

ẢNH HƯỞNG CỦA NGUY CƠ KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH, QUẢN TRỊ LỢI NHUẬN VÀ ESG LÊN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP KHỐI ASEAN

TS. Đỗ Văn Anh* - PGS.TS. Đào Thị Thanh Bình*
Phan Thu Hương* - Đào Mai Hương* - Hoàng Xuân Quỳnh*

Nghiên cứu này xem xét tác động của nguy cơ kiệt quệ tài chính, quản trị lợi nhuận và chỉ số rủi ro ESG lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, sử dụng dữ liệu 337 công ty niêm yết trong khối ASEAN trong năm 2022. Kết quả nghiên cứu cho thấy việc kiểm soát rủi ro về kiệt quệ tài chính và quản trị lợi nhuận có tác động tích cực lên kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Trái lại, rủi ro về ESG lại có mối quan hệ cùng chiều với kết quả hoạt động doanh nghiệp. Các doanh nghiệp chưa quản lý được rủi ro ESG lại có kết quả tài chính tích cực hơn do hạn chế về chi tiêu đầu tư cho ESG giúp giảm chi phí phát sinh và gia tăng kết quả hoạt động.

• Từ khóa: nguy cơ kiệt quệ tài chính, quản trị lợi nhuận, ESG, hiệu quả hoạt động, ASEAN.

This study examines the impact of financial distress risk, earnings management and ESG risk index on corporate performance, using data from 337 listed companies in ASEAN in 2022. The results show that financial distress risk control and earnings management have a positive impact on corporate performance. On the contrary, ESG risk has a positive relationship with corporate performance. Companies that have not managed ESG risks have more positive financial results because limiting ESG investment spending helps reduce costs and increase performance.

• Key words: financial distress risk, earnings management, ESG, performance, ASEAN.

JEL codes: G32, G34

Ngày gửi bài: 19/3/2025

Ngày gửi phản biện: 12/4/2025

Ngày nhận kết quả và sửa phản biện: 20/5/2025

Ngày chấp nhận đăng: 25/7/2025

DOI: <https://doi.org/10.71374/jfar.v25.i293.17>

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh gia tăng các khung chính sách liên quan đến phát triển bền vững hiện nay, các công ty phải đối mặt với áp lực ngày càng tăng không chỉ trong việc tạo ra lợi nhuận mà còn phải hoạt động có trách nhiệm và bền vững. Xu thế này đã đưa các vấn đề về Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG) lên hàng đầu trong chiến lược công ty và việc ra quyết định đầu tư.

Bên cạnh đó, việc theo đuổi hiệu quả tài chính đôi khi khiến các công ty phải thực hiện các biện pháp quản trị lợi nhuận. Đây là hành vi các nhà quản trị sử dụng các xét đoán của mình để thay đổi số liệu báo cáo tài chính, với mục đích gian dối về hiệu quả hoạt động của công ty hay ảnh hưởng đến những kết quả có sự phụ thuộc vào số liệu kế toán được báo cáo. Hoạt động quản trị lợi nhuận cung cấp các thông tin sai lệch về tình hình tài chính của công ty. Việc cân bằng giữa mục tiêu tài chính ngắn hạn với sự phát triển bền vững của doanh nghiệp đặt ra một thách thức đáng kể đối với các nhà quản trị.

Hơn nữa, nguy cơ kiệt quệ tài chính là một trong những mối đe dọa thường trực đối với doanh nghiệp trong bối cảnh nền kinh tế có nhiều thách thức và biến đổi nhanh chóng. Nguy cơ kiệt quệ tài chính xảy ra khi một công ty không thể đáp ứng các nghĩa vụ tài chính của mình, thường là do sự kết hợp của các yếu tố bên trong và bên ngoài như quyết định quản lý kém, suy thoái kinh tế hoặc xu hướng đột phá của ngành. Hậu quả của kiệt quệ tài chính có thể rất nghiêm trọng, từ phá sản đến giảm giá trị thị trường và suy giảm niềm tin của các bên liên quan. Nhận biết các dấu hiệu cảnh báo về khó khăn tài chính và thực hiện các biện pháp để giải quyết các vấn đề này là rất quan trọng đối với các doanh nghiệp để tồn tại trong môi trường kinh tế đầy biến động.

