



Trách nhiệm xã hội doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay: Một nghiên cứu thực nghiệm tại các doanh nghiệp ở Đông Nam Á

TRẦN PHƯƠNG THẢO^a, LÊ ANH TUẤN^{b,*}

^a Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

^b Đại học Quốc Lập Trung Ương (National Central University), Đài Loan

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 26/05/2021 Ngày nhận lại: 29/09/2021 Duyệt đăng: 30/09/2021 Mã phân loại JEL: G32; M14 Từ khóa: Trách nhiệm xã hội doanh nghiệp; Chi phí sử dụng nợ vay; Thông tin bất cân xứng; Rủi ro hoạt động; Đông Nam Á. Keywords: Corporate social responsibility; Cost of debt; Information asymmetry;	Bài báo này kiểm định tác động của trách nhiệm xã hội doanh nghiệp đối với chi phí sử dụng nợ vay của các doanh nghiệp ở năm quốc gia thuộc khu vực Đông Nam Á. Sử dụng mẫu nghiên cứu gồm 1.633 quan sát từ năm 2002 đến năm 2018, nhóm tác giả thấy rằng trách nhiệm xã hội doanh nghiệp có mối quan hệ trái chiều với chi phí sử dụng nợ vay của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu khá chần chừ với nhiều phương pháp ước lượng như: Mô hình OLS, mô hình tác động cố định, mô hình hồi quy với biến công cụ. Phân tích sâu hơn cho thấy ảnh hưởng của trách nhiệm xã hội doanh nghiệp đến chi phí sử dụng nợ vay thì đáng kể hơn đối với các doanh nghiệp có thông tin bất cân xứng cao hoặc các công ty có rủi ro hoạt động cao. Nhìn chung, kết quả của nghiên cứu này củng cố thêm bằng chứng lý thuyết rằng hoạt động trách nhiệm với xã hội góp phần giảm thiểu vấn đề đại diện và gia tăng tính minh bạch của doanh nghiệp, từ đó giảm chi phí vay nợ cho doanh nghiệp. Abstract This paper investigates the impact of corporate social responsibility on cost of debt financing of firms operating in 5 ASEAN countries. Using an extensive sample of 1,633 firm-year observations spanning from 2002 to 2018, the authors find that corporate social responsibility is negatively associated with cost of debt. The finding is robust to alternative estimation methods such as OLS, firm-fixed effects model,

* Tác giả liên hệ.

Email: thao.tran@isb.edu.vn (Trần Phương Thảo), tuanlechris@g.ncu.edu.tw (Lê Anh Tuấn).

Trích dẫn bài viết: Trần Phương Thảo, & Lê Anh Tuấn. (2021). Trách nhiệm xã hội doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay: Một nghiên cứu thực nghiệm tại các doanh nghiệp ở Đông Nam Á. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 32(8), 59–80.

Operating risk;
ASEAN.

and an instrumental variable regression. Further analysis shows that the negative impact of corporate social responsibility on cost of debt financing is more pronounced for firms with high information asymmetry and firms with high operating risk. Overall, the results support the argument in the literature that corporate social responsibility reduces agency problems and increases firm transparency, which, in turn, reduces cost of debt financing.

1. Giới thiệu

Trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (Corporate Social Responsibility – CSR) đã và đang nhận được rất nhiều sự quan tâm của các chủ thể kinh tế trong vài thập niên gần đây. Theo Kamalirezaei và cộng sự (2020), trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp bao gồm các nhiệm vụ và trách nhiệm mà một doanh nghiệp cần thực hiện để duy trì và hỗ trợ cộng đồng mà tại đó doanh nghiệp hoạt động với mục tiêu là gắn kết lợi ích kinh tế và môi trường với tăng trưởng và phát triển bền vững cho doanh nghiệp. Thông qua các hoạt động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp gắn liền với đạo đức, môi trường, tính an toàn, giáo dục, quyền con người..., các doanh nghiệp đã góp phần vào việc phát triển bền vững nền kinh tế và cụ thể nâng cao chất lượng cuộc sống cho những người liên quan đến hoạt động của công ty, môi trường sống và toàn thể xã hội nói chung.

Các nghiên cứu gần đây đã chỉ ra rằng trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp gắn liền với nhiều hoạt động của doanh nghiệp như: Ảnh hưởng hành vi của người tiêu dùng (Chuah và cộng sự, 2020; Jeon và cộng sự, 2020), ảnh hưởng chính sách và các quyết định tài chính (Cheung, 2016; Gelb & Strawser, 2001; Weber & Saunders-Hogberg, 2020), ảnh hưởng chi phí vốn (Chen & Zhang, 2021; El Ghouli và cộng sự, 2011; Goss & Roberts, 2011). Kết quả cuối cùng là thông qua hoạt động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp, doanh nghiệp có thể cải thiện hiệu quả hoạt động tài chính và kinh doanh (Weber & Saunders-Hogberg, 2020) hay gia tăng giá trị doanh nghiệp (Chang và cộng sự, 2019; Deng và cộng sự, 2013). Trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và các quyết định tài chính được xem là hướng nghiên cứu mới trong những năm gần đây khi ngày càng nhiều các doanh nghiệp hướng đến trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp không chỉ nhằm gia tăng uy tín của doanh nghiệp trên thị trường, gia tăng trách nhiệm đối với khách hàng và cộng đồng mà còn là công cụ để truyền thông về doanh nghiệp đến các chủ thể tài trợ vốn cho doanh nghiệp. Điều này cũng được đề cập trong nghiên cứu của Cui và cộng sự (2018) khi thảo luận về trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và bất cân xứng thông tin dựa trên hai lý thuyết về người đại diện và lý thuyết về các bên liên quan, hoặc trong nghiên cứu lý thuyết của Benlemlih (2017) về trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và các quyết định tài chính của doanh nghiệp.

Thị trường tài chính châu Á, đặc biệt là tại các quốc gia ở Đông Nam Á, trong những năm gần đây đã đạt được sự tăng trưởng rõ rệt khi tăng thị phần từ 24% lên 31% trong tổng GDP toàn cầu. Tuy nhiên, theo thống kê của tổ chức Fung Global Institute¹ về thị trường tài chính châu Á năm 2020 cho thấy vay nợ ngân hàng chiếm 47% tổng nguồn tài trợ và 160% GDP, trong đó, tỷ lệ này ở các

¹ Chi tiết có thể truy cập tại: https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/global/en/files/archive/2013/Asia_Finance_2020.pdf

quốc gia trong khu vực Đông Nam Á chiếm hơn 65%. Thông tin này cho thấy vay nợ và chi phí vay nợ được xem là một trong những yếu tố ảnh hưởng lớn đến hoạt động của các doanh nghiệp trong khu vực này.

Xuất phát từ tầm quan trọng của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp cũng như tác động của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp đến hoạt động tài chính, mà cụ thể là vay nợ thông qua chi phí sử dụng nợ vay, bài báo này nghiên cứu về tác động của trách nhiệm xã hội đến chi phí sử dụng nợ tại năm quốc gia ở khu vực Đông Nam Á bao gồm: Indonesia, Philippines, Malaysia, Singapore và Thái Lan trong khoảng thời gian từ năm 2002 đến năm 2018. Đồng thời, bài nghiên cứu cũng kiểm định ảnh hưởng của bất cân xứng thông tin và rủi ro hoạt động lên mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay để có kết quả đánh giá tổng thể hơn về ảnh hưởng của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp đến chi phí sử dụng nợ vay.

Thông qua nhiều phương pháp ước lượng gồm: Mô hình OLS, mô hình tác động cố định, mô hình hồi quy với biến công cụ, kết quả của nghiên cứu cũng cố thêm bằng chứng lý thuyết rằng hoạt động trách nhiệm với xã hội góp phần giảm thiểu vấn đề đại diện, gia tăng tính minh bạch, từ đó giảm chi phí vay nợ cho doanh nghiệp. Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng ảnh hưởng của trách nhiệm xã hội doanh nghiệp đến chi phí sử dụng nợ vay thì đáng kể hơn đối với các doanh nghiệp có thông tin bất cân xứng cao hoặc các công ty có rủi ro hoạt động cao. Các kết quả này có ý nghĩa quan trọng với các quốc gia trong khu vực Đông Nam Á khi mà phần lớn nguồn vốn tài trợ cho hoạt động của doanh nghiệp là từ nợ vay. Ngoài ra, kết quả thực nghiệm cũng sẽ giúp cho các doanh nghiệp có thông tin giảm thiểu chi phí nợ vay một cách hiệu quả thông qua nhận thức rõ hơn về hoạt động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp tại doanh nghiệp.

