghiệp phải thay đổi các hành vi hướng tới bảo vệ môi trường và xã hội, không thể phủ nhận rằng áp lực minh bạch có thể khiến các doanh nghiệp cải thiện hiệu suất ESG của mình. Các quy định về công bố thông tin ESG buộc doanh

ngành phải chịu sự giám sát ngày càng tăng của các bên liên quan. Các quy định này có thể cải thiện tính minh bạch và thúc đẩy các công ty tham gia vào các hoạt động xã hội và môi trường (Roy và cộng sự, 2022). Theo đó, các công ty có thể thay đổi hành vi của mình và đầu tư vào các dự án có rủi ro ESG thấp để giảm thiểu khả năng phải đối mặt với các vụ kiện tụng hay trừng phạt của chính phủ có thể làm tăng thiệt hại về tài chính hoặc làm giảm lợi nhuận kỳ vọng từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (Krueger và cộng sự, 2021). Vì vậy, việc công bố các thông tin ESG có thể làm giảm rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp.

Các nghiên cứu trước cũng chỉ ra rằng việc công bố thông tin phi tài chính giúp giảm bớt tình trạng thông tin bất đối xứng và sự không chắc chắn của nhà đầu tư. Thông tin liên quan đến ESG đóng vai trò bổ sung cho thông tin tài chính, góp phần nâng cao tính minh bạch thông tin trên thị trường (Verrecchia, 2001). Bên cạnh đó, thông tin gia tăng được tiết lộ liên quan đến ESG giúp tăng cường cơ chế quản trị doanh nghiệp, giúp cải thiện việc giám sát hành động của các nhà quản lý và giảm chi phí tìm kiếm và thu thập thông tin. Nhiều thông tin hơn về các rủi ro và thực tiễn môi trường và xã hội mà công ty tuân theo có thể giúp các nhà đầu tư xác định chính xác hơn giá trị công ty và hạn chế rủi ro thông tin. Việc cung cấp thông tin cụ thể của công ty cho thị trường sẽ xây dựng lòng tin và lòng trung thành từ các nhà đầu tư, giúp tăng khả năng tiếp cận vốn với chi phí tương đối thấp hơn và giảm chi phí vốn (Cheng và cộng sự, 2014; Cormier và cộng sự, 2010; El Ghouli và cộng sự, 2011). Ứng dụng quan điểm này, Gold và Heikkurinen (2018) chỉ ra rằng việc công bố ESG giúp công ty đáp ứng yêu cầu về giải trình thông tin của các bên hữu quan, tăng cường uy tín và giá trị thương hiệu, và giúp giảm khó khăn về tài chính của công ty. Bằng cách giảm sự bất cân

xung thông tin giữa các nhà quản lý và nhà đầu tư bên ngoài, việc công bố các thông tin ESG cũng có thể giúp giảm bớt rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp.

Từ những lập luận trên, chúng tôi đề xuất giả thuyết sau:

H1. Các doanh nghiệp công bố nhiều thông tin ESG có rủi ro vỡ nợ thấp hơn các doanh nghiệp công bố ít thông tin ESG.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dựa trên các nghiên cứu trước (Ho và cộng sự, 2021; Atif và Ali, 2021), dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau. Cụ thể, các thông tin về công bố ESG được thu thập từ cơ sở dữ liệu Bloomberg và Thomson Reuter Asset4. Dữ liệu về các đặc điểm kế toán của công ty được thu thập từ cơ sở dữ liệu Worldscope. Ngoài ra, thước đo rủi ro vỡ nợ dựa trên thị trường được thu thập từ cơ sở dữ liệu của Credit Research Initiative. Các biến được khử (winsorize) ở phân vị thứ 1 và 99 để loại trừ ảnh hưởng của các quan sát ngoại lai. Mẫu cuối cùng của chúng tôi bao gồm 1.951 công ty với 12.494 quan sát đến từ 31 quốc gia trong giai đoạn 2004 - 2018.

