

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI**

---

**NGUYỄN THỊ LIÊN HƯƠNG**

**NGHIÊN CỨU TÁC ĐỘNG CỦA PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG  
DOANH NGHIỆP ĐẾN CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN TẠI CÁC  
DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT VIỆT NAM**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**Hà Nội - 2022**

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI**

-----

**NGUYỄN THỊ LIÊN HƯƠNG**

**NGHIÊN CỨU TÁC ĐỘNG CỦA PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG  
DOANH NGHIỆP ĐẾN CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN TẠI CÁC  
DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT VIỆT NAM**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**Chuyên ngành: Tài chính - Ngân hàng**

**Mã số: 934.02.01**

***Người hướng dẫn khoa học:* 1. PGS,TS. Vũ Mạnh Chiến  
2. GS,TS. Prasad Padmanabhan**

**Hà Nội - 2022**

## **LỜI CAM ĐOAN**

Tôi đã đọc và hiểu về các hành vi vi phạm sự trung thực trong học thuật. Tôi cam kết bằng danh dự cá nhân rằng nghiên cứu này là do tôi thực hiện và không vi phạm sự trung thực trong học thuật

*Hà Nội, ngày tháng 11 năm 2022*

**Nghiên cứu sinh**

*Nguyễn Thị Liên Hương*

## LỜI CẢM ƠN

Tác giả xin gửi lời cảm ơn sâu sắc và chân thành tới Người hướng dẫn khoa học: PGS.TS. Vũ Mạnh Chiến và GS.TS. Prasad Padmanabhan đã tận tình hướng dẫn, giúp đỡ, khuyến khích và động viên tinh thần tác giả trong suốt quá trình thực hiện Luận án.

Tác giả xin trân trọng cảm ơn thầy cô Trường Đại học Thương mại, đặc biệt là các thầy cô bộ môn Quản trị Tài chính, Khoa Tài chính Ngân hàng nơi tác giả công tác và sinh hoạt chuyên môn đã hỗ trợ, góp ý chỉnh sửa để Luận án được hoàn thiện hơn. Tác giả gửi lời cảm ơn tới Khoa Sau đại học, trường Đại học Thương mại đã tạo mọi điều kiện thuận lợi trong quá trình học tập và thực hiện các thủ tục để hoàn thành luận án.

Cuối cùng, tác giả gửi lời cảm ơn sâu sắc tới gia đình, bạn bè, đồng nghiệp đã luôn động viên, khích lệ và tạo mọi điều kiện trong suốt quá trình học tập và hoàn thành luận án.

**Nghiên cứu sinh**

*Nguyễn Thị Liên Hương*

## MỤC LỤC

	<i>Trang</i>
LỜI CAM ĐOAN .....	i
LỜI CẢM ƠN .....	ii
MỤC LỤC .....	iii
DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT .....	vii
DANH MỤC BẢNG.....	viii
DANH MỤC BIỂU ĐỒ.....	x
DANH MỤC HÌNH VẼ .....	xi
PHẦN MỞ ĐẦU .....	1
1. Tính cấp thiết của đề tài .....	1
2. Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu của luận án.....	4
3. Đối tượng, phạm vi nghiên cứu .....	5
4. Phương pháp nghiên cứu.....	5
5. Kết cấu luận án.....	6
<b>CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ TÁC ĐỘNG CỦA PHÁT TRIỂN BỀN</b>	
<b>VỮNG DOANH NGHIỆP ĐẾN CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN .....</b>	<b>7</b>
<b>1.1. Cơ sở lý thuyết về phát triển bền vững doanh nghiệp.....</b>	<b>7</b>
1.1.1. Khái niệm về phát triển bền vững doanh nghiệp.....	7
1.1.2. Thang đo phát triển bền vững doanh nghiệp .....	15
1.1.3. Các lý thuyết về phát triển bền vững doanh nghiệp .....	17
<b>1.2. Cơ sở lý thuyết về chi phí sử dụng vốn .....</b>	<b>29</b>
1.2.1. Chi phí sử dụng nợ.....	31
1.2.2. Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu .....	32
1.2.3. Chi phí sử dụng vốn bình quân.....	33
1.2.4. Các yếu tố tác động đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.....	34
<b>1.3. Cơ sở lý thuyết về tác động của phát triển bền vững doanh nghiệp</b>	
<b>đến chi phí sử dụng vốn .....</b>	<b>34</b>
KẾT LUẬN CHƯƠNG 1.....	40

<b>CHƯƠNG 2: TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU TÁC ĐỘNG CỦA PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG DOANH NGHIỆP ĐẾN CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN .....</b>	<b>41</b>
<b>2.1. Tổng quan nghiên cứu nước ngoài .....</b>	<b>41</b>
2.1.1. Tác động của phát triển bền vững doanh nghiệp đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu .....	43
2.1.2. Tác động của phát triển bền vững doanh nghiệp đến chi phí sử dụng nợ.....	45
<b>2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về phát triển bền vững doanh nghiệp và chi phí sử dụng vốn ở Việt Nam.....</b>	<b>52</b>
<b>2.3. Khoảng trống nghiên cứu .....</b>	<b>55</b>
<b>2.4. Xây dựng giả thuyết nghiên cứu .....</b>	<b>56</b>
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 2.....</b>	<b>59</b>
<b>CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU .....</b>	<b>60</b>
<b>3.1. Mẫu nghiên cứu.....</b>	<b>60</b>
<b>3.2. Mô hình nghiên cứu .....</b>	<b>61</b>
<b>3.3. Biến và đo lường biến .....</b>	<b>62</b>
3.3.1. Biến phụ thuộc .....	62
3.3.2. Biến giải thích.....	64
3.3.3. Biến kiểm soát .....	69
<b>3.4. Phương pháp hồi quy.....</b>	<b>73</b>
3.4.1. Phương pháp hồi quy dữ liệu bảng.....	73
3.4.2. Các bước thực hiện .....	74
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 3.....</b>	<b>76</b>
<b>CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU TÁC ĐỘNG CỦA PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG ĐẾN CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT VIỆT NAM.....</b>	<b>77</b>
<b>4.1. Kết quả nghiên cứu thực trạng phát triển bền vững doanh nghiệp các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam.....</b>	<b>77</b>

4.1.1. Thực trạng phát triển bền vững doanh nghiệp theo từng nhóm chỉ tiêu.....	77
4.1.2. Thực trạng phát triển bền vững doanh nghiệp theo thời gian.....	87
4.1.3. Thực trạng phát triển bền vững doanh nghiệp theo ngành .....	89
4.1.4. Thực trạng phát triển bền vững theo thị trường.....	90
4.1.5. Đánh giá chung về thực trạng phát triển bền vững doanh nghiệp .....	91
<b>4.2. Thực trạng chi phí sử dụng vốn doanh nghiệp niêm yết Việt Nam .....</b>	<b>92</b>
4.2.1. Chi phí sử dụng vốn phân loại theo ngành .....	92
4.2.2. Chi phí sử dụng vốn theo thời gian.....	93
<b>4.3. Kết quả nghiên cứu định lượng tác động của phát triển bền vững doanh nghiệp đến chi phí sử dụng vốn của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam.....</b>	<b>94</b>
4.3.1. Thống kê mô tả dữ liệu .....	94
4.3.2. Phân tích tương quan .....	94
4.3.3. Phân tích hồi quy .....	96
<b>4.4. Kết luận và thảo luận kết quả nghiên cứu .....</b>	<b>105</b>
KẾT LUẬN CHƯƠNG 4.....	109
<b>CHƯƠNG 5: CÁC HÀM Ý VÀ KHUYẾN NGHỊ DỰA TRÊN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU .....</b>	<b>110</b>
<b>5.1. Chiến lược định hướng phát triển bền vững của Việt Nam.....</b>	<b>110</b>
<b>5.2. Hàm ý từ nghiên cứu.....</b>	<b>112</b>
5.2.1. Hàm ý với quản trị tài chính doanh nghiệp .....	112
5.2.2. Hàm ý với nhà đầu tư.....	113
5.2.3. Hàm ý với nhà tài trợ .....	115
<b>5.3. Khuyến nghị chính sách .....</b>	<b>116</b>
5.3.1. Xây dựng và triển khai các chương trình nhằm nâng cao năng lực quản trị doanh nghiệp bền vững .....	117
5.3.2. Xây dựng và triển khai Chương trình quốc gia về hỗ trợ cộng đồng doanh nghiệp triển khai Mô hình Kinh tế tuần hoàn tại Việt Nam .....	118

5.3.3. Xây dựng Đề án thúc đẩy Tín dụng xanh, hỗ trợ cộng đồng doanh nghiệp thực hiện phát triển bền vững .....	118
5.3.4. Xây dựng chiến lược quốc gia về phát triển bền vững doanh nghiệp .....	120
<b>5.4. Khuyến nghị đối với doanh nghiệp</b> .....	120
5.4.1. Tập trung tái cơ cấu, quản trị doanh nghiệp theo định hướng phát triển bền vững .....	121
5.4.2. Khuyến nghị về mô hình chiến lược phát triển bền vững doanh nghiệp.....	122
<b>5.5. Những đóng góp mới của luận án</b> .....	127
5.5.1. Về mặt khoa học và lý luận .....	127
5.5.2. Về mặt thực tiễn.....	128
<b>5.6. Hạn chế của nghiên cứu</b> .....	128
<b>5.7. Hướng nghiên cứu trong tương lai</b> .....	129
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 5</b> .....	130
<b>KẾT LUẬN</b> .....	131
<b>DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CÔNG BỐ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU CỦA ĐỀ TÀI LUẬN ÁN</b> .....	132
<b>DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO</b> .....	134
<b>PHỤ LỤC</b> .....	154



**DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT**

<b>KÝ HIỆU</b>	<b>ĐẦY ĐỦ</b>
CPSD	Chi phí sử dụng
DN	Doanh nghiệp
MTXH	Môi trường - Xã hội
PTBV	Phát triển bền vững
PTBVĐN	Phát triển bền vững doanh nghiệp
QTCT	Quản trị công ty
TNXHDN	Trách nhiệm xã hội doanh nghiệp

## DANH MỤC BẢNG

	<i>Trang</i>
Bảng 1.1: Các khía cạnh của PTBVĐN.....	12
Bảng 1.2: Các tổ chức đo lường phát triển bền vững DN.....	16
Bảng 1.3: Tổng hợp các lý thuyết được sử dụng trong nghiên cứu.....	38
Bảng 2.1: Tác động của PTBVĐN đến CPSĐ vốn chủ sở hữu.....	45
Bảng 2.2: Tác động của PTBV đến CPSĐ Nợ.....	52
Bảng 3.1: Số lượng các doanh nghiệp khảo sát.....	60
Bảng 3.2: Giả thiết chiều tác động của các biến độc lập trong mô hình.....	61
Bảng 3.3: Các chỉ tiêu chấm điểm PTBVĐN theo GRI tiêu chuẩn.....	65
Bảng 3.4: Đo lường các biến của mô hình.....	72
Bảng 4.1: Các chỉ tiêu PTBV về kinh tế các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam giai đoạn 2014-2020.....	77
Bảng 4.2: Nhóm chỉ tiêu PTBV về môi trường các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam giai đoạn 2014-2020.....	79
Bảng 4.3: Các chỉ tiêu PTBV về xã hội.....	83
Bảng 4.4: Thực trạng PTBV theo nhóm chỉ tiêu và theo thời gian.....	87
Bảng 4.5: Điểm PTBVĐN theo ngành.....	90
Bảng 4.6: Trung bình các nhóm chỉ số theo thị trường.....	91
Bảng 4.7: Đặc điểm chi phí sử dụng vốn các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam theo ngành.....	92
Bảng 4.8: Chi phí sử dụng vốn các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam theo năm.....	93
Bảng 4.9: Thống kê mô tả.....	94
Bảng 4.10: Ma trận tương quan.....	95
Bảng 4.11: Kiểm định lựa chọn giữa mô hình hồi quy REM và OLS.....	96
Bảng 4.12: Kiểm định Hausman lựa chọn giữa mô hình REM và FEM.....	97
Bảng 4.13: Kết quả kiểm định VIF phát hiện đa cộng tuyến.....	97
Bảng 4.14: Kết quả kiểm định hiện tượng phương sai phân dư thay đổi.....	98
Bảng 4.15: Kết quả kiểm định hiện tượng tương quan theo thời gian.....	98

Bảng 4.16: Mô hình với biến phụ thuộc là CPSD vốn chủ sở hữu (COE) .....	99
Bảng 4.17: Mô hình với biến phụ thuộc là CPSD Nợ (COD) .....	100
Bảng 4.18: Mô hình với biến phụ thuộc là CPSD vốn bình quân (WACC).....	101
Bảng 4.19: Kết quả hồi quy đã robust với biến phụ thuộc COE.....	102
Bảng 4.20: Kết quả hồi quy đã robust với biến phụ thuộc COD .....	103
Bảng 4.21: Kết quả hồi quy đã robust với biến phụ thuộc WACC.....	104
Bảng 4.22: Kết quả chiều tác động của các biến độc lập trong các mô hình.....	106
Bảng 4.23: So sánh giả thuyết nghiên cứu và kết quả hồi quy .....	108
Bảng 4.24: So sánh kết quả nghiên cứu với các nghiên cứu trước .....	108

**DANH MỤC BIỂU ĐỒ***Trang*

Biểu đồ 4.1: Các chỉ tiêu PTBV về kinh tế các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam giai đoạn 2014-2020.....	78
Biểu đồ 4.2: Các chỉ tiêu môi trường.....	82
Biểu đồ 4.3: Các chỉ tiêu PTBV xã hội.....	86
Biểu đồ 4.4: Xu hướng các nhóm chỉ tiêu theo thời gian .....	88
Biểu đồ 4.5: Điểm trung bình PTBV theo các nhóm ngành và tổng hợp .....	90
Biểu đồ 4.6. Điểm trung bình các nhóm chỉ số theo thị trường .....	91
Biểu đồ 4.7: CPSD vốn các doanh nghiệp niêm yết theo thời gian.....	93

**DANH MỤC HÌNH VẼ**

	<i>Trang</i>
Hình 1.1: Mô hình kim tự tháp của Carroll (1991).....	8
Hình 1.2: Mô hình Trip Bottom Line của Elkington (1997).....	8
Hình 1.3: Khung khái niệm phát triển bền vững theo Wilson 2003 .....	9
Hình 1.4: Các bên liên quan theo Freeman (1984) .....	19
Hình 1.5: Phân loại các bên liên quan theo Agle và cộng sự (2008).....	19

## PHẦN MỞ ĐẦU

### 1. Tính cấp thiết của đề tài

Để theo đuổi mục tiêu phát triển bền vững (PTBV), các doanh nghiệp (DN) ngày càng thể hiện sự quan tâm đối với môi trường và xã hội trong hoạt động kinh doanh cũng như trong mối quan hệ với các bên liên quan (van Marrewijk, 2013). Các DN hiện đang thực hiện các hoạt động PTBV như một công cụ quan hệ công chúng để thay đổi hình ảnh DN đồng thời với việc tập trung vào trách nhiệm của DN đối với xã hội (Du và cộng sự, 2010). Do đó, các hoạt động PTBV có thể là một chiến lược quan trọng để thu hút sự chú ý của khách hàng nhằm tăng doanh thu, và làm gia tăng giá trị thị trường của doanh nghiệp (Luo và Bhattacharya, 2006).

Các nghiên cứu trước đây chủ yếu về đạo đức kinh doanh, trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (TNXH DN) mà chưa có nhiều nghiên cứu về phát triển bền vững doanh nghiệp (PTBV DN) do khái niệm PTBV DN mới xuất hiện từ sau những năm 1980. Các khía cạnh của PTBV DN như đạo đức, trách nhiệm đối với môi trường, TNXH DN, trách nhiệm với người lao động, trách nhiệm với khách hàng hay với cộng đồng địa phương,... vẫn còn chưa đồng nhất về quan điểm (Van Marrewijk, 2003).

Đối với nhà quản trị tài chính, chi phí sử dụng vốn là một trong những nội dung tài chính cơ bản, trả lời cho câu hỏi DN nên huy động vốn từ nguồn nào, nên đi vay hay phát hành cổ phiếu, cơ cấu huy động vốn ra sao, chi phí cho việc sử dụng vốn bằng bao nhiêu, rủi ro đối với các quyết định huy động vốn là gì, đâu là các yếu tố tác động đến chi phí sử dụng (CPSD) vốn của DN. Có nhiều nghiên cứu về các yếu tố tác động đến CPSD vốn của DN như các yếu tố tài chính doanh nghiệp (Stulz, 1999), sự không chắc chắn của chính sách kinh tế (Obenpong Kwabi và cộng sự, 2022), bất cân xứng thông tin (Duarte và cộng sự, 2008), chất lượng các khoản phải trả (Le và cộng sự, 2021).

Bên cạnh đó, có một số nghiên cứu tác động của các hoạt động PTBV DN, TNXH DN đến hiệu quả tài chính DN (Han và cộng sự, 2016; Cho và cộng sự, 2019; Laskar, 2018), đến giá trị DN (Tarek, 2019) cũng như tác động đến người tiêu

dùng (Mercadé-Melé và cộng sự, 2018), tuy nhiên chưa có nhiều nghiên cứu tác động của PTBVDN đến chi phí sử dụng vốn của DN. Các nghiên cứu về tác động của PTBVDN đến chi phí sử dụng (CPSD) vốn mới tập trung chủ yếu tại các nước phát triển (W. Ali và cộng sự, 2017). Có một số ít các nghiên cứu tại các nước đang phát triển (W. Ali và cộng sự, 2017). Các nghiên cứu này cũng chưa có sự thống nhất về kết quả nghiên cứu.

Có những nghiên cứu chỉ ra PTBVDN làm giảm CPSD vốn, ngược lại có những nghiên cứu đưa ra bằng chứng ngược lại hoặc không tìm thấy mối liên hệ có ý nghĩa thống kê giữa PTBVDN và CPSD vốn. Các nghiên cứu cũng chi tiết tác động của TNXHĐN đến CPSD nợ và CPSD vốn chủ sở hữu. Một số nghiên cứu cho rằng TNXHĐN làm giảm chi phí sử dụng nợ vay do làm giảm bất cân xứng thông tin và giảm thiểu rủi ro của DN (Harjoto, 2017; Sheikh, 2019; Cui, Jo, và Na, 2018), cũng như làm giảm CPSD vốn chủ sở hữu (Li và Liu, 2018). Như vậy về mặt lý thuyết, còn thiếu khung lý thuyết chắc chắn về tác động của PTBVDN đến CPSD vốn. Bên cạnh đó, cũng chưa có nhiều các nghiên cứu thực nghiệm về tác động PTBVDN đến CPSD vốn tại các nước đang phát triển như Việt Nam.

Tại Việt Nam, không nằm ngoài xu thế chung của toàn cầu, ngay từ khi tham gia Chương trình nghị sự 2030 (năm 2015), qua phân tích, chúng ta đã thấy cơ bản tất cả các tiêu chí PTBV phù hợp với quan điểm của Đảng và Nhà nước. Cho nên Việt Nam đã tích cực có những hoạt động nhằm thúc đẩy PTBV. Cụ thể thứ hạng của Việt Nam về PTBV đã có sự thay đổi đáng kể từ đứng thứ 88 (năm 2016) đến thứ 54 (năm 2019) và thứ 49 về PTBV năm 2020. Quan điểm của Việt Nam về PTBV cũng được thể hiện trong quyết định Số: 622/QĐ-TTg năm 2017 của Thủ tướng Chính phủ về kế hoạch hành động quốc gia thực hiện chương trình nghị sự 2030 vì sự phát triển bền vững đã chỉ rõ: *“Phát triển bền vững là yêu cầu xuyên suốt trong quá trình phát triển đất nước; kết hợp chặt chẽ, hợp lý và hài hòa giữa phát triển kinh tế với phát triển xã hội và bảo vệ tài nguyên, môi trường, chủ động ứng phó với biến đổi khí hậu”*. Như vậy có thể thấy PTBV là định hướng quan trọng, xuyên suốt trong mục tiêu tăng trưởng của Việt Nam. Tuy nhiên, do đây là vấn đề

còn mới, nên tại Việt Nam hiện có rất ít các nghiên cứu, cũng như các chính sách nhằm hỗ trợ, thúc đẩy PTBVDN một cách hiệu quả. Năm 2015, nhà nước đã bắt đầu tăng áp lực về công bố thông tin PTBV đối với các doanh nghiệp đánh dấu bằng sự ra đời của Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 6/10/2015 của Bộ Tài chính về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán. Đây được coi là văn bản pháp lý đầu tiên về phát triển bền vững đối với doanh nghiệp niêm yết. Tiếp sau đó, Thông tư số 96/2020/TT-BTC ngày 16/11/2020 của Bộ Tài chính về là một bước tiến hơn nữa trong quy định đối với các doanh nghiệp niêm yết về công bố thông tin phát triển bền vững. Với các doanh nghiệp Việt Nam, trong những năm qua, đã xuất hiện các DN thực hiện một số hoạt động phát triển bền vững nhưng chủ yếu là các chương trình từ thiện, các hoạt động cộng đồng và tập trung ở các doanh nghiệp niêm yết, các doanh nghiệp lớn. Điều này được thể hiện ở danh sách vinh danh doanh nghiệp phát triển bền vững hàng năm do phòng công nghiệp Việt Nam (VCCI) tổ chức.

Vấn đề đặt ra cho Việt Nam là các DN đã có sự hiểu biết đầy đủ về PTBV hay chưa, liệu các DN có cho rằng việc thực hiện các hoạt động PTBV sẽ giúp mang lại lợi ích cho doanh nghiệp cũng như cho xã hội như các bằng chứng trên thế giới đã chỉ ra hay không. Để trả lời câu trả lời này, nhiều nhà nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam rằng thực hiện TNXH (một phần của PTBV) làm nâng cao hiệu quả tài chính (Trần Thị Hoàng Yến, 2016; Tạ Thị Thúy Hằng, 2020; Kabir và Thai 2017), tác động đến khách hàng trong quyết định mua hàng (Nguyễn Phương Mai, 2015) hay gia tăng lòng trung thành của khách hàng (Nguyễn Thị Anh Bình và Phạm Long, 2015). Huu Anh và cộng sự (2020) đã xem xét ảnh hưởng của thực hành kế toán môi trường đến CPSD vốn, D. V. Nguyen và Nguyen (2017) nghiên cứu ảnh hưởng của công bố thông tin doanh nghiệp đến CPSD vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, hiện chưa có nghiên cứu nào về tác động của PTBVDN đến CPSD vốn tại Việt Nam.

Từ những lý do trên, tác giả thấy rằng việc tiếp tục mở rộng so với các nghiên cứu trước đây về tác động của PTBVDN đến CPSD vốn là cần thiết để bổ



sung thêm khung lý thuyết giải thích mối quan hệ giữa PTBVĐN với CPSĐ vốn cũng như bổ sung bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ này là cần thiết. Vì vậy tác giả đã lựa chọn đề tài “*Nghiên cứu tác động của phát triển bền vững doanh nghiệp đến chi phí sử dụng vốn tại các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam*” làm luận án.

## **2. Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu của luận án**

### **2.1. Mục tiêu nghiên cứu của luận án**

Mục tiêu chung của nghiên cứu là tìm hiểu về tác động của PTBVĐN đến CPSĐ vốn của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam, từ đó đưa ra các khuyến nghị nhằm mục tiêu PTBVĐN nhằm tối ưu hóa CPSĐ vốn của DN

Từ mục tiêu chung đó, các nhiệm vụ cụ thể của nghiên cứu được xác định là:

- Hệ thống hóa cơ sở lý luận và xác lập được khung lý thuyết về tác động của PTBVĐN đến CPSĐ vốn.
- Đánh giá thực trạng PTBVĐN và thực trạng CPSĐ vốn của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam
- Phân tích định lượng được tác động của PTBVĐN đến CPSĐ vốn tại các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam.
- Đưa ra các kết luận và kiến nghị nhằm PTBVĐN nhằm tối ưu hóa CPSĐ vốn của DN.

### **2.2. Câu hỏi nghiên cứu của luận án**

Từ mục tiêu nghiên cứu đề ra, luận án xác định các câu hỏi nghiên cứu:

1. Nội hàm của PTBVĐN và CPSĐ vốn là gì? PTBVĐN và CPSĐ vốn được đo lường như thế nào?
2. Thực trạng PTBV các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay như thế nào? Có sự khác biệt trong PTBV giữa các doanh nghiệp trong các ngành khác nhau, sàn giao dịch khác nhau, qua các năm với các tiêu chí PTBV cụ thể hay không?
3. Thực trạng CPSĐ nợ, CPSĐ vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay như thế nào? Có sự khác biệt trong CPSĐ vốn giữa các doanh nghiệp trong các ngành khác nhau, sàn giao dịch khác nhau, qua các năm khác nhau hay không?