Các phần tiếp theo của bài nghiên cứu bao gồm các nội dung sau: Phần 2 là tổng quan các nghiên cứu và giả thuyết; phần 3 thảo luận về phương pháp nghiên cứu; phần 4 trình bày kết quả thực nghiệm; và phần 5 là kết luận.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết

Tranh luận về ảnh hưởng của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp đến hoạt động doanh nghiệp tập trung vào lý do tại sao các công ty phải đầu tư nguồn lực đáng kể cho các hoạt động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp. Tuy nhiên, hai quan điểm trái ngược nhau về ảnh hưởng thật sự của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp vẫn chưa có câu trả lời chính xác. Thứ nhất, quan điểm cổ đông bắt nguồn từ lý thuyết kinh tế tân cổ điển cho rằng trách nhiệm duy nhất của các nhà quản lý doanh nghiệp là tối đa hóa lợi nhuận (Friedman, 2007) trong phạm vi những gì được pháp luật cho phép. Levitt (1958) chỉ trích các hành động vượt quá sự tuân thủ của doanh nghiệp (ví dụ như hoạt động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp) thường nhắm đến lợi ích cá nhân của nhà quản lý hơn là tối ưu hóa lợi nhuận cho doanh nghiệp. Theo quan điểm này, các nguồn lực được sử dụng vì mục đích trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp sẽ bị lãng phí và do đó phải được phân bổ lại cho các dự án tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Mặt khác, quan điểm của các bên liên quan (Porter & Kramer, 2006) cho thấy rằng hành vi đạo đức và lợi nhuận không loại trừ lẫn nhau và hành động vì lợi ích của tất cả các bên liên quan cuối cùng cũng sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động. Như vậy, rõ ràng hoạt động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp sẽ mang lại lợi ích cho doanh nghiệp bởi vì nó hướng đến sự hài lòng của các bên liên quan như: Người lao động, khách hàng, nhà cung cấp, và cả cộng đồng.

Dưới góc độ của các tranh luận lý thuyết này, nhiều nghiên cứu đã cố gắng cung cấp bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng thật sự của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp đến chính sách và hiệu quả tài chính (Cheung, 2016; Gelb & Strawser, 2001; Weber & Saunders-Hogberg, 2020), giá trị doanh nghiệp (Chang và cộng sự, 2019; Deng và cộng sự, 2013), chi phí vốn (Chen & Zhang, 2021; El Ghoul và cộng sự, 2011; Goss & Roberts, 2011). Tuy nhiên, ảnh hưởng của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp vẫn còn khá mơ hồ và thiếu nhất quán. Ví dụ, khi xét đến ảnh hưởng của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ, Judd và Lusch (2018) đưa ra bằng chứng về mối quan hệ cùng chiều. Trong khi đó, một số nghiên cứu khác (Albuquerque và cộng sự, 2019; El Ghoul và cộng sự, 2011) khẳng định tồn tại mối quan hệ trái chiều. Thú vị hơn, một số nghiên cứu lại cho rằng thật sự không có mối quan hệ nào giữa hai nhân tố này (Gregory và cộng sự, 2016). Xuất phát từ thực tế này, trong bài báo này, nhóm tác giả đưa ra các giả thuyết để kiểm định lại ảnh hưởng của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp đến chi phí sử dụng nợ của doanh nghiệp.

Những người ủng hộ trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp cho rằng các doanh nghiệp thực hiện tốt trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp thường có những phương pháp quản lý rủi ro tốt hơn. Các doanh nghiệp này cũng có mức độ công bố thông tin tốt và minh bạch hơn. Điều này góp phần giảm thiểu tính bất cân xứng thông tin giữa người cho vay và doanh nghiệp đi vay (Cho và cộng sự, 2013). Myers và Majluf (1984) khẳng định rằng các doanh nghiệp sẽ ưu tiên huy động vốn thông qua sử dụng các khoản nợ bên ngoài. Tuy nhiên, chi phí huy động vốn thì tùy thuộc rất nhiều vào thông tin bất cân xứng – nhân tố quyết định đến sự đánh giá của người cho vay đối với người đi vay. Nếu các tổ chức cho vay bên ngoài khó tiếp cận các thông tin về tình trạng hoạt động của doanh nghiệp, họ chắc chắn sẽ đòi hỏi một mức lãi suất cao hơn tương ứng với mức độ rủi ro cao hơn mà họ có thể phải chịu.

Rất nhiều nghiên cứu trước đây cho thấy rằng quản trị công ty hiệu quả và các tiêu chuẩn công bố thông tin chặt chẽ hơn có thể làm giảm chi phí vốn thông qua việc giảm các vấn đề về đại diện và bất cân xứng thông tin (Hail & Leuz, 2006; Nguyen và cộng sự, 2018). Trong khi đó, các nghiên cứu trước đây cho thấy trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp góp phần gia tăng tính minh bạch trong công bố thông tin của doanh nghiệp, giảm thiểu tính bất cân xứng thông tin. Ví dụ, Cui và cộng sự (2018) chỉ ra rằng doanh nghiệp thực hiện tốt trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp sẽ giảm thông tin bất cân xứng bởi vì họ muốn xây dựng và duy trì danh tiếng lâu dài. Vì vậy, họ dành nhiều thời gian hơn để cải thiện môi trường thông tin. Kết quả là các nhà đầu tư và cung cấp vốn bên ngoài có thể dễ dàng có được thông tin minh bạch về doanh nghiệp. Soppe (2004) thì cho rằng các công ty có trách nhiệm xã hội thường được coi là ít rủi ro hơn bởi vì các công ty đó cung cấp thông tin chính xác hơn, minh bạch hơn. Spicer (1978) cũng chứng minh rằng các nhà đầu tư tổ chức xem các công ty có chỉ số CSR cao đồng nghĩa với sự rủi ro thấp hơn khi họ thực hiện các khoản đầu tư bởi vì doanh nghiệp với hiệu suất trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp cao đồng nghĩa với mức độ tiết lộ thông tin tốt hơn. Việc tiết lộ nhiều thông tin hơn cũng dẫn đến khả năng phân bổ vốn hiệu quả hơn, góp phần gia tăng tính thanh khoản của thị trường. Trong một môi trường mà thông tin bất cân xứng giữa người đi vay và người cho vay thấp, các định chế tài chính có thể dễ dàng đánh giá được rủi ro thật sự đối với khoản vay mà họ ký kết. Ngược lại, nếu thông tin về doanh nghiệp không đủ, hoặc không minh bạch, họ sẽ đề nghị một mức lãi suất cao hơn để bù đắp rủi ro. Dựa trên dòng lập luận này, nếu như doanh nghiệp thực hiện tốt trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp sẽ góp phần giảm thiểu thông tin bất cân xứng. Nhóm tác giả kỳ vọng một mối quan hệ trái chiều giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay doanh nghiệp, như một số bằng chứng thực nghiệm trước đây (Albuquerque và cộng sự, 2019; El Ghoul và cộng sự, 2011). Tổng hợp lại, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết đầu tiên như sau:

Giả thuyết H1: Trách nhiệm xã hội doanh nghiệp có mối quan hệ trái chiều với chi phí sử dụng nợ vay của doanh nghiệp.