Nghiên cứu này tập trung vào tìm hiểu tác động của các yếu tố ESG, quản trị lợi nhuận và kiệt quệ

* Trường Đại học Hà Nội; email: anhdv@hanu.edu.vn - binhdtt@hanu.edu.vn - huongpt@hanu.edu.vn - maihuong@hanu.edu.vn - quynhxx@hanu.edu.vn

tài chính lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hiểu được sự tương tác giữa các yếu tố này từ thực tiễn của các nền kinh tế mới nổi trong khu vực ASEAN giúp đưa ra những hàm ý chính sách cho các cơ quan quản lý Việt Nam liên quan tới vấn đề phát triển bền vững, quản trị lợi nhuận, nguy cơ kiệt quệ tài chính và việc thực hành các báo cáo liên quan. Nghiên cứu bao gồm các mục chính: mục 1 là giới thiệu, mục 2 là tổng quan tài liệu, mục 3 là phương pháp nghiên cứu và mục 4 là thảo luận kết quả.

2. Tổng quan nghiên cứu

Lý thuyết Các bên liên quan (Stakeholder Theory) được phát triển bởi Freeman (1984) đề xuất rằng doanh nghiệp là một mạng lưới các mối quan hệ giữa tất cả các nhóm liên quan như khách hàng, nhân viên, cổ đông,... và doanh nghiệp không chỉ phục vụ lợi ích của các cổ đông mà còn phải xem xét và đáp ứng các mong đợi của tất cả các bên liên quan. Freeman nhấn mạnh rằng các bên liên quan không chỉ quan tâm đến việc doanh nghiệp tạo ra lợi nhuận mà còn quan tâm đến các ảnh hưởng xã hội và môi trường của doanh nghiệp.

Các nghiên cứu về mối quan hệ giữa ESG và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đã được thực hiện tại nhiều nước nhưng kết quả không được đồng nhất. Nhiều nghiên cứu cho thấy mối quan hệ tích cực giữa hiệu quả hoạt động của công ty và hoạt động ESG (Khan, 2022; Chen và cộng sự, 2023). Tuy nhiên, một số nghiên cứu đặc biệt ở các nước đang phát triển cho thấy tác động tiêu cực của điểm xếp hạng ESG lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021). Trong bối cảnh các nước đang phát triển, mức xếp hạng ESG cao hơn đòi hỏi các doanh nghiệp phải đầu tư nhiều hơn. Các doanh nghiệp phải phân bổ đáng kể nguồn lực tài chính để tăng cường thực hành ESG.

Hành vi quản trị lợi nhuận thông qua giao dịch thực tế, hay quản trị lợi nhuận thực (REM) có thể tác động lên kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Roychowdhury (2006) cho rằng các hành vi này của nhà quản lý đi lệch khỏi các quyết định kinh doanh tối ưu nhằm đạt được mức lợi nhuận ngắn hạn sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới kết quả hoạt động lâu dài của doanh nghiệp. Quan điểm này đã được kiểm chứng trong nhiều nghiên cứu về mối tương quan giữa REM và kết quả hoạt động ((Tabassum et al., 2015; Dakhilallh, 2020).

Các công ty tham gia thực hành ESG sẽ có xu

hướng hạn chế các hoạt động quản trị lợi nhuận để cung cấp thông tin tin cậy cho các bên liên quan (Grimaldi et al., 2020). Ngược lại, cũng có ý kiến cho rằng các nhà quản trị có lợi dụng hoạt động ESG để thực hiện các hành vi mang tính cơ hội, tăng cường danh tiếng và che giấu những hành vi tiêu cực và rủi ro (Velte, 2019).