3.2. Các biến chính

Mức độ công bố thông tin ESG: Dữ liệu về công bố thông tin ESG được thu thập từ cơ sở dữ liệu Bloomberg. Bloomberg giám sát việc công bố ESG của hơn 13.000 công ty trên thế giới và đánh giá các công ty hàng năm dựa trên việc họ công bố các mối lo ngại về môi trường, xã hội và quản trị thông qua các nguồn công khai bao gồm báo cáo thường niên, báo cáo phát triển bền vững, nghiên cứu của bên thứ ba, liên hệ trực tiếp, thông cáo báo chí và tin tức truyền thông. Điểm ESG của Bloomberg dao động từ 0,1 đối với các công ty công bố dữ liệu ESG tối thiểu đến 100 đối với những công ty công bố mọi điểm

dữ liệu do Bloomberg thu thập. Điểm số phản ánh chất lượng công bố thông tin hoặc tính minh bạch về các hoạt động ESG bao gồm phát thải khí nhà kính, xử lý chất thải, ô nhiễm, năng lượng tái tạo, quan hệ cộng đồng, các khoản đóng góp, nhân quyền, thù lao người điều hành, quy mô hội đồng quản trị, thù lao nhân viên...

Rủi ro vỡ nợ: Để đo lường rủi ro vỡ nợ, phù hợp với các nghiên cứu trước, trong nghiên cứu này, chúng tôi sử dụng thước đo dựa trên kế toán điểm Z (Altman, 1968; Boubaker và cộng sự, 2020). Đây là thước đo phổ biến nhất đã được xác nhận tính khái quát và phù hợp trong bối cảnh quốc tế:

Điểm $Z = 3,3 \times \text{EBIT}/\text{TS} + 1,0 \times \text{DT}/\text{TS} + 1,4 \times \text{RE}/\text{TS} + 1,2 \times \text{VLĐ}/\text{TS} + 0,64 \times \text{GTTT}/\text{TN}$ (1)

trong đó EBIT là thu nhập trước lãi vay và thuế, DT là tổng doanh thu, RE là thu nhập giữ lại, VLĐ là vốn lưu động, GTTT là vốn hóa thị trường, TN là giá trị sổ sách của tổng nợ và TS là tổng tài sản. Điểm Z càng cao hàm ý rủi ro vỡ nợ càng thấp.

Ngoài ra, để kiểm tra sự chắc chắn của kết quả, chúng tôi cũng sử dụng thước đo rủi ro vỡ nợ dựa trên thị trường (tức là khoảng cách đến lúc vỡ nợ) thu thập từ cơ sở dữ liệu của Credit Research Initiative. Khoảng cách đến ngưỡng vỡ nợ (DTD) tỷ lệ nghịch với rủi ro vỡ nợ, nghĩa là giá trị khoảng cách tới ngưỡng vỡ nợ càng cao cho thấy rủi ro vỡ nợ càng thấp. Để dễ giải thích, chúng tôi nhân điểm Z và DTD với (-1) để đảm bảo rằng thước đo của chúng tôi thể hiện rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp (nghĩa là giá trị cao hơn cho thấy rủi ro vỡ nợ cao hơn).

Các biến kiểm soát: dựa trên các nghiên cứu trước (Boubaker và cộng sự, 2020), nghiên cứu này sử dụng các biến kiểm soát bao gồm quy mô doanh nghiệp (QM) là logarit tự nhiên của tổng tài sản; cơ hội tăng trưởng (TT) là tỷ lệ giá trị sổ sách của tài sản trừ đi giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu cộng

với giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu chia giá trị sổ sách của tài sản; vốn lưu động ròng (VLĐ) là vốn lưu động ròng không bao gồm tiền mặt chia cho tổng tài sản; chi phí vốn (CPV) bằng chi phí vốn chia cho tổng tài sản; đòn bẩy (ĐB) bằng nợ ngắn hạn cộng với nợ dài hạn chia cho tổng tài sản; biến động dòng tiền của ngành (BĐDT) là biến động trung bình trong 5 năm của dòng tiền/tài sản giữa các ngành; chi tiêu R&D (NCPT) là chi phí nghiên cứu và phát triển chia cho doanh thu, với các giá trị còn thiếu được cho bằng 0.