Các nghiên cứu trước đây cũng nhấn mạnh tầm quan trọng của bất cân xứng thông tin trong việc giải thích chi phí nợ vay của doanh nghiệp (Derrien và cộng sự, 2016; Sony & Bhaduri, 2021). Khi sự bất cân xứng về thông tin giữa các công ty đi vay và tổ chức cho vay cao, các công ty cho vay sẽ áp dụng mức lãi suất cao hơn để bù đắp rủi ro vì họ không thể đánh giá chính xác hồ sơ rủi ro của người đi vay (Leland & Pyle, 1977). Các công ty đi vay có thể cố gắng giảm bớt sự bất cân xứng thông tin của họ thông qua cam kết trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (Nguyen và cộng sự, 2018) để giảm chi phí nợ vay. Dhaliwal và cộng sự (2012) cho thấy các công ty có trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp cao có xu hướng tiết lộ nhiều thông tin hơn, vì các công ty này muốn thể hiện hình ảnh tích cực của mình như một doanh nghiệp có trách nhiệm với các nhà đầu tư và các bên liên quan khác. Hong và Kacperczyk (2009) nhận thấy rằng các công ty không thực hiện tốt trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp nhận được ít sự quan tâm và chú ý hơn từ giới phân tích, phương tiện truyền thông. Thực tế, họ có xu hướng dành thời gian phân tích và đưa tin về các công ty với những hình ảnh tích cực, và thực hiện tốt trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp là một ví dụ điển hình. Rõ ràng, dưới sự tác động này, các thông tin về doanh nghiệp sẽ dễ dàng đến với các tổ chức cho vay, góp phần tạo thuận lợi hơn cho doanh nghiệp trong quá trình huy động vốn. Ge và Liu (2015) đưa ra bằng chứng rằng hiệu suất trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí nợ rõ ràng hơn đối với các doanh nghiệp có mức độ bất cân xứng thông tin cao hơn. Kết quả cho thấy rằng khi một công ty có môi trường thông tin thiếu sự tin cậy, những người cho vay có xu hướng kết hợp thông tin về hiệu suất trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp vào việc đánh giá rủi ro tín dụng. Như vậy, trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp góp phần cải thiện môi trường thông tin, làm giảm sự bất cân xứng thông tin. Hiệu quả này sẽ có giá trị hơn đối với các doanh nghiệp trong môi trường thông tin bất cân xứng cao hơn. Do đó, nhóm tác giả kỳ vọng vào mối quan hệ ngược chiều giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí nợ vay sẽ rõ ràng hơn đối với các công ty có mức độ bất cân xứng thông tin cao hơn. Cụ thể, giả thuyết nghiên cứu thứ hai được đưa ra như sau:

Giả thuyết H2: Mối quan hệ trái chiều giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay sẽ rõ ràng hơn đối với doanh nghiệp có mức độ bất cân xứng thông tin cao hơn.

Nhiều nghiên cứu cũng cung cấp bằng chứng rằng các công ty trách nhiệm xã hội có rủi ro hoạt động thấp hơn (Chollet & Sandwidi, 2018; El Ghouli và cộng sự, 2011). Chen và Zhang (2021) chỉ ra rằng trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp có thể ảnh hưởng rủi ro hoạt động trong dài hạn và rủi ro hoạt động ngắn hạn. Một số yếu tố có thể ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh dài hạn, chẳng hạn như: Lòng trung thành của người tiêu dùng, danh tiếng và mối quan hệ với nhà cung cấp. Xét đến yếu tố ngắn hạn, trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp cũng ảnh hưởng động lực của người lao động, rủi ro kiện tụng và sở thích của nhà đầu tư. So với hiệu quả hoạt động trong ngắn hạn, hoạt động kinh doanh dài hạn có thể cung cấp nhiều thông tin hơn cho các nhà đầu tư trong việc đánh giá rủi ro, do đó, ảnh hưởng đến việc bù đắp rủi ro và chi phí vốn chủ sở hữu cần thiết. Bởi vì rủi ro hoạt động thấp hơn, nguy cơ mất khả năng thanh toán cũng sẽ thấp hơn, dẫn đến họ có thể nhận được mức lãi suất vay thấp hơn. Như vậy, nếu như doanh nghiệp thực hiện tốt trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp có thể làm giảm thiểu rủi ro hoạt động, nhóm tác giả kỳ vọng về ảnh hưởng trái chiều của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp đến chi phí nợ vay sẽ đáng kể hơn đối với các doanh nghiệp có rủi ro hoạt động cao hơn. Từ đó, nhóm tác giả hình thành giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết H₃: Mối quan hệ trái chiều giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay sẽ rõ ràng hơn đối với doanh nghiệp có rủi ro hoạt động cao hơn.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Để kiểm định mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí lãi vay, nhóm tác giả kết hợp bốn cơ sở dữ liệu: (1) Dữ liệu kế toán được thu thập từ Compustat Global²; (2) chỉ số CSR được thu thập từ Thomson Reuters ASSET4³; (3) dữ liệu về cấu trúc sở hữu được thu thập từ Factset Ownership Tools⁴; và (4) các chỉ số về chất lượng quản trị quốc gia, biến số kinh tế vĩ mô được trích xuất từ Ngân hàng Thế giới⁵. Nhóm tác giả bắt đầu bằng cách thu thập dữ liệu kế toán của các năm quốc gia Đông Nam Á có chỉ số CSR, bao gồm: Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, và Thái Lan. Nhóm tác giả cũng loại trừ các quan sát bị trống cũng như các doanh nghiệp trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng bởi vì báo cáo tài chính của những doanh nghiệp này khác với các doanh nghiệp khác một cách đáng kể. Để giảm bớt ảnh hưởng của các giá trị ngoại lai, nhóm tác giả cũng loại trừ những giá trị ở mức 1% trên và dưới cho mỗi biến giá trị liên tục. Mẫu cuối cùng là một bảng không cân bằng với 1.633 quan sát từ năm quốc gia Đông Nam Á trong khoảng thời gian từ năm 2002 đến năm 2018.

3.2. Đo lường trách nhiệm xã hội doanh nghiệp

Để đo lường trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp, nhóm tác giả sử dụng điểm hiệu suất môi trường và xã hội thu được từ cơ sở dữ liệu Thomson Reuters ASSET4. Chỉ số này được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu quốc tế về trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp như Chang và cộng sự (2019), Wang và cộng sự (2021). Điểm hiệu suất môi trường (*ESG_ENI*) phản ánh mức độ một công ty sử dụng các phương pháp quản lý tốt nhất để tránh rủi ro liên quan đến môi trường cũng như những nỗ lực trong giảm thiểu lượng khí thải CO₂, nước và chất thải. Điểm số hiệu suất xã hội (*ESG_SOC*) đo lường năng lực của một công ty trong việc tạo ra niềm tin và lòng trung thành với người lao động, khách hàng và cộng đồng, thông qua những chính sách về luân chuyển nhân viên, phúc lợi, sức khỏe người lao động, an toàn trong quá trình sản xuất và một số vấn đề khác. Mỗi chỉ số này có giá trị từ 0 đến 100, trong đó giá trị cao nhất là 100 – chỉ ra doanh nghiệp có hiệu suất trách nhiệm xã hội tốt nhất. Thước đo hiệu suất CSR chính của nhóm tác giả, được ký hiệu là *ESG*, được định nghĩa là giá trị trung bình của hai điểm hiệu suất môi trường và xã hội. Theo các tài liệu trước đây (Cheng và cộng

² Compustat Global cung cấp dữ liệu kế toán và tài chính của các công ty niêm yết ở hơn 80 quốc gia, chiếm hơn 90% vốn hóa thị trường của thế giới. Riêng thị trường châu Á, dữ liệu của Compustat Global chiếm 88% vốn hóa của thị trường. Dữ liệu có thể truy cập tại WRDS (Wharton Research Data Services).

³ Thomson Reuters ASSET4 cung cấp thông tin về các chỉ số trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp liên quan đến ba khía cạnh: Môi trường, xã hội, và quản trị điều hành (Environmental, Social, & Governance – ESG). Dữ liệu từ ASSET4 được thu thập từ năm 2002 và có thể truy cập trực tiếp từ Datastream/Eikon.

⁴ FactSet Ownership Tools cung cấp thông tin về cấu trúc sở hữu của các công ty, quỹ hỗ tương, và định chế tài chính tại 120 quốc gia. Dữ liệu có thể truy cập tại WRDS (Wharton Research Data Services).

⁵ Ngân hàng Thế giới (World Bank) cung cấp dữ liệu về các chỉ số của nền kinh tế vĩ mô như: Chất lượng quản trị quốc gia, tăng trưởng nền kinh tế và lạm phát. Truy cập tại: <https://data.worldbank.org/indicator>

sự, 2014), để thuận tiện hơn trong phân tích kết quả hồi quy, nhóm tác giả quy chỉ số này về thang điểm 0 đến 1, trong đó giá trị 1 tương ứng với hiệu suất trách nhiệm xã hội doanh nghiệp cao nhất.