Các nhà quản lý của các doanh nghiệp có thể tận dụng các sáng kiến ESG để che giấu các hành vi cơ hội đặc biệt khi doanh nghiệp chịu nguy cơ kiệt quệ tài chính. Nguy cơ kiệt quệ tài chính thường xảy ra với các doanh nghiệp có kết quả hoạt động kém, thể hiện sự yếu kém của nhà quản lý trong việc thoát khỏi các khó khăn do các khoản đầu tư xấu và quản trị kém (Choi et al., 2021). Kiệt quệ tài chính làm tăng khả năng nhà quản lý thao túng lợi nhuận thông qua các khoản chi phí tùy ý. Các công ty có nguy cơ kiệt quệ tài chính cố gắng tăng cường công bố ESG để đưa ra các tín hiệu tích cực cho thị trường về kết quả hoạt động doanh nghiệp, từ đó tẩy trắng danh tiếng trước các bên liên quan. Từ đó có thể thấy, mức độ ảnh hưởng đồng thời của các yếu tố ESG, quản trị lợi nhuận và kiệt quệ tài chính đến kết quả hoạt động doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Nguy cơ kiệt quệ tài chính

Nguy cơ kiệt quệ tài chính được đo lường bằng chỉ số Z-Score (Altman, 1995) dựa trên các dữ liệu kế toán của doanh nghiệp.

3.2. Quản trị lợi nhuận thực

Để đo lường mức độ quản trị lợi nhuận của doanh nghiệp thông qua giao dịch thực tế (REM), nghiên cứu sử dụng mô hình tăng sản lượng và cắt giảm chi tiêu tùy ý của Roychowdhury (2006).

3.3. Chỉ số rủi ro ESG

Chỉ số rủi ro ESG (ESG risk scores) của Sustainalytics đo lường những rủi ro ESG không được quản lý của tổ chức. Dựa trên chỉ số này, các công ty được xếp hạng thành năm nhóm: từ nhóm rủi ro không đáng kể (0-9,99 điểm) đến nhóm rủi ro rất cao (tổng điểm từ 40 điểm trở lên). Chỉ số rủi ro ESG của một công ty càng cao thì rủi ro ESG của công ty đó càng cao, hay hiệu quả hoạt động ESG của công ty càng thấp.

3.4. Mẫu và mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu này tập trung phân tích tác động của nguy cơ kiệt quệ tài chính, quản trị lợi nhuận thực và rủi ro ESG lên kết quả hoạt động của doanh nghiệp tại các nền kinh tế mới nổi ở khu vực ASEAN. Mô

hình nghiên cứu dựa trên các dữ liệu thứ cấp, được thu thập từ cơ sở dữ liệu website của Morningstar.

3.4.1. Mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu bao gồm 337 quan sát của các công ty niêm yết ở 4 nước Thái Lan, Malaysia, Indonesia và Philippines trong năm 2022.

3.4.2. Mô hình nghiên cứu

Giả thuyết nghiên cứu:

H1: Nguy cơ kiệt quệ tài chính (Z_SCORE) có mối quan hệ cùng chiều với kết quả hoạt động của doanh nghiệp

H2: Mức độ quản trị lợi nhuận thực (REM) có mối quan hệ ngược chiều với kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

H3: Chỉ số rủi ro ESG có mối quan hệ ngược chiều với kết quả hoạt động doanh nghiệp.

Mô hình hồi quy bội tuyến tính

$$PERF = \beta_0 + \beta_1 Z_SCORE + \beta_2 REM + \beta_3 ESG + \beta_4 SIZE + \epsilon$$

Trong đó:

$PERF$: Biến đo lường kết quả hoạt động của doanh nghiệp là tỷ suất sinh lời tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE).

ESG : Chỉ số rủi ro ESG

REM : Biến đo lường mức độ quản trị lợi nhuận thực.

$SIZE$: Biến quy mô doanh nghiệp, được sử dụng làm biến kiểm soát trong mô hình. Biến quy mô được tính bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản ($LOG(A22)$).

Mô hình hồi quy phân vị

Để đảm bảo sự ổn định trong kết quả của mối quan hệ giữa các yếu tố về nguy cơ kiệt quệ tài chính, quản trị lợi nhuận thực và rủi ro ESG, nghiên cứu sử dụng thêm hồi quy phân vị. Phương pháp phân tích hồi quy phân vị giúp nhận diện sự khác biệt về mức độ ảnh hưởng của các biến độc lập lên biến phụ thuộc cũng như khắc phục nhược điểm của hồi quy OLS khi có một số các quan sát bất thường, thường hiện diện ở các chỉ số đo lường kết quả hoạt động.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả các biến độc lập trong mô hình hồi quy

Bảng 1 cho thấy chỉ số nguy cơ kiệt quệ tài chính Z_SCORES của 307 công ty ở 4 nước nằm trong khoảng từ -2.00 đến 29.62 điểm và điểm Z_SCORES trung bình là 6.14 điểm. Đa số các công ty có tình

hình tài chính lành mạnh. Chỉ có một số ít công ty có vấn đề nghiêm trọng về tài chính.