3.3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng để đánh giá tác động của công bố thông tin ESG đến rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp:

$$RRVN_{i,j,t} = \alpha CBESG_{i,j,t} + \beta X_{i,j,t} + \varepsilon_{i,j,t} \quad (2)$$

Trong đó $RRVN_{i,j,t}$ là rủi ro vỡ nợ của công ty i ở quốc gia j năm t ; $CBESG_{i,j,t}$ là mức độ công bố thông tin ESG của công ty i ở quốc gia j năm t ; α và β là các vector hệ số, $X_{i,j,t}$ là vector các biến kiểm soát. Mô hình tác động cố định của công ty (Firm fixed effect – FEM) được sử dụng để kiểm soát các đặc điểm bất biến của doanh nghiệp theo thời gian và khó có thể quan sát được. Biến cố định thời gian cũng được đưa vào mô hình để kiểm soát các thay đổi không quan sát được theo thời gian ở các nước.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả của các biến chính cho toàn bộ mẫu được trình bày ở bảng 1 và trung bình các biến chính cho từng quốc gia trong mẫu được trình bày ở bảng 2. Cụ thể, trung bình một doanh nghiệp có điểm số công bố thông tin ESG là 32,264 với điểm số cao nhất thuộc về Thái Lan và Tây Ban Nha và điểm số thấp nhất thuộc về Singapore và Philipin. Trung

biên điểm số Z của các doanh nghiệp trong mẫu là 1,435 với hai nước có điểm số cao nhất là Indonesia và Thái Lan. Ngoài ra, các giá trị

thống kê mô tả của các biến kiểm soát cũng tương quan với các nghiên cứu trước.

Bảng 1: Thống kê mô tả

| Biến | Trung bình | Trung vị | Độ lệch chuẩn | Giá trị nhỏ nhất | Giá trị lớn nhất |
|-------|------------|----------|---------------|------------------|------------------|
| CBESG | 32,264 | 31,818 | 14,939 | 0,826 | 76,033 |
| Z | 1,435 | 1,480 | 0,920 | -2,773 | 3,759 |
| QM | 15,541 | 15,487 | 1,501 | 11,467 | 19,109 |
| TT | 3,045 | 2,140 | 4,013 | -8,470 | 29,210 |
| VLĐ | 0,303 | 0,186 | 0,481 | -0,185 | 3,321 |
| CPV | 0,044 | 0,036 | 0,035 | 0,002 | 0,197 |
| ĐB | 0,227 | 0,213 | 0,169 | 0,000 | 2,878 |
| BĐDT | 0,032 | 0,029 | 0,022 | 0,000 | 0,283 |
| NCPT | 0,041 | 0,019 | 0,058 | 0,000 | 0,337 |

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 2: Thống kê mô tả cho các quốc gia trong mẫu