4. Phát triển bền vững doanh nghiệp có tác động đến CPSD vốn bình quân, CPSD vốn chủ sở hữu, CPSD nợ các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam hay không? Tác động này là thuận chiều hay ngược chiều?

5. Khuyến nghị nào cần được đề xuất với các chủ thể liên quan nhằm mục tiêu PTBVĐN các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam?

### **3. Đối tượng, phạm vi nghiên cứu**

#### **3.1. Đối tượng nghiên cứu của luận án**

Những vấn đề lý luận và thực tiễn về tác động của PTBVĐN đến CPSD vốn.

#### **3.2. Phạm vi nghiên cứu**

+ *Phạm vi nội dung*: Trong phạm vi nghiên cứu của đề tài, tác giả thực hiện đo lường PTBVĐN theo mức độ doanh nghiệp công bố thông tin PTBV và CPSD vốn xác định dựa theo giá trị CPSD nợ và CPSD vốn chủ sở hữu. Nội dung công bố thông tin PTBV được lựa chọn là tổng hợp của 3 nhóm thông tin về: kinh tế, môi trường và xã hội với 77 chỉ tiêu chi tiết theo khung tham chiếu Báo cáo sáng kiến toàn cầu GRI tiêu chuẩn.

+ *Phạm vi không gian*: nghiên cứu thu thập và phân tích dữ liệu của 213 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam ở cả 2 sàn giao dịch thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Lý do chọn doanh nghiệp phi tài chính là vì các doanh nghiệp tài chính như ngân hàng hay các tổ chức tài chính có đặc điểm về cấu trúc vốn, huy động vốn chủ sở hữu, vốn vay cũng như đặc điểm kinh doanh khác biệt hoàn toàn với các doanh nghiệp phi tài chính. Việc lựa chọn phạm vi là các doanh nghiệp phi tài chính cũng tương tự như các nghiên cứu khác trên thế giới.

+ *Phạm vi thời gian*: Doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội và sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh được thu thập dữ liệu chi tiết toàn thị trường trong 7 năm từ 2014 đến 2020. Lý do là các DN bắt đầu tăng việc công bố thông tin PTBV từ sau thông tư 155/2015-BTC năm 2015 nên tác giả lấy mốc thời gian trước năm ra quy định một năm.

### **4. Phương pháp nghiên cứu**

Đề tài sử dụng phương pháp định lượng dựa trên dữ liệu thứ cấp thu thập từ các báo cáo thường niên, báo cáo phát triển bền vững, báo cáo môi trường xã hội

của doanh nghiệp. Đề tài sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng theo doanh nghiệp và năm, với biến phụ thuộc chính là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu, chi phí sử dụng nợ, chi phí sử dụng vốn bình quân và biến giải thích là phát triển bền vững doanh nghiệp.

Phương pháp phân tích dữ liệu:

- Dữ liệu được xử lý các bước: Làm sạch dữ liệu, thống kê mô tả, ma trận tương quan, hồi quy và kiểm định mô hình.

- Mô hình hồi quy sử dụng là: mô hình hồi quy bình phương nhỏ nhất OLS, mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM), mô hình hồi quy tác động cố định (FEM).

## **5. Kết cấu luận án**

Ngoài phần mở đầu, kết luận, các phụ lục và tài liệu tham khảo, luận án có kết cấu gồm 5 chương:

Chương 1: Cơ sở lý thuyết về tác động của phát triển bền vững doanh nghiệp đến chi phí sử dụng vốn

Chương 2: Tổng quan nghiên cứu tác động của phát triển bền vững doanh nghiệp đến chi phí sử dụng vốn

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu

Chương 4: Kết quả phân tích tác động của phát triển bền vững doanh nghiệp đến chi phí sử dụng vốn các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam

Chương 5: Các hàm ý và khuyến nghị dựa trên kết quả nghiên cứu

## CHƯƠNG 1

### CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ TÁC ĐỘNG CỦA PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG DOANH NGHIỆP ĐẾN CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN

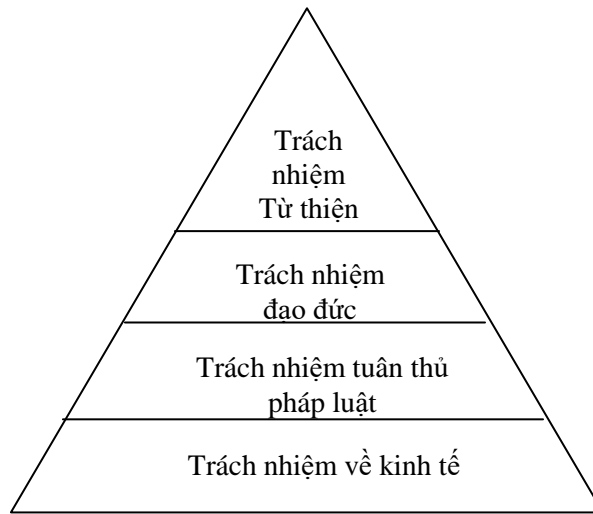
#### 1.1. Cơ sở lý thuyết về phát triển bền vững doanh nghiệp

##### 1.1.1. *Khái niệm về phát triển bền vững doanh nghiệp*

Phát triển bền vững lần đầu được định nghĩa trong bản báo cáo “Tương lai chung của chúng ta”: *“Phát triển bền vững là sự phát triển có thể đáp ứng được những nhu cầu hiện tại mà không ảnh hưởng, tổn hại đến những khả năng đáp ứng nhu cầu của các thế hệ tương lai”* (WCED, 1987).

Nhìn từ góc độ kinh doanh, Dyllick và Hockerts (2002) định nghĩa PTBVĐN là sự đáp ứng nhu cầu của các bên liên quan đến doanh nghiệp mà không làm tổn hại đến lợi ích trong tương lai của các bên liên quan. Có thể hiểu là doanh nghiệp muốn PTBV thì chú trọng đến chiến lược, chính sách hoạt động của doanh nghiệp ở tất cả các khía cạnh kinh tế, xã hội và môi trường. Quan điểm này cũng tương tự như học thuyết Triple Bottom Line của Elkington (1997). Trong khi đó Soppe (2009) lại cho rằng sự PTBVĐN là *“khả năng tạo ra giá trị lâu dài của một DN bằng cách chấp nhận rủi ro và nắm bắt cơ hội từ sự phát triển kinh tế, môi trường và xã hội”*.

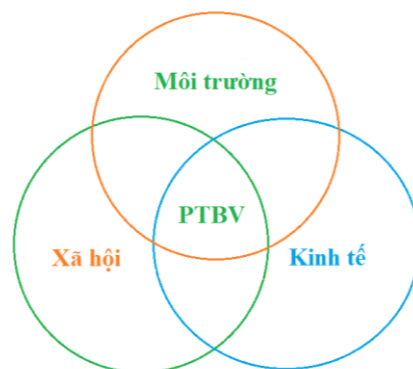
Mô hình bốn cấp bậc mang tên “Kim tự tháp” TNXH của doanh nghiệp (Carroll, 1991) nhấn mạnh tầm quan trọng của việc phải đáp ứng các cấp độ của TNXH bao gồm cả kinh tế, pháp luật, đạo đức và từ thiện. Theo Carroll, trách nhiệm quan trọng hàng đầu của DN đó là tạo ra lợi nhuận cho các chủ sở hữu. Đây chính là trách nhiệm kinh tế của DN. Đặc điểm này nằm ở dưới đáy của kim tự tháp cho thấy đây là mục tiêu hàng đầu của DN. Bên trên trách nhiệm kinh tế là trách nhiệm pháp lý hàm ý rằng DN phải tuân thủ các quy định về pháp luật, cũng như các thông lệ của xã hội. Trách nhiệm đạo đức nằm ở bậc tiếp theo cho rằng các DN phải tuân thủ các quy tắc về đạo đức, không tổn hại đến các bên có liên quan. Bậc cao nhất là trách nhiệm từ thiện, thể hiện *“lòng tốt”* của DN đối với cộng đồng.



**Hình 1.1: Mô hình kim tự tháp của Carroll (1991)**

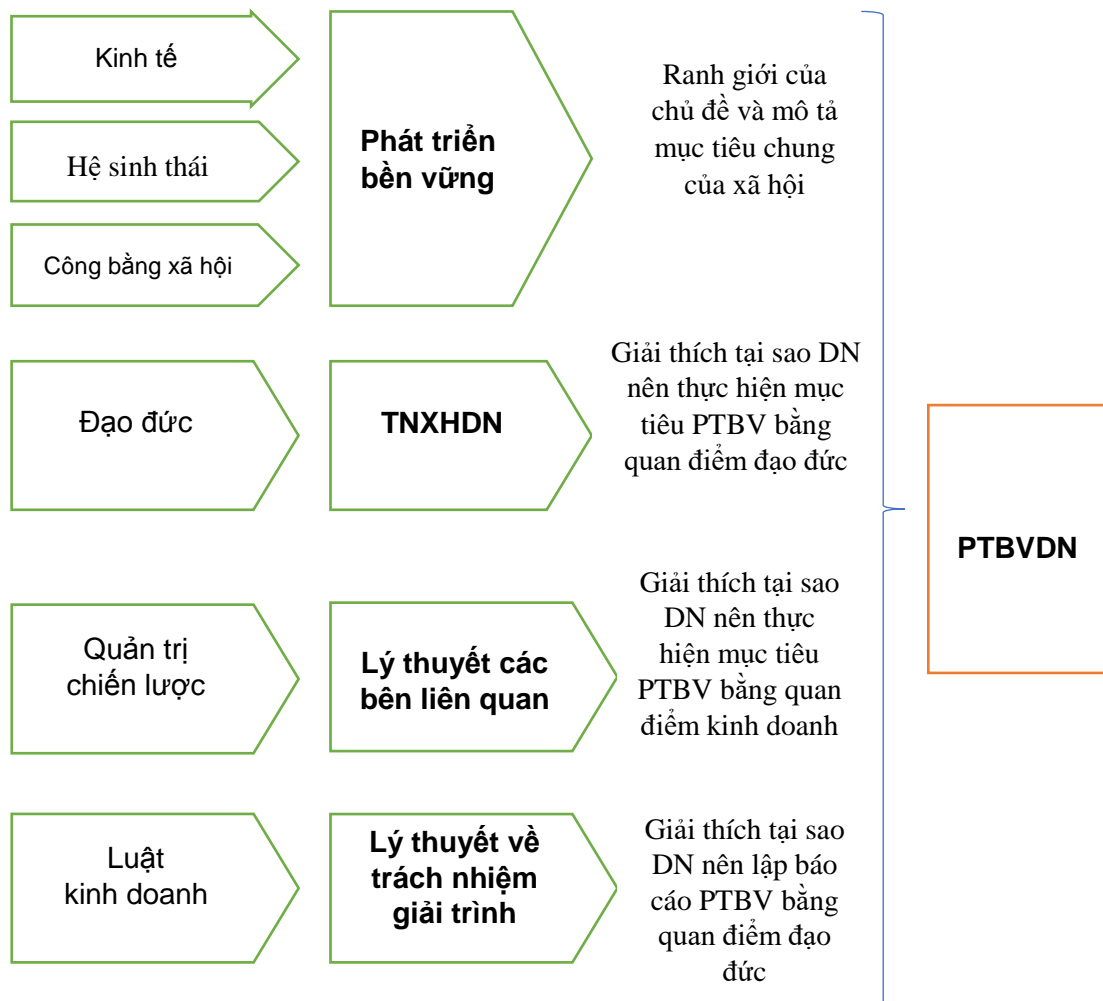
Một trong những nền tảng của PTBV là mô hình Trip Bottom Line của Elkington (1997). PTBV là dựa trên việc tìm kiếm sự cân bằng giữa ba khía cạnh: kinh tế, môi trường và xã hội. Kinh tế bao gồm tiết kiệm cắt giảm chi phí, gia tăng lợi nhuận, tăng trưởng quy mô, nghiên cứu và phát triển. Môi trường bao gồm việc sử dụng nguồn tài nguyên thiên nhiên, quản lý môi trường, ngăn chặn ô nhiễm (nguồn nước, đất, rác thải, không khí). Xã hội bao gồm: điều kiện sống, giáo dục, cộng đồng, cơ hội bình đẳng.

Dyllick và Hockerts (2002) đã xem xét quan điểm về PTBVĐN cả hai chiều không gian (các bên liên quan) và thời gian (hiện tại và tương lai) khi cho rằng PTBVĐN là đáp ứng nhu cầu của các bên liên quan trực tiếp và gián tiếp của DN (như cổ đông, nhân viên, khách hàng, nhóm áp lực, cộng đồng, v.v.) mà không ảnh hưởng đến khả năng đáp ứng nhu cầu của các bên liên quan trong tương lai.



**Hình 1.2: Mô hình Trip Bottom Line của Elkington (1997)**

Theo Wilson (2003), sự phát triển về quan điểm PTBVĐN là sự kết hợp của bốn yếu tố: phát triển bền vững, trách nhiệm xã hội của DN, các bên liên quan và trách nhiệm giải trình. Mục tiêu PTBVĐN đang thay thế cho mục tiêu tăng trưởng và tối đa hóa lợi nhuận của DN. Trong đó PTBV bao gồm 3 trụ cột về kinh tế, hệ sinh thái, công bằng xã hội (WCED, 1987). Đây cũng là các vấn đề cơ bản của phát triển bền vững. Yếu tố thứ nhất là về kinh tế, điều này hàm ý sự PTBV đặt lên đầu tiên của doanh nghiệp chính là sự tồn tại, phát triển về kinh tế của doanh nghiệp. Yếu tố thứ hai về trách nhiệm xã hội, nó đơn giản giải thích các nhà quản trị phải có trách nhiệm đạo đức và xem xét đến nhu cầu của xã hội chứ không chỉ là lợi ích của các cổ đông hay của bản thân các nhà quản trị. Yếu tố thứ ba về trách nhiệm với môi trường.



**Hình 1.3: Khung khái niệm phát triển bền vững theo Wilson 2003**

Dunphy (2003) cho rằng PTBVĐN có nghĩa là sự đóng góp của doanh nghiệp cho “*sự bền vững liên tục của hành tinh, sự sống còn của con người và các loài khác, sự phát triển của một xã hội công bằng và nhân văn, và tạo ra công việc đem lại giá trị và sự hài lòng cho những người đảm nhận nó*”. Theo Lo (2010), PTBVĐN được định nghĩa là sự tích hợp của lợi ích tài chính, bảo vệ môi trường và trách nhiệm xã hội trong hoạt động kinh doanh và quản trị.

Tuy nhiên, PTBVĐN vẫn còn là một khái niệm mơ hồ, tranh cãi và gây nhầm lẫn bởi có nhiều quan điểm khác nhau (Aras và Crowther, 2009; Aras và Crowther, 2008; Hahn và Figge, 2011; Linnenluecke và Griffiths, 2010; Metcalf và Benn, 2013). Van Marrewijk và Were (2003) cho rằng “*không có khái niệm phát triển bền vững doanh nghiệp cố định*”. Tính minh bạch, công khai, sự tham gia của các bên liên quan, cách tiếp cận xã hội đối với kinh doanh, vốn nhân lực, v.v. đều phải được điều chỉnh phù hợp với bối cảnh và mức độ tham vọng cụ thể của các nỗ lực PTBVĐN. Van Marrewijk (2003) cũng cho rằng các tổ chức nên xác định tham vọng, ý định và cách tiếp cận cụ thể của riêng họ về PTBVĐN, sắp xếp chúng với các chiến lược của riêng họ để tìm cách đáp ứng với hoàn cảnh cụ thể mà họ hoạt động

Vì vậy, tìm cách hệ thống hóa khái niệm, Aras và Crowther (2009) đã đề xuất một mô hình tích hợp bao gồm bốn khía cạnh chính của tính bền vững, tất cả đều là “*không kém phần quan trọng*”, họ lưu ý: (1) ảnh hưởng xã hội (tức là, tác động mà xã hội tạo ra đối với DN về mặt hợp đồng xã hội và ảnh hưởng của các bên liên quan đối với nhau); (2) tác động môi trường (nghĩa là, cách tổ chức ảnh hưởng đến môi trường tự nhiên); (3) văn hóa tổ chức (nghĩa là, mối quan hệ giữa tổ chức và các bên liên quan nội bộ, đặc biệt là nhân viên) và (4) tài chính (tức là, hoàn trả đầy đủ cho mức độ rủi ro có thể phải gánh chịu). Hahn và cộng sự (2015) cũng đề xuất một cách tiếp cận tích hợp, coi PTBVĐN như đề cập đến một tập hợp các mối quan tâm kinh tế, môi trường và xã hội liên kết với nhau một cách có hệ thống ở các cấp độ khác nhau mà các DN dự kiến sẽ giải quyết đồng thời.

Amini và Bienstock (2014) thừa nhận rằng các vấn đề xoay quanh khái niệm PTBV là rất phức tạp và chuyên sâu, và cho rằng sự phức tạp như vậy đòi

hỏi một cách tiếp cận đa chiều và tích hợp tạo ra một “định nghĩa bao hàm”. Dựa trên đánh giá tài liệu, họ đã xây dựng một khung khái niệm PTBVDN bao gồm năm yếu tố: (1) PTBVDN phải là một phần của nỗ lực chiến lược tổng thể, và nỗ lực đó phải chặt chẽ đan xen với các hoạt động truyền thông ở cả trong và ngoài DN; (2) để các hành động của PTBVDN thành công và có ý nghĩa, các DN phải tiếp cận chuỗi cung ứng của mình (chủ yếu là nhà cung cấp và khách hàng); (3) DN phải tham gia vào quá trình đổi mới theo định hướng bền vững bao gồm nhiều bên liên quan; (4) DN nên tiếp cận bền vững một cách chủ động, thay vì chỉ đơn giản là phải tuân thủ luật pháp cũng như các quy định hiện hành; và (5) DN phải nắm giữ tất cả các khía cạnh của tính bền vững (tức là kinh tế, sinh thái / môi trường và công bằng xã hội).

Nhìn nhận theo thời gian, Bansal và DesJardine (2014) cho rằng PTBVDN là khả năng đáp ứng nhu cầu ngắn hạn của các DN mà không ảnh hưởng đến khả năng đáp ứng nhu cầu trong tương lai của DN và các bên liên quan. Do đó, thời gian phải được coi là trọng tâm của khái niệm bền vững.

Theo Lozano và cộng sự (2015), DN là một hệ thống bao gồm các nguồn lực và mạng lưới các mối quan hệ với các bên liên quan. Các nhân viên của DN có trách nhiệm đại diện cho DN, quản lý tài nguyên của mình và trao quyền cho các bên liên quan để DN tuân thủ luật pháp, duy trì hoạt động kinh doanh, tăng lợi thế cạnh tranh và đóng góp tốt hơn để thúc đẩy sự phát triển của xã hội bền vững bằng cách giải quyết một cách toàn diện các khía cạnh kinh tế, môi trường, xã hội và thời gian.

Bergman và cộng sự (2017) cho rằng PTBVDN đề cập đến một cách tiếp cận và chiến lược kinh doanh có hệ thống, trong đó xem xét tác động xã hội và môi trường lâu dài của tất cả các hành vi thúc đẩy kinh tế của một DN vì lợi ích của người tiêu dùng, nhân viên và chủ sở hữu hoặc cổ đông.

Phát triển bền vững DN cũng được đánh giá dựa trên năm khía cạnh của báo cáo hiệu quả hoạt động DN gồm: kinh tế, quản trị DN, xã hội, đạo đức và môi trường (EGSEE) (Brockett và Rezaee, 2012). Đây được coi là cách tiếp cận toàn diện nhất hiện nay về phát triển bền vững.



**Bảng 1.1: Các khía cạnh của PTBVĐN**

<b>Các khía cạnh</b>	<b>Tác giả</b>
Kinh tế	Carroll (1991); Elkington (1994); Van Marrewijk (2003); Wilson (2003); Soppe (2007); Aras và Crowther (2009); Bansal và DesJardine (2014); Amini và Bienstock (2014); Lozano và cộng sự (2015); Hahn và cộng sự (2015)
Môi trường	Elkington (1994); Van Marrewijk (2003); Wilson 2003; Dunphy và cộng sự (2003); Strand (2014); Amini và Bienstock (2014); Aras và Crowther (2009); Lozano và cộng sự (2015); Soppe (2007); Hahn và cộng sự (2015)
Xã hội	Elkington (1994); Van Marrewijk (2003); Dunphy và cộng sự (2003); Wilson (2003); Amini và Bienstock (2014); Aras và Crowther (2009); Pearce và cộng sự (2013); Lozano và cộng sự (2015); Hahn và cộng sự (2015)
Quản trị	Wilson (2003); Aras và Crowther (2009); Lo (2010); Brockett và Rezaee (2012)
Đạo đức	Carroll (1991); Wilson (2003); Brockett và Rezaee (2012).
Hiện tại và Tương lai	Dyllick và Hockerts (2002); Bansal và DesJardine (2014) Lozano và cộng sự (2015); Bergman và Berger (2017) Soppe (2007)
DN và các bên liên quan	Dyllick và Hockerts (2002); Van Marrewijk (2003) Dunphy và cộng sự (2003); Bergman và Berger (2017)

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

Như vậy dựa trên tổng hợp các nghiên cứu, có thể thấy các thuật ngữ : môi trường - xã hội, TNXH, đánh giá tác động môi trường,... đã được sử dụng như việc mô tả các yếu tố cấu thành nên PTBVĐN.

#### ***So sánh giữa quan điểm về TNXHĐN và PTBVĐN***

Do có nhiều sự nhầm lẫn trong quan điểm về TNXHĐN và PTBVĐN nên nội dung này nhằm phân định rõ ràng hơn hai khái niệm. Khái niệm PTBVĐN là một khái niệm mới xuất hiện trong các nghiên cứu từ giai đoạn 1980, trước đây chủ yếu là các nghiên cứu về TNXHĐN. Vì vậy mà các nghiên cứu về PTBVĐN có sự kế thừa, cũng như phát triển khái niệm TNXHĐN. Mô hình mới của TNXH, được

coi là sự hiểu biết đương đại về TNXH, nhấn mạnh vào trách nhiệm của các DN vượt quá những gì luật pháp hoặc luật pháp yêu cầu họ phải làm (McWilliams và cộng sự, 2006; Pinteau, 2015). Nó cũng đã chuyển đổi từ một trọng tâm xã hội, từ thiện nhiều hơn sang một cái nhìn toàn diện hơn về các TNXH, môi trường và kinh tế; tiến tới lý thuyết Three Bottom Line (Dahlsrud, 2008; Sarkar và Searcy, 2016). Có thể đúng là TNXH trong các định nghĩa ban đầu của nó không bao gồm khía cạnh môi trường một cách rõ ràng và nó chủ yếu tập trung vào các hoạt động tình nguyện, từ thiện. Tuy nhiên, khi khái niệm được phát triển và giải thích chi tiết hơn, các khía cạnh môi trường xã hội được quan tâm như nhau (Dahlsrud, 2008).

Trên thực tế, TNXH hiện đại có tính đến việc bao gồm ba điểm mấu chốt là hoạt động kinh tế, xã hội và môi trường (Aguinis & Glavas, 2012). Tạo ra giá trị chia sẻ cũng là một phần không thể thiếu của TNXH hiện đại (Bansal và DesJardine, 2014; Carroll, 2015).

Giống như TNXH, PTBVDN là một khái niệm còn đang gây tranh cãi thể hiện các cam kết của DN trong việc thúc đẩy hoạt động của mình theo ba khía cạnh xã hội, môi trường và kinh tế. Hai khái niệm này dường như đang hội tụ gần đây (Montiel, 2008); tuy nhiên, PTBV không chỉ tập trung vào các khía cạnh ngắn hạn mà còn dài hạn trong các hoạt động của DN (Bansal và DesJardine, 2014; Hahn và cộng sự, 2015). Nguồn gốc của khái niệm PTBV dường như bắt nguồn từ cuối những năm 1980 cùng thời điểm khi khái niệm phát triển bền vững đang được quan tâm (Schwartz and Carroll, 2008; Hahn và cộng sự, 2017). Do đó, định nghĩa về PTBVDN được thông qua từ PTBV và có thể được coi là đáp ứng nhu cầu của các cổ đông của DN và các bên liên quan mà không ảnh hưởng đến khả năng đáp ứng nhu cầu của các thế hệ tương lai (Dyllick và Hockerts, 2002).

Là một phương pháp tiếp cận kinh doanh chủ động, mang tính chiến lược, đa ngành, PTBV tạo ra giá trị lâu dài của cổ đông và các bên liên quan cho các tập đoàn (Dyllick và Muff, 2016). Kết luận là chỉ riêng trụ cột bền vững về kinh tế là không đủ cho sự thành công của các DN (Dyllick và Hockerts, 2002; Bansal, 2005). Đây có lẽ là lý do chính để các DN tìm kiếm cơ hội nâng cao danh tiếng và giảm thiểu rủi ro của mình thông qua thực hành các hoạt động nhằm PTBV.

