



Tác động của hoạt động phát triển bền vững đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp Đông Nam Á:

Vai trò của mức độ cạnh tranh thị trường

Hồ Thị Hải Ly*

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 12/10/2023 Ngày nhận lại: 18/11/2023 Duyệt đăng: 20/11/2023 Mã phân loại JEL: G15; G32; M14. Từ khóa: Hoạt động phát triển bền vững; Hiệu quả tài chính; Mức độ cạnh tranh thị trường; Đông Nam Á. Keywords: Corporate Sustainability; Financial Performance; Market Competition; Southeast Asian Countries.	Bài báo nghiên cứu tác động của việc thực hiện các hoạt động phát triển bền vững đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp ở các nước Đông Nam Á, đặc biệt chú ý đến ảnh hưởng của mức độ cạnh tranh thị trường. Sử dụng dữ liệu bảng trong giai đoạn 2004–2019, bài báo chỉ ra rằng với các doanh nghiệp hoạt động ở thị trường Đông Nam Á, các hoạt động phát triển bền vững có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên, tác động tích cực này chỉ tồn tại ở các thị trường có áp lực cạnh tranh cao mà không có ý nghĩa thống kê ở các thị trường có áp lực cạnh tranh thấp. Kết quả nghiên cứu không đối khi áp dụng các kiểm định tính vững như sử dụng các đo lường khác nhau của hiệu quả tài chính hay sử dụng các mô hình kinh tế lượng khác nhau. Abstract This study investigates the relationship between corporate sustainability and financial performance of firms operating in Southeast Asian countries, especially focusing on the impact of market competition. Using a comprehensive dataset during period of 2004–2019, the study suggests that in ASEAN countries, firms with superior sustainability have higher financial performance. Interestingly, this positive association is only statistically significant for firms operating in markets with high competition, however, it is not significant for firms operating in markets with low competition. The results are robust with

* Tác giả liên hệ.

Email: lyth@due.edu.vn (Hồ Thị Hải Ly).

Trích dẫn bài viết: Hồ Thị Hải Ly. (2023). Tác động của hoạt động phát triển bền vững đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp Đông Nam Á: Vai trò của mức độ cạnh tranh thị trường. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 34(11), 21–37.

alternative measures of corporate financial performance and alternative econometric methods.

1. Đặt vấn đề

Khu vực Đông Nam Á đã và đang chứng kiến sự tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ, góp phần quan trọng trong sự phát triển kinh tế toàn cầu. Bất chấp các cuộc khủng hoảng kinh tế, Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á (ASEAN) đã báo cáo xu hướng tăng trưởng GDP tích cực trong giai đoạn 2000–2018. Tổng GDP của các nước ASEAN năm 2018 đã tăng gấp đôi so với thập kỷ trước và gần gấp 5 lần so với GDP năm 2000 (ASEAN, 2019a). Đông Nam Á đang trở thành điểm đến đầu tư hấp dẫn và được dự đoán là thị trường lớn thứ tư sau Liên minh Châu Âu, Hoa Kỳ và Trung Quốc (ASEAN, 2019b). Tuy nhiên, khu vực này lại đang tụt hậu trong các hoạt động phát triển bền vững và phải đối mặt với nhiều thách thức khác nhau, chẳng hạn như bất bình đẳng, bảo trợ xã hội thấp, hay chất lượng không khí kém.

Khi các bên hữu quan ngày càng nhận thức được các vấn đề xã hội và môi trường do hoạt động kinh doanh gây ra, doanh nghiệp được kỳ vọng đóng góp vào mục tiêu phát triển bền vững chứ không chỉ đơn thuần là tìm kiếm lợi nhuận. Vấn đề trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (Corporate Social Responsibility – CSR) đã thu hút nhiều sự quan tâm của các học giả và cộng đồng xã hội. Tuy nhiên, CSR phần lớn được công nhận là một hiện tượng của phương Tây nơi các thể chế, tiêu chuẩn và hệ thống pháp luật mạnh mẽ hơn (Kemp, 2001). Theo đó, các nghiên cứu CSR trước đây thường được thực hiện trong bối cảnh của các nước phương Tây, chẳng hạn như Tây Âu, Mỹ và Úc cũng như một số nước châu Á phát triển như Nhật Bản, Hàn Quốc và Trung Quốc (Gunawan, 2015; Kim, 2018). Điều này để lại sự hiểu biết hạn chế về CSR ở các khu vực còn lại của châu Á.

Hầu hết các nghiên cứu tập trung vào mối quan hệ giữa CSR và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp để giải thích lý do tại sao các doanh nghiệp tham gia vào CSR. Tuy nhiên, vẫn chưa có sự thống nhất trong việc giải thích mối quan hệ này. Có hai lý thuyết chủ đạo về mối quan hệ giữa CSR và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Lý thuyết đại diện (Jensen & Meckling, 1976) lập luận rằng CSR làm giảm hiệu quả tài chính của doanh nghiệp khi các nhà quản lý sử dụng các nguồn lực của doanh nghiệp để thu lợi từ danh tiếng cá nhân với chi phí của các cổ đông (Barnea & Rubin, 2010). Ngược lại, lý thuyết giải quyết xung đột (Freeman, 1984) cho rằng CSR làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhờ tác động cân bằng lợi ích của cả các bên liên quan cũng như nâng cao khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp.

Bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa CSR và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp cũng trái ngược nhau (Margolis & Walsh, 2003; Margolis và cộng sự, 2009). Margolis và Walsh (2003) cho rằng nguyên nhân của các kết quả trái ngược này là do sự khác nhau về mẫu nghiên cứu, độ tin cậy của các phương pháp đo lường CSR và hiệu quả tài chính, thiếu các biến kiểm soát, hay thiếu các cơ chế giải thích trung gian.