Bảng 1 cũng cho thấy chỉ số rủi ro ESG trung bình là 28.22 điểm. Như vậy, theo xếp hạng rủi ro ESG của Sustainalytics, các công ty thuộc nhóm rủi ro trung bình.

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy

	ROA	ROE	Z_SCORE	REM	ESG	LOG(A22)
Mean	0.048445	0.037200	6.147070	-0.001427	28.22495	25.86766
Median	0.033978	0.026129	5.197216	0.050882	27.50000	25.16520
Maximum	0.390997	0.278502	29.62153	1.903866	53.28000	35.22819
Minimum	-0.126240	-0.137279	-2.001634	-2.592969	8.840000	18.06004
Observations	319	333	307	310	329	334

Nguồn: Kết quả thực hiện của nhóm tác giả

Bảng 2: Phân tích tương quan giữa các biến trong mô hình hồi quy

	ROA	ROE	Z_SCORE	REM	ESG	LOG(A22)
ROA	1.0000					
ROE	0.9230	1.0000				
Z_SCORE	0.3199	0.3795	1.0000			
REM	-0.2090	-0.2001	-0.0819	1.0000		
ESG	0.1557	0.0937	-0.2975	0.1096	1.0000	
LOG(A22)	-0.1756	-0.1888	-0.0469	0.1893	0.0487	1.0000

Nguồn: Kết quả thực hiện của nhóm tác giả

Nhìn chung, chỉ số kiệt quệ tài chính và chỉ số rủi ro ESG có tương quan tỉ lệ thuận với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (ROA , ROE). Các doanh nghiệp có chỉ số kiệt quệ tài chính và chỉ số rủi ro ESG cao hơn thì hiệu quả hoạt động sẽ tốt hơn.

Mức độ quản trị lợi nhuận thực lại có tương quan tỉ lệ nghịch với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Số liệu tương quan giữa REM và ROA , ROE , tương ứng là -0.2090 và -0.2001.

Bảng tương quan cũng cho thấy quy mô doanh nghiệp tỉ lệ nghịch với hiệu quả hoạt động đo bằng ROA , ROE . Doanh nghiệp quy mô lớn có hiệu quả thấp hơn.

4.2. Kết quả mô hình hồi quy OLS

Mô hình hồi quy đa biến được sử dụng để phân tích các ảnh hưởng của chỉ số Z -score, mức độ quản trị lợi nhuận, chỉ số rủi ro ESG đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Mô hình 1 và mô hình 2 đều cho kết quả nhất quán với các biến độc lập đều có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Kết quả hồi quy cho thấy chỉ số Z -score có tác động cùng chiều lên kết quả hoạt động doanh nghiệp khẳng định giả thuyết H1. Chỉ số Z -score cao cho thấy khả năng tồn tại của doanh nghiệp lớn và nguy cơ phá sản thấp. Chỉ số Z -score trung bình của mẫu đạt mức 6.15, cao hơn nhiều so với ngưỡng hiện diện của nguy cơ phá sản

theo mô hình của Altman (1988). Các doanh nghiệp có gia tăng về Z-score, khả năng tồn tại tốt hơn cũng là nhóm doanh nghiệp có kết quả hoạt động tốt hơn. Ngược lại, mức độ quản trị thu nhập có mối quan hệ ngược chiều với kết quả hoạt động trong cả hai mô hình ROA và ROE. Bằng chứng thực nghiệm này xác nhận giả thuyết H2. Các doanh nghiệp có thực hiện hoạt động quản trị thu nhập thực có kết quả hoạt động kém hơn. Tác động của mức độ quản trị thu nhập lên tỷ suất sinh lời tài sản cao hơn so với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu khi so sánh hệ số hồi quy của hai mô hình 1 và 2. Kết quả tìm được nhất quán với những bằng chứng thực nghiệm từ các nghiên cứu trước (Dakhlallah, 2020; Kumar et al., 2023) (ROA. Mức độ quản trị lợi nhuận của doanh nghiệp trong nghiên cứu này được tập trung vào các hoạt động tác động đến lợi nhuận thông qua các khoản chi phí tùy ý dựa trên những nhận định và ước tính của nhà quản trị. Những hoạt động nhằm gia tăng thu nhập thông qua các quyết định điều chỉnh các khoản chi phí tùy ý như các chi phí bán hàng, quảng cáo... có thể ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Nhà quản trị vẫn có động cơ điều chỉnh lợi nhuận thông qua các hoạt động các như thao túng doanh thu và dòng tiền.