Khái niệm PTBVĐN đã phát triển và trưởng thành kể từ khi ra đời và nó được phản ánh rõ nhất qua số lượng các bài báo học thuật, được xuất bản trên các tạp chí chuyên ngành về quản lý môi trường xã hội trong những năm gần đây, dành cho các chủ đề liên quan đến PTBV (Montiel và Delgado-Ceballos, 2014) .

Một cách cụ thể, PTBVĐN thực sự được định nghĩa là việc áp dụng phát triển bền vững ở cấp vi mô, tức là cấp DN; bao gồm kết quả hoạt động kinh tế, môi trường và xã hội trong ngắn hạn và dài hạn của một DN (Steurer và cộng sự, 2005; Lozano, 2011; Dyllick và Muff 2015; Hahn và cộng sự, 2017). Để được coi là bền vững, các DN cần đưa các chiến lược PTBV vào mô hình kinh doanh của mình thông qua việc áp dụng các chiến lược và hiệu suất quản trị mới có sự tham gia của các bên liên quan một cách tận tâm và đóng góp vào việc cải thiện liên tục các điều kiện kinh tế, môi trường và xã hội trên quy mô khu vực và toàn cầu (Dyllick và Muff 2015).

Mối quan hệ giữa TNXH và PTBVĐN đều là “hoạt động tự nguyện” nhằm mục đích đóng góp vào hoạt động tốt hơn của các tập đoàn trong các lĩnh vực MTXH và kinh tế (Lo, 2010).

Các thuật ngữ đang được sử dụng riêng lẻ hoặc kết hợp và đôi khi thậm chí một phiên bản thuật ngữ khác được sử dụng khi đề cập đến các hoạt động và trách nhiệm của DN đối với xã hội và môi trường. Ví dụ: một số nhà nghiên cứu sử dụng thuật ngữ TNXH vì họ tin rằng các khái niệm như phát triển bền vững đã được thêm vào cuộc tranh luận về TNXH chỉ để xây dựng dựa trên các khái niệm về trách nhiệm xã hội của các DN (De Bakker và cộng sự, 2005) trong khi các nhà nghiên cứu như Lozano (2011) sử dụng thuật ngữ PTBV vì họ coi nó như một thay thế cho TNXH nhưng bao trùm hơn (Lozano, 2011).

Sự không rõ ràng và đồng nhất trong thuật ngữ này cũng có thể được nhìn thấy trong báo cáo của các DN. Mặc dù báo cáo PTBV dường như được sử dụng nhiều hơn trong những năm gần đây, nó còn có các tên gọi khác như báo cáo môi trường xã hội , báo cáo tác động môi trường , báo cáo trách nhiệm xã hội đã được các DN sử dụng (Carroll, 2015).

Trong luận án này, do giới hạn về khả năng thu thập dữ liệu cũng như thực trạng bối cảnh nghiên cứu tại quốc gia đang phát triển là Việt Nam, tác giả xem xét khái niệm PTBVĐN dựa trên 3 yếu tố về kinh tế, môi trường và xã hội theo quan điểm của Elkington (1994) và Van Marrewijk (2003).

### ***1.1.2. Thang đo phát triển bền vững doanh nghiệp***

Một loạt các khuôn khổ đã được đề xuất để xác định 3 mức độ bền vững của DN (Searcy, 2011; Goyal và cộng sự, 2013). Ba tiêu chí khác nhau có thể được sử dụng để phân loại chúng, đó là: (a) đơn vị đo lường (đơn vị đo lường tài chính và phi tài chính hoặc kết hợp chúng), (b) các khía cạnh của tính bền vững mà phương pháp luận tập trung vào (ví dụ: môi trường, xã hội, kinh tế), và (c) bản chất của các chỉ số được đề xuất (chỉ số dựa trên đơn lẻ hoặc dựa trên tổng hợp). Xét theo tiêu chí đầu tiên, một số phương pháp xác định tính bền vững của DN về mặt tài chính trong khi một số phương pháp khác tính theo đơn vị đo lường phi tài chính (Epstein và Roy, 2001; Salzmann và cộng sự, 2005)). Ví dụ, Atkinson (2000) đề xuất một khuôn khổ đánh giá sự đóng góp của các DN đối với sự phát triển bền vững được thể hiện dưới dạng tài chính, trong khi Ilinitich và cộng sự (1998) đưa ra một khung cho điểm để ước tính tính bền vững về môi trường của DN dưới dạng đơn vị phi tài chính. Phần lớn các phương pháp luận như vậy kiểm tra tính bền vững của DN trong bối cảnh trường hợp kinh doanh nơi các chiến lược phát triển bền vững được coi là giải pháp đôi bên cùng có lợi cho các DN về cả hoạt động tài chính và môi trường (Carroll và Shabana, 2010).

Các tài liệu khác cung cấp các phương pháp kết hợp cả tài chính và các đơn vị đo lường phi tài chính để đánh giá hiệu quả phát triển bền vững, chẳng hạn như hiệu quả sinh thái (Figge và Hahn, 2004; Nikolaou và Matrakoukas, 2016).

Dựa trên tiêu chí thứ hai, các khung phương pháp được nhóm lại theo các tiêu điểm của chúng. Đặc biệt, có những khuôn khổ tập trung vào việc đo lường hiệu quả hoạt động môi trường của DN (Tyteca và cộng sự, 2002; Delmas và Blass, 2010), hiệu suất xã hội của DN (Wartick và Cochran, 1985; Wood, 2010), hiệu suất hiệu quả sinh thái (Nikolaou và Matrakoukas, 2016) và hiệu suất Trip Bottom Line (Nikolaou và Matrakoukas, 2016; Kucukvar và Tatari, 2013).

Đối với tiêu chí thứ ba, các khuôn khổ về tính bền vững của DN cũng có thể được phân thành hai loại. Loại đầu tiên bao gồm các khung đo lường đề xuất một danh sách các chỉ số (ví dụ: GRI, Chỉ số Nhóm Bền vững Dow Jones) để đo lường hiệu suất của ba trụ cột bền vững (Baumgartner và Ebner, 2010) và nhóm khác bao gồm các khuôn khổ đồng thời giải quyết ba khía cạnh của chỉ số tổng hợp phát triển bền vững (Singh và cộng sự, 2007).

**Bảng 1.2: Các tổ chức đo lường phát triển bền vững DN**

<b>Tổ chức</b>	<b>Tài liệu</b>	<b>Mô tả</b>
Báo cáo sáng kiến toàn cầu ( <i>Global Reporting Initiative</i> )	GRI (2000), GRI G2 (2002), GRI G3 (2006), GRI G4 (2013), GRI Standards (2016)	Các tiêu chuẩn toàn cầu đầu tiên cho báo cáo phát triển bền vững; Khung báo cáo và một bộ các chỉ số kinh tế, môi trường, xã hội và quản trị
Hội đồng báo cáo quốc tế ( <i>International Integrated Reporting Council</i> )	Khung quốc tế (IIRC, 2013)	Khung báo cáo tích hợp về phát triển bền vững DN và sáng tạo giá trị
Tổ chức tiêu chuẩn quốc tế	Tiêu chuẩn quốc tế ISO 26000 (ISO, 2010)	Hướng dẫn trách nhiệm xã hội của DN
Hội nghị Liên hợp quốc về Thương mại và Phát triển	Hướng dẫn về các chỉ số trách nhiệm của DN trong báo cáo thường niên (UNCTAD, 2008)	Tổng quan về các chỉ số môi trường, xã hội, quản trị
Viện CFA	Các yếu tố môi trường, xã hội và quản trị tại các DN niêm yết: Một hướng dẫn sử dụng cho các nhà đầu tư (Viện CFA, 2008)	Các yếu tố môi trường, xã hội, quản trị trong bối cảnh đầu tư
Hội đồng DN vì sự phát triển bền vững Việt Nam (VBCSD)	Hướng dẫn báo cáo phát triển bền vững, Bộ chỉ số CSI 2016, 2017, 2018, 2019, 2020	Hướng dẫn DN lập và triển khai các chiến lược PTBV, hướng dẫn đánh giá DN phát triển bền vững trên các tiêu chí về kinh tế, môi trường, xã hội, quản trị

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

Các phương pháp được thiết kế để đánh giá PTBV trên góc độ vĩ mô cũng có thể được sử dụng cho các chỉ số ở cấp độ vi mô (DN). Singh và cộng sự (2007) đã sử dụng phương pháp phân cấp phân tích (AHP) để tạo ra chỉ số hiệu quả bền vững trong ngành thép. Krajnc và Glavič (2005a, 2005b) cũng đã tạo ra chỉ số phát triển bền vững tổng hợp (ICSD) dựa trên các chỉ số GRI. Trong khi đó, Figge (2005) tiếp cận giá trị dựa trên chi phí cơ hội. Quan điểm của các nhóm tác giả về giá trị gia tăng bền vững đánh giá việc sử dụng vốn kinh tế, môi trường và xã hội so với điểm chuẩn. Khi thiết kế chỉ số bền vững tổng hợp bằng cách kết hợp giữa chuẩn hóa dữ liệu, tạo trọng số và tổng hợp các chỉ số, đã dựa trên nghiên cứu trường hợp và phân tích độ nhạy, liệt kê các điểm mạnh và điểm yếu của từng phương pháp. Buys và cộng sự (2014) đã phát triển mô hình mạng Bayes – Thẻ điểm bền vững để đánh giá hiệu quả môi trường, xã hội và kinh tế. Tương tự, Dočekalová và Kocmanová (2016) đã đưa ra bộ chỉ tiêu phức hợp để đánh giá phát triển bền vững dựa trên 4 nhóm chỉ tiêu về: kinh tế, môi trường, xã hội, quản trị.

Nghiên cứu này, tác giả sử dụng thang đo theo các tiêu chuẩn toàn cầu về báo cáo phát triển bền vững GRI Standards (2016), bao gồm 3 nhóm chỉ tiêu về kinh tế, môi trường và xã hội. Việc sử dụng thang đo PTBV dựa trên các chỉ tiêu của GRI được sử dụng khá phổ biến trong nhiều nghiên cứu trước đây về PTBV (Ng và Rezaee, 2012; Weber, 2017; García-Sánchez và Martínez-Ferrero, 2017; Swarnapali, 2017; Batista và Francisco, 2018; Pranugrahaning và cộng sự, 2021).

### ***1.1.3. Các lý thuyết về phát triển bền vững doanh nghiệp***

#### ***\* Lý thuyết đại diện (Agency Theory)***

Các vấn đề về đại diện (Jensen và Meckling, 1976; Fama và Jensen, 1983) nảy sinh do việc thực thi hợp đồng giữa các bên đại diện có lợi ích xung đột. Chi phí đại diện bao gồm chi phí cấu trúc và giám sát hợp đồng giữa các đại diện này, cộng với tổn thất phát sinh do chi phí thực thi đầy đủ vượt quá lợi ích của họ. Theo nghĩa này, sự tồn tại của một doanh nghiệp sẽ phụ thuộc vào lợi ích của việc chia sẻ rủi ro, kết quả của việc quản lý, kết quả của các khoản thanh toán theo hợp đồng, và chi phí tách biệt giữa quản lý và sở hữu.

Lý thuyết đại diện tập trung vào các mối quan hệ kinh doanh, trong đó một bên (chủ sở hữu) ủy quyền làm việc cho một bên khác (đại diện), người sau đó thực hiện công việc thay cho các chủ sở hữu (Eisenhardt, 1989). Hầu hết các vấn đề hợp đồng mà các DN phải đối mặt đều liên quan đến các vấn đề về đại diện (rủi ro đạo đức và lựa chọn nghịch) và chia sẻ rủi ro, bởi vì bên giao đại diện và đại diện có các mục tiêu và mức độ chấp nhận rủi ro khác nhau.

Lý thuyết đại diện cho rằng, xung đột sẽ phát sinh khi có thông tin không đầy đủ và bất cân xứng giữa cổ đông và đại diện trong công ty. Cả hai bên có lợi ích khác nhau và vấn đề này được giảm thiểu bằng cách sử dụng các cơ chế thích hợp để có thể hạn chế sự phân hóa lợi ích giữa cổ đông và người quản lý công ty, thông qua thiết lập những cơ chế đãi ngộ thích hợp cho các nhà quản trị, và thiết lập cơ chế giám sát hiệu quả để hạn chế những hành vi không bình thường, tư lợi của người quản lý công ty.

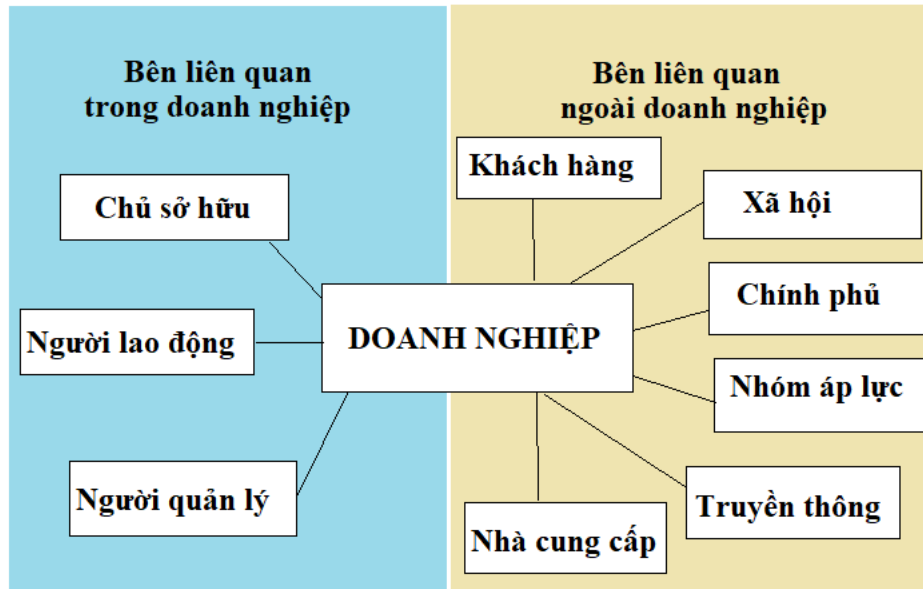
Vì vậy, công bố thông tin PTBV là một công cụ quan trọng trong bối cảnh hợp đồng giữa cổ đông và người quản lý, cũng như giữa doanh nghiệp với các chủ nợ. Các cổ đông chịu chi phí giám sát để tăng cường thông tin họ cần biết về hoạt động của các nhà quản lý. Như vậy, những người quản lý hay bên đại diện sẽ cố gắng sử dụng thông tin kế toán được công bố để bảo vệ lợi ích riêng của họ, và chứng minh với cổ đông rằng sự quản lý là có hiệu quả (Watts & Zimmerman, 1978).

**\* Lý thuyết các bên liên quan (*Stakeholders Theory*)**

Lý thuyết các bên liên quan giải thích mối quan hệ giữa hoạt động công ty và các bên liên quan được xây dựng bởi tác giả Friedman từ những năm 1970. Theo lý thuyết này, doanh nghiệp được xem xét như một chủ thể trong một tập thể lớn với nhiều thành phần. Các tác giả đã cho rằng, công ty hoạt động không chỉ vì mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận cho cổ đông mà còn cần phải quan tâm, xem xét đến các bên có liên quan đến hoạt động của doanh nghiệp. Các bên liên quan của doanh nghiệp (Freeman, 1984), theo hình 1.4 gồm:

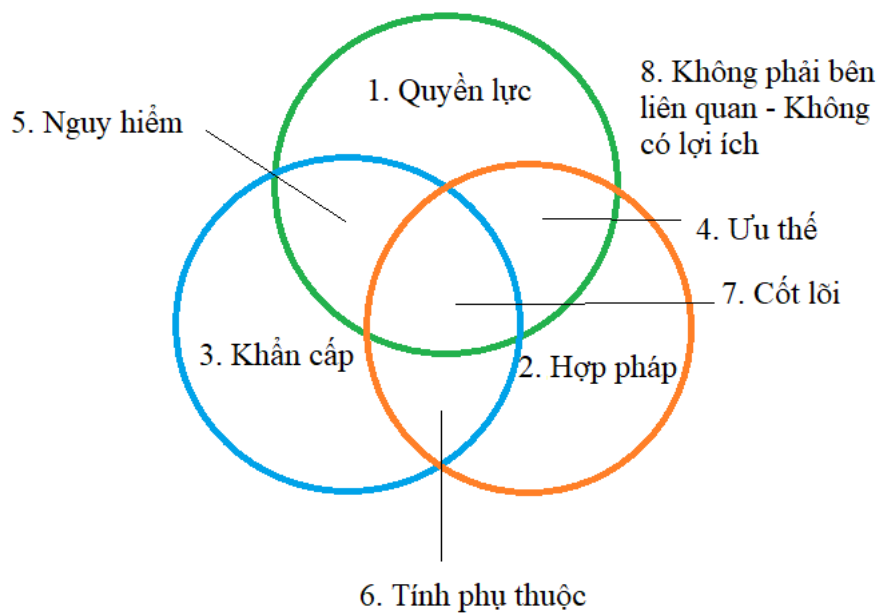
Trong nội bộ doanh nghiệp như các cổ đông, người lao động, hội đồng quản trị, Ban quản lý,...

Các bên liên quan bên ngoài doanh nghiệp: khách hàng, nhà cung cấp, xã hội, Chính phủ, các hiệp hội, cộng đồng, truyền thông, các tổ chức quan trọng khác,...



**Hình 1.4: Các bên liên quan theo Freeman (1984)**

Các bên liên quan có nhu cầu và lợi ích khác nhau, thể hiện ở 03 thuộc tính chính: Tính hợp pháp (Legitimacy), tính quyền lực (Power) và tính khẩn cấp (Urgency) (Agle và cộng sự, 2008) (Hình 1.5).



**Hình 1.5: Phân loại các bên liên quan theo Agle và cộng sự (2008)**



Quyền lực liên quan đến khả năng mang lại kết quả như mong muốn hoặc ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của công ty. Sức mạnh của các bên liên quan có thể phát sinh từ khả năng huy động các lực lượng xã hội – chính trị, cũng như khả năng của họ trong việc lấy lại những nguồn lực từ công ty. Tính hợp pháp là nhận thức hay niềm tin rằng, các bên có liên quan “là đúng hoặc thích hợp”. Tính khẩn cấp liên quan đến việc gây áp lực từ phía các đơn vị quản lý. Tính khẩn cấp bao gồm hai yếu tố là thời gian nhạy cảm và tầm quan trọng của yêu cầu bồi thường cho các bên liên quan.

Khi doanh nghiệp đang theo đuổi mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận thì việc thực hiện PTBVĐN khó thực hiện, nếu công ty chấp nhận thực hiện PTBVĐN thì lợi nhuận sẽ không còn là mục tiêu chính, và sẽ có sự can thiệp của cơ chế chính trị và kinh tế.

***\* Lý thuyết hợp pháp (Legitimacy theory)***

Lý thuyết hợp pháp là trọng tâm của hợp đồng xã hội, trong đó các DN có hợp đồng với toàn xã hội (Dowling và Pfeffer, 1975). Khế ước xã hội được thể hiện bằng những kỳ vọng của xã hội (Shocker và Sethi, 1973), không cố định và thay đổi theo thời gian (Islam và Deegan, 2008). Nghĩa vụ đạo đức của DN là đáp ứng sự mong đợi của các thành viên xã hội. Nếu DN đáp ứng được kỳ vọng của toàn xã hội thì nó sẽ được coi là hợp pháp nếu không tính hợp pháp của nó sẽ gặp rủi ro (Craig Deegan, 2006). Chỉ DN hợp pháp mới có quyền sử dụng các nguồn lực tự nhiên và nhân lực của xã hội (Mathews, 1995). Vì vậy, các tổ chức được yêu cầu phải đáp ứng những kỳ vọng đang thay đổi của xã hội (Islam và Deegan, 2008) để duy trì tính hợp pháp của họ. Dowling và Pfeffer (1975) đã đề cập đến ba cách để hợp pháp hóa các hoạt động của DN. Thứ nhất, DN có thể áp dụng những mục tiêu, giá trị và hoạt động phù hợp với định nghĩa hợp pháp hiện có. Thứ hai, nó có thể sử dụng chiến lược truyền thông để hợp pháp hóa các hoạt động hiện tại của mình bằng cách tác động đến định nghĩa về tính hợp pháp hiện có. Cuối cùng, DN có thể sử dụng chiến lược truyền thông để được biết đến với các biểu tượng đó (ví dụ: tiêu chuẩn ISO 14000, ISO 9000) hoặc các giá trị, có cơ sở vững chắc về tính hợp pháp. Theo

lý thuyết này, PTBVĐN có thể được các DN sử dụng như một công cụ để truyền đạt thông tin về hoạt động và hoạt động của họ (thực hành) nhằm đáp ứng kỳ vọng của xã hội nhằm duy trì giấy phép hoạt động trong xã hội (tính hợp pháp).

Lý thuyết hợp pháp khẳng định rằng, để một công ty tiếp tục hoạt động thành công, nó phải hành động trong phạm vi ranh giới và định mức mà xã hội xác định là hành vi có trách nhiệm với xã hội (O'donovan, 2002). Deegan và Unerman (2011) xác định, lý thuyết hợp pháp là “*hợp đồng xã hội*” giữa một tổ chức và xã hội mà nó hoạt động. Trong một môi trường như vậy, các công ty cố gắng hợp pháp hóa các hành động của mình bằng cách tham gia vào các báo cáo TNXH, để được phê duyệt về mặt xã hội (Omran & Ramdhony, 2015). Lý thuyết về thể chế đã đặt nền móng cho lý thuyết hợp pháp vì nó coi nhiều hoạt động của tổ chức như là động lực của các hành vi tìm kiếm hợp pháp, và do đó bị ảnh hưởng bởi các quy tắc xã hội.

Gary Odonovan (2006) nhận định, phần lớn các nghiên cứu hiện tại chỉ ra lý do tại sao các công ty công bố thông tin môi trường trong báo cáo hàng năm là do lý thuyết hợp pháp, đây là một trong những giải thích cho sự gia tăng công bố môi trường, kể từ đầu những năm 1980. Lý thuyết chính thức dựa trên ý tưởng rằng, để tiếp tục hoạt động thành công, các công ty phải hành động trong phạm vi của xã hội mà nhận thức được những hành vi được xã hội chấp nhận.

Suchman (1995) định nghĩa rằng lý thuyết hợp pháp là hoạt động của một thực thể được kỳ vọng là thích hợp, hoặc phù hợp với một số hệ thống kiến trúc xã hội về các chuẩn mực, giá trị, niềm tin và khái niệm.

Theo Deegan (2002) thì Lý thuyết hợp pháp dựa trên quan điểm là quyền và trách nhiệm của tổ chức phải đến từ xã hội. Các tổ chức kinh doanh phải hoạt động trong ranh giới của xã hội để đáp ứng các kỳ vọng của xã hội, bao gồm việc cung cấp các hàng hóa và dịch vụ tốt hơn cho xã hội. Bởi vì tổ chức là một phần của hệ thống xã hội rộng lớn, các tổ chức cần phải hoạt động trong hệ thống xã hội, mà không có bất kỳ tác động tiêu cực nào đến xã hội. Điều này có thể làm cho tổ chức đạt được các mục tiêu và lợi nhuận ổn định.

Suchman (1995) đã định nghĩa ba hình thức của tính hợp pháp: thực dụng (free-rider dựa vào đối tượng tư lợi), bình thường (dựa vào tính chất quy phạm), và

nhận thức (dựa trên tính toàn diện và sự trợ cấp) nó được sử dụng trong các thuật ngữ tham nhũng và sự ủng hộ của xã hội. Ba hình thức này được sử dụng để giải thích mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội với lý thuyết hợp pháp.

Guthrie và Parker (1989), O'Donovan (2002) đã tranh luận: lý thuyết hợp pháp được dựa trên quan điểm đó là các tổ chức được quản lý bởi xã hội thông qua một hợp đồng xã hội mà các nhà quản lý đã thỏa thuận để có được, dựa trên một số yêu cầu xã hội, bù đắp lại cho chính các mục tiêu của tổ chức. Các tổ chức cần phải hành xử và công bố đầy đủ các thông tin cho xã hội để xã hội đánh giá đó có phải là một doanh nghiệp tốt. Các công ty được công nhận là một doanh nghiệp tốt khi hoạt động theo các cam kết với xã hội.

Lindblom (1994), Gray và cộng sự (1995) đã xác định bốn phương pháp tiếp cận về cách tổ chức đạt được tính hợp pháp: Một là, một tổ chức có thể cần phải giáo dục và thông tin cho công chúng liên quan về sự thay đổi trong thành quả và hành động của tổ chức. Phương pháp này được sử dụng để xác định khoảng trống của tính chính đáng giữa hành động và sự thất bại thực tế của tổ chức. Hai là, để làm thay đổi nhận thức của xã hội mà không làm thay đổi hành vi thực tế của tổ chức. Phương pháp này được sử dụng khi khoảng trống tính chính đáng đã tăng giữa tổ chức và xã hội. Ba là, các tổ chức có thể cần phải thu hút sự quan tâm của công chúng tránh xa khỏi các vấn đề hiện tại và các vấn đề liên quan khác. Phương pháp này có thể làm chệch hướng các kỳ vọng của công chúng từ một tình huống hiện tại đã có. Bốn là, một tổ chức có thể cần phải thay đổi kỳ vọng của công chúng khi xã hội có kỳ vọng không đúng về hiệu quả của mình.