Nghiên cứu này lập luận rằng sự cạnh tranh trên thị trường sản phẩm ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa CSR và hiệu quả tài chính doanh nghiệp và có thể giúp giải thích cho mối quan hệ này. Lý thuyết

kinh tế chỉ ra rằng sự cạnh tranh trong thị trường sản phẩm đóng một vai trò quan trọng trong việc buộc các nhà quản lý cảm thấy ngại rủi ro hơn và nỗ lực hơn (Schmidt, 1997; Stigler, 1958). Khi cạnh tranh thị trường cao, tỷ suất lợi nhuận thấp và các nhà quản lý có ít nguồn lực hơn để tăng cường lợi ích cá nhân của họ. Do đó, cạnh tranh trên thị trường sản phẩm có thể được xem như một cơ chế kiểm soát bên ngoài nhằm thực thi kỷ luật đối với các nhà quản lý. CSR cũng cho phép các doanh nghiệp tạo ra sự khác biệt hóa và đạt được lợi thế cạnh tranh (Jones, 1995), đặc biệt là trong các ngành cạnh tranh cao và tăng trưởng cao (Russo & Fouts, 1997), từ đó góp phần tăng cường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, CSR cũng có thể làm giảm dòng tiền tự do do tỷ suất lợi nhuận thấp trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt. Điều này khiến doanh nghiệp phải đánh đổi giữa đầu tư vào các dự án có giá trị hiện tại ròng (Net Present Value – NPV) dương có tác động tích cực nhất định đến tài sản của cổ đông và các dự CSR tốn kém. Do đó, tác động của thị trường cạnh tranh đối với mối quan hệ giữa CSR và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp vẫn là một câu hỏi cần lời giải đáp. Nghiên cứu này xem xét ảnh hưởng của mức độ cạnh tranh thị trường đến mối quan hệ giữa CSR và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp ở các nước Đông Nam Á. Cụ thể, nghiên cứu tập trung giải quyết hai câu hỏi sau: (1) CSR có tác động như thế nào đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp ở thị trường Đông Nam Á?; và (2) Tác động của CSR đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp có phụ thuộc vào mức độ cạnh tranh của thị trường không?

Nghiên cứu sử dụng cơ sở dữ liệu Thomson Reuter Environmental, Social, and Governance (ESG)¹ để đo lường CSR và chỉ số lợi nhuận trên tài sản (Return on Assets – ROA) để đo lường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp trong giai đoạn 2004–2019. Nghiên cứu cũng sử dụng chỉ số về mức độ tập trung thị trường của Herfindahl (chỉ số Herfindahl-Hirschman – HHI) để đo lường sự cạnh tranh². Sử dụng phương pháp hồi quy bình phương cực tiểu (Ordinary Least Squares – OLS) và mô hình tác động cố định (Fixed Effects Model – FEM), kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng CSR có tác động tích cực và đáng kể đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp ở thị trường Đông Nam Á. Tuy nhiên, tác động tích cực này chỉ có ý nghĩa thống kê trong các thị trường cạnh tranh cao. Khi thị trường kém cạnh tranh hơn, CSR không ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Các kiểm định tính vững sử dụng đo lường khác của hiệu quả tài chính doanh nghiệp và phương pháp tổng quát thời điểm (Generalized Method of Moments – GMM) để giải quyết vấn đề nội sinh cũng khẳng định tính tin cậy của kết quả nghiên cứu.

Nghiên cứu này bổ sung vào các tài liệu mới nổi hiện nay về CSR, hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, và mức độ cạnh tranh thị trường (Declerck & M'Zali, 2012; Jia & Shi, 2014). Đặc biệt, nghiên cứu góp phần làm rõ tầm quan trọng của CSR ở các nước Đông Nam Á, một thị trường ngày càng đóng góp quan trọng cho sự phát triển của nền kinh tế toàn cầu nhưng vẫn chưa nhận được sự chú ý tương xứng từ các nhà nghiên cứu. Ngoài ra, nghiên cứu sử dụng dữ liệu gần đây nhất trong giai đoạn 2004–2019, ngay trước đại dịch COVID-19, nên có tính cập nhật và ý nghĩa cao.

¹ Điểm ESG của Thomson Reuters được thiết kế để đo lường một cách minh bạch và khách quan hiệu suất ESG bao gồm mười chủ đề (khí thải, môi trường, đối mới sản phẩm, nhân quyền, cổ đông...) dựa trên dữ liệu báo cáo của các công ty. Từ năm 2019, điểm ESG của Thomson Reuters đã được thêm vào cơ sở dữ liệu Datastream.

² Chỉ số Herfindahl-Hirschman (HHI) để đo lường sự cạnh tranh trên thị trường, được đo bằng tổng bình phương thị phần trong một ngành nhất định dựa trên mã ngành (Standard Industrial Classification – SIC) gồm bốn chữ số. Chỉ số HHI cao hơn giá trị trung bình thể hiện rằng doanh nghiệp hoạt động trong các ngành công nghiệp tập trung; ngược lại, chỉ số HH thấp hơn giá trị trung bình hàm ý rằng doanh nghiệp hoạt động trong các ngành công nghiệp cạnh tranh.

Phần còn lại của nghiên cứu được tổ chức như sau. Phần 2 tóm tắt lý thuyết liên quan và phát triển các giả thuyết. Phần 3 trình bày dữ liệu, cách xây dựng các biến chính, và mô tả mô hình nghiên cứu. Phần 4 thảo luận về kết quả và phần 5 nêu kết luận.

2. Tổng quan lý thuyết và các giả thuyết

Các hoạt động phát triển bền vững của doanh nghiệp liên quan đến những kỳ vọng về kinh tế, pháp lý, và đạo đức của xã hội đối với các doanh nghiệp tại một thời điểm nhất định (Carroll, 1979). Điều này ngụ ý rằng ngoài việc tạo ra lợi nhuận, các doanh nghiệp cần có trách nhiệm với môi trường, cộng đồng, và xã hội nói chung. Lý thuyết về các bên hữu quan (Stakeholder theory)³ cho thấy, ngoài nghĩa vụ đối với các cổ đông, các nhà quản lý doanh nghiệp cần phải giữ mối quan hệ tốt và có nghĩa vụ với các bên hữu quan của doanh nghiệp (Freeman, 1984). Theo đó, doanh nghiệp có thể hưởng lợi từ việc đáp ứng nhu cầu của các bên liên quan bằng cách tham gia vào CSR. Cụ thể, các doanh nghiệp CSR được thị trường nhìn nhận tích cực hơn, từ đó có khả năng tăng doanh thu, giảm chi phí, giảm rủi ro tài chính, và nâng cao danh tiếng, giúp làm tăng lợi nhuận và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (Karim và cộng sự, 2016; Hu và cộng sự, 2018).