3.3. Mô hình thực nghiệm

Để nghiên cứu tác động của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp đến chi phí sử dụng nợ vay, bài nghiên cứu này kế thừa nghiên cứu của El Ghouli và cộng sự (2011), Goss và Roberts (2011), Cooper và Uzun (2015) để xây dựng mô hình (1):

$$COD_{i,j,t} = \alpha + \beta ESG_{i,j,t} + \eta' X_{i,j,t} + \rho' C_{j,t} + Fixed\ Effects + \varepsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

Trong đó:

i, j, t : Ký hiệu tương ứng cho công ty, quốc gia, và thời gian (đơn vị là năm).

α : Hằng số;

β, η, ρ : Hệ số của các biến độc lập trong mô hình;

$\varepsilon_{i,j,t}$: Sai số ngẫu nhiên;

COD: Biến phụ thuộc đo lường chi phí sử dụng nợ vay, chính là tỷ số giữa chi phí lãi vay và giá trị trung bình của nợ vay dài hạn và nợ vay ngắn hạn trong năm tài chính (Khaw và cộng sự, 2019; Shailer & Wang, 2015).

ESG: Biến độc lập chính biểu thị điểm số trách nhiệm xã hội từ ASSET4.

$X_{i,j,t}$: Một vector gồm các biến kiểm soát ở cấp độ doanh nghiệp. Cụ thể, nhóm tác giả đưa vào mô hình biến kiểm soát quy mô doanh nghiệp gồm:

SIZE: Logarit tự nhiên của tổng tài sản;

TOBINQ: Chỉ số cơ hội đầu tư, là tỷ lệ của giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu cộng với giá trị ghi sổ của nợ phải trả chia cho tổng tài sản;

ROA: Tỷ suất sinh lời, là lợi nhuận chia cho tổng tài sản;

TAN: Tài sản hữu hình, là tỷ lệ của tài sản hữu hình chia cho tổng tài sản;

CASH: Dòng tiền hoạt động, là tỷ lệ giữa dòng tiền hoạt động chia cho tổng tài sản. Khaw và cộng sự (2019) chỉ ra rằng các công ty có dòng tiền hoạt động lớn, cơ hội đầu tư cao, tài sản hữu hình cao và quy mô lớn có rủi ro vỡ nợ thấp, do đó, họ nhận được chi phí nợ thấp hơn.

Bên cạnh đó, nhóm tác giả cũng thêm vào mô hình biến đòn bẩy tài chính (LEV) – được đo lường bằng tỷ lệ của tổng nợ ngắn và dài hạn trên tổng tài sản. Các công ty có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao có nguy cơ mất khả năng thanh toán cao hơn, nên có chi phí nợ cao hơn (Chava & Roberts, 2008). Nhóm tác giả cũng thêm vào mô hình biến LOSS, là một biến chỉ số, nhận giá trị bằng 1 cho doanh nghiệp với thu nhập từ hoạt động kinh doanh bị âm trong năm tài chính. Những doanh nghiệp này thường phải chấp nhận chi phí lãi vay cao hơn (El Ghouli và cộng sự, 2011).

$C_{j,t}$: Một vector gồm các biến kiểm soát ở cấp độ vĩ mô như: Chỉ số quy tắc pháp luật (RLE), chỉ số tăng trưởng GDP (GDP), và lạm phát (INF).

Fixed Effects: Một dãy các biến giả để kiểm soát các ảnh hưởng cố định từ các nhân tố doanh nghiệp, quốc gia, ngành công nghiệp và xu hướng kinh tế biến đổi theo thời gian.

Mô hình (1) nhằm kiểm định ảnh hưởng của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp đến chi phí lãi vay của doanh nghiệp, trong đó, biến phụ thuộc là COD. Nếu trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp

(CSR) có mối quan hệ trái chiều với chi phí sử dụng nợ vay, nhóm tác giả kỳ vọng dấu của hệ số hồi quy β là âm và có ý nghĩa thống kê.

Đối với ảnh hưởng của bất cân xứng thông tin lên mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và phí sử dụng nợ, nhóm tác giả sử dụng mô hình (2) dựa vào nghiên cứu trước đây của Ge và Liu (2015), và Yeh và cộng sự (2020). Cụ thể, mô hình như sau:

$$COD_{i,j,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,j,t} + \beta_2 HIGH\ IA_{i,j,t} + \beta_3 ESG_{i,j,t} \times HIGH\ IA_{i,j,t} + \eta' X_{i,j,t} + \rho' C_{j,t} + Fixed\ Effects + \varepsilon_{i,j,t} \quad (2)$$

Trong đó:

i, j và t: Lần lượt đại diện cho công ty, quốc gia và thời gian. Trong công thức (2), nhóm tác giả chú ý sự tương tác giữa ESG và HIGH IA;

HIGH IA: Biến chỉ số, bằng 1 cho các công ty có thông tin bất cân xứng cao, và nhận giá trị bằng 0 cho các quan sát còn lại. Nhóm tác giả sử dụng quy mô của doanh nghiệp và tỷ lệ sở hữu tổ chức để đo lường mức độ bất cân xứng thông tin (Colla và cộng sự, 2013; Rauh & Sufi, 2010). Cụ thể, doanh nghiệp quy mô nhỏ và doanh nghiệp có tỷ lệ cổ đông tổ chức thấp được xem là doanh nghiệp có mức độ bất cân xứng cao. Các biến khác cũng được sử dụng tương tự như công thức (1).

Để phân tích ảnh hưởng trung gian của rủi ro hoạt động trong mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ dựa vào nghiên cứu trước đây của El Ghouli và cộng sự (2011), Chen và Zhang (2021), nhóm tác giả sử dụng mô hình sau:

$$COD_{i,j,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,j,t} + \beta_2 HIGH\ RISK_{i,j,t} + \beta_3 ESG_{i,j,t} \times HIGH\ RISK_{i,j,t} + \eta' X_{i,j,t} + \rho' C_{j,t} + Fixed\ Effects + \varepsilon_{i,j,t} \quad (3)$$

Trong đó:

i, j và t: Lần lượt đại diện cho công ty, quốc gia và thời gian. Trong công thức (3), nhóm tác giả chú ý sự tương tác giữa ESG và HIGH RISK;

HIGH RISK: Biến chỉ số, bằng 1 cho các doanh nghiệp có rủi ro hoạt động cao, và bằng 0 cho các doanh nghiệp còn lại;

Nhóm tác giả sử dụng sự biến động của tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) và sự biến động của doanh thu để đo lường rủi ro hoạt động. Các chỉ số này được tính theo chu kỳ 4 năm để kiểm soát tốt hơn rủi ro hoạt động trong dài hạn (Chen & Zhang, 2021). Các biến khác được sử dụng tương tự như công thức (2). Nếu các doanh nghiệp có rủi ro hoạt động cao có được nhiều lợi ích hơn từ hoạt động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp, nhóm tác giả kỳ vọng hệ số hồi quy thì β_3 sẽ âm và có ý nghĩa thống kê.

4. Kết quả thực nghiệm

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 thống kê dữ liệu của toàn mẫu, mô tả dữ liệu chi phí sử dụng nợ và trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp theo từng quốc gia. Dễ dàng nhận thấy rằng, Malaysia chiếm số lượng quan sát nhiều nhất trong mẫu với 550 quan sát. Trong khi đó, doanh nghiệp ở Thái Lan chỉ chiếm 5,7% tương ứng với 93 quan sát. Ở Bảng 1, chi phí sử dụng nợ trung bình khoảng 9,7%, trong đó giá trị lớn nhất là

55,9%. Kết quả chi tiết từ Bảng 2 cho thấy, các doanh nghiệp ở Indonesia có chi phí sử dụng nợ cao nhất (14,4%), tiếp đến là Singapore (9,2%), trong khi đó, doanh nghiệp ở Philippines có chi phí sử dụng nợ vay chỉ khoảng 6,5%.

Bảng 1.

Thông kê mô tả toàn mẫu

	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Trung vị	Giá trị lớn nhất
COD	1.633	0,097	0,252	0,023	0,035	0,559
ESG	1.633	0,372	0,170	0,239	0,363	0,862
SIZE	1.633	10,360	3,320	7,961	9,372	17,960
TOBINQ	1.633	2,195	0,318	2,042	2,157	3,457
TAN	1.633	0,372	0,215	0,192	0,366	0,791
ROA	1.633	0,074	0,073	0,031	0,061	0,370
CASH	1.633	0,117	0,105	0,050	0,102	0,468
LEV	1.633	0,275	0,167	0,148	0,269	0,662
LOSS	1.633	0,169	0,254	0,000	0,000	1,000
RLE	1.633	0,454	0,878	−0,350	0,456	1,084
GDP	1.633	0,053	0,023	0,045	0,053	0,145
INF	1.633	0,037	0,040	0,011	0,031	0,181

Bảng 2.