#### **\* Lý thuyết thể chế (Institutional Theory)**

Quan điểm lý thuyết về thể chế, chủ yếu dựa trên các quan điểm lý thuyết xã hội và kinh tế (DiMaggio và Powell, 1983). Lý thuyết này, khám phá cách cơ cấu tổ chức và hành động được hình thành bởi các lực lượng thể chế. Chẳng hạn như: Chính phủ, các cơ quan chuyên môn và xã hội xung quanh các tổ chức. Có ba áp lực có thể xảy ra: áp lực ép buộc, áp lực bắt chước và áp lực quy chuẩn.

*Thứ nhất*, áp lực ép buộc được giải thích là sự tuân thủ các quy định hiện hành. Dưới áp lực ép buộc, chính phủ và các cơ quan quản lý có thể can thiệp và ảnh hưởng đến các doanh nghiệp, tuân thủ các quy định hiện hành.

*Thứ hai*, áp lực bắt chước là phản ứng của một công ty, đối với các kỹ thuật đã được chứng minh, hoặc qua thực tiễn của các công ty cạnh tranh khi phải đối mặt với tình huống mơ hồ và không chắc chắn.

*Thứ ba*, áp lực quy chuẩn nhấn mạnh tầm quan trọng của áp dụng tự nguyện, để giảm áp lực ép buộc. Ba loại áp lực này, không khác biệt về mặt thực nghiệm và có xu hướng chồng lên nhau.

Lý thuyết thể chế đưa ra lời giải thích về sự thích ứng của các hình thức/thực tiễn tổ chức cụ thể trong một lĩnh vực tổ chức cụ thể (Islam và Deegan, 2008). Lý thuyết thể chế có hai chiều là tương đồng và phân tách, lý thuyết này giải thích việc chấp nhận kiểu công bố môi trường và xã hội một cách tự nguyện (Deegan, 2006). DiMaggio và Powell (1983) đã định nghĩa tương đồng là: một quá trình ràng buộc buộc một đơn vị dân số phải giống các đơn vị khác phải đối mặt với cùng một tập hợp các điều kiện môi trường. Dillard và cộng sự (2004) định nghĩa nó là: “*Thực hành bắt chước đề cập đến sự thích nghi của một thực hành thể chế của một tổ chức*”. Do đó, tương đồng đề cập đến quá trình (DiMaggio và Powell, 1983) theo đó các DN thích ứng với các thực tiễn thể chế (ví dụ: PTBVĐN) của các tổ chức khác (Dillard và cộng sự, 2004). Deegan (2009) giải thích thêm rằng việc báo cáo thông tin xã hội và môi trường của một tổ chức cụ thể là một hoạt động thể chế, và cách thức thực hành báo cáo xã hội và môi trường được điều chỉnh và mang lại sự thay đổi trong tổ chức được gọi là quá trình tương đồng.

Quá trình tương đồng này bị ảnh hưởng bởi các bên liên quan khác nhau – áp lực, áp lực thể chế và sự sẵn lòng của các chuyên gia (Deegan, 2009). Quá trình tương đồng có ba loại: bắt chước cưỡng chế, giả lập và chuẩn tắc (DiMaggio và Powell, 1983). Chủ nghĩa tương đồng cưỡng chế là kết quả của cả áp lực chính thức và không chính thức do các tổ chức khác gây ra cho các tổ chức mà họ phụ thuộc và các kỳ vọng văn hóa trong xã hội mà tổ chức đó hoạt động. Những áp lực như vậy có thể được coi như một sức ép, như một sự thuyết phục, hoặc như một lời mời gọi tham gia vào sự liên kết (DiMaggio và Powell, 1983). Trong thuyết tương đồng cưỡng chế, quyền lực của các bên liên quan đóng một vai trò quan trọng buộc /

thuyết phục DN áp dụng các thực tiễn thể chế nhất định (ví dụ: PTBVDN) để trông giống với các DN khác hoạt động trong cùng một môi trường thể chế. Áp lực cưỡng chế đến từ các nguồn khác nhau như: các quy tắc và quy định chính trị (luật pháp) và công chúng nói chung, buộc DN cụ thể phải tham gia một số cấu kết nhất định (Amran và Devi, 2008). Áp lực bắt chước đề cập đến việc các DN sẵn sàng sao chép hoặc bắt chước các phương pháp tổ chức (ví dụ: PTBVDN) của các tổ chức khác (DiMaggio và Powell, 1983). Áp lực bắt chước phát sinh do tình huống không chắc chắn trong môi trường mà một tổ chức không thể tìm thấy bất kỳ tài liệu tham khảo hoặc hướng dẫn nào để hoạt động sau đó có một DN cố gắng trở thành hình mẫu cho các tổ chức khác (DiMaggio và Powell, 1983). Đây là một nguồn thuận tiện cho những doanh nghiệp theo mô hình tổ chức nhưng vấn đề của cách tiếp cận này là tổ chức mô hình không nhận thức đầy đủ về hậu quả của nó (Amran và Devi, 2008). Các DN khác cố gắng sao chép các thông lệ báo cáo tốt nhất của tổ chức mô hình để trông giống với tổ chức khác hoạt động trong cùng một môi trường. Đôi khi các DN phải đáp ứng các tiêu chuẩn và quy chuẩn của ngành. Deegan (2009) lập luận rằng việc DN áp dụng các thông lệ tốt (ví dụ: PTBVDN) trong một ngành sẽ hình thành kỳ vọng của xã hội. Do đó, xã hội sẽ yêu cầu hành vi có trách nhiệm giống nhau (áp dụng PTBVDN) từ các DN còn lại hoạt động trong cùng ngành. Nếu các DN còn lại không tuân theo các tiêu chuẩn và thông lệ thể chế mong muốn, có thể bị coi là rủi ro hơn một chút. Không phải là trường hợp các DN luôn sao chép các thông lệ của các DN khác, đôi khi các DN tự nguyện áp dụng các thông lệ tốt nhất và đặt ra các tiêu chuẩn cho các DN khác hoạt động trong cùng một ngành (Deegan, 2009).

Chủ nghĩa tương đồng quy chuẩn xuất phát từ tính chuyên nghiệp, đề cập đến kỳ vọng của các chuyên gia để tuân thủ một số tiêu chuẩn và áp dụng các thực hành thể chế (ví dụ: PTBVDN) (DiMaggio và Powell, 1983). Có hai nguồn quan trọng: giáo dục và mạng lưới nghề nghiệp tạo ra áp lực quy chuẩn cho các chuyên gia (Amran và Devi, 2008). Trong loại hình tương đồng này, các giá trị văn hóa và đạo đức đóng vai trò của chúng để ảnh hưởng đến kỳ vọng của các chuyên gia

(Deegan, 2009), những người cuối cùng sẽ áp dụng các thực hành thể chế. Thực sự rất khó để phân biệt giữa ba loại áp lực tương đồng buộc DN phải áp dụng một số thông lệ thể chế để trở nên giống với các DN khác hoạt động trong cùng một môi trường. Như chúng ta đã thảo luận rằng tương đồng có ba loại: tương đồng cưỡng bức, bắt buộc và quy chuẩn (DiMaggio và Powell, 1983) và những loại này không loại trừ lẫn nhau (Deegan và Jeffry, 2006; Deegan, 2009). Những áp lực này đến từ các bên liên quan khác nhau (Deegan, 2009) và rất khó để phân loại các bên liên quan cụ thể thành một nhóm. Vấn đề này đã được giải quyết bởi Solomon và Lewis (2002); họ đã tiến hành nghiên cứu ở Vương quốc Anh để biết các động cơ và rào cản đối với việc công bố môi trường của các DN, trong đó các tác giả chia người trả lời thành ba nhóm: *quy phạm, quan tâm và doanh nghiệp*. Nhóm quy phạm bao gồm những bên sử dụng công bố môi trường nhưng họ bày tỏ quan điểm của những người sử dụng (Solomon và Lewis, 2002). Nhóm quy phạm bao gồm các học giả, nhà tư vấn môi trường, hiệp hội ngành, hiệp hội thương mại, tổ chức chính phủ và tổ chức nghề nghiệp trong khi nhóm lợi ích bao gồm những bên đã sử dụng công bố môi trường của các DN (Solomon và Lewis, 2002). Nhóm quan tâm bao gồm các nhóm áp lực (môi trường), cố vấn tài chính, ngân hàng, nhà nghiên cứu, các tổ chức chính trị và nghề nghiệp, các nhà đầu tư tổ chức và giới truyền thông (Solomon và Lewis, 2002). Nhóm DN bao gồm các DN công bố thông tin môi trường (Solomon và Lewis, 2002). Vì vậy, tiêu chí này có thể được sử dụng để phân loại các yếu tố khác nhau thành các nhóm, có thể tạo ra áp lực quy chuẩn, cưỡng chế và áp đặt.

**\* *Lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (Resource-based view)***

Nguồn lực có vai trò quan trọng cho phép doanh nghiệp thực hiện và đạt được các mục tiêu chiến lược và phát triển bền vững (Selznick, 1984). Để có đủ các nguồn lực cần thiết, doanh nghiệp thường phải huy động từ bên ngoài dựa trên các thỏa thuận hợp tác chính thức cũng như phi chính thức với các doanh nghiệp khác nhằm đảm bảo mức độ ổn định về số lượng và chất lượng của các nguồn lực cần thiết. Tuy nhiên, điều này làm giảm mức độ tự chủ của doanh nghiệp, nói cách khác là làm tăng mức độ phụ thuộc của doanh nghiệp vào các doanh nghiệp liên quan.

Bản chất của sự phụ thuộc này là mối quan hệ phụ thuộc tương hỗ giữa các doanh nghiệp trong quá trình hợp tác, trao đổi nguồn lực.

Các doanh nghiệp tham gia vào PTBVDN bởi vì họ cho rằng một số loại lợi thế cạnh tranh tích lũy cho họ. Quan điểm dựa trên nguồn lực là hữu ích để hiểu lý do tại sao các doanh nghiệp tham gia vào các hoạt động PTBVDN và công bố thông tin. Từ quan điểm dựa trên nguồn lực, PTBVDN được coi là cung cấp các lợi ích bên trong hoặc bên ngoài, hoặc cả hai. Đầu tư vào các hoạt động có trách nhiệm với xã hội có thể mang lại lợi ích nội bộ bằng cách giúp doanh nghiệp phát triển các nguồn lực và năng lực mới liên quan đến bí quyết và văn hóa doanh nghiệp. Trên thực tế, việc đầu tư vào các hoạt động PTBVDN và công bố thông tin có hậu quả quan trọng đối với việc tạo ra hoặc làm cạn kiệt các nguồn lực vô hình cơ bản, cụ thể là những nguồn liên quan đến người lao động. Các lợi ích bên ngoài của PTBVDN có liên quan đến ảnh hưởng của nó đối với danh tiếng của DN. Danh tiếng DN có thể được hiểu là một nguồn lực vô hình cơ bản có thể được tạo ra hoặc cạn kiệt do hậu quả của các quyết định tham gia hay không tham gia vào các hoạt động PTBVDN. Các DN có uy tín về trách nhiệm xã hội tốt có thể cải thiện quan hệ với các tác nhân bên ngoài. Họ cũng có thể thu hút nhân viên giỏi hơn hoặc tăng động lực, tinh thần, sự cam kết và lòng trung thành của nhân viên hiện tại đối với DN. Bài viết này góp phần hiểu lý do tại sao PTBVDN có thể được coi là có giá trị chiến lược đối với các DN và cách PTBV có thể được sử dụng trong nỗ lực đó.

**\* Lý thuyết tín hiệu (*Signal Theory*)**

Mặc dù lý thuyết tín hiệu ban đầu được phát triển để làm rõ sự không đối xứng về thông tin trong thị trường lao động (Spence, 1978), nó đã được sử dụng để giải thích việc công bố thông tin trong báo cáo của công ty (Ross, 1977). Kết quả của vấn đề bất đối xứng thông tin là các công ty cố gắng cung cấp thông tin nhất định cho các nhà đầu tư, để cho thấy rằng họ tốt hơn so với các công ty khác trên thị trường, với mục đích thu hút đầu tư và nâng cao danh tiếng (Verrecchia, 1983). Tự nguyện công bố thông tin nghĩa là, các công ty sẽ tiết lộ nhiều hơn thông tin so với những quy định bắt buộc yêu cầu của luật pháp và các quy định để báo hiệu rằng họ là tốt hơn (Campbell và cộng sự, 2001).

Nghiên cứu về lý thuyết tín hiệu (Morris và cộng sự, 2016) đã góp phần dự đoán rằng, các công ty chất lượng cao hơn sẽ lựa chọn các chính sách kế toán cho phép thông tin tốt sẽ được tiết lộ, trong khi các công ty có chất lượng thấp sẽ lựa chọn chính sách kế toán mà cố gắng để giấu thông tin có chất lượng kém. Ví dụ, một công ty chất lượng cao hơn có thể sẽ sẵn sàng cung cấp thông tin bộ phận về rủi ro cũng như lợi nhuận theo từng hoạt động của nó, nhưng một công ty có chất lượng thấp sẽ không cung cấp. Tương tự như vậy, một công ty chất lượng cao có thể tự nguyện tiết lộ một dự báo thu nhập, nhưng công ty chất lượng thấp sẽ không.

Vì thế, để tạo ra điểm nhấn về chất lượng hoạt động của công ty, các công ty thường thể hiện vị thế của công ty thông qua việc công bố thông tin. Nhờ có thông tin cung cấp, các đối tượng sẽ đánh giá được sự khác biệt trong hoạt động giữa các công ty khác nhau. Do vậy, mức độ công bố thông tin phụ thuộc nhiều vào mức độ phát triển của doanh nghiệp chẳng hạn như quy mô, kết quả kinh doanh và tốc độ tăng trưởng.

Lý thuyết tín hiệu giải thích tại sao các DN có động cơ báo cáo thông tin một cách tự nguyện trên thị trường vốn: công bố thông tin tự nguyện là cần thiết để các DN có thể cạnh tranh thành công trên thị trường vốn rủi ro. Người trong cuộc biết nhiều hơn về một DN và triển vọng tương lai của nó hơn các nhà đầu tư; do đó, các nhà đầu tư sẽ tự bảo vệ mình bằng cách đưa ra mức giá thấp hơn cho DN (Omran và El-Galfy, 2014). Tuy nhiên, giá trị của DN có thể được tăng lên nếu DN tự nguyện báo cáo (báo hiệu) thông tin cá nhân về chính họ (tức là thông tin PTBVĐN) đáng tin cậy và giảm sự không chắc chắn của người ngoài (Connelly và cộng sự, 2011).

Mặc dù lý thuyết tín hiệu ban đầu được phát triển để làm rõ sự bất cân xứng thông tin trong thị trường lao động (Spence, 1973), nó đã được sử dụng để giải thích việc công bố thông tin tự nguyện trong báo cáo của DN (Ross, 1977). Kết quả của vấn đề bất cân xứng thông tin, các DN báo hiệu một số thông tin TNXH nhất định cho các nhà đầu tư để chứng tỏ rằng họ tốt hơn các DN khác trên thị trường nhằm mục đích thu hút đầu tư và nâng cao danh tiếng có lợi (Verrecchia, 1983). Tiết lộ TNXH là một trong những phương tiện báo hiệu, trong đó các DN sẽ tiết lộ nhiều



thông tin TNXH hơn những thông tin bắt buộc theo yêu cầu của luật và quy định để báo hiệu rằng chúng tốt hơn (Mahoney, 2012; Mahoney và cộng sự, 2013). Toms (2002) gợi ý rằng việc thực hiện, giám sát và công bố các chính sách môi trường và việc công bố chúng trong các báo cáo hàng năm góp phần đáng kể vào việc tạo ra danh tiếng về môi trường vì hoạt động tài chính trước đó không có tác động và không có bằng chứng cho thấy danh tiếng về môi trường được tạo ra bởi vàng hào quang tài chính ảnh hưởng hoặc bởi sự sẵn có của các nguồn tài chính hạn chế. Hasseldine và cộng sự (2005) tích hợp lý thuyết tín hiệu và quan điểm dựa trên nguồn lực của DN để kiểm tra các tác động khác nhau của số lượng và chất lượng của các thông tin công bố về môi trường đối với danh tiếng môi trường của DN. Thorne và cộng sự, 2017) gợi ý rằng chất lượng của việc công bố TNXH thay vì số lượng đơn thuần có tác động mạnh mẽ hơn đến việc tạo ra uy tín về môi trường giữa các nhóm liên quan điều hành và nhà đầu tư. Connelly và cộng sự (2011) cung cấp một tổng hợp ngắn gọn về lý thuyết tín hiệu và các khái niệm chính của nó; xem xét việc sử dụng nó trong tài liệu quản lý, và đưa ra các hướng nghiên cứu trong tương lai sẽ khuyến khích các học giả sử dụng lý thuyết tín hiệu theo những cách mới và phát triển các công thức phức tạp hơn và các biến thể sắc thái của lý thuyết (Mahoney, 2012).

**\* Lý thuyết hợp đồng xã hội**

Tư duy hợp đồng xã hội có tiền lệ lịch sử từ lâu đời trong các nghiên cứu trước đây (Hobbes, 1962; Rousseau, 1964). Donaldson (1982) quan điểm mối quan hệ kinh doanh và xã hội từ tư tưởng triết học. Ông cho rằng tồn tại một hợp đồng xã hội ngầm giữa DN và xã hội và hợp đồng này bao hàm một số nghĩa vụ gián tiếp của DN đối với xã hội. Tư duy hợp đồng xã hội được thừa nhận một cách rõ ràng như một hình thức của lý luận đạo đức hậu truyền thống (J.J.Rousseau, 1999). Lý thuyết hợp đồng xã hội được Donaldson và cộng sự (1999) người lần lượt đề xuất lý thuyết hợp đồng xã hội tích hợp như một cách để các nhà quản lý đưa ra quyết định một cách có đạo đức. Theo cách tiếp cận xã hội, các DN có trách nhiệm với toàn xã hội, trong đó họ là một bộ phận cấu thành. Ý tưởng chính đằng sau quan điểm này là các

tổ chức kinh doanh hoạt động theo sự đồng ý của công chúng nhằm phục vụ một cách xây dựng các nhu cầu của xã hội nhằm thỏa mãn xã hội (Van Marrewijk, 2003). Cách tiếp cận xã hội dường như là một phản ứng chiến lược đối với những hoàn cảnh thay đổi và những thách thức mới của DN trước đây chưa xảy ra như TNXH.

Ramanathan (1976) đề xuất xác định các khái niệm về các thành phần xã hội, công bằng xã hội và đóng góp xã hội rộng. Các thành phần xã hội là khác nhau của các nhóm xã hội mà DN được cho là bị ràng buộc bởi một hợp đồng xã hội. Mỗi nhóm này có thể đo lường những thay đổi về quyền của mình đối với DN, do các giao dịch xã hội tạo ra: do đó, ông xác định công bằng xã hội. Cuối cùng, có thể định nghĩa đóng góp xã hội rộng của một DN là tập hợp các đóng góp phi thị trường của nó vào phúc lợi của xã hội, ít hơn các khoản rút tiền phi thị trường do DN thực hiện dựa trên các nguồn lực của xã hội. Như Dunfee (2006), lý thuyết hợp đồng xã hội sẽ phù hợp với một nền kinh tế mới nổi, nơi các cá nhân có thể hướng các nguồn lực khan hiếm vào mục đích sử dụng có giá trị cao nhất của họ, nơi mà chính phủ bị giới hạn ở các mục đích hiệu quả, nơi giá cả tự do được phép báo hiệu giá trị tương đối của sử dụng luân phiên cho các nguồn tài nguyên khan hiếm mà không làm sai lệch thuế, nơi giá trị của tiền có thể dự đoán được, và nơi các quyền sở hữu tư nhân và hợp đồng giữa những người ra quyết định cá nhân được thực thi theo cách không thiên vị.

## **1.2. Cơ sở lý thuyết về chi phí sử dụng vốn**

Để đáp ứng nhu cầu vốn cho đầu tư và hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp có thể huy động sử dụng nhiều nguồn vốn hay nói khác đi là nhiều nguồn tài trợ khác nhau như vay vốn, phát hành cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu thường (đối với công ty cổ phần)... Đối với nhà đầu tư, khi cho doanh nghiệp sử dụng vốn người ta sẽ mất cơ hội sử dụng số vốn này vào các cơ hội đầu tư khác, điều đó cũng đồng nghĩa là mất đi một khoản thu nhập mà nhà đầu tư có thể nhận được từ cơ hội khác đó. Khi đó, Nhà đầu tư sẽ đòi hỏi một mức sinh lời khi đầu tư vốn cho doanh nghiệp. Nhìn từ góc độ doanh nghiệp là người sử dụng vốn, tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư chính là chi phí sử dụng vốn.

Như vậy, chi phí sử dụng vốn là tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư đối với số vốn mà doanh nghiệp huy động cho một dự án đầu tư hay một kế hoạch kinh doanh nhất định (Modigliani và Miller, 1958).

**\* Đặc điểm của chi phí sử dụng vốn**

- *Thứ nhất*, chi phí sử dụng vốn dựa trên các quy luật của thị trường. Trong nền kinh tế thị trường, vốn là một loại hàng hóa và được mua bán trên thị trường. Nếu như doanh nghiệp sử dụng vốn mà không tạo ra được mức sinh lời như đòi hỏi của thị trường, thì các nhà đầu tư sẽ không đầu tư vốn vào doanh nghiệp. Nói cách khác, chi phí sử dụng vốn không phải do chủ quan của doanh nghiệp quyết định mà nó được hình thành trên cơ sở các quy luật của thị trường.

- *Thứ hai*, chi phí sử dụng vốn được xem xét trên cơ sở mức độ rủi ro của một dự án đầu tư cụ thể. Thông thường, khi dự án đầu tư có rủi ro cao thì tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư càng cao do đó chi phí sử dụng vốn sẽ cao và ngược lại.

- *Thứ ba*, chi phí sử dụng vốn phản ánh mức sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư ở hiện tại chứ không phải dựa trên đòi hỏi của nhà đầu tư trong quá khứ. Vì việc ước tính chi phí sử dụng vốn để đưa ra các quyết định tài chính trong tương lai, do đó không cần ước lượng chi phí sử dụng vốn cho những đồng vốn đã huy động trong quá khứ.

**\* Tác dụng của việc xác định chi phí sử dụng vốn**

Việc xem xét và ước lượng chi phí sử dụng vốn là vấn đề rất quan trọng đối với các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp. Chi phí sử dụng vốn được sử dụng chủ yếu để ra quyết định liên quan đến việc huy động thêm vốn mới cho dự án đầu tư. Vì vậy, chúng ta phải nghiên cứu chi phí cận biên cho số vốn mới (thực chất là chi phí sử dụng vốn bình quân cho một đồng vốn mới tăng thêm) để lựa chọn quy mô vốn huy động tối ưu. Ngoài ra, xem xét chi phí sử dụng vốn tạo ra tầm nhìn cho nhà quản lý khi cân nhắc lựa chọn chiến lược huy động vốn dài hạn của doanh nghiệp. Do đó, khi ước lượng chi phí sử dụng vốn, người ta thường chỉ xem xét đến những nguồn tài trợ dài hạn.

Lý luận và thực tiễn đã chứng minh các khó khăn trong ước lượng chi phí sử dụng vốn, bởi lẽ nó phụ thuộc vào khá nhiều yếu tố: tính mạo hiểm của việc sử dụng vốn, lãi suất của các khoản nợ phải trả, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp, chính sách phân phối lợi nhuận... Vì vậy, khi ước lượng chi phí sử dụng vốn cần có một tầm nhìn và phải lượng hoá chi phí bình quân của tất cả các nguồn tài trợ.

### **1.2.1. Chi phí sử dụng nợ**

Cấu trúc nguồn vốn của doanh nghiệp bao gồm nợ vay và vốn chủ sở hữu. Trong đó phần nợ vay đại diện cho tổng giá trị của các khoản vay ngân hàng hoặc các tổ chức tài chính, bao gồm cả các khoản vay ngắn hạn, dài hạn hay trung hạn. Nếu công ty có thể tiếp cận thị trường nợ doanh nghiệp, nó cũng sẽ bao gồm giá trị các trái phiếu do doanh nghiệp phát hành. Ngoài ra, một công ty có thể có các khoản vay thế chấp, đi thuê tài chính và các loại nguồn lực bên ngoài khác được sử dụng để tài trợ cho sự phát triển của công ty.