Lý thuyết về tính hợp pháp (Legitimacy Theory) cũng chỉ ra rằng các doanh nghiệp nên tham gia vào các hoạt động phù hợp với mong muốn của cộng đồng để gia tăng lợi ích mà xã hội mang lại cho doanh nghiệp (Guthrie & Parker, 1989). Theo đó, sự ủng hộ của công chúng có thể làm tăng giá trị của doanh nghiệp. Trên cơ sở lý thuyết về tính hợp pháp, xu hướng các doanh nghiệp tăng cường CSR để nâng cao danh tiếng và hiệu quả hoạt động đã được chỉ ra trong các nghiên cứu gần đây. Cụ thể, Chen và Wang (2011) nhận thấy rằng các hoạt động CSR không chỉ nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong giai đoạn hiện tại mà cả trong tương lai. Dai và cộng sự (2018) cho rằng gia tăng sự ủng hộ từ cộng đồng thông qua các hoạt động bền vững thúc đẩy hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài ra, các nghiên cứu khác cho rằng bằng cách thể hiện hành vi có trách nhiệm với xã hội, các doanh nghiệp có thể thu hút và giữ chân nguồn nhân lực cao cấp (Turban & Greening, 1997), thúc đẩy tăng doanh số bán hàng (Russo & Fouts, 1997) và có được sự tin tưởng và hợp tác của các bên liên quan (Jones, 1995). Godfrey (2005) kết luận danh tiếng trong các hoạt động bền vững sẽ giúp duy trì và nâng cao giá trị của doanh nghiệp.

Đặc biệt, trong giai đoạn hiện nay, các doanh nghiệp ở khu vực Đông Nam Á đang ngày càng quan tâm và gia tăng thực hành CSR. Chẳng hạn, trong Luật Doanh nghiệp năm 2007, Indonesia đã quy định CSR là bắt buộc, đặc biệt đối với các công ty có hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực liên quan đến tài nguyên thiên nhiên (UNEP-LEAP, 2007). Malaysia đã đưa ra các yêu cầu bắt buộc về báo cáo hoạt động CSR trong Đạo luật Chất lượng Môi trường (1974) (Bursa Malaysia, 2018). Philippines cũng đang trong quá trình xây dựng Đạo luật Trách nhiệm Xã hội của doanh nghiệp, khuyến khích tất cả các tổ chức kinh doanh cả trong và ngoài nước tuân thủ CSR trong hoạt động kinh doanh tại quốc gia này (Senate Office of the Secretary, 2019). Các quốc gia Đông Nam Á khác cũng đã thông qua một số luật liên quan đến CSR cũng như tuân thủ các thỏa thuận quốc tế về tiêu chuẩn môi trường, nhân quyền, quyền lao động và các nguyên tắc thương mại tự do. Theo đó, đầu tư

³ Lý thuyết các bên liên quan (Stakeholder theory) của Freeman (1984) là một quan điểm nhấn mạnh các mối quan hệ liên kết giữa doanh nghiệp và khách hàng, nhà cung cấp, nhân viên, nhà đầu tư, cộng đồng và những người khác có cổ phần trong tổ chức. Lý thuyết này cho rằng một công ty nên tạo ra giá trị cho tất cả các bên liên quan chứ không chỉ các cổ đông.

bền vững ở Đông Nam Á đã tăng 60% lên 3,2 tỷ USD trong nửa đầu năm 2019 so với cùng kỳ năm trước (Varma & Boulton, 2019). Khi nhận thức về CSR ngày càng gia tăng ở các quốc gia Đông Nam Á, ảnh hưởng của CSR đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được kì vọng sẽ càng sâu rộng hơn.

Từ những lập luận trên, tác giả đề xuất giả thuyết H_1 như sau:

Giả thuyết H_1 : Hoạt động phát triển bền vững có tác động tích cực đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp ở thị trường Đông Nam Á.

Lý thuyết kinh tế cho rằng sự cạnh tranh trên thị trường sản phẩm có thể ảnh hưởng đến các quyết định đầu tư và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Schmidt, 1997; Stigler, 1958). Theo đó, sự ảnh hưởng của mức độ cạnh tranh trên thị trường sản phẩm đến mối quan hệ giữa CSR và giá trị doanh nghiệp có thể theo hai hướng. Đầu tiên, theo quan điểm chiến lược CSR, các công ty hoạt động trong môi trường cạnh tranh cao sẽ có nhiều động lực hơn để đầu tư vào các hoạt động xã hội. Các nghiên cứu cho rằng các hành vi đạo đức của doanh nghiệp giúp họ đạt được lợi thế cạnh tranh, thu hút khách hàng và nhà đầu tư (Bagnoli & Watts, 2003), được xếp hạng cao hơn (Fernández-Kranz & Santaló, 2010), giảm rủi ro tài chính và giảm chi phí vốn (Oikonomou và cộng sự, 2014), từ đó tăng cường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Theo đó, Sheikh (2018) chỉ ra rằng các doanh nghiệp có xu hướng thực hiện CSR khi hoạt động trong các thị trường cạnh tranh cao.