Chỉ số rủi ro ESG cho thấy mối quan hệ cùng chiều với kết quả hoạt động doanh nghiệp đo bằng cả ROA và ROE trong hai mô hình 1 và 2 và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này cho thấy rủi ro ESG cao hơn lại có tác động tốt hơn đến ROA, ROE, trái với dự báo của giả thuyết H3. Hệ số hồi quy của chỉ số rủi ro ESG ở cả hai mô hình khá nhỏ, cho thấy tác động của rủi ro ESG lên kết quả hoạt động doanh nghiệp còn hạn chế. Các doanh nghiệp có nhiều rủi ro trong quản lý các vấn đề môi trường, xã hội và quản trị công ty hiện đang có kết quả hoạt động kinh doanh tốt hơn. Các doanh nghiệp chưa có sự đầu tư cho các hoạt động để nâng cao chất lượng quản trị ESG và giảm bớt rủi ro ESG sẽ chưa phát sinh nhiều chi phí nên chưa ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh. Các nghiên cứu trước về ESG cũng cho kết quả không thống nhất về mối liên hệ giữa hoạt động ESG và kết quả hoạt động doanh nghiệp. Sự khác biệt trong các kết quả nghiên cứu có thể do các nguyên nhân từ độ trễ của tác động hay do ảnh hưởng của các yếu tố kiểm soát khác như quy mô doanh nghiệp hay đòn bẩy (Ahmad et al., 2021; Bahadori et al., 2021).

Quy mô doanh nghiệp được sử dụng làm biến kiểm soát cho mô hình, đo bằng logarit của tổng tài sản. Kết quả mô hình cho thấy ảnh hưởng ngược

chiều của quy mô lên kết quả hoạt động. Kết quả này cũng nhất quán trong cả hai mô hình dùng ROA và ROE và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Các doanh nghiệp có quy mô lớn hơn lại có xu hướng cho kết quả hoạt động kém hơn trong giai đoạn nghiên cứu. Trong năm 2022, quy mô chưa mang lại hiệu quả cho hoạt động doanh nghiệp tại bốn quốc gia nghiên cứu.

Bảng 3: Mô hình hồi quy OLS

Biến	Mô hình 1: ROA		Mô hình 2: ROE	
	Hệ số	Giá trị p	Hệ số	Giá trị p
C	0.022214	0.4025	0.025005	0.2682
Z_SCORE	0.005649	0.0000	0.005348	0.0000
REM	-0.023163	0.0101	-0.017439	0.0057
ESG	0.001923	0.0001	0.001354	0.0005
LOG(A22)	-0.002391	0.0226	-0.002197	0.0115
R-squared	0.232718	0.4025	0.248307	0.2682
Adjusted R-squared	0.221986	0.0000	0.237794	0.0000

Nguồn: Kết quả thực hiện của nhóm tác giả

4.3. Kết quả mô hình hồi quy phân vị

Để kiểm nghiệm tính ổn định trong kết quả hồi quy của mô hình, hồi quy phân vị được sử dụng để xem xét mối quan hệ trên từng phân vị thay vì tập trung vào giá trị trung bình của hồi quy OLS. Kết quả hồi quy phân vị cho thấy ảnh hưởng của chỉ số Z-score lên kết quả hoạt động là nhất quán với hệ số hồi quy dương và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Hai mô hình sử dụng ROA và ROE đều cho kết quả thống nhất ở cả ba phân vị. Điều này cho thấy sự ổn định trong mối liên hệ của hai biến. Các doanh nghiệp có khả năng tồn tại cao hơn do có kết quả hoạt động tốt hơn.