Thông thường nguồn vốn vay chủ yếu là vốn vay ngân hàng (Porras, 2010). Với hình thức vay này, các khoản vay ngắn hạn có thời hạn dưới một năm thường có khả năng tự thanh toán và do đó không phải là một phần của cơ cấu vốn cố định của công ty. Điều này là do các công ty vay để xây dựng nhu cầu vốn lưu động của họ và khi hàng hóa được bán, các khoản vay sẽ được hoàn trả. Bên cạnh các khoản nợ ngân hàng, công ty có thể phát hành trái phiếu để huy động vốn trên thị trường nợ.

Thách thức chính trong phân tích này là tìm ra giá trị thị trường của các đợt phát hành nợ khác nhau cũng như chi phí phát hành nợ. Do nợ ngắn hạn thường có lãi suất thay đổi nên người ta thường cho rằng lãi suất trái phiếu đại diện cho giá trị thị trường (Porras, 2010).

Chi phí nợ vay trước thuế được tính toán trên cơ sở lãi suất nợ vay cộng thêm các chi phí khác trong quá trình huy động vốn. Do quy định về thuế thu nhập doanh nghiệp của các quốc gia hiện nay cho phép tính chi phí nợ vay vào tổng chi phí được trừ khi xác định thu nhập chịu thuế nên huy động nợ vay (thay cho vốn chủ sở hữu) sẽ tạo nên khoản tiết kiệm thuế, làm giảm chi phí vốn của doanh nghiệp.

Chi phí nợ vay sau thuế là chi phí nợ vay được tính toán lại sau khi trừ đi khoản tiết kiệm thuế thu nhập doanh nghiệp.

$$R_d = (1 - t) \times R \quad (1)$$

*Trong đó:*

- $R_d$  : Chi phí sau thuế của Nợ
- $t$  : Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp
- $R$  : Chi phí trước thuế của Nợ

### **1.2.2. Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu**

Chi phí của lợi nhuận không chia liên quan đến chi phí cơ hội của vốn khi ban quản lý doanh nghiệp quyết định không chia lợi nhuận, bởi cổ đông lẽ ra có thể nhận được phần lợi nhuận dưới dạng cổ tức và đầu tư dưới hình thức khác. Vì vậy, giả sử rằng cổ đông của doanh nghiệp A mong đợi kiếm được một tỷ suất sinh lời kỳ vọng  $R_e$  từ khoản tiền của họ. Nếu doanh nghiệp không được thể đầu tư phần lợi nhuận không chia để kiếm được tỷ suất lợi nhuận ít nhất là  $R_e$  thì số tiền này sẽ được trả cho các cổ đông để họ đầu tư vào những tài sản khác. Khác với nợ vay và cổ phiếu đãi, không dễ dàng đo lường chính xác  $R_e$ , thay vào đó, nhà quản lý thực hiện ước lượng bằng một trong các phương pháp sau: CAPM và DDM.

#### ***Phương pháp CAPM (mô hình định giá tài sản tài chính)***

Theo mô hình định giá tài sản vốn, tỷ suất sinh lời của một cổ phiếu hay chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu có thể được tính toán như sau:

$$R_e = R_f + \beta * (R_M - R_f) \quad (2)$$

*Trong đó:*

- $R_e$  : là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu
- $R_f$  : là tỷ suất sinh lời phi rủi ro
- $R_M - R_f$  : là chênh lệch giữa tỷ suất sinh lời của danh mục thị trường và tỷ suất sinh lời phi rủi ro. Khoản chênh lệch này còn được gọi là phần bù rủi ro thị trường của thị trường.
- $\beta$  : Hệ số beta

Phương trình trên chỉ ra cách xác định  $R_e$  theo mô hình CAPM, chi phí VCSH được xác định trên cơ sở lãi suất của trái phiếu không có rủi ro cộng với một phần lợi nhuận tương ứng với mức rủi ro của cổ phiếu có mức độ rủi ro trung và được điều chỉnh theo mức rủi ro, tức là điều chỉnh theo hệ số beta của cổ phiếu đó.

#### ***Phương pháp mô hình chiết khấu dòng cổ tức (DDM)***

Cách thứ hai được sử dụng để xác định chi phí vốn chủ sở hữu là mô hình chiết khấu dòng cổ tức (dividend discount model). Một trong những biến thể của mô hình DDM là mô hình tăng trưởng Gordon (Gordon và Shapiro, 1956). Đây là một phương pháp định giá phổ biến và được sử dụng rộng rãi trong các mô hình chiết

khẩu cổ tức để định giá. Mô hình này giả định rằng cổ tức của một công ty tăng trưởng với tốc độ ổn định vĩnh viễn, mang lại cho các nhà đầu tư giá trị hiện tại của công ty dựa trên chuỗi thanh toán trong tương lai đó. Ba yếu tố đầu vào của mô hình là mức cổ tức trên mỗi cổ phiếu, giá cổ phiếu và tốc độ tăng trưởng cổ tức ổn định.

$$R_e = D_1/P_0 + g \quad (3)$$

*Trong đó:*

- $R_e$  : là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu
- $P_0$  : là giá thị trường hiện tại của mỗi cổ phần
- $D_1$  : là cổ tức mong đợi nhận được cuối năm 0
- $g$  : là tỷ lệ tăng trưởng cổ tức đều đặn hàng năm

Việc giả định rằng một công ty phát triển với tốc độ ổn định không đổi một cách vĩnh viễn là vấn đề lớn đối với mô hình tăng trưởng Gordon vì trên thực tế sẽ có ít khả năng các công ty duy trì được mức tăng trưởng cổ tức không đổi trong suốt thời gian hoạt động của mình. Mô hình này cũng dễ dẫn đến giá trị âm nếu tỷ suất sinh lời  $D_1/P_0$  nhỏ hơn so với tốc độ tăng trưởng cổ tức.

Cả hai mô hình DDM và CAPM đều là các mô hình đo lường chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu phổ biến. Một thực tế cho thấy rằng khoảng hơn ¾ các công ty ở Mỹ sử dụng mô hình CAPM trong mô hình hoạch định ngân sách vốn, rất nhiều ngành cũng như rất nhiều tài liệu đề cập đến phương pháp này (Graham và Harvey, 2001). Mô hình CAPM được sử dụng phổ biến hơn do có hai ưu điểm chính. Thứ nhất, nó phản ánh mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi và rủi ro một cách rõ ràng và trực tiếp. Thứ hai, nó có thể áp dụng cho các công ty không chi trả cổ tức hoặc những công ty mà chúng ta khó có thể ước lượng hoặc dự báo được tốc độ tăng trưởng cổ tức. Mô hình DDM thì có ưu điểm là tính đơn giản, tuy nhiên chỉ có thể áp dụng cho những công ty chi trả cổ tức ổn định và nó không xem xét đến yếu tố rủi ro một cách rõ ràng.

### **1.2.3. Chi phí sử dụng vốn bình quân**

Để đáp ứng nhu cầu vốn cho đầu tư, doanh nghiệp phải huy động vốn từ nhiều nguồn tài trợ khác nhau. Mỗi nguồn tài trợ sẽ có chi phí sử dụng vốn khác nhau. Do đó, cần xác định chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) của doanh nghiệp.

$$WACC = \sum f_i * K_i \quad (4)$$

Trong đó:

*WACC*: Chi phí sử dụng vốn bình quân

$f_i$  : Tỷ trọng nguồn tài trợ thứ  $i$

$K_i$  : Chi phí sử dụng nguồn tài trợ thứ  $i$

#### **1.2.4. Các yếu tố tác động đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp**

\* Nhóm nhân tố khách quan:

*Lãi suất thị trường*: Lãi suất thị trường tỷ lệ thuận với tỷ suất sinh lời đòi hỏi của các nhà đầu tư và chi phí sử dụng vốn. Tức là khi lãi suất thị trường cao thì tỷ suất sinh lời đòi hỏi của các nhà đầu tư cũng cao, do đó chi phí sử dụng vốn cũng cao và ngược lại.

*Thuế suất thuế Thu nhập doanh nghiệp*: Do lãi vay là chi phí hợp lý hợp lệ khi tính thuế Thu nhập doanh nghiệp phải nộp. Vì vậy, thuế suất cao làm giảm chi phí sử dụng vốn vay và ngược lại. Điều này thể hiện rõ nhất khi nhìn vào cách tính chi phí sử dụng vốn vay sau thuế.

\* Nhóm nhân tố chủ quan:

*Chính sách đầu tư*: Nếu công ty thực hiện các dự án đầu tư với mức độ rủi ro càng cao thì tỷ suất sinh lời đòi hỏi của các nhà đầu tư càng cao và ngược lại.

*Chính sách tài trợ*: Khi doanh nghiệp huy động vốn vay nhiều sẽ làm tăng rủi ro tài chính đối với các khoản vốn của các nhà đầu tư, điều đó kéo theo sự gia tăng chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.

*Chính sách cổ tức*: Chính sách cổ tức của công ty quyết định quy mô lợi nhuận tái đầu tư nhiều hay ít. Nếu tái đầu tư nhiều, doanh nghiệp sẽ chủ động hơn về vốn, hạn chế được việc phải huy động vốn từ các nguồn bên ngoài doanh nghiệp vốn không phải lúc nào cũng tiếp cận được dễ dàng...

### **1.3. Cơ sở lý thuyết về tác động của phát triển bền vững doanh nghiệp đến chi phí sử dụng vốn**

Có rất nhiều lý thuyết được sử dụng để giải thích mối quan hệ giữa PTBVĐN và CPSĐ vốn. Gray và cộng sự (1995a, 2010) Deegan (2002), Betal

(2008) cho rằng hiện chưa có sự thống nhất chung về các lý thuyết lý giải mối quan hệ giữa hành vi của DN và hoạt động PTBV.

Cụ thể, Thomson (2007) đã chỉ ra nhiều nhóm lý thuyết được sử dụng trong các nghiên cứu về TNXH như một khung khái niệm, có thể kể đến: lý thuyết hợp pháp, lý thuyết về các bên liên quan, lý thuyết thị trường, kinh tế chính trị, lý thuyết trách nhiệm (accountability theory), lý thuyết thể chế, lý thuyết quan trọng (critical theory), lý thuyết quyết định hữu ích (decision usefulness theory), lý thuyết đạo đức (ethics theory)... Vì vậy có thể thấy hoạt động phát triển bền vững là một hiện tượng phức tạp khó giải thích thông qua chỉ một lý thuyết (Gray và cộng sự, 1995b):

Các lý thuyết để giải thích mối quan hệ giữa PTBV DN và CPSD vốn hiện nay có thể được chia thành 2 nhóm: Các lý thuyết kinh tế (economics theories), Các lý thuyết chính trị và xã hội (Social and political theories).

Các lý thuyết kinh tế chủ yếu được sử dụng để giải thích mối quan hệ giữa PTBV DN và CPSD vốn có thể kể đến: lý thuyết đại diện (agency theory), lý thuyết tín hiệu (signal theory), lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (resource dependence theory) (Pfeffer và Salancik, 1978). Các lý thuyết này chỉ xem xét khía cạnh kinh tế của hoạt động PTBV hoặc kết quả thị trường của hoạt động PTBV. Thêm vào đó, các lý thuyết này cho rằng các bên liên quan chính về tài chính thì quan trọng hơn các bên liên quan khác.

Lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (Pfeffer và Salancik, 1978) tập trung vào khả năng của DN để có các nguồn lực liên quan. Theo cách tiếp cận này, một DN không tự cung cấp được và cần các nguồn lực từ bên ngoài để phát triển. Công bố các thông tin liên quan TNXH có khả năng giúp DN tiếp cận các nguồn tài chính (Dhaliwal và cộng sự, 2011; Michaels và Gruning, 2017; Yang và cộng sự, 2018). Do đó, các DN tiết lộ thông tin xã hội và môi trường rộng rãi có khả năng đáp ứng kỳ vọng của các nhà cung cấp tín dụng, nhận được sự ủng hộ của họ và tiếp cận tốt hơn với các nguồn tài trợ nợ.

Lý thuyết đại diện được đưa ra bởi Jensen và Meckling (1976), là một khung lý thuyết để liên kết giữa công bố thông tin PTBV và tài trợ từ nợ. Lý thuyết đại diện cho rằng các nhà quản lý sẽ đưa ra một loạt các quyết định để tối đa hóa lợi ích của chính họ, đặc biệt là khi có sự bất cân xứng về thông tin. Trong bối cảnh này, việc tiết lộ thông tin PTBV có thể đóng vai trò giám sát bằng cách



giảm sự bất cân xứng thông tin và các vấn đề đại diện (Cerbioni và Parbonetti, 2007; Jang, 2020). Các nghiên cứu trước đây cho thấy rằng, khi so sánh với các DN không áp dụng các hoạt động môi trường, xã hội, các DN tự nguyện áp dụng các chính sách môi trường xã hội thể hiện hành vi ít cơ hội hơn và nhiều bên liên quan hơn (Benabiu và Tirole, 2010; Eccles và cộng sự, 2012, Cheng và cộng sự, 2014; Raimo và cộng sự 2020).

Như vậy, công bố thông tin PTBV sẽ làm giảm chi phí hợp đồng (Jones, 1995) và làm tốt hơn mối quan hệ với các bên liên quan chính (Waddock và Graves, 1997). Trong bối cảnh này, công bố thông tin PTBV làm tăng thêm độ tin cậy giữa DN với các bên liên quan. Một trong những bên liên quan quan trọng của doanh nghiệp là những người cho vay. Do đó, như một phần thưởng, công bố thông tin PTBV tăng sẽ làm DN dễ dàng hơn trong việc tiếp cận các khoản tài trợ từ nợ với chi phí thấp hơn.

Dựa trên lý thuyết tín hiệu (Spence, 1973), báo cáo TNXH dường như gửi một tín hiệu được chứng nhận đến thị trường (Chen và cộng sự, 2017). Một vài nghiên cứu chỉ ra rằng công bố thông tin PTBV làm giảm lựa chọn bất lợi giữa các DN và các bên liên quan và cải thiện tính minh bạch về tác động xã hội và môi trường của các DN (Dhaliwal và cộng sự, 2011; Cho và cộng sự, 2013; Chen và cộng sự, 2014). Spencw (1973) và Benabou và Tirole (2010) cho rằng báo cáo PTBV báo hiệu viễn cảnh dài hạn của các DN có trách nhiệm với xã hội và phân biệt chúng với các DN vô trách nhiệm với xã hội. Dựa trên bằng chứng thực nghiệm, Dhaliwal và cộng sự (2011) chứng minh rằng việc tiết lộ thông tin PTBV đóng một vai trò quan trọng trong việc cải thiện môi trường thông tin. Họ nhấn mạnh rằng với việc công bố báo cáo PTBV cùng với hiệu quả TNXH tốt cho phép các nhà phân tích dự đoán tốt hơn thu nhập trong tương lai của các DN và giảm các sai sót trong dự báo của họ. Cormier và Magnan (2014) xác nhận những phát hiện của Dhaliwal và cộng sự (2011). Họ kết luận rằng việc tiết lộ thông tin TNXH cải thiện môi trường thông tin của các nhà phân tích tài chính, chuyển thành sự đồng thuận chặt chẽ hơn trong các dự báo thu nhập và ít phân tán hơn.

Các lý thuyết chính trị xã hội có thể kể đến là: lý thuyết hợp pháp (Lindblom, 1994; Suchman, 1995), lý thuyết các bên liên quan (Clarkson, 1995; Freeman, 1984), lý thuyết thể chế (DiMaggio và Powell, 1983; Meyer và Rowan, 1977), lý thuyết về đạo đức kinh doanh (George, 2011). Gray và cộng sự (1995a) tranh luận rằng: các lý thuyết về chính trị và xã hội như lý thuyết hợp pháp, lý thuyết các bên liên quan, lý thuyết thể chế có nhiều khả năng hơn trong việc cung cấp quan điểm lý thuyết sâu sắc về hoạt động PTBV hơn là dựa trên các lý thuyết thuần túy về kinh tế.

Lý thuyết hợp pháp (Lindblom, 1994; Suchman, 1995) cho rằng các tổ chức nói chung thực hiện các hoạt động TNXH để đáp ứng kỳ vọng của xã hội và được xã hội chấp nhận. Từ góc độ này, việc công bố thông tin TNXH được sử dụng như một công cụ hợp pháp hóa (Chen và Roberts, 2010). Như vậy các DN tiết lộ thông tin về xã hội và môi trường để nâng cao danh tiếng và được xã hội chấp nhận. Công bố thông tin về TNXH làm nâng cao tính hợp pháp về mặt xã hội của DN (Cho và Patten, 2007; Kou và Chen, 2013; Chauvey và cộng sự, 2015; Mathuva và cộng sự, 2017). Tương tự như lý thuyết hợp pháp, lý thuyết thể chế (DiMaggio và Powell, 1983; Meyer và Rowan, 1977) cố gắng giải thích mối quan hệ giữa một DN và môi trường hoạt động của nó. Theo cách tiếp cận này, các DN tuân thủ các quy tắc và chuẩn mực thể chế để cải thiện sự ổn định và nâng cao triển vọng tồn tại và phát triển của chúng (Chen và Roberts, 2010; Eliwa, 2019). Do đó, các DN công bố thông tin về TNXH để giải quyết áp lực về thể chế (Levy và cộng sự, 2010; Ellili, 2020).

Lý thuyết các bên liên quan (Clarkson, 1995; Freeman, 1984) là một trong những lý thuyết phổ biến nhất được sử dụng để giải thích mối quan hệ giữa thực hiện phát triển bền vững DN và CPSDV DN. Cách tiếp cận này chỉ ra rằng thách thức chính của một DN là đáp ứng những mong đợi trái ngược nhau của các bên liên quan khác nhau (Neu và cộng sự, 1998; Chen và Roberts, 2010; Ellili, 2020). Thông qua việc công bố các thông tin PTBV, các DN có thể cung cấp cho người dùng ngoài các thông tin tài chính để giúp quá trình ra quyết định, đáp ứng lợi ích kinh tế xã hội của các bên liên quan (bao gồm cả các bên cấp tín dụng là các chủ nợ).

Kim (2013) cho rằng ngay cả khi đã tính đến sự khác biệt về người đi vay, người cho vay, ngành và điều kiện kinh tế vĩ mô, lãi suất cho vay vẫn thường cho thấy sự phân tán đáng kể giữa các DN. Đặc điểm này cho thấy rằng thông tin định lượng mà nó thường được người cho vay sử dụng làm tổ hợp để đánh giá khả năng tồn tại của các DN và các dự án của họ không phải lúc nào cũng làm giảm bớt các vấn đề thông tin bất cân xứng giữa người đi vay và người cho vay (Cerqueiro và cộng sự, 2011). Vì lý do này, các tổ chức tài chính ngày càng trở nên phổ biến khi đánh giá các thuộc tính định tính (mềm) của một DN để khắc phục các điều kiện tín dụng. Mặc dù chất lượng quản lý thường được coi là một trong những thuộc tính mềm quan trọng nhất đối với các ngân hàng này (Grunert và cộng sự, 2005), trong những năm gần đây, nhiều tổ chức tài chính tự nguyện sàng lọc các thông lệ xã hội, đạo đức và môi trường của người vay để điều chỉnh điều kiện cho vay (Renneboog và cộng sự, 2008; Scholtens, 2006). Theo hướng này, nghiên cứu về tác động của các thực hành đạo đức này đối với chi phí tài chính gần đây đã đạt được động lực do có tiến bộ trong việc thừa nhận tiện ích của các thuộc tính phi tài chính đối với rủi ro tín dụng đánh giá và sự chú ý ngày càng tăng mà xã hội, đạo đức và thực hành môi trường đang nhận được từ các đối tượng DN (Galema và cộng sự, 2008; Jo và Harjoto, 2011).

**Bảng 1.3: Tổng hợp các lý thuyết được sử dụng trong nghiên cứu**

Tác giả	Các lý thuyết kinh tế			Các lý thuyết chính trị xã hội			
	Lý thuyết đại diện	Lý thuyết tín hiệu	Lý thuyết phụ thuộc nguồn lực	Lý thuyết hợp pháp	Lý thuyết các bên liên quan	Lý thuyết thể chế	Lý thuyết về đạo đức
Raimo và cộng sự (2020)	v				v		
Jang và Ardichvili (2020)	v				v		
Ellili (2020)	v				v	v	
Dahiya và Singh (2020)	v	v			v		

Eliwa và cộng sự (2019)				v		v	
Hamrouni (2019)	v			v	v		
Chen và cộng sự (2017)	v	v					
Kuo và Chen (2013)				v			
Kim (2013)	v	v					v
Cho và cộng sự (2013)		v					
Eccles và cộng sự (2012)	v						
Benabour và Tirole 2010		v					
Benabou và Tirole(2010)		v					
Freeman và cộng sự (2010)	v				v		
Chen và Roberts (2010)				v	v	v	
Cerbiono và Parbonetti (2007)	v						
Salancik (2003)			v				

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

## KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Trong chương này, tác giả tập trung trình bày 3 nội dung chính:

*Thứ nhất*, cơ sở lý luận về PTBVĐN. Trong phần này tác giả giới thiệu về các định nghĩa, thang đo, cũng như các lý thuyết giải thích PTBVĐN

*Thứ hai*, cơ sở lý luận về CPSĐ vốn của doanh nghiệp. Trong phần này tác giả giới thiệu về khái niệm và thang đo CPSĐ vốn

*Thứ ba*, tác giả trình bày cơ sở lý thuyết về tác động của PTBVĐN đến CPSĐ vốn của doanh nghiệp bao gồm: lý thuyết đại diện, lý thuyết tín hiệu, lý thuyết phụ thuộc nguồn lực, lý thuyết hợp pháp, lý thuyết các bên liên quan, lý thuyết thể chế, lý thuyết về đạo đức.

## CHƯƠNG 2

### TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU TÁC ĐỘNG CỦA PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG DOANH NGHIỆP ĐẾN CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN

#### 2.1. Tổng quan nghiên cứu nước ngoài

Phát triển bền vững doanh nghiệp là khái niệm mới xuất hiện từ những năm 1980 (Marrewijk, 2003) nên còn chưa nhiều các nghiên cứu về PTBVĐN. Các nghiên cứu đã có chủ yếu ước tính tác động của trách nhiệm đối với môi trường và xã hội đến kết quả tài chính của doanh nghiệp (Mishra và Suar, 2010; Mackey và cộng sự, 2007; Saeidi và cộng sự, 2015; Naseem và cộng sự, 2020; Ali và cộng sự, 2020, Saha và cộng sự, 2020), hay tác động đến giá trị doanh nghiệp (Gong và cộng sự, 2021). Một số tài liệu chỉ ra rằng các doanh nghiệp có công bố thông tin về môi trường và xã hội được hưởng chi phí tài chính thấp hơn (Goss và Roberts, 2011; Bhuiyan và Nguyen, 2019; Suto và Takehara, 2017). Bởi vì minh bạch các tác động đối với môi trường, xã hội cung cấp nhiều thông tin cho các bên liên quan, đặc biệt là các chủ nợ, khi đó, minh bạch thông tin có thể giảm thiểu sự bất cân xứng thông tin giữa chủ nợ và các thành viên ban điều hành quản lý doanh nghiệp. Attig và cộng sự (2013), Bae và cộng sự (2018), Jiraporn và cộng sự (2014), Jang và Ardichvili (2020) ghi nhận rằng hoạt động TNXH giúp cải thiện xếp hạng tín dụng và giảm chi phí tài chính. Gong và cộng sự (2018) gợi ý rằng các DN Trung Quốc có công bố TNXH có thể giảm chi phí tài chính trên thị trường trái phiếu.

Phát triển bền vững có thể tác động làm giảm chi phí sử dụng vốn thông qua một số kênh tác động.