Tuy nhiên, cũng có thể lập luận rằng, ở các thị trường cạnh tranh cao, các nhà quản lý buộc phải tập trung vào các dự án ngắn hạn có NPV dương có ảnh hưởng trực tiếp đến tài sản của cổ đông thay vì đầu tư vào các dự án dài hạn và tốn kém như CSR. Campbell (2007) cho rằng các công ty ít đầu tư vào CSR khi cạnh tranh thị trường cao do chi phí cao (Shleifer, 2004) và khó quản lý (Bénabou & Tirole, 2010), đặc biệt là đối với các công ty có quy mô nhỏ. Ryu và cộng sự (2016) nhận thấy rằng CSR chỉ có tác động tích cực đáng kể đến tài sản của cổ đông khi mức độ cạnh tranh trên thị trường sản phẩm thấp. Porter và Van der Linde (1995), Shleifer (2004) và Campbell (2007) thống nhất rằng có mối quan hệ thuận chiều giữa CSR và hiệu quả hoạt động của công ty, tuy nhiên, tác động này sẽ giảm dần với sự tăng lên của mức độ cạnh tranh của ngành.

Đặc biệt, ở thị trường Đông Nam Á, nơi các doanh nghiệp nhỏ và vừa chiếm tỷ lệ lớn, đầu tư vào CSR là rất tốn kém. Thêm nữa, do môi trường thể chế kém hiệu quả của khu vực này, CSR có thể trở thành một công cụ để che đậy các hành vi mang tính cơ hội của người quản lý doanh nghiệp (Huerta & Ken, 2012, Gracia & Siregar, 2021). Theo đó, tác giả kì vọng rằng các hoạt động CSR chỉ mang lại lợi ích cho doanh nghiệp Đông Nam Á hoạt động trong các thị trường có mức độ cạnh tranh thấp. Ở các thị trường cạnh tranh cao, CSR có thể gây tốn kém và tạo áp lực tài chính lên doanh nghiệp thay vì mang lại tác động tích cực.

Từ những lập luận trên, tác giả đề xuất giả thuyết H_2 như sau:

Giả thuyết H_2 : Tác động tích cực giữa hoạt động phát triển bền vững và khả năng sinh lời của doanh nghiệp chỉ tồn tại ở các thị trường có áp lực cạnh tranh thấp nhưng không có ý nghĩa thống kê ở các thị trường có áp lực cạnh tranh cao.

3. Phương pháp, dữ liệu và mô hình nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp thu thập từ cơ sở dữ liệu Thomson Reuters Worldscope trong giai đoạn 2004–2019. Để đảm bảo dữ liệu có thể thực hiện phân tích, dữ liệu nghiên cứu không bao gồm doanh nghiệp tài chính ngân hàng và các doanh nghiệp tiện ích. Các doanh nghiệp phải có dữ liệu ít hơn 2 năm liên tiếp. Để tránh ảnh hưởng ngoại lai, nghiên cứu thực hiện khử (winsorize) các biến ở giá trị phân vị thứ 99. Mẫu dữ liệu cuối cùng bao gồm 208 doanh nghiệp hoạt động ở 6 thị trường Đông Nam Á, bao gồm: Indonesia, Malaysia, Singapore, Thái Lan, và Việt Nam với 1.520 quan sát.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Tác giả sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng để kiểm định tác động của CSR đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp như sau:

$$FP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \sum \beta_k Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó:

- β_0 : Hệ số chặn;
- β_1 và β_k : Hệ số ước lượng;
- $\varepsilon_{i,t}$: Sai số ngẫu nhiên;
- $FP_{i,t}$: Hiệu quả tài chính của doanh nghiệp i năm t ;
- $ESG_{i,t}$: Chỉ số hoạt động phát triển bền vững của doanh nghiệp i năm t ;
- $Control_{i,t}$: Vec tơ các biến kiểm soát.

Nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng OLS có kiểm soát các yếu tố cố định ngành nghề hoạt động, yếu tố cố định năm, và yếu tố cố định quốc gia. Do dữ liệu nghiên cứu có dạng bảng nên mô hình ước lượng phù hợp là mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Để lựa chọn mô hình phù hợp, tác giả thực hiện kiểm định Hausman. Kết quả kiểm định Hausman cho giá trị p -value $< 0,1$. Do đó, có thể kết luận rằng ước lượng mô hình FEM là phù hợp. Theo đó, các hồi quy tiếp theo được thực hiện bằng mô hình ước lượng FEM có kiểm soát yếu tố cố định năm. Ngoài ra, nghiên cứu cũng sử dụng phương pháp GMM hệ thống để giải quyết vấn đề nội sinh trong phần kiểm định tính vững.

3.3. Các biến nghiên cứu

3.3.1. Hoạt động phát triển bền vững

Nghiên cứu này dựa theo các nghiên cứu trước đây (Cheng và cộng sự, 2014; Ho và cộng sự, 2021) sử dụng điểm số ESG được thu thập từ cơ sở dữ liệu ESG của Thomson Reuters để đo lường CSR của doanh nghiệp. Từ những thông tin về CSR được công khai trong báo cáo trách nhiệm xã hội, trang web chính thức, hay từ các kênh thông tin đại chúng của doanh nghiệp, Thomson Reuters tính toán các chỉ số con bao gồm chỉ số môi trường, xã hội, và quản trị từ mười chỉ tiêu chủ yếu (sử

dụng tài nguyên, phát thải, đổi mới, quản lý, cổ đông, chiến lược CSR, lực lượng lao động, nhân quyền, cộng đồng và trách nhiệm sản phẩm), trên cơ sở đó, xây dựng điểm số ESG tổng quát.

3.3.2. *Hiệu quả tài chính*

Nghiên cứu sử dụng chỉ số lợi nhuận trên tài sản (ROA) để đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Chỉ số này đại diện cho khả năng sinh lời của công ty và được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu khảo sát mối liên hệ giữa CSR và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Chen và cộng sự, 2018; Jang và cộng sự, 2019). Để khẳng định độ tin cậy của kết quả nghiên cứu chính, tác giả cũng sử dụng biến lợi nhuận (PROF) được đo lường bằng thu nhập trước lãi vay, thuế, và khấu hao chia cho giá trị sổ sách của tài sản trong phân tích kiểm tra tính vững.