Tác động của mức độ quản trị thu nhập thực lên kết quả hoạt động vẫn duy trì được độ ổn định về chiều tác động ngược, nhưng không có ý nghĩa thống kê ở phân vị 25% và 75%. Có thể thấy mức độ quản trị thu nhập thực bị ảnh hưởng bởi giá trị trung bình. Kết quả của cả hai mô hình dùng ROA và ROE là tương đồng, với sự ổn định về mối tương quan ngược chiều khi những nỗ lực quản trị thu nhập thông qua điều chỉnh chi phí tùy ý không có tác động tích cực đến kết quả hoạt động doanh nghiệp.

Chỉ số rủi ro ESG có tác động cùng chiều lên kết quả hoạt động doanh nghiệp và hệ số tác động dương được duy trì nhất quán trong cả ba phân vị. Tuy nhiên mức ý nghĩa thống kê không được duy trì ở phân vị 25%. Sự tác động của rủi ro ESG là lớn hơn và rõ rệt hơn lên kết quả hoạt động của các doanh nghiệp có tỷ suất sinh lợi cao hơn. Hai mô hình 1 và 2 đều cho kết quả nhất quán về tác động này ở cả ba phân vị hồi quy.

Bảng 4: Thống kê phân tích hồi quy phân vị tác động lên tỷ suất sinh lời tài sản

Specification: ROA C Z_SCORE REM ESG LOG(A22)				
	Quantile	Coefficient	Std. Error	Prob.
C	0.250	0.004627	0.029452	0.8753
	0.500	0.016289	0.021514	0.4496
	0.750	0.055177	0.030593	0.0724
Z_SCORE	0.250	0.003551	0.001744	0.0427
	0.500	0.004476	0.000737	0.0000
	0.750	0.005300	0.000937	0.0000
REM	0.250	-0.006375	0.006843	0.3524
	0.500	-0.014719	0.006135	0.0171
	0.750	-0.027352	0.014722	0.0642
ESG	0.250	0.000657	0.000356	0.0657
	0.500	0.000966	0.000301	0.0015
	0.750	0.001373	0.000543	0.0120
LOG(A22)	0.250	-0.001053	0.000803	0.1905
	0.500	-0.001282	0.000742	0.0851
	0.750	-0.002223	0.001265	0.0798

Nguồn: Kết quả thực hiện của nhóm tác giả

Bảng 5: Thống kê phân tích hồi quy phân vị tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu

Specification: ROE C Z_SCORE REM ESG LOG(A22)				
	Quantile	Coefficient	Std. Error	Prob.
C	0.250	0.003411	0.016688	0.8382
	0.500	0.009330	0.016100	0.5627
	0.750	0.062043	0.020536	0.0027
Z_SCORE	0.250	0.003581	0.000689	0.0000
	0.500	0.004600	0.000627	0.0000
	0.750	0.004871	0.000684	0.0000
REM	0.250	-0.003697	0.004267	0.3870
	0.500	-0.011766	0.004497	0.0094
	0.750	-0.012523	0.009808	0.2027
ESG	0.250	0.000372	0.000209	0.0768
	0.500	0.000659	0.000233	0.0050
	0.750	0.001414	0.000500	0.0050
LOG(A22)	0.250	-0.000687	0.000561	0.2215
	0.500	-0.000927	0.000530	0.0814
	0.750	-0.002887	0.000746	0.0001

Nguồn: Kết quả thực hiện của nhóm tác giả

5. Kết luận

Doanh nghiệp luôn được kỳ vọng áp dụng các chiến lược và mô hình ứng xử có trách nhiệm không chỉ đối với các nhà đầu tư mà còn đối với các bên liên quan. Trách nhiệm của doanh nghiệp không chỉ dừng ở việc báo cáo kết quả hoạt động trung thực mà còn thể hiện qua việc tăng cường trách nhiệm với xã hội, môi trường và xây dựng cơ chế quản trị hiệu quả để tạo lập kinh doanh bền vững. Các hoạt động thực hành ESG, sự trung thực trong hoạt động báo cáo, khả năng duy trì năng lực tài chính đều có tác động đáng kể lên kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu này xem xét mức độ tác động của ba yếu tố rủi ro bao gồm rủi ro kiệt quệ tài chính, rủi ro quản trị lợi nhuận và rủi ro ESG đến kết quả