*Thứ nhất*, thông tin về PTBV làm giảm sự không chắc chắn của doanh nghiệp về dòng tiền trong tương lai và khai phá các cơ hội kinh doanh để tăng cường dòng tiền trong tương lai. Đầu tiên, trong khuôn khổ lý thuyết phụ thuộc nguồn lực, hoạt động PTBV được coi như dạng cơ bản của “*vốn đạo đức*”, đóng vai trò như một tài sản “*bảo hiểm*” tạo ra hình ảnh thiện chí của công ty và đảm bảo với các bên liên quan quan trọng của công ty như nhà đầu tư, dẫn đến ổn định hơn quá

trình định giá và hỗ trợ tài chính (Jo và Harjoto, 2012; Luo và Bhattacharya, 2009). Hiệu quả của hoạt động PTBV này giúp công ty nhận được sự hỗ trợ đầy đủ từ các nguồn vốn và tránh những thay đổi mạnh mẽ trong hoạt động của công ty thường xảy ra khi công ty gặp phải sự gián đoạn đầu tư đột ngột. Hoạt động ổn định này tạo điều kiện cơ bản cho dòng tiền vào ổn định. Bên cạnh đó, Stewart (2009) chỉ ra rằng khách hàng là nguồn thiết yếu của dòng tiền doanh nghiệp và do đó nhận thức tích cực trong tâm trí người tiêu dùng mang lại tài sản thương hiệu có giá trị giúp bảo vệ các thị trường trọng điểm khỏi sự tấn công của các đối thủ cạnh tranh (Torres và Tribó, 2011). Hoạt động PTBV từ lâu đã được xác nhận là tạo ra và xây dựng mối liên kết bền chặt hơn giữa công ty và khách hàng (Du và cộng sự, 2007; Luo và Bhattacharya, 2006), dẫn đến lòng trung thành của khách hàng cao hơn dẫn đến ít xáo trộn hơn và do đó giảm sự không chắc chắn của dòng tiền đến (Vlachos và cộng sự, 2009). Hơn nữa, dựa trên lý thuyết về các bên liên quan, hoạt động PTBV là một thành phần quan trọng cho phép công ty xây dựng một mạng lưới môi trường bên ngoài thân thiện được cấu thành bởi một nhóm các bên liên quan chính như khách hàng lớn, nhà đầu tư, thành viên kênh và các tổ chức quản lý (Brown và Forster, 2013). Mạng lưới các bên liên quan này đại diện cho một hệ sinh thái mà công ty hoạt động trong đó. Sự hỗ trợ của hệ thống này mang lại cho công ty tính linh hoạt chiến lược quan trọng và tránh các hình phạt nghiêm trọng có thể xảy ra do hành vi sai trái ngẫu nhiên (Basu & Palazzo, 2008).

Ghoul và cộng sự (2011) chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa TNXH và lãi suất thương kỳ vọng. Nghiên cứu đã thảo luận một cơ chế tích hợp, mà thông qua đó TNXH ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp và đến rủi ro doanh nghiệp. Gregory và cộng sự (2014) chỉ ra ảnh hưởng của TNXH đến giá trị doanh nghiệp và nhận ra nguồn gốc của giá trị đó bằng cách phân tách ảnh hưởng dự báo lợi nhuận, tăng trưởng dài hạn và chi phí sử dụng vốn.

*Thứ hai*, việc mở rộng công bố các thông tin ngoài thông tin tài chính giúp giảm thiểu sự bất cân xứng thông tin và giảm chi phí đại diện phát sinh do sự sai lệch lợi ích giữa ban quản lý và nhà tài trợ. Jensen và Meckling (1976) chỉ ra rằng

bất kỳ thông tin nào làm giảm bớt sự bất cân xứng thông tin giữa các bên tham gia hợp đồng có thể làm giảm lựa chọn nghịch và rủi ro đạo đức, từ đó gia tăng giá trị doanh nghiệp.

### ***2.1.1. Tác động của phát triển bền vững doanh nghiệp đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu***

Vấn đề bất cân xứng thông tin trong thị trường vốn, chi phí đại diện liên quan đến cấu trúc sở hữu và các khiếu nại từ bên ngoài đối với doanh nghiệp bao gồm cả chủ nợ và chủ sở hữu chỉ ra sự xung đột liên quan đến việc ai sẽ là người chịu chi phí (Jensen và Meckling, 1976). Thêm vào góc nhìn thông thường, tiếp cận vấn đề đại diện mở rộng kết nối nhiều mối liên hệ giữa các bên liên quan, điều này ảnh hưởng đến giá trị DN (Waddock và Graves, 1997).

Gần đây, các nhà nghiên cứu đã ngày càng chuyển hướng tập trung vào nhận thức của thị trường tài chính về PTBV của DN trong việc xác định rủi ro. Nhiều nghiên cứu tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa thực hiện TNXH và rủi ro (Bouslah và cộng sự, 2018; Boutin-Dufresne và Savaria, 2004; Girerd-Potin và cộng sự, 2014).

Về mặt lý thuyết, thông tin về PTBV có thể tác động đến các cổ đông, từ đó ảnh hưởng đến chi phí vốn cổ phần, cũng được hiểu là tỷ suất lợi nhuận đòi hỏi của các cổ đông.

Dhaliwal và cộng sự (2011) kiểm tra lợi ích của việc tiết lộ tự nguyện các hoạt động TNXH, sử dụng một số mô hình của vốn chủ sở hữu, trong khi Dhaliwal và cộng sự (2012) thấy rằng việc phát hành báo cáo TNXH độc lập làm cho lỗi dự báo của các nhà phân tích tài chính doanh nghiệp thấp hơn. Gần đây, Ioannou và Serafeim (2015) tìm thấy một tác động tích cực của TNXH đối với khuyến nghị của các nhà phân tích bên bán chứng khoán. Li và Liu (2018) chứng minh chất lượng công bố thông tin TNXH có tác động làm giảm chi phí vốn cổ phần của các doanh nghiệp niêm yết, đồng thời mối tương quan ngược chiều này rõ ràng hơn giữa các doanh nghiệp của các ngành công nghiệp nhạy cảm với môi trường. Khi cân nhắc quyền sở hữu của các DN niêm yết, điều này càng khẳng định rằng mối quan hệ



ngược chiều giữa công bố TNXH và chi phí vốn cổ phần vốn có ý nghĩa cao hơn đối với các DN nhà nước. Bài viết đã chứng minh bằng thực nghiệm rằng chất lượng công bố thông tin TNXH có tương quan ngược chiều đến chi phí vốn cổ phần giữa các DN niêm yết lớn so với các DN nhỏ hơn (Li và Liu, 2018).

Chava (2014) phân tích tác động của hồ sơ môi trường của một công ty đến chi phí vốn chủ sở hữu và vốn nợ. Sử dụng chi phí vốn ẩn lấy từ ước tính thu nhập của các nhà phân tích, tác giả thấy rằng các nhà đầu tư yêu cầu lợi nhuận kỳ vọng cao hơn đáng kể đối với các cổ phiếu bị loại trừ bởi các tiêu chí môi trường (chẳng hạn như hóa chất độc hại, phát thải đáng kể và các mối quan tâm về biến đổi khí hậu) so với các công ty không có mối quan tâm về môi trường như vậy. Các bên cho vay cũng tính lãi suất cao hơn đáng kể đối với các khoản vay ngân hàng cấp cho các công ty có những lo ngại về môi trường này. Nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng rằng các doanh nghiệp có những lo ngại về môi trường này có ít ngân hàng tham gia vào hợp đồng cho vay của họ hơn so với các doanh nghiệp không có lo ngại về môi trường. Những kết quả này cho thấy rằng việc loại trừ đầu tư có trách nhiệm với xã hội và cho vay nhạy cảm với môi trường có thể có tác động đáng kể đến chi phí vốn chủ sở hữu và vốn nợ của các doanh nghiệp bị ảnh hưởng.

Ellili (2020) đã kiểm tra các tác động tiềm tàng của việc công bố thông tin môi trường xã hội và quản trị (ESG) đến chi phí sử dụng vốn bằng cách sử dụng một mẫu gồm 30 công ty niêm yết trên thị trường tài chính UAE trong giai đoạn 2010–2019. Dữ liệu cho thấy xu hướng ngày càng gia tăng trong các công bố thông tin của các công ty phi tài chính khác nhau. Kết quả nghiên cứu cho thấy việc công bố thông tin về môi trường, xã hội, quản trị đã làm giảm đáng kể chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp (gồm cả vốn chủ sở hữu và nợ vay).

Tuy nhiên, một số bằng chứng thực nghiệm cho thấy nhà đầu tư không coi TNXH là một yếu tố có giá trị và kết quả là DN ở Ấn Độ có TNXH tốt hơn phải chịu CPSD vốn chủ sở hữu lớn hơn (Dahiya và Singh, 2020). Lý do các nhà đầu tư có thể coi khoản đầu tư vào việc cải thiện trách nhiệm với môi trường và xã hội là khoản chi phí và có thể làm giảm lợi nhuận của các chủ sở hữu.

**Bảng 2.1: Tác động của PTBVĐN đến CPSĐ vốn chủ sở hữu**

<b>Chiều tác động</b>	<b>Lập luận</b>	<b>Nghiên cứu</b>
PTBVĐN làm giảm CPSĐ vốn chủ sở hữu (-)	PTBVĐN làm giảm bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và các bên liên quan như nhà đầu tư, làm giảm sự không chắc chắn về dòng tiền kỳ vọng, từ đó làm giảm rủi ro của doanh nghiệp, dẫn đến giảm tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng	Lambert và cộng sự (2007); El Ghouli và cộng sự (2011); Dhaliwal và cộng sự (2011); Reverte (2012); Hung và cộng sự (2013); Dhaliwal và cộng sự (2014); Wu và cộng sự (2014); Cajias và cộng sự (2014); Suto (2017); Borghesi và cộng sự (2014); Ferris và cộng sự (2017); Singh và cộng sự (2017); Cui và cộng sự (2018), Ellili (2020)
PTBVĐN làm tăng CPSĐ vốn chủ sở hữu (+)	Chi phí cho PTBVĐN được coi như khoản tổn thất làm giảm lợi nhuận của các chủ sở hữu	Dahiya (2020)

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

### **2.1.2. Tác động của phát triển bền vững doanh nghiệp đến chi phí sử dụng nợ**

Một số nghiên cứu tìm hiểu mối liên hệ giữa PTBV và rủi ro tín dụng trong thị trường nợ. Nhìn chung, các DN cần tái cấp vốn cho mình trong thị trường nợ thường xuyên hơn so với thị trường vốn vì sự hạn chế của trái phiếu ngắn và trung hạn (Oikonomou và cộng sự, 2014). Các công cụ tín dụng rất quan trọng đối với nguồn tài chính bên ngoài của các tập đoàn, đặc biệt là trong một hệ thống tài chính tập trung vào ngân hàng như thường thấy ở Nhật Bản và các nước châu Á khác.

Dựa trên quan điểm giảm thiểu rủi ro, Sharfman và Fernando (2008) tập trung vào phản ứng của thị trường vốn để cải thiện quản lý rủi ro môi trường và thấy rằng điều này giúp giảm chi phí vốn cho cả vốn chủ sở hữu và nợ. Goss và Roberts (2011) kiểm tra mối liên hệ giữa TNXH và nợ ngân hàng với dữ liệu từ 3.996 khoản vay cho các công ty Hoa Kỳ, cho thấy các bên cho vay nhạy cảm hơn với các mối quan tâm về TNXH trong trường hợp khoản vay không có đảm bảo.

Nghiên cứu ghi nhận phản ứng trái chiều đối với các khoản đầu tư TNXH tùy ý. Những người đi vay chất lượng thấp tham gia vào chi tiêu TNXH tùy ý phải đối mặt với mức chênh lệch cho vay cao hơn và kỳ hạn ngắn hơn, nhưng người cho vay lại thờ ơ với các khoản đầu tư TNXH của những người đi vay chất lượng cao.

Ye và Zhang (2011) kiểm tra xem liệu sự cải thiện hiệu quả xã hội có làm giảm chi phí nợ của các DN ở Trung Quốc hay không. Họ thấy rằng các DN có TNXH cực kỳ thấp hoặc cực kỳ cao phải chịu chi phí tài chính nợ cao hơn. Mối quan hệ thể hiện trên đồ thị là đường cong hình chữ U này cho thấy mức độ hiệu quả môi trường và xã hội tối ưu khác nhau giữa các DN nhà nước lớn và các DN tư nhân nhỏ.

Goss và Roberts (2011) tập trung vào vai trò chuyên nghiệp của các giám sát viên ngân hàng đối với các DN vay và kiểm tra mối liên hệ giữa TNXH và các khoản vay ngân hàng để xác định các khía cạnh khác nhau của các hoạt động TNXH. Nghiên cứu cho rằng các ngân hàng không có chương trình để thúc đẩy sự quan tâm đến tác động của TNXH tới việc thực hiện các khoản cho vay của họ. Kết quả thực nghiệm tại các DN hoạt động ở thị trường Mỹ cho thấy các DN có điểm TNXH thấp nhất thường phải trả chi phí nhiều hơn cho khoản nợ ngân hàng so với các DN có điểm TNXH cao hơn. Hơn nữa, những người vay mà có chất lượng TNXH thấp thường phải đối mặt với lãi suất cho vay cao hơn và thời gian đáo hạn ngắn hơn.

Một số nghiên cứu cho rằng khoản cho vay thành công thường phụ thuộc vào việc quản lý rủi ro ban đầu. Caballero và cộng sự (2008) đặt ra câu hỏi liệu các khoản cho vay sai lầm của ngân hàng dựa trên mối quan hệ giữa các DN lớn có phải là nguyên nhân chính trong việc kéo dài sự trì trệ của nền kinh tế vĩ mô ở Nhật Bản từ đầu những năm 1990. Nghiên cứu này tập trung vào hoạt động rộng rãi của các ngân hàng Nhật Bản khi tiếp tục cho các DN mất khả năng thanh toán vay vốn và nghiên cứu này cũng chỉ ra hiệu ứng ngược đối với các DN có khả năng thanh toán tốt. Trong tình huống như vậy, các DN đã bảo đảm mối quan hệ bền chặt với các ngân hàng có thể làm hỏng chiến lược TNXH của họ và thay vào đó tăng cường chi phí vốn cổ phần do thông tin bất đối xứng trên thị trường.

Tác động của thông tin PTBVĐN đến chi phí nợ cũng khác nhau giữa các giao dịch dài hạn trên thị trường trái phiếu và thị trường cho vay dựa trên mối quan hệ của các ngân hàng. Oikonomou và cộng sự (2014) xem xét ảnh hưởng của các quy mô hiệu quả môi trường xã hội khác nhau đến chi phí nợ trong các vấn đề trái phiếu của các DN lớn của Hoa Kỳ. Nghiên cứu chỉ ra rằng những DN có hoạt động trách nhiệm xã hội hiệu quả thì được đánh giá cao, còn các DN vi phạm các quy định về trách nhiệm xã hội thì bị phạt. Tuy nhiên, mặc dù hiệu quả môi trường xã hội có tác động làm giảm nhẹ sự bất cân xứng thông tin trên thị trường trái phiếu và vốn cổ phần, nhưng nó có thể không quan trọng đối với các ngân hàng khi quyết định cho vay.

Huang và cộng sự (2017) cũng tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa TNXH và CPSD trái phiếu tại các DN Trung Quốc. Các phát hiện chỉ ra rằng TNXH có ý nghĩa quan trọng trong việc giảm phần bù rủi ro của trái phiếu doanh nghiệp thông qua một hiệu ứng giống như bảo hiểm. Hơn nữa, tác động của TNXH đối với CPSD trái phiếu còn phụ thuộc vào các yếu tố bối cảnh như quyền sở hữu doanh nghiệp và xếp hạng tín dụng trái phiếu.

Theo quan điểm về niềm tin, quyết định của người cho vay tham gia vào một giao dịch tài chính với người đi vay không chỉ phụ thuộc vào việc xác minh thông tin mà còn phụ thuộc vào khả năng có hành vi cơ hội của người đi vay hay là vấn đề rủi ro đạo đức (Guiso và cộng sự, 2008). Những người cho vay tin tưởng một người đi vay cụ thể ít lo ngại hơn về khả năng trả nợ của họ, điều này sẽ được chuyển thành các điều kiện tài chính ít nghiêm ngặt hơn (ví dụ, lãi suất cho vay thấp hơn) để bù đắp cho rủi ro nhận thức thấp hơn (Harhoff và Körting, 1998). Vậy điều gì quyết định sự tin cậy? Mayer và cộng sự (1995) đã xem xét danh sách các yếu tố quyết định sự tin tưởng và nhóm chúng thành ba yếu tố: *Thứ nhất - khả năng* - liên quan đến khả năng trả nợ của người đi vay (Lehmann và Neuberger, 2001) và *hai yếu tố khác là lòng nhân từ và tính chính trực* - là liên quan đến các nguyên tắc đạo đức của người đi vay (Bews và Rossouw, 2002; Howorth và Moro, 2012). Cụ thể, *khả năng* là tập hợp các kỹ năng và đặc điểm cho phép người đi vay có thể thực

hiện một số nhiệm vụ liên quan đến lĩnh vực chuyên môn của họ. Sự *nhân từ* đối với người cho vay là sự thể hiện về hành vi tốt của người đi vay. Cuối cùng, *tính chính trực* đề cập đến nhận thức rằng người đi vay tuân thủ một loạt các nguyên tắc đạo đức mà người cho vay thấy có thể chấp nhận được. Các nghiên cứu gần đây đã chỉ ra rằng cả ba yếu tố của niềm tin đều giải thích cho các quyết định cho vay của các ngân hàng (Howorth và Moro, 2012; Moro và Fink, 2013).

Kim và cộng sự (2014) dựa trên hai khía cạnh của niềm tin là lòng nhân từ và liêm chính để xem xét mối quan hệ giữa niềm tin và chi phí sử dụng vốn vay của DN. Nghiên cứu đã thu thập thông tin về đạo đức kinh doanh dựa trên các thông tin về TNXH và kết quả của nghiên cứu cho thấy DN có đạo đức tốt hơn sẽ có chi phí sử dụng nợ vay thấp hơn. Cụ thể hơn, Kim và cộng sự (2014) đã chỉ ra rằng các nhân viên kinh doanh của ngân hàng bán buôn có xu hướng cấp các khoản vay với các điều kiện và điều khoản tốt hơn (chênh lệch cho vay thấp hơn) cho những người vay có đạo đức.

Harjoto (2018) dựa trên lý thuyết về các bên liên quan cho rằng các doanh nghiệp có hiệu quả kinh tế xã hội lớn hơn có độ lệch nhỏ hơn so với mức chấp nhận rủi ro tối ưu, đồng thời hiệu quả kinh tế xã hội có liên quan tích cực với giá trị doanh nghiệp vì làm giảm rủi ro quá mức.

Có rất nhiều nghiên cứu ủng hộ quan điểm cho rằng doanh nghiệp thực hiện các hoạt động PTBV sẽ làm giảm chi phí vay nợ, và các nghiên cứu này chủ yếu tập trung nghiên cứu ở các nước phát triển, nơi mà các quy định về pháp luật chặt chẽ hơn. Tuy nhiên kết quả này không phải đúng với mọi quốc gia, với mọi giai đoạn phát triển khác nhau. Goss (2011) cho rằng mức TNXH cao hơn sẽ làm tăng rủi ro và người cho vay sẽ yêu cầu bồi thường nhiều hơn khi chịu rủi ro đó, do vậy đầu tư quá mức vào TNXH không mang lại lợi ích cho các chủ nợ. Suto (2016) từ quan điểm về bất cân xứng thông tin, các nhà đầu tư tổ chức có thể thích các doanh nghiệp có hiệu quả TNXH cao để giảm chi phí thông tin, trong khi các ngân hàng có thể tích lũy thông tin cụ thể của doanh nghiệp dựa trên mối quan hệ cho vay hơn là lựa chọn những người đi vay có TNXH cao. Tuy nhiên khi so sánh các giai đoạn,

kết quả nghiên cứu của Suto (2016) cho thấy các ngân hàng Nhật Bản dường như nhận thức rõ hơn về TNXH với việc giải quyết dần các khoản cho vay theo quan hệ thông thường, đối với các doanh nghiệp có hiệu quả TNXH cao, việc mở rộng các khoản vay linh hoạt hơn trong bối cảnh toàn cầu hóa tài chính.

Tương tự, Magnanelli và Izzo (2017) điều tra mối liên hệ giữa hiệu quả hoạt động xã hội của doanh nghiệp và chi phí vay nợ và cho thấy kết quả về mối quan hệ thuận chiều giữa hiệu quả hoạt động xã hội và chi phí nợ, chứng tỏ rằng hiệu quả hoạt động xã hội không phải là động lực giá trị có tác động đến hồ sơ rủi ro của công ty.

Các nghiên cứu trước xác định hai lĩnh vực trong đó các chiến lược PTBVĐN ảnh hưởng đến CPSĐ vốn là rủi ro DN và thông tin bất cân xứng.

*Thứ nhất, các nghiên cứu cho rằng PTBVĐN làm giảm rủi ro của DN*

Một số nghiên cứu đưa ra kết quả dựa trên nghiên cứu thực nghiệm rằng DN có trách nhiệm với các bên liên quan sẽ làm giảm rủi ro đặc trưng của DN (Boutin-Dufresne và Savaria, 2004; Sharfman và Fernando, 2008; Bassen, Meyer và Schlange, 2006; Vanhamme và Grobbsen, 2009) . Trách nhiệm với môi trường, xã hội, cộng đồng có thể giúp các DN tạo ra danh tiếng và “vốn” đạo đức tích cực với các bên liên quan (Godfrey, 2005; Godfrey, Merrill và Hansen, 2009), đảm bảo rằng các DN này ít bị tổn thương hơn trong trường hợp xảy ra khủng hoảng liên quan cộng đồng (Pelozo, 2006). Ví dụ, các DN thực hiện chiến lược PTBV có khả năng đầu tư vào thiết bị cho phép sản phẩm an toàn hơn và bảo vệ môi trường, với mục tiêu giảm thiểu kiện tụng. Trong bối cảnh khủng hoảng cộng đồng, các DN có chính sách PTBV có thể dễ dàng xây dựng lại hình ảnh xã hội của họ hơn so với các DN không có chính sách đó (Luo and Bhattacharya, 2006).

Hơn nữa, chiến lược PTBVĐN khuyến khích duy trì các mối quan hệ ổn định lâu dài với các cộng đồng địa phương và chính phủ, giúp tránh rủi ro kiện tụng từ cộng đồng địa phương và sự tăng cường giám sát của chính phủ (McGuire, Sundgren và Schneeweis, 1988). Việc thực hiện các chiến lược PTBV mang lại lợi ích cho các bên liên quan, chẳng hạn như nhân viên, người cho vay và nhà cung cấp

(Waddock và Graves, 1997), và tăng cường mối quan hệ giữa họ và DN (Fombrun và Shanley, 1990), do đó cải thiện tính bền vững của DN (Lengnick-Hall, 1996; Whitehouse, 2006). Theo đó, chiến lược PTBVDN được sử dụng để cải thiện môi trường kinh doanh và giảm thiểu rủi ro của DN.

Một số các nghiên cứu trước đây (Armstrong và cộng sự, 2011; Dhaliwal và cộng sự, 2012; Goss và Roberts, 2011; Raimo và cộng sự, 2020; Suto và Takehara, 2017) đã tìm thấy mối liên hệ tích cực giữa công bố thông tin về môi trường và xã hội của doanh nghiệp với CPSD vốn cổ phần và vốn nợ. Dưới góc độ lý thuyết, chiến lược doanh nghiệp xem xét đầy đủ các khía cạnh phi tài chính trong hoạt động kinh doanh cũng như sự xung đột giữa các bên liên quan có thể làm giảm rủi ro kinh doanh và giảm thiểu tình trạng thông tin bất cân xứng giữa người cho vay và các nhà đầu tư trên thị trường tài chính (Lopatta và cộng sự, 2016). Như vậy hiệu quả xã hội của doanh nghiệp cao có thể làm giảm chi phí đại diện mà doanh nghiệp phải chịu khi tìm kiếm các nguồn tài trợ. Trên thực tế, nhận thức của thị trường về hiệu quả xã hội của doanh nghiệp có thể thúc đẩy doanh nghiệp công bố các thông tin phi tài chính (Healy và Palepu, 2001). Ngoài nhận thức của thị trường thì mục đích bảo vệ các bên liên quan cũng góp phần làm doanh nghiệp tích cực trong việc công bố các thông tin PTBV (Martínez-Ferrero và cộng sự, 2016; Raimo và cộng sự, 2020). Salama và cộng sự (2011) đã xem xét mối quan hệ giữa hoạt động môi trường của doanh nghiệp và rủi ro của doanh nghiệp trong bối cảnh nước Anh từ năm 1994 đến năm 2006, và thấy rằng kết quả hoạt động môi trường của một doanh nghiệp có liên quan nghịch với rủi ro tài chính có hệ thống của nó.

*Thứ hai, nhiều nghiên cứu cho rằng PTBVDN làm giảm mức độ bất cân xứng thông tin, từ đó thúc đẩy doanh nghiệp sử dụng nguồn tài trợ từ bên ngoài là nợ ở mức cao hơn và với chi phí thấp hơn.*

Yang và cộng sự (2018) cho thấy dựa trên việc TNXH làm giảm bất cân xứng thông tin giữa DN và các chủ nợ, DN thực hiện chiến lược về TNXH tốt hơn có đòn bẩy tài chính cao hơn so với các DN khác. Bên cạnh đó, việc công bố thông tin về TNXH giúp giảm tốc độ điều chỉnh hệ số nợ của DN cũng như tốc độ điều

chính hệ số nợ trên mức mục tiêu có xu hướng chậm hơn so khi hệ số nợ đang ở dưới mức mục tiêu. Các báo cáo TNXH cũng cung cấp cho chủ nợ dự báo dài hạn hơn về DN vì thế những DN này duy trì đòn bẩy dài hạn cao hơn so với các DN không thực hiện TNXH.