Chi phí sử dụng nợ vay theo quốc gia

	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Trung vị	Giá trị lớn nhất
Indonesia	350	0,144	0,322	0,006	0,055	0,356
Malaysia	550	0,086	0,228	0,007	0,034	0,451
Philippines	186	0,065	0,172	0,007	0,037	0,559
Singapore	454	0,092	0,261	0,007	0,028	0,458
Thái Lan	93	0,066	0,139	0,012	0,027	0,391

Bảng 3.

Trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp theo quốc gia

	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Trung vị	Giá trị lớn nhất
Indonesia	350	0,367	0,162	0,089	0,360	0,840
Malaysia	550	0,403	0,181	0,018	0,383	0,862
Philippines	186	0,300	0,172	0,041	0,251	0,755
Singapore	454	0,351	0,147	0,012	0,344	0,683
Thái Lan	93	0,445	0,171	0,142	0,440	0,732

Xét đến hoạt động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp, chỉ số CSR của các doanh nghiệp trong khu vực khá thấp (37,2 trên 100 điểm). Doanh nghiệp ở Thái Lan có chính sách trách nhiệm xã hội cao nhất (44,5), trong khi đó, doanh nghiệp tại Philippines có chỉ số CSR chỉ khoảng 30. Các chỉ số thống kê mô tả này thì khá giống với kết quả của Wang và cộng sự (2021). Liên quan đến một số biến kiểm soát khác, thống kê mẫu cho thấy giá trị trung bình của TOBINOQ là 2,195. Các doanh nghiệp nắm giữ 37,2% tài sản hữu hình trên tổng tài sản, tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản đạt 7,4%. Bên cạnh đó, họ sử dụng 27,5% đòn bẩy tài chính và gần 17% doanh nghiệp báo cáo lỗ. Trong mẫu nghiên cứu, tốc độ tăng trưởng GDP trung bình của các quốc gia là 5,3% với mức lạm phát tương ứng là 3,7%.

4.2. Ma trận hệ số tương quan

Một vấn đề cần nghiên cứu là mối tương quan giữa các biến khác nhau của mô hình và vấn đề đa cộng tuyến có tồn tại trong mô hình. Nhóm tác giả đã kiểm tra mối tương quan giữa các biến được sử dụng trong nghiên cứu này. Bảng 4 thể hiện hệ số tương quan giữa các biến độc lập. Nhóm tác giả nhận thấy rằng sự tương quan thấp giữa các biến giải thích trong mô hình. Vì vậy, đa cộng tuyến không phải là vấn đề nghiêm trọng trong mô hình này. Đáng chú ý, hệ số tương quan giữa ESG và COD là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này cung cấp bằng chứng sơ bộ rằng tồn tại một mối quan hệ trái chiều giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay ở các doanh nghiệp trong khu vực Đông Nam Á.

Bảng 4.

Ma trận hệ số tương quan Pearson

Biến	COD	ESG	SIZE	TOBINQ	TAN	ROA	CASH	LEV	LOSS	RLE	GDP	INF
COD	1,00											
ESG	-0,03***	1,00										
SIZE	-0,01**	0,01	1,00									
TOBINQ	0,02	-0,11***	0,05**	1,00								
TAN	-0,09***	0,24***	0,01	-0,04*	1,00							
ROA	0,11***	0,14***	-0,03	0,14***	-0,02	1,00						
CASH	0,04	0,23***	0,03	0,07***	0,26***	0,48***	1,00					
LEV	-0,16***	-0,03	0,12***	-0,00	0,10***	-0,26***	-0,13***	1,00				
LOSS	0,06***	-0,06**	-0,03	-0,08***	0,08***	-0,26***	-0,15***	0,21***	1,00			
RLE	-0,04	0,01	-0,53***	-0,16***	-0,09***	-0,05**	-0,12***	-0,15***	0,01	1,00		
GDP	-0,01	-0,11***	-0,01	0,03	-0,02	0,06**	0,01	-0,03	-0,03	0,02	1,00	
INF	0,09***	-0,01	0,37***	0,05**	0,07***	0,10***	0,09***	0,03	-0,03	-0,49***	0,26***	1,00

Ghi chú: *, ** và *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

4.3. Ảnh hưởng của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp lên chi phí sử dụng nợ vay

Bảng 5 trình bày kết quả ước lượng của nghiên cứu để kiểm định giả thuyết H1. Nhóm tác giả sử dụng mô hình OLS trong cột (1) và (2). Mô hình với ảnh hưởng cố định trong cột (3) và mô hình hồi quy hai bước với biến công cụ (IV) ở cột (4). Mô hình với ảnh hưởng cố định cho phép kiểm soát các yếu tố ở mức độ doanh nghiệp không thể quan sát theo thời gian, cũng như giải quyết sự sai lệch hồi quy do bỏ sót biến quan sát. Trong khi đó, mô hình IV góp phần giải quyết vấn đề nội sinh do quan hệ nhân quả. Nếu doanh nghiệp có chi phí sử dụng nợ thấp hơn có nhiều động lực hơn để tham gia vào các hoạt động trách nhiệm xã hội, điều này dẫn đến hiện tượng nội sinh trong mô hình.

Hệ số hồi quy của biến ESG có giá trị âm và có ý nghĩa ở toàn bộ bốn mô hình. Kết quả này cung cấp bằng chứng thực nghiệm rằng doanh nghiệp với hiệu quả trách nhiệm xã hội doanh nghiệp cao có chi phí sử dụng nợ vay thấp hơn. Ở cột (1), nhóm tác giả chỉ đưa vào mô hình biến ESG, và kiểm soát ảnh hưởng cố định của quốc gia và thời gian. Hệ số hồi quy của ESG là $-0,025$, giá trị thống kê t đạt $-2,663$. Nhóm tác giả thêm toàn bộ biến kiểm soát vào cột (2) và tìm thấy bằng chứng tương tự (hệ số hồi quy = $-0,018$, giá trị thống kê $t = -3,146$). Trong cột thứ (3), nhóm tác giả sử dụng ảnh hưởng cố định từ doanh nghiệp và thời gian. Kết quả là hệ số hồi quy gia tăng đáng kể ($-0,154$), và có ý nghĩa thống kê rất cao ở mức 1%.

Trong hai cột cuối, nhóm tác giả sử dụng mô hình hồi quy hai bước với biến công cụ. Ở bước đầu tiên, nhóm tác giả thực hiện hồi quy biến ESG lên biến công cụ và toàn bộ biến kiểm soát. Tương tự như Wang và cộng sự (2021), nhóm tác giả sử dụng giá trị trung bình của chỉ số CSR của các doanh nghiệp khác trong cùng lĩnh vực kinh doanh làm biến công cụ (ESG_IND). Thực tế rằng, các doanh nghiệp có xu hướng thực hiện trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp giống như các doanh nghiệp trong cùng ngành nghề, lĩnh vực. Nhóm tác giả phân loại doanh nghiệp dựa trên mã phân loại ngành nghề 2 chữ số (2-digit SIC Codes). Kết quả ở cột (4), nhóm tác giả quan sát rằng hệ số hồi quy của biến ESG_IND là $0,894$ và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, phù hợp với kỳ vọng của nhóm tác giả về mối quan hệ cùng chiều giữa CSR và ESG của các doanh nghiệp trong cùng ngành. Ngoài ra, thống kê F của Cragg và Donald (1993) của hồi quy là $306,309$, cao hơn nhiều so với giới hạn là 10 theo đề xuất của Wooldridge (2016). Do đó, nhóm tác giả kết luận rằng ESG_IND là một biến công cụ mạnh. Hơn nữa, nhóm tác giả thấy rằng các giá trị χ^2 cho kiểm định Anderson có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, chứng tỏ rằng mô hình được xác định đầy đủ. Sau khi ước lượng bước thứ nhất, nhóm tác giả trích xuất giá trị kỳ vọng của mô hình (Fitted Value) và sử dụng biến này thay thế cho ESG ở bước thứ hai.

Bảng 5.