hoạt động doanh nghiệp. Nghiên cứu được thực hiện trên mẫu gồm 337 doanh nghiệp niêm yết của 4 quốc gia trong khối ASEAN bao gồm Thái Lan, Malaysia, Indonexia và Philippine trong năm 2022. Kết quả nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp có rủi ro kiệt quệ tài chính thấp đo bằng hệ số Z-score cao sẽ có tác động tích cực lên kết quả hoạt động. Các doanh nghiệp có độ trung thực trong báo cáo tốt hơn, thể hiện qua rủi ro quản trị thu nhập thấp cũng có kết quả hoạt động tốt hơn. Hoạt động ESG với mục tiêu đảm bảo phát triển bền vững thông qua tăng cường trách nhiệm với xã hội, môi trường và quản trị sẽ có tác động tích cực lên kết quả hoạt động. Tuy nhiên thực tế tại các doanh nghiệp ở 4 quốc gia khu vực ASEAN trong năm 2022 cho thấy doanh nghiệp có rủi ro cao về ESG do chưa quản lý tốt hoạt động này lại có kết quả hoạt động tốt hơn. Điều này cho thấy những hạn chế đầu tư cho ESG ở giai đoạn hiện tại chưa phát sinh nhiều chi phí tương ứng nên doanh nghiệp vẫn duy trì được kết quả hoạt động. Trong giai đoạn này, hiệu quả từ hoạt động ESG chưa tương đồng với hiệu quả hoạt động tài chính của doanh nghiệp. Hoạt động đầu tư nhằm giảm các rủi ro ESG sẽ có tác động đến hiệu quả tài chính có độ trễ nhất định và cần được nghiên cứu trong giai đoạn dài hơn. Trong ngắn hạn, sự thiếu đầu tư cho hoạt động ESG dẫn đến chỉ số rủi ro ESG cao giúp doanh nghiệp cải thiện tạm thời kết quả hoạt động. Trong dài hạn mối quan hệ giữa rủi ro ESG chưa được quản lý và kết quả tài chính sẽ có sự thay đổi khi ESG bắt đầu có tác động đến nhiều khía cạnh hoạt động của doanh nghiệp và cần được tiếp tục nghiên cứu sâu hơn.

Tài liệu tham khảo:

- Ahmad, N., Mobarek, A., & Roni, N. N. (2021). Revisiting the impact of ESG on financial performance of FTSE350 UK firms: Static and dynamic panel data analysis. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1900500. <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1900500>
- Bahadori, N., Kaymak, T., & Seraj, M. (2021). Environmental, social, and governance factors in emerging markets: The impact on firm performance. *Business Strategy & Development*, 4(4), 411–422. <https://doi.org/10.1002/bsd2.167>
- Choi, J. H., Kim, S., Yang, D.-H., & Cho, K. (2021). Can Corporate Social Responsibility Decrease the Negative Influence of Financial Distress on Accounting Quality? *Sustainability*, 13(19), Article 19. <https://doi.org/10.3390/su131911124>
- Dakhilallh, M. (2020). Accrual-based Earnings Management, Real Earnings Management and Firm Performance: Evidence from Public Shareholders Listed Firms on Jordanian's Stock Market. *Journal of Advanced Research in Dynamical and Control Systems*, 12, 16–27. <https://doi.org/10.5373/JARDCS/V12I1/20201004>
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multinationals: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315–334.
- Grimaldi, F., Caragnano, A., Zito, M., & Mariani, M. (2020). Sustainability Engagement and Earnings Management: The Italian Context. *Sustainability*, 12(12), Article 12. <https://doi.org/10.3390/su12124881>
- Kumar, M., Vij, M., & Goswami, R. (2023). Effect of Real Earnings Management on Firm Performance: Evidence from India. *Vision*, 27(3), 386–396. <https://doi.org/10.1177/09722629211007577>
- Tabassum, N., Kaleem, A., & Nazir, M. S. (2015). Real Earnings Management and Future Performance. *Global Business Review*, 16, 21–34. <https://doi.org/10.1177/0972150914553505>
- Velte, P. (2019). The bidirectional relationship between ESG performance and earnings management – empirical evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 10(4), 322–338. <https://doi.org/10.1108/JGR-01-2019-0001>