3.3.3. *Mức độ cạnh tranh thị trường*

Nghiên cứu sử dụng chỉ số Herfindahl-Hirschman (HHI) để đo lường sự cạnh tranh trên thị trường. Chỉ số HHI được đo bằng tổng bình phương thị phần trong một ngành nhất định dựa trên mã ngành (Standard Industrial Classification – SIC) gồm bốn chữ số. Chỉ số HHI cao hơn giá trị trung bình thể hiện rằng doanh nghiệp hoạt động trong các ngành công nghiệp tập trung; ngược lại, chỉ số HH thấp hơn giá trị trung bình hàm ý rằng doanh nghiệp hoạt động trong các ngành công nghiệp cạnh tranh. Biến giả (HHI) nhận giá trị bằng 1 nếu doanh nghiệp hoạt động trong ngành cạnh tranh và bằng 0 nếu doanh nghiệp hoạt động trong ngành tập trung.

3.3.4. *Các biến kiểm soát*

Tương tự các nghiên cứu trước đây, nghiên cứu sử dụng các biến kiểm soát bao gồm doanh thu trên tổng tài sản (SALE), quy mô (SIZE) bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (LEV), giá trị thị trường của tài sản (MB) bằng tổng tài sản trừ đi vốn chủ sở hữu trên sổ sách cộng với giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu, chia cho tổng tài sản, chi phí nghiên cứu và phát triển trên tổng tài sản (RD), chi tiêu vốn trên tổng tài sản (CAPEX), thuế doanh nghiệp trên tổng tài sản (TAX) (Bocquet và cộng sự, 2017; Kong và cộng sự, 2020).

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. *Thống kê mô tả*

Bảng 1 thể hiện giá trị thống kê mô tả của các biến trong mô hình 1 đối với các doanh nghiệp ở khu vực Đông Nam Á giai đoạn 2004–2019. Có thể thấy các doanh nghiệp ở khu vực Đông Nam Á có chỉ số ESG trung bình là 0,41 với giá trị nhỏ nhất là 0,029 và giá trị lớn nhất là 0,891 cho thấy có sự biến thiên lớn giữa các công ty trong khu vực. Hầu hết các doanh nghiệp ở khu vực này có hiệu quả tài chính tương đối tốt thể hiện ở giá trị trung bình của biến ROA đạt 8,3% và biến PROF đạt 13,3%. Giá trị trung bình của doanh thu, quy mô, tỷ lệ nợ, giá trị thị trường, nghiên cứu và phát triển, chi tiêu vốn, và thuế lần lượt là 0,024; 22,027; 0,264; 3,704; 0,173; 0,005; và 0,199.

Bảng 1.

Thống kê mô tả

Biến	Trung bình	Trung vị	Sai số chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	0,083	0,066	0,094	−0,667	0,753
PROF	0,133	0,108	0,118	−0,655	1,088
ESG	0,410	0,386	0,196	0,029	0,891
SALE	0,024	0,023	3,428	0,014	0,033
SIZE	22,027	22,171	1,137	17,363	24,569
LEV	0,264	0,262	0,170	0,000	1,523
MB	3,704	2,001	8,863	−41,078	246,460
RD	0,173	0,000	0,378	0,000	1,000
CAPEX	0,050	0,037	0,048	0,000	0,464
TAX	0,199	0,208	0,228	−1,063	1,357

Hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình hồi quy được thể hiện ở Bảng 2. Có thể thấy, các hệ số tương quan khác đều ở mức nhỏ hơn 0,6. Điều này hàm ý rằng các mô hình hồi quy thực hiện trong nghiên cứu này không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích.

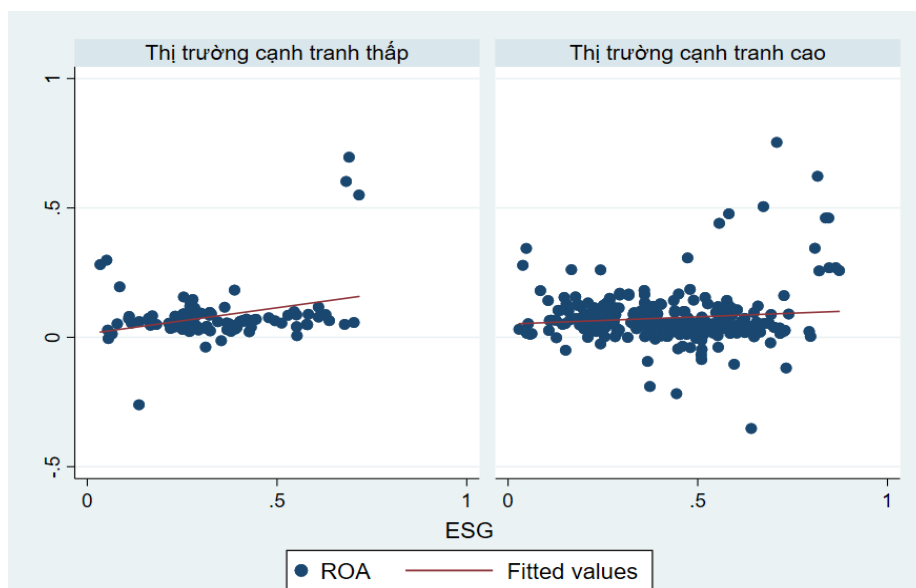
Bảng 2.

Hệ số tương quan

	ESG	SALE	SIZE	LEV	MB	RD	CAPEX	TAX
ESG	1							
SALE	0,095*	1						
SIZE	0,156*	0,101*	1					
LEV	0,025	−0,005	0,372*	1				
MB	0,084*	0,112*	−0,292*	−0,093*	1			
RD	−0,022	0,066*	0,004	−0,139*	−0,048	1		
CAPEX	−0,082*	0,099*	−0,117*	−0,031	0,094*	−0,022	1	
TAX	0,048	0,134*	0,053	0,010	0,019	0,016	−0,049	1

Ghi chú: * tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 5%

Mối quan hệ thống kê giữa CSR, hiệu quả tài chính và mức độ cạnh tranh thị trường của các doanh nghiệp Đông Nam Á được thể hiện ở Hình 1 bên dưới. Một cách tổng quan, các doanh nghiệp có CSR cao hơn hoạt động hiệu quả hơn ở các thị trường cạnh tranh thấp. Tuy nhiên, mối quan hệ này trở nên không rõ ràng ở các thị trường cạnh tranh cao.