Ngoài ra, báo cáo PTBV bổ sung cho báo cáo tài chính mà các DN sử dụng để truyền đạt với các bên liên quan. Các DN đã thực hiện các chiến lược PTBV có xu hướng thể hiện nhiều thông tin ra bên ngoài hơn những DN chưa thực hiện, để xây dựng một hình ảnh trách nhiệm (Dhaliwal và cộng sự, 2009). Hong và Kacperczyk (2009) gợi ý rằng các DN có chiến lược PTBV nhận được nhiều sự quan tâm hơn từ các nhà phân tích so với các DN không có chiến lược đó. Việc công bố các báo cáo PTBV là tín hiệu thể hiện rằng DN có cân nhắc lợi ích của các bên liên quan. Do đó, chiến lược PTBV ảnh hưởng đến cả thông tin tài chính và phi tài chính, chẳng hạn như sức mạnh của quản lý DN (Menz, 2010).

Cũng với lập luận cho rằng khi DN quan tâm hơn đến các bên liên quan, minh bạch thông tin hơn thông qua việc thực hiện TNXH thì sẽ giảm được các hạn chế cho trong việc tiếp cận vốn (Cheng và cộng sự, 2017).

Dưới góc độ bất cân xứng thông tin, các nhà đầu tư tổ chức có thể ưa thích hơn các DN có hiệu quả xã hội cao để giảm chi phí thông tin, trong khi các ngân hàng có thể tích lũy các thông tin đặc biệt về DN dựa trên mối quan hệ cho vay hơn là đánh giá dựa trên hiệu quả xã hội.

Bae và cộng sự (2019) nghiên cứu về tương tác giữa cấu trúc vốn và thị trường sản phẩm cho thấy tỷ lệ đòn bẩy cao đi kèm với tổn thất đáng kể về thị phần do các hành động bất lợi của khách hàng và đối thủ cạnh tranh. Nghiên cứu đã kiểm tra xem TNXH có ảnh hưởng đến tương tác của doanh nghiệp với khách hàng và đối thủ cạnh tranh hay không và giảm chi phí của đòn bẩy cao. Nghiên cứu nhận thấy rằng TNXH làm giảm thiệt hại về thị phần khi các công ty có đòn bẩy tài chính cao. Bằng cách giảm hành vi bất lợi của khách hàng và đối thủ cạnh tranh, TNXH giúp các công ty có đòn bẩy tài chính cao giữ được khách hàng và đề phòng sự săn đuổi của đối thủ.



**Bảng 2.2: Tác động của PTBV đến CPSD Nợ**

<b>Chiều tác động</b>	<b>Lập luận</b>	<b>Nghiên cứu</b>
PTBV DN làm giảm CPSD Nợ (-)	PTBV làm giảm bất cân xứng thông tin từ đó giảm chi phí đại diện giữa các chủ nợ và DN, làm tăng mức độ tin tưởng của các chủ nợ đối với DN, vì vậy làm giảm CPSD nợ	Kim (2013); Ge và Liu (2015); Zeidan và cộng sự (2015); Gong và cộng sự (2016); Huang và cộng sự (2017); Yang và cộng sự (2018); Jang và cộng sự (2020), Ellili (2020)
PTBV DN làm tăng CPSD Nợ (+)	Ngân hàng coi hoạt động PTBV của DN như một khoản đầu tư tổn chi phí và nguồn lực	Goss và Roberts (2011), Chava (2014); Magnanelli và Izzo (2017)

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

## **2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về phát triển bền vững doanh nghiệp và chi phí sử dụng vốn ở Việt Nam**

Ở Việt Nam đã có một số nghiên cứu về PTBV DN và CPSD vốn tuy nhiên đây là chủ đề nghiên cứu rời rạc, chưa có nghiên cứu nào về mối quan hệ giữa PTBV DN và CPSD vốn được thực hiện một cách đầy đủ, tổng quát và chi tiết.

Trên thực tế đã có một số nghiên cứu về các yếu tố tác động đến cơ cấu vốn như nghiên cứu của Nguyễn Trần Đình Khôi (2006). Tác giả nghiên cứu tại 558 doanh nghiệp vừa và nhỏ trong giai đoạn 1998-2001 để xác định các yếu tố tác động đến hệ số nợ, hệ số nợ dài hạn và ngắn hạn của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy hệ số nợ chịu tác động thuận chiều của tốc độ tăng trưởng, ngược chiều với hệ số về tài sản cố định và không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Biger và cộng sự (2008) nghiên cứu trong giai đoạn 2002-2003 và cho rằng quy mô doanh nghiệp tác động thuận chiều đến hệ số nợ, trong khi đó tài sản cố định và thuế suất thì tác động theo chiều ngược lại. Okuda và Lại (2012) nghiên cứu tại các doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2006-2008 thì cho rằng tài sản thế chấp là yếu tố quan trọng trong việc huy động được nợ

vay. Châu Lê (2013) đã khảo sát cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam với cơ sở dữ liệu với 137 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh hoặc Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội đến năm 2012. Bài báo sử dụng mô hình bảng điều khiển động trên dữ liệu của doanh nghiệp (không bao gồm các doanh nghiệp tài chính và ngân hàng) trong khoảng thời gian 2007-2012. Nghiên cứu cho thấy sự kiểm soát của Nhà nước không ảnh hưởng đáng kể đến việc các DN đòn bẩy trong khi các tài liệu trước đây chỉ ra rằng sự kiểm soát của Nhà nước có ảnh hưởng đến việc thúc đẩy DN. Nó cũng chỉ ra rằng lợi nhuận và quy mô DN là những yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến cơ cấu vốn trong giai đoạn này. Hơn nữa, kết quả cho thấy rằng các DN Việt Nam vẫn sử dụng nợ ngắn hạn làm nguồn tài chính chính. Cụ thể, kết quả cho thấy có một sự khác biệt đáng kể trong các yếu tố quyết định của nợ dài hạn và nợ ngắn hạn.

Nguyen Thi Bich Ngoc và cộng sự (2015) đã dựa trên dữ liệu từ báo cáo thường niên của 50 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2013 và nhận thấy công bố thông tin trách nhiệm xã hội có tác động tích cực đến giá trị của doanh nghiệp. Đặc biệt, chỉ có thông tin về môi trường có tác động tích cực, thông tin về người lao động có tác động ngược chiều với giá trị doanh nghiệp.

Võ Thị Thúy Anh và cộng sự (2014) đã xem xét ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô đến CCV của các DN niêm yết, dữ liệu từ 200 DN niêm yết giai đoạn 2007-2013. Kết quả nghiên cứu cho thấy 5 nhân tố vĩ mô: thuế thu nhập DN, GDP, lạm phát, điều kiện thị trường nợ, điều kiện thị trường vốn có tác động đến cấu trúc vốn DN, trong đó tác động của thị trường nợ là lớn nhất, thị trường vốn là nhỏ nhất, lạm phát có tác động nghịch đến hệ số nợ, thuế có tác động thuận chiều đến mức độ sử dụng nợ của DN.

Phan Thanh Hiệp (2016) có nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của DN công nghiệp dữ liệu từ 95 DNNY ngành công nghiệp, giai đoạn 2007-2013. Tác giả tìm thấy: (1) khả năng sinh lời có ảnh hưởng ngược chiều lên cấu trúc vốn của DN (2) Tính chất hữu hình của tài sản tác động ngược chiều lên

cấu trúc vốn của DN, điều này ngược lại với thông thường DN có tăng trưởng về tài sản cố định, sẽ gia tăng vay nợ do gia tăng nguồn tài sản đảm bảo cho các khoản vay, nhưng thực tế kết quả cho thấy, DN đầu tư tài sản cố định chủ yếu bằng lợi nhuận giữ lại hoặc gia tăng vốn chủ sở hữu, chứ không ưu tiên sử dụng từ những khoản vay.

Nguyễn Vinh Khương (2016) đã nghiên cứu 120 DN niêm yết giai đoạn 2012-2015 và kiểm định mối quan hệ giữa qui mô DN, tỷ lệ thanh khoản và lợi nhuận trên tài sản với cơ cấu vốn của DN.

Cảnh và cộng sự (2017) nghiên cứu dựa trên 438 DN niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2006-2015 dựa trên 3 lý thuyết nền tảng là lý thuyết đánh đổi, lý thuyết người đại diện và lý thuyết định điểm thị trường. Kết quả của bài viết cho thấy qui mô, tài sản cố định và tăng trưởng có quan hệ thuận chiều với hệ số nợ, còn lợi nhuận sau thuế và khấu hao có quan hệ ngược chiều.

Hiện nay chưa có nghiên cứu được công bố nào ở Việt Nam về PTBVĐN, tuy nhiên đã có các nghiên cứu về một số khía cạnh của PTBVĐN như nghiên cứu về TNXH của DN. Tuy nhiên những nghiên cứu này chủ yếu tập trung vào lý thuyết về TNXH như các cơ sở lý thuyết lý giải hành vi công bố thông tin của DN và mới có một số ít các nghiên cứu về TNXH ở Việt Nam. Mức độ công bố thông tin về TNCH ở Việt Nam được cho là thấp, thể hiện qua các nghiên cứu của Lê Ngọc Mỹ Hằng (2015), Kelly Anh Vu và cộng sự (2017), Tạ Thị Thu Hằng (2020). Nghiên cứu về các yếu tố tác động đến công bố thông tin TNXH, Phạm Đức Hiếu (2012) đã gửi phiếu điều tra đến lãnh đạo DN và người tiêu dùng và kết quả cho thấy các lãnh đạo DN chưa có nhận thức cao về thực hiện TNXH. Kelly Anh Vu và cộng sự (2017) nghiên cứu tại 200 DN niêm yết năm 2013 tìm thấy tỷ lệ sở hữu vốn của nhà nước và của nhà quản trị tại DN có tác động ngược chiều với công bố về TNXH.

Chủ yếu các nghiên cứu ở Việt Nam là về tác động của thực hiện TNXH đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Hồ Viết Tiến và Hồ Thị Vân Anh (2017) nghiên cứu các DN niêm yết giai đoạn 2012-2016 và thấy công bố thông tin về hoạt

động đối với cộng đồng, trách nhiệm với sản phẩm và trách nhiệm đối với môi trường có ảnh hưởng thuận chiều đến ROA và Tobin'Q của DN. Nguyễn Bích Ngọc và cộng sự (2015) và Hồ Thị Vân Anh (2018) thì không tìm thấy mối quan hệ giữa TNXH và Tobin'Q trong khi Kabir và Hạnh Minh Thái (2017), Tạ Thị Thúy Hằng (2020) khi nghiên cứu tại các DN niêm yết thì cho rằng công bố thông tin về TNXH làm tăng ROA và Tobin'Q của DN. Cuong Nguyen và Lan Nguyen (2021) nghiên cứu tại 27 doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2015-2019 và cho thấy kết quả công bố thông tin về TNXH làm tăng hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Hieu và cộng sự (2019) đã khảo sát mức độ tuân thủ công bố thông tin bắt buộc về môi trường và xã hội tại Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam trong năm 2016. Chỉ số công bố thông tin bắt buộc về môi trường - xã hội được xây dựng theo Thông tư số 155/2015/TT-BTC, các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán bắt buộc phải thông qua kể từ năm 2016 và được sử dụng để định lượng mức độ công bố thông tin bắt buộc. Nghiên cứu cho thấy mức độ công bố thông tin bắt buộc về môi trường xã hội có tương quan đáng kể với quy mô công ty, tỷ lệ đòn bẩy, khả năng sinh lời và tuổi niêm yết. Tuy nhiên, mối tương quan giữa công bố thông tin bắt buộc về môi trường - xã hội và công ty kiểm toán, các lĩnh vực công nghiệp là không có ý nghĩa thống kê.

Anh và cộng sự (2020) đã nghiên cứu tác động của thực hành kế toán môi trường đến chi phí sử dụng vốn của các doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2010-2017 và cho thấy doanh nghiệp có hiệu quả kế toán môi trường càng cao thì càng giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu cũng như chi phí sử dụng nợ vay. Bên cạnh đó Le và cộng sự (2019) nghiên cứu tại 115 doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2014-2017 cũng cho kết quả TNXH làm giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

### **2.3. Khoảng trống nghiên cứu**

Từ việc tổng hợp các nghiên cứu trước có thể thấy:

- Nghiên cứu về PTBVĐN còn chưa có sự đồng thuận, thống nhất trong đối tượng nghiên cứu. Phần lớn các nghiên cứu về PTBVĐN là nghiên cứu về môi trường, TNXH, CBTT, chưa có nghiên cứu tổng quát về PTBVĐN.

- Kết quả nghiên cứu tác động của PTBVĐN đến CPSĐ vốn còn nhiều tranh cãi, kết quả này khác nhau giữa các NC được thực hiện ở các giai đoạn, bối cảnh khác nhau.

- Các nghiên cứu về PTBVĐN và CPSĐ vốn ở Việt Nam còn rời rạc, có nhiều hạn chế về phạm vi nghiên cứu bị giới hạn bởi một số ít DN, trong thời gian ngắn. Mới có một số ít nghiên cứu về các yếu tố tác động đến CPSĐV, nhưng cũng chỉ xem xét ở khía cạnh về môi trường, TNXH.

Như vậy có thể thấy việc thực hiện nghiên cứu về tác động của PTBVĐN đến CPSĐ vốn của các DN niêm yết Việt Nam là có tính mới và cần thiết để bổ sung thêm các bằng chứng thực nghiệm cho các nghiên cứu về PTBVĐN cũng như CPSĐ vốn DN.

#### **2.4. Xây dựng giả thuyết nghiên cứu**

Lý thuyết đại diện, lý thuyết tín hiệu, lý thuyết phụ thuộc nguồn lực và các lý thuyết về PTBV như lý thuyết hợp pháp, lý thuyết thể chế giải thích việc các doanh nghiệp ngày càng thực hiện các hoạt động PTBV nhằm tăng sự tin cậy của các bên liên quan, giảm thiểu rủi ro cho doanh nghiệp, giảm bất cân xứng thông tin, tăng khả năng tiếp cận các nguồn vốn với chi phí thấp hơn. Tuy nhiên như kết quả tổng quan về mối quan hệ giữa PTBVĐN và CPSĐ vốn, phần lớn các nghiên cứu dựa vào các lý thuyết nền tảng cho kết quả là ngược chiều giữa PTBVĐN và CPSĐ vốn, PTBVĐN làm giảm CPSĐ vốn chủ sở hữu cũng như CPSĐ nợ, nhưng cũng có những nghiên cứu cho kết quả ngược lại, hoặc không tìm thấy mối quan hệ này có ý nghĩa thống kê.

Mavlanova và cộng sự (2012) lập luận rằng khi một số nhà đầu tư có nhiều thông tin cá nhân hơn những người khác, thông tin bất cân xứng xảy ra trên thị trường vốn. Để giảm chi phí vốn, các tập đoàn nỗ lực rất nhiều trong việc giảm thông tin bất đối xứng. Do đó, thông tin bất cân xứng trong thị trường vốn thấp hơn dẫn đến chi phí vốn thấp hơn (Walker, 2010). Tăng cường TNXH của doanh nghiệp có thể giảm chi phí tài trợ vốn cổ phần (Mahoney và cộng sự, 2013), các doanh nghiệp có TNXH tốt hơn đối mặt với hạn chế về vốn thấp hơn đáng kể. Connelly và cộng sự (2011) cũng báo cáo rằng cả sự tham gia tốt hơn của các bên liên quan và

tính minh bạch xung quanh việc thực hiện TNXH đều đóng vai trò quan trọng trong việc giảm bớt các ràng buộc về vốn. Họ lập luận cụ thể rằng khả năng tiếp cận tài chính tốt hơn có thể là do (1) giảm chi phí đại diện do tăng cường sự tham gia của các bên liên quan và (2) giảm sự bất cân xứng về thông tin do tăng tính minh bạch. Ghoul và cộng sự (2011) chứng minh rằng đầu tư vào việc cải thiện quan hệ nhân viên có trách nhiệm, chính sách môi trường, và chiến lược sản phẩm đóng góp đáng kể vào việc giảm chi phí vốn chủ sở hữu của các công ty. Tương tự, Xu và cộng sự (2015) nhận thấy rằng các thực hành trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp tốt hơn có thể giảm chi phí vốn cổ phần trên thị trường vốn của Trung Quốc.

Dựa trên đặc điểm của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam là các doanh nghiệp chủ yếu dựa trên nợ ngắn hạn hơn là vay dài hạn, thị trường trái phiếu doanh nghiệp chưa phát triển. Các hoạt động PTBVDN bắt đầu được các doanh nghiệp quan tâm và có xu hướng tăng mạnh, đặc biệt việc công bố thông tin về PTBVDN mới bắt đầu từ giai đoạn 2015 khi Bộ Tài chính ra thông tư 155/TT-BTC 2015 về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.

Dựa trên cơ sở lý thuyết, phân tích tổng quan và đánh giá khái quát tình hình thực tế tại Việt Nam, tác giả kỳ vọng rằng doanh nghiệp PTBV sẽ được các chủ nợ cũng như các nhà đầu tư đánh giá rủi ro thấp hơn, từ đó chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu và chi phí sử dụng thấp hơn. Vì vậy tác giả đưa ra các giả thuyết nghiên cứu:

*H1: PTBVDN tác động ngược chiều đến CPSD vốn chủ sở hữu*

Theo lý thuyết về bất cân xứng thông tin giữa ban quản lý DN và các nhà đầu tư bên ngoài, Connelly và cộng sự (2011) tiết lộ rằng các DN ưu tiên huy động vốn thông qua nợ tài chính. Ngoài ra, Rosa và cộng sự (2018) đã tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa hoạt động xã hội của doanh nghiệp và lãi suất, và mối quan hệ thuận chiều giữa hoạt động xã hội của doanh nghiệp và xếp hạng nợ. Như vậy, hiệu quả hoạt động xã hội của doanh nghiệp có vai trò tích cực trong việc giảm CPSD nợ. Hơn nữa, các công ty có hoạt động xã hội doanh nghiệp tốt hơn sẽ hấp dẫn hơn đối với các nhà cho vay về cung cấp đòn bẩy. Goss và Roberts (2011) kết luận rằng khi các tập đoàn huy động nhiều vốn hơn thông qua tài trợ bằng nợ, tình trạng bất cân xứng thông tin có thể tăng thêm và làm tăng chi phí vốn. Nói cách khác, khi chủ

nợ kiểm soát hầu hết các nguồn vốn, họ cũng có thể có quyền truy cập vào thông tin bên trong của DN để đưa ra quyết định đầu tư. Các nhà đầu tư bên ngoài có ít quyền truy cập vào thông tin bên trong DN hơn có thể yêu cầu tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Huang và cộng sự (2017) cho rằng các bên cho vay nhạy cảm hơn với các mối quan tâm về trách nhiệm xã hội trong trường hợp không có tài sản đảm bảo cho khoản vay. Do đó, các ngân hàng sẵn sàng cung cấp các điều khoản vay hấp dẫn hơn cho các công ty có trách nhiệm với xã hội. Yeh và cộng sự (2019) cho thấy rằng các doanh nghiệp Trung Quốc có hiệu suất trách nhiệm xã hội cao hơn có thể nhanh chóng giảm chi phí vốn vay nợ của họ.

Do đó, giả thuyết thứ hai của luận án là như sau:

*H2: PTBVĐN tác động ngược chiều đến CPSĐ Nợ*

Theo lý thuyết tín hiệu, để giảm chi phí vốn, các tập đoàn phải nỗ lực rất nhiều trong việc giảm sự bất cân xứng thông tin. Do đó, sự bất cân xứng thông tin trên thị trường vốn thấp hơn dẫn đến chi phí sử dụng vốn thấp hơn. Các lựa chọn cấu trúc vốn cũng phản ánh chi phí vốn của doanh nghiệp khi quyết định bị ảnh hưởng bởi sự bất cân xứng thông tin. Tác giả suy ra rằng sự bất cân xứng về thông tin tạo ra động lực cho các công ty huy động vốn thông qua tài trợ bằng nợ. Ghoul và cộng sự (2011); Yeh và cộng sự (2019) chỉ ra rằng khi các công ty có mức độ bất cân xứng thông tin cao thì họ có xu hướng huy động vốn thông qua vay nợ. Khi các công ty huy động vốn của mình thông qua vay nợ với sự bất cân xứng thông tin cao hơn giữa những người trong cuộc và các nhà đầu tư bên ngoài, nó có khả năng dẫn đến chi phí vốn cổ phần cao hơn. Do đó, tác giả đưa ra giả thuyết kết hợp giữa CPSĐ vốn và cơ cấu vốn như sau:

*H3: PTBVĐN tác động ngược chiều đến CPSĐ vốn bình quân*

## KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Trong chương này, tác giả tổng quan các nghiên cứu trước đây có liên quan đến đề tài nghiên cứu. Các nghiên cứu khác biệt trong nội dung PTBVĐN và khác biệt trong các chỉ tiêu đo lường HQTCDN. Trong phần này tác giả tập trung giới thiệu và tổng hợp các nghiên cứu có ảnh hưởng thuận chiều và ngược chiều đến CPSĐ vốn của doanh nghiệp. Từ đó tác giả chỉ ra khoảng trống nghiên cứu của luận án. Dựa trên cơ sở lý thuyết ở chương 1 và tổng quan nghiên cứu ở chương 2 tác giả đã đưa ra 3 giả thuyết nghiên cứu về tác động của PTBVĐN đến CPSĐ vốn của doanh nghiệp.



## CHƯƠNG 3

### PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Để đạt được mục tiêu nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu đóng vai trò quan trọng. Từ kết quả tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý luận về mối quan hệ giữa PTBVĐN và CPSĐV, chương này tác giả tập trung giới thiệu về mô hình nghiên cứu, các biến sử dụng, cách thức chọn mẫu và phương pháp xử lý dữ liệu trong mô hình. Khung phân tích và giả thuyết nghiên cứu là tiền đề của các phân tích định lượng được sử dụng trong luận án.

#### 3.1. Mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu là các DN niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2014 - 2020. Tác giả lựa chọn thời gian nghiên cứu từ 2014, trước thời điểm năm 2015 là năm Sở Giao dịch Chứng khoán ban hành thông tư 155/TT-BTC 2015 quy định về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán. Thông tư 155 được coi là văn bản pháp lý đầu tiên có quy định về việc công khai thông tin phát triển bền vững của doanh nghiệp. Số lượng các doanh nghiệp niêm yết trên HNX và HOSE năm 2014 liên tục đến 2020 là 484 doanh nghiệp. Mẫu nghiên cứu cuối cùng là 213 doanh nghiệp do loại bỏ các doanh nghiệp bị thiếu thông tin, các doanh nghiệp không sử dụng vốn vay, các doanh nghiệp có dữ liệu bất thường (vốn chủ sở hữu âm).

**Bảng 3.1: Số lượng các doanh nghiệp khảo sát**

<b>Các doanh nghiệp</b>	<b>Số lượng (DN)</b>
Niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2014-2020	484
Các doanh nghiệp bị thiếu thông tin (một số năm hoặc một số biến trong mô hình)	96
Các doanh nghiệp có ít nhất một năm không tính được chi phí sử dụng vốn vay ( lãi vay = 0, hoặc Nợ vay = 0)	175
<b>Số doanh nghiệp còn lại đưa vào mô hình</b>	<b>213</b>

*(Nguồn: Tác giả tự tính toán)*

Các thông tin về phát triển bền vững được thu thập dựa trên báo cáo thường niên và báo cáo phát triển bền vững của doanh nghiệp. Các thông tin tài chính được tác giả thu thập trên các báo cáo tài chính. Các dữ liệu thị trường được công ty chứng khoán Vietstock cung cấp ([www.vietstock.com](http://www.vietstock.com)....

Dữ liệu thể hiện ở dạng bảng cân bằng với 213 DN trong 7 năm tương ứng 1.491 quan sát.

Các dữ liệu về tài chính của DN được thu thập dựa trên báo cáo tài chính của DN. Dữ liệu về PTBV được lấy từ báo cáo PTBV và báo cáo thường niên trên trang [www.Vietstock.com](http://www.Vietstock.com) và trên website của DN.

### 3.2. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên các giả thiết nghiên cứu, tác giả đưa ra 3 mô hình nghiên cứu trong luận án lần lượt với biến phụ thuộc là CPSD vốn chủ sở hữu, CPSD nợ, CPSD vốn bình quân. Trong đó biến PTBVVDN là biến giải thích, các biến kiểm soát được đưa vào mô hình bao gồm quy mô, hiệu quả tài chính, Tobin Q, ngành công nghiệp, đòn bẩy, cú sốc covid, tỷ lệ tiền mặt.