| Quốc gia | CBESG | Z | QM | TT | VLĐ | CPV | ĐB | BĐDT | NCPT |
|-------------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Úc | 24,783 | 0,913 | 14,051 | 3,697 | 0,354 | 0,059 | 0,198 | 0,043 | 0,030 |
| Áo | 36,230 | 1,550 | 16,042 | 1,657 | 0,163 | 0,060 | 0,237 | 0,019 | 0,006 |
| Bi | 40,452 | 1,493 | 15,694 | 2,019 | 0,302 | 0,037 | 0,225 | 0,032 | 0,046 |
| Brazil | 44,951 | 1,155 | 16,143 | 3,530 | 0,260 | 0,060 | 0,322 | 0,033 | 0,018 |
| Canada | 27,988 | 1,167 | 15,081 | 2,787 | 0,207 | 0,070 | 0,197 | 0,034 | 0,014 |
| Trung Quốc | 28,941 | 1,198 | 16,430 | 2,687 | 0,163 | 0,055 | 0,257 | 0,032 | 0,015 |
| Đan Mạch | 33,288 | 1,580 | 14,612 | 5,807 | 0,374 | 0,041 | 0,171 | 0,038 | 0,078 |
| Phần Lan | 46,686 | 1,794 | 15,332 | 2,665 | 0,237 | 0,039 | 0,220 | 0,030 | 0,027 |
| Pháp | 46,252 | 1,054 | 16,764 | 2,094 | 0,112 | 0,043 | 0,239 | 0,028 | 0,035 |
| Đức | 41,525 | 1,537 | 16,442 | 2,366 | 0,200 | 0,050 | 0,198 | 0,028 | 0,037 |
| Hi Lạp | 49,361 | 1,311 | 15,523 | 0,979 | 0,100 | 0,050 | 0,297 | 0,024 | 0,001 |
| Hồng Kông | 25,611 | 1,370 | 15,260 | 2,395 | 0,321 | 0,054 | 0,187 | 0,036 | 0,016 |
| Indonesia | 26,428 | 2,174 | 14,424 | 3,952 | 0,413 | 0,084 | 0,088 | 0,035 | 0,009 |
| Israel | 22,609 | 1,129 | 15,978 | 2,526 | 0,122 | 0,037 | 0,254 | 0,040 | 0,035 |
| Ý | 44,884 | 1,131 | 17,122 | 2,037 | 0,100 | 0,051 | 0,307 | 0,025 | 0,019 |
| Nhật Bản | 37,139 | 1,652 | 15,942 | 1,627 | 0,264 | 0,048 | 0,208 | 0,026 | 0,030 |
| Malaysia | 26,835 | 1,584 | 15,113 | 3,644 | 0,216 | 0,053 | 0,262 | 0,035 | 0,002 |
| Mexico | 35,972 | 1,734 | 15,677 | 3,029 | 0,162 | 0,060 | 0,259 | 0,026 | 0,001 |
| Hà Lan | 38,520 | 1,468 | 16,117 | 2,088 | 0,209 | 0,042 | 0,212 | 0,039 | 0,033 |
| New Zealand | 23,623 | 1,610 | 13,711 | 4,584 | 0,245 | 0,055 | 0,182 | 0,031 | 0,059 |
| Na Uy | 40,901 | 1,311 | 15,572 | 2,201 | 0,184 | 0,062 | 0,190 | 0,040 | 0,012 |
| Philippin | 17,025 | 1,337 | 15,831 | 2,660 | 0,137 | 0,055 | 0,359 | 0,025 | 0,000 |

TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ - ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG

| | | | | | | | | | |
|-------------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Singapore | 16,777 | 1,392 | 15,106 | 2,202 | 0,273 | 0,019 | 0,177 | 0,021 | 0,030 |
| Hàn Quốc | 36,897 | 1,464 | 16,026 | 1,739 | 0,136 | 0,055 | 0,254 | 0,030 | 0,019 |
| Tây Ban Nha | 49,744 | 1,352 | 14,919 | 4,335 | 0,137 | 0,030 | 0,279 | 0,030 | 0,022 |
| Thụy Điển | 38,113 | 1,213 | 15,448 | 2,951 | 0,133 | 0,026 | 0,290 | 0,033 | 0,030 |
| Thụy Sĩ | 37,785 | 1,687 | 15,238 | 3,920 | 0,417 | 0,035 | 0,183 | 0,033 | 0,050 |
| Thái Lan | 50,625 | 1,952 | 15,086 | 2,463 | 0,459 | 0,044 | 0,233 | 0,021 | 0,020 |
| Thổ Nhĩ Kỳ | 28,248 | 1,818 | 15,388 | 3,022 | 0,201 | 0,061 | 0,304 | 0,025 | 0,005 |
| Anh Quốc | 34,298 | 1,467 | 14,830 | 3,181 | 0,155 | 0,035 | 0,206 | 0,033 | 0,036 |
| Hoa Kỳ | 25,832 | 1,372 | 15,396 | 4,051 | 0,424 | 0,039 | 0,245 | 0,035 | 0,060 |
| Total | 32,264 | 1,435 | 15,541 | 3,045 | 0,303 | 0,044 | 0,227 | 0,032 | 0,041 |

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 3 thể hiện hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình hồi quy. Có thể thấy tất cả các hệ số tương quan đều nhỏ hơn 0,6 hàm ý rằng không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích trong mô hình hồi quy.