Tác động của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp đến chi phí sử dụng nợ

	OLS			Mô hình hồi quy 2 bước với biến công cụ	
	COD	COD	COD	ESG	COD
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ESG	$-0,025^{***}$	$-0,018^{***}$	$-0,154^{***}$		$-0,054^{***}$
	($-2,663$)	($-3,146$)	($-3,797$)		($-3,543$)

	OLS			Mô hình hồi quy 2 bước với biến công cụ	
	COD	COD	COD	ESG	COD
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ESG_IND				0,894*** (17,506)	
SIZE		-0,013*** (-4,160)	-0,018** (-2,403)	-0,001 (-0,395)	-0,013*** (-4,204)
TOBINQ		-0,006 (-0,293)	0,020 (0,835)	-0,038*** (-3,293)	-0,003 (-0,148)
TAN		-0,129*** (-3,986)	-0,068* (-1,738)	0,093*** (5,001)	-0,137*** (-3,932)
ROA		-0,297** (-2,341)	-0,174** (-2,130)	0,102 (1,387)	-0,287** (-2,242)
CASH		-0,033** (-2,375)	-0,043*** (-3,418)	0,139*** (2,756)	-0,046*** (-5,515)
LEV		0,250*** (6,353)	0,296*** (4,757)	0,024 (1,065)	0,249*** (6,346)
LOSS		0,113*** (4,434)	0,110*** (4,028)	-0,035** (-2,364)	0,115*** (4,476)
RLE		0,026 (0,358)	0,033 (0,433)	0,014 (0,336)	0,024 (0,333)
GDP		-0,404 (-0,967)	-0,455 (-1,120)	-0,709*** (-2,944)	-0,363 (-0,858)
INF		0,409** (2,572)	0,481* (1,915)	0,440*** (2,938)	0,384* (1,757)
Hằng số	0,212*** (6,159)	0,520*** (5,586)	0,492*** (3,231)	0,080 (1,450)	0,501*** (5,132)
Ảnh hưởng cố định từ:					
Ngành nghề	Có	Có	Có	Có	Có
Quốc gia	Có	Có	Không	Có	Có
Thời gian	Có	Có	Không	Có	Có
Doanh nghiệp	Không	Không	Có	Không	Không

	OLS			Mô hình hồi quy 2 bước với biến công cụ	
	COD	COD	COD	ESG	COD
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Số quan sát	1.633	1.633	1.633	1.633	1.633
R ² điều chỉnh	0,018	0,083	0,247	0,327	0,083
Cragg and Donald 's F test				306,309	
Anderson-LM statistic				275,112***	

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc đơn () là giá trị thống kê t;

*, ** và *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Kết quả từ cột (5) cho thấy hệ số hồi quy của ESG (Fitted) là $-0,054$, giá trị thống kê $t = -3,543$, chứng tỏ mối quan hệ trái chiều giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay. Tổng hợp tất cả kết quả, nhóm tác giả đưa ra bằng chứng chắc chắn ủng hộ giả thuyết H_1 , tồn tại mối quan hệ trái chiều giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay. Kết quả này phù hợp với phát hiện của một số nghiên cứu trước đây. Điển hình như, Yeh và cộng sự (2020), Chen và Zhang (2021) chỉ ra rằng trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp mang lại nhiều lợi ích cho các doanh nghiệp bởi vì nó làm giảm rủi ro hoạt động và sự biến động của dòng tiền trong kinh doanh. Từ đó, doanh nghiệp sẽ nhận được các khoản vay với mức lãi suất thấp hơn. Heinkel và cộng sự (2001) cho rằng chi phí vốn có thể là công cụ để thúc đẩy doanh nghiệp thực hiện tốt trách nhiệm xã hội hơn. Thật vậy, bởi vì các nhà đầu tư cho rằng các công ty thiếu trách nhiệm về mặt xã hội có mức độ rủi ro cao hơn, nên công ty phải chấp nhận chi phí vốn cao hơn (Frederick, 1998; Robinson và cộng sự, 2011). Một ví dụ điển hình là nếu một công ty không đầu tư vào sự an toàn của sản phẩm và bán một sản phẩm thiếu tin cậy cho người tiêu dùng, điều này sẽ làm tăng khả năng xảy ra các vụ kiện và phát sinh các chi phí không mong đợi trong tương lai. Hong và Kacperczyk (2009) đưa ra một trường hợp thực tế rằng nhà đầu tư ít hứng thú hơn đối với các công ty thuộc lá bởi vì những doanh nghiệp này phải đối mặt với rủi ro kiện tụng đáng kể hơn và phải chi trả nhiều hơn chi phí kiện tụng cho chính quyền liên bang cũng như chi phí bồi thường cho khách hàng. Feldman và cộng sự (1997) cho thấy rằng nếu công ty có những kế hoạch chủ động để giảm thiểu ô nhiễm môi trường, nhà đầu tư sẽ đánh giá tích cực hơn, kết quả là sẽ giảm đáng kể nhận thức rủi ro đối với chứng khoán của công ty đó. Dòng lập luận này chỉ ra vai trò quan trọng của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp đối với nhận thức rủi ro khi đầu tư vào doanh nghiệp. Nhóm tác giả bổ sung thêm lý thuyết liên quan này trong việc tìm ra bằng chứng thực nghiệm giữa đầu tư trách nhiệm xã hội doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay. Đặc biệt, nhóm tác giả nghiên cứu trong bối cảnh các quốc gia ở khu vực Đông Nam Á với vốn nghiên cứu ở khu vực này còn khá hạn chế.

Khi xét đến các biến kiểm soát, nhóm tác giả thấy rằng các doanh nghiệp có quy mô lớn, nắm giữ nhiều tài sản hữu hình, tỷ suất sinh lời cao, dòng tiền hoạt động cao có chi phí nợ thấp hơn. Kết quả này cũng tương tự phát hiện trước đó (Khaw và cộng sự, 2019; Shailer & Wang, 2015). Trong khi đó, doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao (LEV), hoặc doanh nghiệp với báo cáo lỗ (LOSS) phải chấp nhận chi phí nợ vay cao hơn (Chava & Roberts, 2008). Các điều kiện về kinh tế vĩ mô cũng

ảnh hưởng đáng kể đến chi phí vốn của doanh nghiệp. Cụ thể, nhóm tác giả phát hiện rằng gia tăng lạm phát dẫn đến sự gia tăng chi phí vay nợ cho doanh nghiệp.

4.4. Ảnh hưởng của bất cân xứng thông tin lên mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay

Kết quả kiểm định giả thuyết H₂ được trình bày trong Bảng 6. Nhóm tác giả sử dụng quy mô doanh nghiệp để đo lường bất cân xứng thông tin ở cột (1) và (2). Trong khi đó, tỷ lệ cổ đông tổ chức được sử dụng ở cột (3) và (4). Ở cột (1), một doanh nghiệp được phân loại là có mức độ bất cân xứng thông tin cao nếu tổng tài sản của doanh nghiệp đó thấp hơn giá trị trung vị của toàn bộ mẫu. Ở cột (2), nhóm tác giả xác định doanh nghiệp với bất cân xứng thông tin cao nếu tổng tài sản trong năm tài chính thấp hơn giá trị trung vị của toàn bộ mẫu trong năm tài chính đó. Kết quả cho thấy hệ số hồi quy của ESG $\times$ HIGH IA trong hai cột đầu của Bảng 6 có giá trị âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cho thấy mối quan hệ trái chiều giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay của doanh nghiệp thì rõ ràng hơn đối với doanh nghiệp có thông tin bất cân xứng cao.

Cột (3) và (4) của Bảng 6, nhóm tác giả sử dụng tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức để đo lường mức độ bất cân xứng thông tin. Nhóm tác giả sử dụng giá trị trung vị của mẫu và giá trị tới hạn 20% để phân chia doanh nghiệp có bất cân xứng thông tin cao và thấp. Cụ thể, HIGH IA là biến chỉ số có giá trị bằng 1 cho doanh nghiệp có bất cân xứng thông tin cao nếu doanh nghiệp đó có tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức thấp hơn trung vị mẫu hoặc thấp hơn 20%, giá trị bằng 0 cho các quan sát còn lại. Kết quả ở cột (3) và (4) cho thấy bằng chứng thống nhất rằng ảnh hưởng của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp lên chi phí sử dụng nợ vay sẽ rõ ràng hơn đối với các doanh nghiệp có bất cân xứng thông tin cao.