Hình 1. CSR, hiệu quả tài chính và mức độ cạnh tranh thị trường

4.2. Kết quả hồi quy chính

Bảng 3 báo cáo kết quả hồi quy mô hình 1 sử dụng phương pháp ước lượng OLS ở cột 1 và FEM ở cột 2. Kết quả hồi quy cho thấy hệ số của biến ESG dương và có ý nghĩa thống kê cao ở mức 1% ở tất cả các ước lượng. Điều này hàm ý rằng tăng cường CSR có thể giúp các doanh nghiệp hoạt động ở khu vực Đông Nam Á có khả năng tăng doanh thu, giảm chi phí, giảm rủi ro tài chính, và nâng cao danh tiếng, giúp làm tăng lợi nhuận và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (Karim và cộng sự, 2016; Hu và cộng sự, 2018). Kết quả này ủng hộ giả thuyết H₁.

Bảng 3.

Kết quả hồi quy chính

	(1)	(2)
Biến	OLS	FEM
ESG	0,048*** (4,680)	0,035*** (2,630)
SALE	0,008*** (3,320)	0,007** (2,070)
SIZE	-0,027*** (-9,440)	-0,021*** (-4,890)
LEV	-0,091*** (-7,940)	-0,129*** (-9,090)

	(1)	(2)
MB	0,003*** (15,230)	0,001*** (7,440)
RD	0,006 (1,190)	0,008 (1,090)
CAPEX	−0,041 (−1,060)	−0,038 (−1,030)
TAX	0,007 (0,910)	−0,004 (−0,680)
Hằng số	0,511*** (9,750)	0,419*** (5,240)
Số quan sát	1.520	1.520
R ² hiệu chỉnh	0,604	0,571
Biến cố định ngành	Có	
Biến cố định năm	Có	Có
Biến cố định quốc gia	Có	
Biến cố định doanh nghiệp		Có

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

Các biến trong mô hình, ngoại trừ các biến RD, CAPEX, và TAX, đều có ý nghĩa thống kê và tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp như kì vọng và phù hợp với các nghiên cứu trước. Cụ thể, các doanh nghiệp có doanh thu lớn, có quy mô nhỏ, có tỷ lệ nợ thấp, có giá trị thị trường cao sẽ có hiệu quả hoạt động tốt hơn các doanh nghiệp khác (Ibhagui & Olokoyo, 2018; Pham & Tran, 2020).

4.3. Kiểm định bền vững

Để đảm bảo tính vững và độ tin cậy của các ước lượng, nghiên cứu thực hiện các kiểm định bổ sung bao gồm sử dụng đo lường khác của hiệu quả tài chính và xử lý vấn đề nội sinh. Cụ thể, Bảng 4 trình bày kết quả ước lượng mô hình (1) sử dụng biến PROF để đo lường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Kết quả cho thấy hệ số của biến ESG đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này ủng hộ kết quả hồi quy chính ở Bảng 2.

Bảng 4.

Kiểm định tính vững: Sử dụng biến khác của hiệu quả hoạt động

	(1)	(2)
Biến	OLS	FEM
ESG	0,057*** (4,610)	0,029* (1,950)
SALE	0,022*** (8,040)	0,027*** (7,190)
SIZE	−0,041*** (−11,950)	−0,041*** (−8,52)
LEV	−0,099*** (−7,210)	−0,131*** (−8,300)
MB	0,004*** (17,210)	0,002*** (8,450)
RD	0,013** (2,020)	0,016* (1,840)
CAPEX	0,033 (0,72)	−0,024 (−0,590)
TAX	0,030*** (3,480)	0,008 (1,230)
Hệ số chặn	0,381*** (6,020)	0,235*** (2,590)
Số quan sát	1.506	1.506
R ² hiệu chỉnh	0,640	0,601
Biến cố định ngành	Có	
Biến cố định năm	Có	Có
Biến cố định quốc gia	Có	
Biến cố định doanh nghiệp		Có

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

Ngoài ra, mối quan hệ nhân quả giữa CSR và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có thể gây ra các vấn đề nội sinh tiềm ẩn. Chẳng hạn, các công ty có hiệu quả hoạt động cao hơn có thể có nhiều nguồn lực hơn để thực hiện CSR. Nghiên cứu giải quyết vấn đề nội sinh này bằng cách sử dụng phương pháp hồi quy GMM hệ thống sử dụng biến công cụ là hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp của tất cả các năm trước đối với biến nội sinh là hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả ước

lượng được thể hiện trong Bảng 5 cho thấy dù sử dụng đo lường khác nhau của hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (cột (1) và cột (2)), hệ số của biến ESG đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Do đó, kết quả ước lượng và các kết quả chính có tính vững và đảm bảo độ tin cậy.

Bảng 5.

Kiểm định tính vững: Sử dụng mô hình GMM hệ thống

Biến	(1) ROA	(2) PROF
ESG	0,127*** (3,920)	0,096*** (4,000)
SALE	−0,025*** (−2,780)	−0,013* (−1,720)
SIZE	0,034* (1,740)	0,015 (0,740)
LEV	−0,271*** (−4,950)	−0,150*** (−3,300)
MB	0,006*** (4,390)	0,005*** (3,960)
RD	0,001 (0,060)	−0,003 (−0,150)
CAPEX	0,153** (2,180)	0,048 (0,610)
TAX	−0,009 (−0,840)	−0,016 (−1,380)
Hệ số chặn	2,846*** (3,12)	0,000 (0,00)
Số quan sát	1.520	1.506
Số doanh nghiệp	208	208
Biến cố định ngành	Có	Có
Biến cố định năm	Có	Có
Biến cố định quốc gia	Có	Có
AR(2)	0,849	0,255