Bảng 3: Hệ số tương quan

| | CBESG | QM | TT | VLD | CPV | ĐB | BDDT | NCPT |
|-------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|------|
| CBESG | 1 | | | | | | | |
| QM | 0,55* | 1 | | | | | | |
| TT | -0,083* | -0,154* | 1 | | | | | |
| VLD | -0,267* | -0,401* | 0,122* | 1 | | | | |
| CPV | 0,079* | 0,073* | -0,012 | -0,174* | 1 | | | |
| ĐB | 0,074* | 0,210* | 0,005 | -0,266* | 0,009 | 1 | | |
| BDDT | -0,149* | -0,190* | 0,030* | 0,224* | -0,029* | -0,091* | 1 | |
| NCPT | -0,172* | -0,316* | 0,239* | 0,512* | -0,141* | -0,159* | 0,282* | 1 |

* tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 5%

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.2. Kết quả hồi quy chính

Kết quả hồi quy của mô hình (2) được thể hiện trong bảng 4 với biến phụ thuộc là rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp (RRVN) được đo lường bằng điểm Z. Biến độc lập lần lượt là giá trị tuyệt đối và logarit tự nhiên của điểm số công bố thông tin ESG được thu thập từ cơ sở dữ liệu Bloomberg. Kết quả hồi quy chỉ ra rằng, ở tất cả các mô hình từ (1) đến (4), hệ số của các biến CBESG và Ln(CBESG) đều âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này hàm ý rằng các doanh nghiệp công bố càng

nhieu thông tin liên quan đến hoạt động ESG sẽ có rủi ro vỡ nợ càng thấp. Kết quả này phù hợp với lập luận rằng việc công bố thông tin ESG giúp doanh nghiệp cải thiện tính minh bạch và thúc đẩy các công ty tham gia vào các hoạt động xã hội và môi trường, giảm bớt tình trạng thông tin bất đối xứng và sự không chắc chắn của nhà đầu tư, giúp cải thiện việc giám sát hành động của các nhà quản lý và giảm chi phí tìm kiếm và thu thập thông tin, từ đó giảm bớt rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp (Roy và cộng sự, 2022; Krueger và cộng sự, 2021).

Bảng 4: Kết quả hồi quy chính

| Biến | CBESG | | Ln(CBESG) | |
|---------------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) |
| CBESG | -0,006*** (-3,67) | -0,002** (-2,54) | | |
| Ln(CBESG) | | | -0,190*** (-4,34) | -0,056** (-2,17) |
| QM | -0,030* (-1,84) | -0,095*** (-4,92) | -0,026 (-1,62) | -0,094*** (-4,85) |
| TT | -0,031*** (-6,61) | -0,006*** (-3,63) | -0,032*** (-6,65) | -0,006*** (-3,64) |
| VLĐ | 0,311*** (6,47) | -0,435*** (-16,00) | 0,306*** (6,34) | -0,435*** (-16,02) |
| CPV | -0,525 (-0,96) | -0,709*** (-2,82) | -0,520 (-0,95) | -0,709*** (-2,82) |
| ĐB | 2,709*** (23,45) | 1,636*** (27,73) | 2,702*** (23,39) | 1,634*** (27,71) |
| BĐDT | 5,493*** (5,86) | 0,716** (1,98) | 5,432*** (5,80) | 0,725** (2,01) |
| NCPT | 7,347*** (18,80) | 1,528*** (4,69) | 7,330*** (18,77) | 1,530*** (4,70) |
| Hệ số chặn | -1,782*** (-7,38) | -0,132 (-0,44) | -1,378*** (-5,93) | -0,031 (-0,10) |
| Số quan sát | 9.962 | 9.962 | 9.962 | 9.962 |
| R2 | 0,117 | 0,141 | 0,118 | 0,140 |
| Biến cố định doanh nghiệp | | Có | | Có |
| Biến cố định thời gian | | Có | | Có |

*, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%. Giá trị thống kê t ở trong ngoặc đơn ()

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.3. Kiểm định tính vững

Bảng 5: Sử dụng đo lường khác của rủi ro vỡ nợ: DTD

| Biến | (1) | (2) | (3) | (4) |
|-----------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|
| CBESG | -0,021*** (-9,16) | -0,008** (-2,40) | | |
| Ln(CBESG) | | | -0,528*** (-8,00) | -0,203** (-2,37) |
| QM | 0,022 (0,88) | 0,006 (0,08) | 0,002 (0,08) | 0,010 (0,16) |
| TT | -0,178*** (-24,90) | -0,024*** (-4,50) | -0,178*** (-24,90) | -0,024*** (-4,51) |
| VLĐ | -0,232*** (-3,22) | -0,597*** (-6,48) | -0,235*** (-3,26) | -0,599*** (-6,50) |
| CPV | 6,347*** (7,69) | -7,269*** (-8,51) | 6,284*** (7,60) | -7,273*** (-8,51) |
| ĐB | 4,968*** (28,59) | 3,775*** (19,04) | 4,980*** (28,63) | 3,772*** (19,02) |
| BĐDT | 8,120*** | 4,357*** | 8,138*** | 4,390*** |

TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ - ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG

| | | | | |
|---------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | (5,74) | (3,57) | (5,75) | (3,59) |
| NCPT | 2,201*** | 0,284 | 2,059*** | 0,296 |
| | (3,73) | (0,26) | (3,49) | (0,27) |
| Hệ số chặn | -6,754*** | -6,808*** | -5,356*** | -6,444*** |
| | (-18,50) | (-6,66) | (-15,31) | (-6,24) |
| Số quan sát | 9.715 | 9.715 | 9.715 | 9.715 |
| R2 | 0,146 | 0,428 | 0,145 | 0,428 |
| Biến cố định doanh nghiệp | | YES | | YES |
| Biến cố định thời gian | | YES | | YES |

* , ** , *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10% , 5% , và 1% . Giá trị thống kê t ở trong ngoặc đơn () .

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Để kiểm tra tính chắc chắn của kết quả hồi quy chính, nghiên cứu thực hiện một loạt các phân tích bổ sung bao gồm sử dụng thước đo rủi ro vỡ nợ dựa trên thị trường (tức là khoảng cách đến ngưỡng vỡ nợ - DTD) thu thập từ cơ sở dữ liệu của Credit Research Initiative, sử dụng điểm số công bố thông tin ESG từ Thomson Reuter Asset4, và sử dụng phương pháp GMM hệ thống để giải quyết vấn đề nội sinh tiềm ẩn. Cụ thể, bảng 5 trình bày kết quả kiểm định mối quan hệ giữa mức độ công bố thông tin ESG và rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp sử dụng khoảng cách đến ngưỡng vỡ nợ để đo lường rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp. Kết quả cho thấy ở tất cả các mô hình, hệ số của biến CBESG và Ln(CBESG) đều âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và 1%. Điều này đồng nhất với kết quả nghiên cứu chính, hàm ý rằng mức độ công bố thông

tin ESG và rủi ro vỡ nợ có mối quan hệ nghịch chiều.

Dữ liệu về mức độ công bố thông tin ESG từ Thomson Reuter Asset4 cũng được sử dụng để kiểm định tính vững của phương trình hồi quy chính. Dữ liệu này được tính toán bằng trung bình của các chỉ số con cho biết liệu công ty có công bố thông tin liên quan đến các khía cạnh ESG trong một năm cụ thể hay không. Theo đó, điểm số mức độ công bố thông tin ESG có giá trị từ 0 đến 1, với điểm số càng lớn thể hiện công ty có mức độ công bố thông tin ESG càng cao. Kết quả được trình bày ở bảng 6 chỉ ra rằng, dù sử dụng nguồn dữ liệu khác, mối quan hệ nghịch chiều giữa mức độ công bố thông tin ESG và rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp vẫn tồn tại. Điều này khẳng định hơn nữa tính vững của kết quả hồi quy chính.

Bảng 6: Sử dụng đo lường khác của công bố thông tin ESG

| Biến | (1) | (2) | (3) | (4) |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| CBESG | -0,002** | -0,003*** | | |
| | (-2,10) | (-3,84) | | |
| Ln(CBESG) | | | -0,111** | -0,108*** |
| | | | (-2,47) | (-3,64) |
| QM | 0,033 | -0,202*** | 0,032 | -0,202*** |
| | (1,56) | (-3,73) | (1,53) | (-3,72) |
| TT | 0,182*** | -0,020*** | 0,182*** | -0,020*** |
| | (28,00) | (-4,16) | (28,01) | (-4,15) |
| VLD | 0,318*** | -0,579*** | 0,317*** | -0,577*** |
| | (4,87) | (-7,36) | (4,84) | (-7,35) |
| CPV | -4,207*** | -6,270*** | -4,228*** | -6,314*** |
| | (-5,77) | (-8,18) | (-5,80) | (-8,24) |
| ĐB | -4,946*** | 4,166*** | -4,943*** | 4,168*** |