Kết quả kiểm định giả thuyết này cho thấy vai trò quan trọng của quản trị công ty hiệu quả thông qua hoạt động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp hiệu quả, sẽ góp phần làm giảm bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và các tổ chức cho vay. Kết quả là, doanh nghiệp có thể thụ hưởng chi phí vốn thấp hơn. Bằng chứng tương tự cũng được phát hiện trong một số nghiên cứu trước đây liên quan đến mức độ công bố thông tin của các doanh nghiệp thực hiện tốt trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (Botosan, 1997; Chen và cộng sự, 2009; Hail & Leuz, 2006). Như vậy, nhóm tác giả phát hiện ra rằng giảm thiểu bất cân xứng thông tin là một trong những kênh trung gian quan trọng mà thông qua đó trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp có thể ảnh hưởng đến chi phí sử dụng nợ vay.

Bảng 6.

Tác động của bất cân xứng thông tin lên mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ

HIGH IA	Quy mô doanh nghiệp		Sở hữu tổ chức	
	(1)	(2)	(3)	(4)
ESG	-0,002* (-1,745)	-0,002* (-1,844)	-0,029 (-0,676)	-0,006 (-0,152)
HIGH IA	0,010** (2,282)	0,078** (2,485)	0,105*** (2,678)	0,125** (2,170)

HIGH IA	Quy mô doanh nghiệp		Sở hữu tổ chức	
	(1)	(2)	(3)	(4)
ESG × HIGH IA	−0,012*** (−3,163)	−0,018*** (−3,246)	−0,195** (−1,963)	−0,131*** (−3,070)
SIZE	−0,012*** (−2,798)	−0,000 (−0,013)	−0,012*** (−4,051)	−0,012*** (−3,970)
TOBINQ	−0,006 (−0,297)	−0,011 (−0,547)	−0,007 (−0,349)	−0,007 (−0,355)
TAN	−0,129*** (−3,976)	−0,129*** (−3,998)	−0,125*** (−3,866)	−0,128*** (−3,953)
ROA	−0,297** (−2,338)	−0,222* (−1,748)	−0,297** (−2,338)	−0,314** (−2,472)
CASH	−0,033* (−1,778)	−0,068 (−0,788)	−0,031*** (−3,354)	−0,031* (−1,752)
LEV	0,250*** (6,356)	0,231*** (5,888)	0,255*** (6,459)	−0,244*** (−3,179)
LOSS	0,113*** (4,438)	0,115*** (4,542)	0,115*** (4,515)	0,108*** (4,215)
RLE	0,026 (0,368)	0,042 (0,589)	0,021 (0,298)	0,020 (0,286)
GDP	−0,415 (−0,987)	−0,349 (−0,839)	−0,456 (−1,091)	−0,375 (−0,899)
INF	0,413 (1,582)	0,391 (1,513)	0,415 (1,598)	0,392 (1,510)
Hằng số	0,508*** (4,974)	0,296*** (2,829)	0,502*** (5,380)	0,495*** (5,291)
Ảnh hưởng cố định từ:				
Ngành nghề	Có	Có	Có	Có
Quốc gia	Có	Có	Có	Có
Thời gian	Có	Có	Có	Có
R ² điều chỉnh	0,083	0,084	0,088	0,087
Số quan sát	1.633	1.633	1.633	1.633

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc đơn () là giá trị thống kê t;

*, ** và *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

4.5. Ảnh hưởng của rủi ro hoạt động lên mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay

Kết quả kiểm định giả thuyết H₃ về ảnh hưởng của rủi ro hoạt động lên mối quan hệ của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay được trình bày trong Bảng 7. Nhóm tác giả sử dụng sự biến động của tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) và sự biến động của doanh thu để đo lường rủi ro hoạt động. Các chỉ số này được tính theo chu kỳ 4 năm để kiểm soát tốt hơn rủi ro hoạt động trong dài hạn (Chen & Zhang, 2021). Một doanh nghiệp được cân nhắc là có rủi ro hoạt động cao nếu như sự biến động của ROA và doanh thu lớn hơn trung vị của mẫu. HIGH RISK là một biến chỉ số, nhận giá trị bằng 1 cho các doanh nghiệp có rủi ro hoạt động cao, giá trị bằng 0 cho các quan sát còn lại. Kết quả cho thấy rằng, hệ số hồi quy của ESG $\times$ HIGH RISK có giá trị âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Bảng chứng này cho thấy mối quan hệ trái chiều giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay sẽ đáng kể hơn đối với các doanh nghiệp có rủi ro hoạt động cao hơn.

Kết quả nghiên cứu này củng cố thêm các kết quả nghiên cứu trước đây, ví dụ như Chen và Zhang (2021) đưa ra bằng chứng về vai trò trung gian của rủi ro hoạt động trong mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay. Tuy nhiên, Chen và Zhang (2021) chỉ sử dụng dữ liệu từ Trung Quốc từ năm 2013 đến năm 2018. Trong khi đó, nghiên cứu của nhóm tác giả cung cấp bằng chứng tổng quát hơn bằng cách sử dụng dữ liệu của năm quốc gia khu vực Đông Nam Á, bao gồm cả quốc gia đang phát triển và đã phát triển với khoảng thời gian nghiên cứu rộng hơn từ năm 2002 đến năm 2018. Hơn nữa, nhóm tác giả cũng sử dụng mô hình với sự tương tác của hai biến thay vì sử dụng phương pháp chia mẫu, cách này sẽ giúp phản ánh chính xác hơn vai trò của các nhân tố trung gian như rủi ro hoạt động đối với mối quan hệ chính giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay.

Bảng 7.

Tác động của rủi ro hoạt động lên mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và chi phí sử dụng nợ vay

HIGH RISK	Biến động ROA	Biến động doanh thu
	(1)	(2)
ESG	-0,009* (-1,762)	-0,026*** (-3,475)
HIGH RISK	0,018 (0,251)	0,040* (1,743)
ESG $\times$ HIGH RISK	-0,027*** (-3,234)	-0,033*** (-2,977)
SIZE	-0,013*** (-4,094)	-0,011*** (-2,790)

HIGH RISK	Biến động ROA	Biến động doanh thu
	(1)	(2)
MTB	−0,005 (−0,262)	−0,005 (−0,238)
TAN	−0,133*** (−4,080)	−0,128*** (−3,930)
ROA	−0,277** (−2,163)	−0,300** (−2,360)
CASH	−0,032 (−0,373)	−0,035 (−0,404)
LEV	0,251*** (6,384)	0,252*** (6,402)
LOSS	0,107*** (4,120)	0,114*** (4,466)
RLE	0,031 (0,427)	0,029 (0,410)
GDP	−0,380 (−0,906)	−0,435 (−1,038)
INF	0,401 (1,541)	0,427 (1,638)
Hằng số	0,517*** (5,505)	0,513*** (5,396)
Ảnh hưởng cố định từ:		
Ngành nghề	Có	Có
Quốc gia	Có	Có
Thời gian	Có	Có
R ² điều chỉnh	0,084	0,084
Số quan sát	1.633	1.633

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc đơn () là giá trị thống kê t;

*, ** và *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

5. Kết luận

Bài báo này kiểm định ảnh hưởng của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp đến chi phí sử dụng nợ vay của doanh nghiệp ở năm quốc gia Đông Nam Á. Nhóm tác giả tìm ra bằng chứng rằng các công ty có trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp cao có chi phí sử dụng nợ vay thấp hơn các công ty có trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp thấp. Sử dụng mẫu gồm 1.633 quan sát từ năm 2002 đến năm 2018, nhóm tác giả thấy rằng các công ty có điểm CSR cao hơn được hưởng chi phí nợ vay thấp hơn đáng kể. Kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả củng cố các tranh luận hiện tại về vai trò thật sự của các khoản đầu tư trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp. Trong khi nghiên cứu trước đây nhấn mạnh tầm quan trọng của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp dưới khía cạnh quản trị doanh nghiệp, nghiên cứu của nhóm tác giả cho thấy rằng đầu tư vào các hoạt động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp cũng rất quan trọng đối với các bên liên quan khác (ví dụ người cho vay). Bằng chứng thực nghiệm cho thấy thực hành tốt hoạt động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp góp phần giảm thiểu chi phí nợ vay cho doanh nghiệp.