	(1)	(2)
Biến	ROA	PROF
Giá trị p kiểm định Hansen	0,340	0,281

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

4.4. Ảnh hưởng của mức độ cạnh tranh thị trường

Để kiểm định giả thuyết H₂, tác giả thực hiện hồi quy mô hình (1) ở hai nhóm mẫu bao gồm các doanh nghiệp hoạt động ở thị trường có mức độ cạnh tranh cao (thị trường có chỉ số HHI thấp) và các doanh nghiệp hoạt động ở thị trường có mức độ cạnh tranh thấp (thị trường có chỉ số HHI cao). Kết quả kiểm định được trình bày ở Bảng 6. Kết quả phân tích cho thấy trong khi hệ số của biến ESG ở nhóm cạnh tranh thấp đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (cột (1) và (3)), thì hệ số này ở nhóm cạnh tranh cao lại không có ý nghĩa thống kê (cột (2) và (4)). Kết quả này ủng hộ giả thuyết H₂ cho rằng ở thị trường Đông Nam Á nơi mà hầu hết các doanh nghiệp có quy mô nhỏ và vừa, CSR bị giới hạn bởi nguồn lực và khả năng hạn chế của công ty. Môi trường thể chế kém hiệu quả ở các thị trường này cũng có thể làm nghiêm trọng hơn vấn đề đại diện của CSR. Theo đó, CSR chỉ có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ở các thị trường cạnh tranh thấp mà không có ý nghĩa thống kê ở các thị trường có mức độ cạnh tranh cao.

Bảng 6.

Ảnh hưởng của mức độ cạnh tranh thị trường

	ROA		PROF	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Biến	Cạnh tranh thấp	Cạnh tranh cao	Cạnh tranh thấp	Cạnh tranh cao
ESG	0,066*** (3,240)	−0,015 (−0,90)	0,055** (2,270)	−0,013 (−0,780)
SALE	0,002 (0,500)	0,011*** (2,690)	0,025*** (4,400)	0,031*** (6,740)
SIZE	−0,032*** (−4,820)	−0,008 (−1,560)	−0,054*** (−6,800)	−0,025*** (−4,370)
LEV	−0,099*** (−4,560)	−0,144*** (−8,540)	−0,087*** (−3,430)	−0,162*** (−9,140)
MB	0,001*** (5,070)	0,009*** (8,230)	0,001*** (5,210)	0,011*** (9,700)
RD	0,001 (0,080)	0,010 (1,060)	0,010 (0,810)	0,009 (0,910)

	ROA		PROF	
	(1)	(2)	(3)	(4)
CAPEX	0,008 (0,120)	−0,057 (−1,310)	0,026 (0,350)	−0,044 (−1,000)
TAX	−0,004 (−0,420)	−0,007 (−0,800)	0,007 (0,750)	0,005 (0,640)
Hệ số chặn	0,816*** (6,510)	0,000 (0,000)	0,608*** (3,970)	0,000 (0,000)
Số quan sát	708	812	697	809
R ² hiệu chỉnh	0,643	0,571	0,658	0,701
Biến cố định doanh nghiệp	Có	Có	Có	Có
Biến cố định năm	Có	Có	Có	Có

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

5. Kết luận

Nghiên cứu này đánh giá tác động của hoạt động phát triển bền vững đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp ở khu vực Đông Nam Á giai đoạn 2004–2019, có xem xét đến ảnh hưởng của mức độ cạnh tranh trên thị trường. Sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng, nghiên cứu cho thấy CSR có thể giúp doanh nghiệp cải thiện hiệu quả hoạt động tài chính. Tuy nhiên, ảnh hưởng tích cực này chỉ tồn tại ở các thị trường có mức độ cạnh tranh thấp. Ở các thị trường có mức độ cạnh tranh cao, doanh nghiệp buộc phải tập trung vào các dự án ngắn hạn có khả năng sinh lời cao thay vì thực hiện CSR. Theo đó, mối quan hệ giữa CSR và hiệu quả hoạt động tài chính của doanh nghiệp là không rõ ràng. Kết quả nghiên cứu được khẳng định độ tin cậy thông qua các kiểm định tính vững sử dụng đo lường khác của hiệu quả hoạt động doanh nghiệp và xử lý vấn đề nội sinh tiềm ẩn.

Nghiên cứu cung cấp bằng chứng đáng tin cậy về ảnh hưởng của hoạt động phát triển bền vững ở các doanh nghiệp ở khu vực Đông Nam Á với những hàm ý quan trọng cho nhà quản trị doanh nghiệp và nhà đầu tư. Theo đó, nhà quản trị doanh nghiệp ở các quốc gia Đông Nam Á nên chú trọng đến các hoạt động môi trường và xã hội vì các hoạt động này có vai trò quan trọng trong việc đạt được mục tiêu cuối cùng của doanh nghiệp, đó là cải thiện hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Tuy nhiên, nếu hoạt động trong các thị trường cạnh tranh cao, nhà quản trị doanh nghiệp nên xem xét hạn chế các hoạt động này do đây là các hoạt động tốn kém và dài hạn. Các nhà đầu tư cũng nên cân nhắc đến mức độ thực hiện các hoạt động môi trường và cộng đồng của doanh nghiệp cũng như xem xét mức độ cạnh tranh của thị trường mà doanh nghiệp hoạt động khi ra quyết định đầu tư. Tuy nhiên, nghiên cứu này chỉ tập trung vào 06 thị trường lớn ở Đông Nam Á. Các nghiên cứu tiếp theo có thể bổ sung và thực hiện nghiên cứu này trên tập dữ liệu lớn hơn nếu có thể để kết quả nghiên cứu có thể mang tính đại diện cao hơn.