| | | | | |
|---------------------------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|
| BĐĐT | (-31,60) -7,587*** | (23,93) 5,011*** | (-31,57) -7,586*** | (23,94) 5,022*** |
| NCPT | (-6,07) 0,809 | (4,71) -1,030 | (-6,08) 0,814 | (4,72) -1,043 |
| Hệ số chặn | (1,49) 6,837*** (17,38) | (-1,10) -3,129*** (-3,72) | (1,50) 7,138*** (15,85) | (-1,12) -2,904*** (-3,42) |
| Số quan sát | 12.106 | 12.106 | 12.106 | 12.106 |
| R2 | 0,166 | 0,404 | 0,166 | 0,404 |
| Biến cố định doanh nghiệp | | Có | | Có |
| Biến cố định thời gian | | Có | | Có |

*, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%. Giá trị thống kê t ở trong ngoặc đơn ().

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Tiếp theo, vấn đề nội sinh do mối quan hệ nhân quả ngược giữa công bố thông tin ESG và rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp cũng có thể xảy ra. Các công ty có rủi ro vỡ nợ thấp hơn có thể dễ dàng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài hơn, hoạt động tốt hơn nên có thể thực hiện nhiều hoạt động liên quan đến môi trường và xã hội, vì vậy họ cũng sẵn sàng tiết lộ thông tin ESG hơn. Để giải quyết vấn đề này, nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng

Bảng 7: Sử dụng phương pháp GMM hệ thống

GMM hệ thống với biến công cụ là mức độ công bố thông tin ESG của các năm trước. Kết quả được thể hiện ở bảng 7. Phù hợp với kết quả chính, kết quả ước lượng GMM hệ thống cho thấy ở tất cả các mô hình, hệ số của biến CBESG và Ln(CBESG) luôn âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này hàm ý rằng kết quả nghiên cứu chính rất đáng tin cậy và có độ vững cao.

| Biến | (1) | (2) |
|------------|------------------------|-----------------------|
| CBESG | -0,135*** (-11,86) | |
| Ln(CBESG) | | -6,621*** (-13,92) |
| QM | 0,725*** (9,17) | 1,201*** (11,70) |
| TT | -0,109*** (-8,48) | -0,115*** (-8,31) |
| VLĐ | -0,349*** (-2,64) | -0,621*** (-3,88) |
| CPV | 6,705*** (5,04) | 8,119*** (4,84) |
| ĐB | 4,027*** (9,39) | 3,727*** (7,51) |
| BĐĐT | 1,609 (0,76) | -1,845 (-0,72) |
| NCPT | 4,878*** (4,06) | 5,200*** (3,52) |
| Hệ số chặn | -13,853*** (-13,85) | -3,178*** (-2,99) |

| | | |
|------------------------|-------|-------|
| Số quan sát | 9.715 | 9.715 |
| Biên cố định thời gian | Có | Có |
| Biên cố định ngành | Có | Có |
| Biên cố định quốc gia | Có | Có |

*, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%. Giá trị thống kê t ở trong ngoặc đơn ().

Nguồn: Tính toán của tác giả.