Những phát hiện trong bài báo này cũng có một số ý nghĩa thực tế. Kết quả của nhóm tác giả sẽ làm tăng niềm tin của các nhà quản lý có trách nhiệm với xã hội trong việc theo đuổi các hoạt động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp. Các hoạt động này không chỉ đóng góp cho xã hội mà còn mang lại lợi ích cho công ty bằng cách giảm chi phí tài chính. Mặt khác, các nhà quản lý của các công ty có trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp thấp nên xem xét việc tăng cường đầu tư vào các hoạt động liên quan đến trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp, đặc biệt là trong việc xây dựng mối quan hệ với người lao động, chính sách môi trường và chiến lược sản phẩm, vì làm như vậy có thể giảm chi phí sử dụng nợ vay và nâng cao giá trị của vũng chắc cho các cổ đông. Bởi vì sự gắn kết có trách nhiệm với các bên có liên quan sẽ góp phần giảm thiểu rủi ro hoạt động, các doanh nghiệp sẽ nhận được lợi ích từ những hoạt động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp trong dài hạn, giảm thiểu chi phí sử dụng nợ vay là một ví dụ điển hình.

Để mở rộng kết quả từ bài báo này, các nhà nghiên cứu trong tương lai có thể kiểm tra sự tương tác giữa cấu trúc sở hữu và trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp đối với chi phí sử dụng nợ vay hoặc có thể so sánh ảnh hưởng của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp giữa các doanh nghiệp có cấu trúc sở hữu khác nhau. Bên cạnh đó, các nghiên cứu trong tương lai có thể phân tích sâu hơn sự khác biệt tồn tại giữa các ngành, cụ thể hơn một số ngành có mức độ nhạy cảm đối với xã hội, môi trường như khai thác khoáng sản. Bằng cách này, chúng ta sẽ có cái nhìn tổng quan và chính xác hơn về ảnh hưởng thật sự của hoạt động trách nhiệm xã hội doanh nghiệp đối với hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Tài liệu tham khảo

- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*, 65(10), 4451–4469.
- Benlemlih, M. (2017). Corporate social responsibility and firm financing decisions: A literature review. *Journal of Multinational Financial Management*, 42–43, 1–10.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, 72(3), 323–349.

- Chang, K., Shim, H., & Yi, T. D. (2019). Corporate social responsibility, media freedom, and firm value. *Finance Research Letters*, 30, 1–7.
- Chava, S., & Roberts, M. R. (2008). How does financing impact investment? The role of debt covenants. *The Journal of Finance*, 63(5), 2085–2121.
- Chen, B., & Zhang, A. (2021). How does corporate social responsibility affect the cost of equity capital through operating risk?. *Borsa Istanbul Review*, 21(S1), S38–S45.
- Chen, K. C., Chen, Z., & Wei, K. J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 273–289.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23.
- Cheung, A. (2016). Corporate social responsibility and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 37, 412–430.
- Cho, S. Y., Lee, C., & Pfeiffer, R. J. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 71–83.
- Chollet, P., & Sandwidi, B. W. (2018). CSR engagement and financial risk: A virtuous circle? International evidence. *Global Finance Journal*, 38, 65–81.
- Chuah, S. H.-W., El-Manstrly, D., Tseng, M.-L., & Ramayah, T. (2020). Sustaining customer engagement behavior through corporate social responsibility: The roles of environmental concern and green trust. *Journal of Cleaner Production*, 262, 121348.
- Colla, P., Ippolito, F., & Li, K. (2013). Debt specialization. *The Journal of Finance*, 68(5), 2117–2141.
- Cooper, E. W., & Uzun, H. (2015). Corporate social responsibility and the cost of debt. *Journal of Accounting & Finance*, 15(8), 2158–3625.
- Cragg, J. G., & Donald, S. (1993). Testing identifiability and specification in instrumental variable models. *Econometric Theory*, 9(2), 222–240.
- Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2018). Does corporate social responsibility affect information asymmetry?. *Journal of Business Ethics*, 148(3), 549–572.
- Deng, X., Kang, J.-K., & Low, B. S. (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 87–109.
- Derrien, F., Kecskés, A., & Mansi, S. A. (2016). Information asymmetry, the cost of debt, and credit events: Evidence from quasi-random analyst disappearances. *Journal of Corporate Finance*, 39, 295–311.
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review*, 87(3), 723–759.
- El Ghouli, 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.
- Feldman, S. J., Soyka, P. A., & Ameer, P. G. (1997). Does improving a firm's environmental management system and environmental performance result in a higher stock price?. *The Journal of Investing*, 6(4), 87–97.

- Frederick, W. C. (1998). Moving to CSR: What to pack for the trip. *Business & Society*, 37(1), 40–59.
- Friedman, M. (2007). The social responsibility of business is to increase its profits. In Zimmerli W. C., Holzinger M., Richter K. (eds), *Corporate Ethics and Corporate Governance* (pp. 173–178). Berlin, Heidelberg: Springer.
- Ge, W., & Liu, M. (2015). Corporate social responsibility and the cost of corporate bonds. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(6), 597–624. doi: 10.1016/j.jaccpubpol.2015.05.008
- Gelb, D. S., & Strawser, J. A. (2001). Corporate social responsibility and financial disclosures: An alternative explanation for increased disclosure. *Journal of Business Ethics*, 33(1), 1–13.
- Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1794–1810.
- Gregory, A., Whittaker, J., & Yan, X. (2016). Corporate social performance, competitive advantage, earnings persistence and firm value. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1–2), 3–30.
- Hail, L., & Leuz, C. (2006). International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter?. *Journal of Accounting Research*, 44(3), 485–531.
- Heinkel, R., Kraus, A., & Zechner, J. (2001). The effect of green investment on corporate behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4), 431–449.
- Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15–36.
- Jeon, M. M., Lee, S., & Jeong, M. (2020). Perceived corporate social responsibility and customers' behaviors in the ridesharing service industry. *International Journal of Hospitality Management*, 84, 102341.
- Judd, J. S., & Lusch, S. J. (2018). *Corporate philanthropy and the cost of equity capital*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3040170>
- Kamalirezaei, H., Rostamy, A. A. A., Saeedi, A., & Zaghard, M. K. V. (2020). Corporate social responsibility and bankruptcy probability: Exploring the role of market competition, intellectual capital, and equity cost. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 31(1), 53–63.
- Khaw, K. L.-H., Zainudin, R., & Rashid, R. M. (2019). Cost of debt financing: Does political connection matter?. *Emerging Markets Review*, 41(C).
- Leland, H., & Pyle, D. (1977). Information asymmetries, financial structure and financial intermediaries. *The Journal of Finance*, 32(2), 371–387.
- Levitt, T. (1958). The dangers of social responsibility. *Harvard Business Review*, 36(5), 41–50.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Nguyen, V. H., Agbola, F. W., & Choi, B. (2018). Does corporate social responsibility reduce information asymmetry? Empirical evidence from Australia. *Australian Journal of Management*, 44(2), 188–211. doi:10.1177/0312896218797163
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78–92.

- Rauh, J. D., & Sufi, A. (2010). Capital structure and debt structure. *The Review of Financial Studies*, 23(12), 4242–4280.
- Robinson, M., Kleffner, A., & Bertels, S. (2011). Signaling sustainability leadership: Empirical evidence of the value of DJSI membership. *Journal of Business Ethics*, 101(3), 493–505.
- Shailer, G., & Wang, K. (2015). Government ownership and the cost of debt for Chinese listed corporations. *Emerging Markets Review*, 22, 1–17.
- Sony, B., & Bhaduri, S. (2021). Information asymmetry and financing choice between debt, equity and dual issues by Indian firms. *International Review of Economics & Finance*, 72, 90–101.
- Soppe, A. (2004). Sustainable corporate finance. *Journal of Business Ethics*, 53(1), 213–224.
- Spicer, B. H. (1978). Investors, corporate social performance and information disclosure: An empirical study. *Accounting Review*, 53(1), 94–111.
- Wang, K. T., Kartika, F., Wang, W. W., & Luo, G. (2021). Corporate social responsibility, investor protection, and the cost of equity: Evidence from East Asia. *Emerging Markets Review*, 47, 100801.
- Weber, O., & Saunders-Hogberg, G. (2020). Corporate social responsibility, water management, and financial performance in the food and beverage industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(4), 1937–1946.
- Wooldridge, J. M. (2016). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (5th ed.). USA: Nelson Education, Ltd.
- Yeh, C.-C., Lin, F., Wang, T.-S., & Wu, C.-M. (2020). Does corporate social responsibility affect cost of capital in China?. *Asia Pacific Management Review*, 25(1), 1–12.