Lời cảm ơn

Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ Phát triển khoa học và công nghệ Quốc gia (NAFOSTED) trong đề tài mã số 502.02-2021.70

Tài liệu tham khảo

- ASEAN. (2019a). ASEAN key figures 2019. Retrieved from https://www.aseanstats.org/wp-content/uploads/2019/11/ASEAN_Key_Figures_2019.pdf
- ASEAN. (2019b). Investing in ASEAN 2019-2020. Retrieved from https://asean.org/storage/2019/10/Investing_in_ASEAN_2019_2020.pdf
- Bagnoli, M., & Watts, S. G. (2003). Selling to socially responsible consumers: Competition and the private provision of public goods. *Journal of Economics & Management Strategy*, 12(3), 419–445.
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71–86.
- Bénabou, R., & Tirole, J. (2010). Individual and corporate social responsibility. *Economica*, 77(305), 1–19.
- Bocquet, R., Le Bas, C., Mothe, C., & Poussing, N. (2017). CSR, innovation, and firm performance in sluggish growth contexts: A firm-level empirical analysis. *Journal of Business Ethics*, 146, 241–254.
- Bursa Malaysia. (2018). Sustainability Reporting Guide. Retrieved from https://www.bursamalaysia.com/sites/5bb54be15f36ca0af339077a/assets/5cc04d415b711a730ef06262/Bursa_Malaysia_Sustainability_Reporting_Guide-2ndEdition.pdf
- Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *The Academy of Management Review*, 32(3), 946–967.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review*, 4(4), 497–505.
- Chen, Y. C., Hung, M., & Wang, Y. (2018). *The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: Evidence from China*. *Journal of Accounting and Economics*, 65(1), 169–190.
- Chen, H. & Wang, X. (2011). Corporate social responsibility and corporate financial performance in China: An empirical research from Chinese firms. *Corporate Governance*, 11(4), 361–370.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23.
- Dai, N. T., Du, F., Young, S. M., & Tang, G. (2018). Seeking legitimacy through CSR reporting: Evidence from China. *Journal of Management Accounting Research*, 30(1), 1–29.

- Fernández-Kranz, D., & Santaló, J. (2010). When necessity becomes a virtue: The effect of product market competition on corporate social responsibility. *Journal of Economics & Management Strategy*, 19(2), 453–487.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press.
- Godfrey, P. C. (2005). Philanthropy and shareholder wealth: The relationship between corporate a risk management perspective. *Academy of Management Review*, 30(4), 777–798.
- Guthrie, J., & Parker, L. D. (1989). Corporate social reporting: A rebuttal of legitimacy theory. *Accounting and Business Research*, 19(76), 343–352.
- Gracia, O., & Siregar, S. V. (2021). Sustainability practices and the cost of debt: Evidence from ASEAN countries. *Journal of Cleaner Production*, 300, 126942.
- Ibhagui, O. W., & Olokoyo, F. O. (2018). Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. *The North American Journal of Economics and Finance*, 45, 57–82.
- Jang, S. S., Ko, H., Chung, Y., & Woo, C. (2019). CSR, social ties and firm performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(6), 1310–1323.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1919). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77–132). Gower.
- Jia, Y., & Shi, G. (2014). *Social preference, product market competition and firm value*. Working paper. University of California Riverside.
- Jones, T. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *The Academy of Management Review*, 20(2), 404–437.
- Hu, Y., Chen, S., Shao, Y., & Gao, S. (2018). CSR and firm value: Evidence from China. *Sustainability*, 10(12), 4597.
- Huerta, M. C., & Ken, O. (2012). Communication of corporate social responsibility in Latin American and ASEAN countries: A comparative content analysis of corporate websites of leading companies. *International Journal of Research in Management*, 2(1), 130–145.
- Kemp, M. (2001). *Corporate Social Responsibility in Indonesia: Quixotic Dream or Confident Expectation?*. United Nations Research Institute for Social Development.
- Kim, S. E. (2018). Corporate social responsibility in East Asia: A comparative approach. *International Review of Public Administration*, 23(3), 141–155.
- Kong, Y., Antwi-Adjei, A., & Bawuah, J. (2020). A systematic review of the business case for corporate social responsibility and firm performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 444–454.
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. *Administrative Science Quarterly*, 48(2), 268–305.
- Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., & Walsh, J. P. (2007). Does it pay to be good? a meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance. *Unpublished Working Paper*.

- Oikonomou, I., Brooks, C., & Pavelin, S. (2014). The effects of corporate social performance on the cost of corporate debt and credit ratings. *Financial Review*, 49(1), 49–75.
- Porter, M. E., & van der Linde, C. (1995). Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship. *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 97–118.
- Pham, H. S. T., & Tran, H. T. (2020). CSR disclosure and firm performance: The mediating role of corporate reputation and moderating role of CEO integrity. *Journal of Business Research*, 120, 127–136.
- Russo, M. V., & Fouts, P. A. (1997). A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. *Academy of Management Journal*, 40(3), 534–559.
- Ryu, D., Ho Hwanga, J., & Ryu, D. (2016). Corporate social responsibility, market competition, and shareholder wealth. *Investment Analysts Journal*, 45(1), 16–30.
- Schmidt, K. M. (1997). Managerial incentives and product market competition. *The Review of Economic Studies*, 64(2), 191–213.
- Senate Office of the Secretary. (2019). *An Act Encouraging Corporate Social Responsibility, Providing Incentives Therefore, and for Other Purposes*. Retrieved from <https://legacy.senate.gov.ph/lisdata/3101327913!.pdf>
- Sheikh, S. (2018). The impact of market competition on the relation between CEO power and firm innovation. *Journal of Multinational Financial Management*, 44, 36–50.
- Shleifer, A. (2004). Does competition destroy ethical behaviour?. *American Economic Review*, 94(2), 414–418.
- Stigler, G. J. (1958). The economies of scale. *The Journal of Law and Economics*, 1, 54–71.
- Turban, D. B., & Greening, D. W. (1997). Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees. *Academy of Management Journal*, 40(3), 658–672.
- UNEP-LEAP. (2007). *Law of the Republic of Indonesia No. 40 of 2007 concerning Limited Liability Companies*. Retrieved from <https://leap.unep.org/en/countries/id/national-legislation/law-republic-indonesia-no-40-2007-concerning-limited-liability>.
- Varma, S., & Boulton, A. (2019). *Sustainability Wins as Investors in Southeast Asia Shift Focus*. Retrieved from <https://www.bain.com/insights/sustainability-wins-as-investors-in-southeast-asia-shift-focus/>