5. Kết luận

Nghiên cứu này kiểm định tác động của mức độ công bố thông tin ESG đến rủi ro vỡ nợ của các doanh nghiệp hoạt động ở 31 quốc gia trên thế giới trong giai đoạn 2004 – 2018. Sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng, nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp công bố nhiều thông tin ESG hơn có xu hướng đối mặt với ít rủi ro vỡ nợ hơn. Kết quả này được kiểm tra độ tin cậy bằng cách sử dụng các đo lường khác nhau của công bố ESG và rủi ro vỡ nợ, cũng như sử dụng phương pháp ước lượng GMM hệ thống để giải quyết vấn đề nội sinh. Kết quả nghiên cứu phù hợp với lập luận rằng việc công bố thông tin ESG giúp doanh nghiệp cải thiện tính minh bạch và giảm bớt tình trạng thông tin bất đối xứng và sự không chắc chắn của nhà đầu tư, giúp cải thiện việc giám sát hành động của các nhà quản lý và giảm chi phí tìm kiếm và thu thập thông tin. Ngoài ra, các yêu cầu về công bố thông tin ESG cũng thúc đẩy các công ty tham gia vào hoạt động xã hội và môi trường, từ đó giảm bớt rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu cung cấp một số hàm ý chính sách quan trọng cho nhà điều hành doanh nghiệp, nhà đầu tư, các bên cho vay và người làm chính sách. Cụ thể, các doanh nghiệp chủ động tham gia vào các hoạt động hướng đến phát triển bền vững, đi kèm với tăng cường thực hiện và công bố các thông tin liên quan đến các hoạt động môi trường, xã hội và quản trị doanh nghiệp để giúp xây dựng uy tín, thương hiệu doanh nghiệp, giảm rủi ro vỡ nợ và tăng giá trị công ty. Nhà đầu tư khi lựa chọn và ra quyết định đầu tư cũng có thể xem xét các thông tin ESG như là những dấu hiệu để nhận biết một doanh nghiệp có rủi ro vỡ nợ thấp. Các bên cho vay có thể giảm rủi ro tín dụng thông qua sàng lọc người đi vay, ưu tiên cấp vốn cho các công ty có công bố ESG minh bạch hơn. Ngoài ra, bên cạnh những thông tin tài chính, các cơ quan chính phủ có thể khuyến khích hay xem xét ban hành các quy định yêu cầu doanh nghiệp minh bạch hóa các thông tin phi tài chính bao gồm công bố các thông tin ESG để tăng cường hiệu quả của thị trường.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozdzowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2017). Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-score model. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2), 131-171.
- Atif, M., & Ali, S. (2021). Environmental, social and governance disclosure and default risk. *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 3937-3959.
- Barsky, Z., & O'Sullivan, L. (2021). Value vs. Values | The Evolution of ESG Considerations for Pension Plan Investments. www.rpia.ca

- Boubaker, S., Cellier, A., Manita, R., & Saeed, A. (2020). Does corporate social responsibility reduce financial distress risk?. *Economic Modelling*, 91, 835-851.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23.
- Cormier, D., Ledoux, M. J., & Magnan, M. (2011). The informational contribution of social and environmental disclosures for investors. *Management Decision*, 49(8), 1276–1304.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388–2406.
- Jizi, M. I., Salama, A., Dixon, R., & Stratling, R. (2014). Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: Evidence from the US banking sector. *Journal of Business Ethics*, 125, 601-615.
- Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30(4), 425-445.
- Gold, S., & Heikkurinen, P. (2018). Transparency fallacy: Unintended consequences of stakeholder claims on responsibility in supply chains. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 31(1), 318–337.
- Habermann, F., & Fischer, F. B. (2023). Corporate social performance and the likelihood of bankruptcy: Evidence from a period of economic upswing. *Journal of Business Ethics*, 182(1), 243-259.
- Ho, K. C., Yen, H. P., Gu, Y., & Shi, L. (2020). Does societal trust make firms more trustworthy?. *Emerging Markets Review*, 42, 100674.
- Ho, L., Bai, M., Lu, Y., & Qin, Y. (2021). The effect of corporate sustainability performance on leverage adjustments. *The British Accounting Review*, 53(5), 100989.
- Krueger, P., Sautner, Z., Tang, D. Y., & Zhong, R. (2021). The effects of mandatory ESG disclosure around the world. *Journal of Accounting Research*.
- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43, 1-13.
- KPMG. 2019. Impact of ESG Disclosures. Available online: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2019/09/impact-of-esg-disclosures.pdf>
- Laryea, T. (2010). *Approaches to corporate debt restructuring in the wake of financial crises* (No. 2010/002). International Monetary Fund.
- Maloni, M. J., & Brown, M. E. (2006). Corporate social responsibility in the supply chain: an application in the food industry. *Journal of Business Ethics*, 68, 35-52.
- Merton, R. C. (1974). On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. *The Journal of Finance*, 29(2), 449-470.
- Pan, L. (2020). Demystifying ESG investing considerations for institutional cash investors. *The Journal of Portfolio Management*, 46(3), 153-156.
- Roy, P. P., Rao, S., & Zhu, M. (2022). Mandatory CSR expenditure and stock market liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 72, 102158.
- Vassalou, M., & Xing, Y. (2004). Default risk in equity returns. *The Journal of Finance*, 59(2), 831-868.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180.