#### Mô hình 3.1:

$$COE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSS_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 Tobin\_Q_{i,t} + \beta_5 Industry_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \beta_7 COVID_{i,t} + \beta_8 Cash_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

#### Mô hình 3.2:

$$COD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSS_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 Tobin\_Q_{i,t} + \beta_5 Industry_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \beta_7 COVID_{i,t} + \beta_8 Cash_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

#### Mô hình 3.3:

$$WACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSS_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 Tobin\_Q_{i,t} + \beta_5 Industry_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \beta_7 COVID_{i,t} + \beta_8 Cash_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

**Bảng 3.2: Giả thiết chiều tác động của các biến độc lập trong mô hình**

Biến	Ký hiệu	Chiều tác động	Nghiên cứu
Điểm PTBVVDN	CSS	(-)	Kim (2013); Ge và Liu (2015); Zeidan và cộng sự (2015); Gong và cộng sự (2016); Huang và cộng sự (2017); Yang và cộng sự (2018); Jang và cộng sự (2020), Ellili (2020); Lambert và cộng sự (2007); El Ghouli và

			cộng sự (2011); Dhaliwal và cộng sự (2011); Reverte (2012); Hung và cộng sự (2013); Dhaliwal và cộng sự (2014); Wu và cộng sự (2014); Cajias và cộng sự (2014); Suto (2017); Borghesi và cộng sự (2014); Ferris và cộng sự (2017); Singh và cộng sự (2017); Cui và cộng sự (2018), Ellili (2020)
Quy mô DN	SIZE	(-)	Du và cộng sự (2015); Anh và cộng sự (2020); Ellili (2020)
Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản	ROA	(-)	Hamrouni và cộng sự (2020); Aliwa (2019)
Giá trị doanh nghiệp	Tobin_Q	(-)	Dahiya và Singh(2020); Hamrouni
Đòn bẩy tài chính	Leverage	(-)	Ellili (2020), Aliwa (2019)
Tỷ lệ tiền mặt	Cash	(-)	Anh và cộng sự (2020)
Sở hữu nhà nước	State	(-)	Boubakri và cộng sự, 2010)
Ngành kinh doanh	Industry	Có tác động	Ellili (2020)
Cú sốc Covid -19	COVID	Có tác động	Almaghrabi (2022)

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

### 3.3. Biến và đo lường biến

Các mô hình hồi quy lần lượt với các biến phụ thuộc là: CPSD vốn chủ sở hữu, CPSD Nợ, CPSD vốn bình quân. Các biến giải thích chính trong các mô hình là điểm PTBVĐN. Các biến kiểm soát trong tất cả các mô hình bao gồm: Quy mô DN, Hiệu quả tài chính, Đòn bẩy tài chính, Ngành kinh doanh, Giá trị doanh nghiệp, Cú sốc covid của nền kinh tế, Tỷ lệ tiền mặt.

#### 3.3.1. Biến phụ thuộc

Các biến phụ thuộc lần lượt trong các mô hình là CPSD vốn chủ sở hữu, CPSD nợ và CPSD vốn bình quân

- **Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (COE)** được tính theo giá trị thị trường, dựa vào phần bù rủi ro và hệ số  $\beta$ .

$$COE = R_f + \beta (R_M - R_f)$$

Trong đó:  $R_f$  : suất sinh lời phi rủi ro

$\beta$  : Hệ số beta

Hệ số beta =  $\text{Covar}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m)$

So sánh mức độ biến động giá của cổ phiếu đó so với mức độ biến động chung của toàn thị trường trong 52 tuần.

Với:

$R_i$  : Tỷ suất sinh lời của chứng khoán

$R_m$ : Tỷ suất sinh lời của thị trường (VN-Index/HNXIndex)

$\text{Var}(R_m)$ : Phương sai của tỷ suất sinh lời của thị trường

$\text{Covar}(R_i, R_m)$ : Hiệp phương sai của tỷ suất sinh lời của chứng khoán và tỷ suất sinh lời của thị trường

Tỷ suất sinh lời của thị trường  $R_m$  tính theo kỳ tuần:  $R = (p_1 - p_0) / p_0$

Trong đó:

- $p_1$  : Giá đóng cửa của cổ phiếu/Index ngày cuối tuần T
- $p_0$ : Giá đóng cửa của cổ phiếu/Index ngày cuối tuần T-1
- $R_M - R_f$ : Phần bù rủi ro

Hệ số beta, Lãi suất coupon của Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 12 tháng, phần bù rủi ro được cung cấp bởi công ty CP Tài Việt (Vietstocks.vn).

#### - Chi phí sử dụng Nợ (COD)

Chi phí sử dụng nợ được tính dựa trên tỷ lệ giữa lãi vay và tổng nợ phải trả của doanh nghiệp. Dữ liệu về lãi vay được thu thập trên báo cáo kết quả kinh doanh, dữ liệu về nợ phải trả được thu thập trên bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp. Chi phí sử dụng Nợ được tính dựa trên giá trị sổ sách của doanh nghiệp do tính thuận tiện và ổn định của dữ liệu.

- **Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)** là bình quân có trọng số của CPSD vốn chủ sở hữu và CPSD nợ của doanh nghiệp

$$WACC = COE * \text{tỷ lệ vốn chủ sở hữu} + COD * \text{tỷ lệ Nợ} * (1 - \text{thuế suất thực tế})$$

Trong đó:

WACC : Chi phí sử dụng vốn bình quân

COE : Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

COD : Chi phí sử dụng nợ

Thuế suất thực tế được tính toán bằng thuế thu nhập thực tế chia thu nhập trước thuế. Thuế suất thực tế bằng không (0) nếu doanh nghiệp có thu nhập trước

thuế âm hoặc bằng không. Dữ liệu được thu thập trên báo cáo kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

### **3.3.2. Biến giải thích**

Biến giải thích trong các mô hình là: Điểm PTBVĐN, chỉ số Kinh tế, Chỉ số Môi trường, Chỉ số Xã hội.

#### ***Bộ chỉ số GRI (Global Reporting Initiative - Báo cáo phát triển bền vững)***

Báo cáo phát triển bền vững của GRI là bộ tiêu chuẩn toàn cầu về PTBVĐN hiện đang được áp dụng rộng rãi tại nhiều DN ở nhiều quốc gia. Bộ chỉ số này hỗ trợ các DN trong việc tuân thủ các quy định về bảo vệ môi trường, phát triển cộng đồng và nền kinh tế. Các hướng dẫn của GRI hiện đang được quốc tế công nhận là tập quán tốt nhất về báo cáo phát triển bền vững.

Bộ chỉ số của GRI tuân thủ theo các nguyên tắc về: tính thực chất, tính hội nhập, bối cảnh phát triển bền vững và tính đầy đủ. Qua nhiều năm thì bộ chỉ số GRI có sự phát triển và thay đổi cho phù hợp với sự phát triển của DN cũng như yêu cầu phát triển bền vững chung của thế giới.

Để đảm bảo tính tổng quát và đầy đủ trong việc đánh giá PTBV, tác giả đã tiến hành thu thập dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam, trong giai đoạn 2014-2020 dựa trên 77 chỉ tiêu theo hướng dẫn của GRI tiêu chuẩn.

Lý do lựa chọn mốc thời gian 2014 vì năm 2015 bắt đầu có QĐ 155/2015-BTC và có hiệu lực từ 2016 nên dữ liệu PTBV của DN bắt đầu có nhiều từ giai đoạn 2015 trở đi nên tác giả đã lấy dữ liệu với độ trễ một năm là từ 2014.

Lý do lựa chọn bộ chỉ tiêu theo hướng dẫn của GRI vì việc thu thập dữ liệu PTBV dựa trên tiêu chuẩn GRI cũng được sử dụng trong nhiều nghiên cứu trên thế giới để đánh giá chất lượng PTBV của doanh nghiệp (Kumar và cộng sự, 2021; Zhang và cộng sự, 2019; Landrum và Ohsowski, 2018; Tarquinio và cộng sự, 2018). Các chỉ tiêu GRI tiêu chuẩn cũng được sử dụng để đo lường công bố thông tin về PTBV, thông tin về TNXH trong các nghiên cứu với bối cảnh Việt Nam (Nguyen và cộng sự, 2022; Thuy và cộng sự, 2021; Dang và cộng sự, 2021; Doanh và Gadomska-Lila, 2020). Bên cạnh việc sử dụng tất cả các chỉ tiêu GRI trong đo lường, một số nghiên cứu và văn bản quy định sử dụng một số chỉ tiêu chính trong hệ thống các chỉ tiêu của GRI tiêu chuẩn. Cụ thể thông tư 155/BTC -2015 trong

phần phụ lục về báo cáo PTBV có sử dụng 15 chỉ tiêu, Anh và cộng sự (2020) sử dụng 42 chỉ tiêu.

Thông tin được thu thập từ báo cáo thường niên và báo cáo phát triển bền vững của DN, dữ liệu được lấy từ trang [www.Vietstock.com](http://www.Vietstock.com) và website của DN. Với mỗi chỉ tiêu, nếu trong báo cáo PTBV hoặc báo cáo thường niên có thông tin thì sẽ chấm 1 điểm, nếu không có thông tin sẽ chấm 0 điểm.

Dữ liệu về PTBVĐN được thu thập và tính toán từ báo cáo PTBV và báo cáo thường niên trên trang [www.Vietstock.com](http://www.Vietstock.com) và trên website của các doanh nghiệp. Bộ chỉ tiêu sử dụng để tính điểm PTBV là GRI tiêu chuẩn với 77 chỉ tiêu chi tiết thuộc 3 nhóm: Kinh tế, môi trường và xã hội.

**Bảng 3.3: Các chỉ tiêu chấm điểm PTBVĐN theo GRI tiêu chuẩn**

Nhóm chỉ tiêu	Chỉ tiêu cấp 1	Chỉ tiêu cấp 2
<b>Kinh tế</b>	Hiệu quả kinh tế	Giá trị kinh tế trực tiếp được tạo ra và phân bổ
		Ảnh hưởng đến kết quả hoạt động tài chính, các rủi ro và cơ hội khác do biến đổi khí hậu
		Các nghĩa vụ theo chế độ phúc lợi đã quy định và các chế độ hưu trí khác
		Hỗ trợ tài chính nhận được từ chính phủ
	Sự hiện diện trên thị trường	Tỷ lệ của mức lương khởi điểm theo giới tính so với mức lương tối thiểu của vùng
		Tỷ lệ thành viên ban lãnh đạo được tuyển dụng từ cộng đồng địa phương
	Tác động kinh tế gián tiếp	Đầu tư cơ sở hạ tầng và các dịch vụ được hỗ trợ
		Tác động kinh tế gián tiếp trọng yếu
	Thông lệ mua sắm	Tỷ lệ chi tiêu cho các nhà cung cấp địa phương
	Chống tham nhũng	Các hoạt động đã được đánh giá rủi ro liên quan đến tham nhũng
		Truyền thông và đào tạo về các chính sách và quy trình chống tham nhũng
		Các vụ việc tham nhũng đã xác nhận và các biện pháp xử lý
Hành vi cản trở cạnh tranh	Các chế tài đối với hành vi cản trở cạnh tranh, thực hành độc quyền và chống độc quyền	
<b>Môi trường</b>	Vật liệu	Vật liệu đã được sử dụng theo trọng lượng hoặc khối lượng
		Vật liệu tái chế được sử dụng
		Sản phẩm được tái chế và vật liệu đóng gói sản phẩm

Nhóm chỉ tiêu	Chỉ tiêu cấp 1	Chỉ tiêu cấp 2
	Năng lượng	Tiêu thụ năng lượng trong tổ chức
		Tiêu thụ năng lượng ngoài tổ chức
		Cường độ sử dụng năng lượng
		Giảm tiêu hao năng lượng
		Giảm nhu cầu năng lượng của sản phẩm và dịch vụ
	Nước	Lượng nước đầu vào theo nguồn
		Những nguồn nước chịu ảnh hưởng đáng kể bởi lượng nước đầu vào
		Tuần hoàn và tái sử dụng nước
	Đa dạng sinh học	Các cơ sở hoạt động được sở hữu, cho thuê, quản lý trong, hoặc gần kề các khu vực được bảo tồn và các khu vực đa dạng sinh học cao bên ngoài các khu được bảo tồn
		Tác động đáng kể của các hoạt động, sản phẩm và dịch vụ đối với đa dạng sinh học
		Các môi trường sống được bảo tồn hoặc phục hồi
		Các loài trong Sách Đỏ của IUCN và các loài trong danh sách bảo tồn quốc gia có môi trường sống trong các khu vực chịu ảnh hưởng bởi các hoạt động
	Phát thải	Phát thải khí nhà kính (GHG) trực tiếp
		Phát thải khí nhà kính (GHG) gián tiếp từ năng lượng
		Phát thải khí nhà kính (GHG) gián tiếp khác
		Thâm dụng phát thải khí nhà kính (GHG)
		Giảm phát thải khí nhà kính (GHG)
		Phát thải các chất phá hủy tầng ô-zôn (ODS)
		Nitrogen oxides (NOX), sulfur oxides (SOX), và các phát thải khí đáng kể khác
	Nước thải và chất thải	Tổng lượng nước thải theo chất lượng và địa điểm
		Tổng lượng chất thải theo loại và phương pháp xử lý
		Sự cố tràn đáng kể
		Vận chuyển chất thải nguy hại
Các khu vực chứa nước bị ảnh hưởng bởi việc thải nước và/hoặc dòng nước thải		
Tuân thủ về môi trường	Không tuân thủ pháp luật và các quy định về môi trường (tổng số tiền phạt, số hình phạt phi tiền tệ đối với hành vi không tuân thủ pháp luật về môi trường)	
Đánh giá nhà	Các nhà cung cấp mới đã được đánh giá sơ bộ bằng cách sử	

Nhóm chỉ tiêu	Chỉ tiêu cấp 1	Chỉ tiêu cấp 2
	cung cấp về môi trường	<p>dụng các tiêu chí về môi trường</p> <p>Các tác động môi trường tiêu cực trong chuỗi cung ứng và các hành động đã thực hiện</p>
<b>Xã hội</b>	Việc làm	Số lượng nhân viên thuê mới và tỷ lệ thôi việc
		Phúc lợi cung cấp cho nhân viên toàn thời gian không dành cho nhân viên tạm thời hoặc bán thời gian
		Nghỉ thai sản
	Mối quan hệ lao động và quản lý	Thời hạn thông báo tối thiểu về những thay đổi trong hoạt động (thời hạn thông báo trước tối thiểu tính bằng tuần thường được cung cấp cho nhân viên trước khi thực hiện những thay đổi)
	An toàn và sức khỏe nghề nghiệp	Đại diện của người lao động trong các liên ủy ban an toàn và sức khỏe nghề nghiệp chính thức giữa ban lãnh đạo và người lao động
		Loại thương tích và tỷ lệ thương tích, bệnh nghề nghiệp, ngày công bị mất, tình trạng vắng mặt và số vụ tư vong liên quan đến công việc
		Người lao động có tỷ lệ cao hoặc có nguy cơ cao mắc các bệnh liên quan đến nghề nghiệp
		Các chủ đề về sức khỏe và an toàn được đề cập trong thỏa thuận chính thức với công đoàn
	Giáo dục và đào tạo	Số giờ đào tạo trung bình mỗi năm cho mỗi nhân viên
		Các chương trình nâng cao kỹ năng cho nhân viên và chương trình hỗ trợ chuyển tiếp
		Tỷ lệ phần trăm nhân viên được đánh giá định kỳ hiệu quả qua công việc và phát triển nghề nghiệp
	Sự đa dạng và cơ hội bình đẳng	Sự đa dạng của cấp quản lý và nhân viên
		Tỷ lệ lương cơ bản và thù lao của phụ nữ so với nam giới
Không phân biệt đối xử	Các vụ việc phân biệt đối xử và các hành động khắc phục đã thực hiện	
Tự do lập hội/ Quyền tham gia công đoàn và thương lượng tập thể	Các hoạt động và các nhà cung cấp mà ở đó quyền tự do lập hội/ quyền tham gia công đoàn và thương lượng tập thể có thể gặp rủi ro	
Lao động trẻ em	Các hoạt động và nhà cung cấp có rủi ro đáng kể về các vụ	



Nhóm chỉ tiêu	Chỉ tiêu cấp 1	Chỉ tiêu cấp 2
		việc lao động trẻ em
	Lao động cưỡng bức hoặc bắt buộc	Các hoạt động và nhà cung cấp có rủi ro đáng kể về các vụ việc lao động cưỡng bức hoặc bắt buộc
	Thông lệ về an ninh	Nhân viên an ninh được đào tạo về các quy trình hoặc chính sách về quyền con người
	Quyền của người bản địa	Các vụ vi phạm liên quan đến quyền của người bản địa
	Đánh giá quyền con người	Những hoạt động cần phải rà soát về quyền con người hoặc đánh giá tác động
		Đào tạo nhân viên về các quy trình hoặc chính sách về quyền con người
		Những hợp đồng và thỏa thuận đầu tư quan trọng có bao gồm các điều khoản về quyền con người hoặc đã được đánh giá sơ bộ về quyền con người
	Cộng đồng địa phương	Những hoạt động có sự tham gia của cộng đồng địa phương, đánh giá tác động và các chương trình phát triển
		Những hoạt động có tác động tiêu cực tiềm ẩn và thực tế đáng kể với cộng đồng địa phương
	Đánh giá nhà cung cấp về mặt xã hội	Các nhà cung cấp mới đã được đánh giá sơ bộ bằng cách sử dụng các tiêu chí về xã hội
		Các tác động xã hội tiêu cực trong chuỗi cung ứng và các hành động đã thực hiện
	Chính sách công	Đóng góp chính trị
	Sức khỏe và an toàn của khách hàng	Đánh giá tác động về sức khỏe và an toàn của các loại sản phẩm hoặc dịch vụ
		Các vụ việc không tuân thủ liên quan đến tác động sức khỏe và an toàn của các sản phẩm và dịch vụ
	Tiếp thị và nhãn hiệu	Các yêu cầu đối với thông tin nhãn hiệu, sản phẩm và dịch vụ
		Các vụ việc không tuân thủ liên quan đến thông tin và nhãn hiệu của sản phẩm và dịch vụ
		Các vụ việc không tuân thủ liên quan đến truyền thông tiếp thị
	Quyền bảo mật khách hàng	Khiếu nại có căn cứ về việc vi phạm Quyền bảo mật thông tin khách hàng và mất dữ liệu khách hàng
	Tuân thủ về kinh tế xã hội	Không tuân thủ luật pháp và các quy định trong lĩnh vực kinh tế và xã hội

(Nguồn: GRI tiêu chuẩn, 2016)

Dựa trên 77 chỉ mục của GRI tiêu chuẩn, quy trình thực hiện đánh giá dữ liệu của tác giả được tiến hành như sau:

Bước 1: Lướt với từng doanh nghiệp, tác giả tìm kiếm báo cáo phát triển bền vững. Với những doanh nghiệp không công bố báo cáo PTBV độc lập, tác giả đọc báo cáo thường niên của doanh nghiệp, trên báo cáo thường niên tác giả tìm kiếm nội dung về mục “báo cáo phát triển bền vững”, hoặc “báo cáo môi trường xã hội”.

Bước 2: Nếu một doanh nghiệp có thông tin về chỉ tiêu cấp 2 như Bảng 3.3 thì chỉ tiêu đó được gán “1” điểm, nếu không có thông tin gì thì chỉ tiêu đó được chấm “0” điểm.

Bước 3: Kiểm tra, để đảm bảo giảm thiểu sai sót trong quá trình chấm điểm dữ liệu, sau khi có dữ liệu tổng hợp các năm của các doanh nghiệp, tác giả rà soát lại các dữ liệu bất thường, kiểm tra lại trên báo cáo phát triển bền vững và báo cáo thường niên gốc.

Bước 4: Sau khi đã kiểm tra lại các dữ liệu, tác giả chấm điểm PTBV của doanh nghiệp theo từng năm theo công thức.

Điểm PTBVĐN được tính toán như công thức sau:

$$CSS = \sum_{j=1}^X \frac{X_j}{X}$$

*Trong đó:*

CSS = Điểm phát triển bền vững doanh nghiệp

$X_j$  = Chỉ tiêu thứ j (nhận giá trị bằng 1 nếu có thông tin, bằng 0 nếu không có thông tin)

$X$  = Số chỉ tiêu tối đa là 77

Điểm PTBVĐN là điểm trung bình của các chỉ tiêu, nên CSS tối thiểu là 0 và tối đa là 1. Điểm CSS bằng “0” nghĩa là không có chỉ tiêu nào doanh nghiệp công bố thông tin, điểm CSS bằng “1” nghĩa là doanh nghiệp có đủ thông tin với 77 chỉ tiêu phát triển bền vững.

### **3.3.3. Biến kiểm soát**

Đã có khá nhiều nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến CPSD vốn như (Öztekin, 2015; Xue và cộng sự, 2017) các nghiên cứu này cho thấy nhiều yếu tố ảnh hưởng đến CPSD vốn như đòn bẩy tài chính, tỷ suất sinh lợi của tài sản, năng

lực quản lý, quy mô công ty, dòng tiền, tỷ lệ tổng giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, hệ số thanh toán nhanh, chu kỳ kinh doanh, kỳ niên yết, kiểm toán độc lập. Để xem xét mối quan hệ giữa PTBVĐN và CPSĐ vốn, các nghiên cứu trước đây cũng đã sử dụng các biến kiểm soát bên cạnh các biến độc lập như: Tỷ lệ sở hữu nhà nước, đòn bẩy tài chính, dòng tiền, tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng, tỷ lệ nợ, kiểm toán độc lập (Ghoul và cộng sự, 2011; Godfrey và cộng sự, 2009; Oikonomou và cộng sự, 2014; Yeh và cộng sự, 2019; Anh và cộng sự, 2020). Các nghiên cứu này đã chứng minh rằng quy mô kinh doanh, đòn bẩy tài chính, dòng tiền, hệ số Tobin'Q, tỷ lệ tiền mặt có ảnh hưởng đáng kể đến CPSĐ vốn.

Vì vậy, nghiên cứu này tác giả sẽ bao gồm bảy biến kiểm soát để xem xét mối quan hệ giữa PTBVĐN và chi phí sử dụng vốn bao gồm: quy mô doanh nghiệp (SIZE); đòn bẩy tài chính (Leverage); tỷ lệ thị trường trên sổ sách (Tobin\_Q); tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA); tỷ lệ tiền mặt (Cash); ngành kinh doanh (Industry) và Cú sốc covid của nền kinh tế (COVID).

- Quy mô doanh nghiệp (SIZE): Quy mô doanh nghiệp càng lớn thì khả năng đa dạng hóa hoạt động kinh doanh tốt hơn và làm giảm thiểu rủi ro trong đầu tư. Doanh nghiệp lớn với nhiều cổ đông cũng bị yêu cầu về tính minh bạch hóa cao hơn nên giảm thiểu được các chi phí đại diện do bất cân xứng thông tin. Quy mô doanh nghiệp được đo bằng logarit của tổng tài sản và giả thiết có quan hệ ngược chiều với chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Quy mô doanh nghiệp được đo lường dựa trên logarit của tổng tài sản.

- Đòn bẩy tài chính (Leverage) làm thay đổi mức độ rủi ro tài chính của doanh nghiệp vì vậy tác động đến chi phí sử dụng Nợ cũng như chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Do nợ có chi phí sử dụng vốn thấp hơn so với vốn chủ sở hữu, nên giả thiết rằng khi doanh nghiệp tăng mức độ sử dụng đòn bẩy thì chi phí sử dụng Nợ, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu tăng do rủi ro tăng, nhưng chi phí sử dụng vốn bình quân giảm.

- Hiệu quả tài chính đo lường dựa trên Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA):

Các lý thuyết có sự giải thích khác nhau về khả năng sinh lời tác động đến cơ cấu vốn. Lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng việc huy động vốn của doanh nghiệp dựa trên tình trạng bất cân xứng thông tin do đó lợi nhuận giữ lại được ưu tiên sử

dụng trước khi vay thêm nợ mới. Lý thuyết đánh đổi cho rằng đòn bẩy tài chính có quan hệ cùng chiều với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Lợi nhuận cao sẽ làm giảm rủi ro phá sản vì thế doanh nghiệp sẽ sử dụng đòn bẩy ở mức độ cao hơn. Dựa trên cơ sở lý thuyết, đề tài sẽ kiểm chứng mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và khả năng sinh lợi của doanh nghiệp. Thang đo khả năng sinh lợi áp dụng trong nghiên cứu của Rajan và Zingales (1995), Booth và cộng sự (2001) và Delcoure (2007), khả năng sinh lời được đo lường bằng ROA.

- Giá trị doanh nghiệp Tobin'Q (Tobin\_Q) là thước đo tài chính hiện đại phản ánh giá trị thị trường của tổng tài sản so với giá trị tổng tài sản theo sổ sách kế toán.  $Tobin'Q = \frac{\text{Tổng giá trị thị trường của vốn} + \text{Tổng giá trị thị trường của các khoản nợ}}{\text{Tổng giá trị sổ sách của vốn} + \text{Tổng giá trị sổ sách của các khoản nợ}}$

Thông thường, chúng ta giả định rằng giá trị thị trường và giá trị sổ sách của các khoản nợ của công ty là tương đương. Điều này làm giảm phiên bản Hệ số Q của Tobin xuống như sau:

$$\text{Hệ số Tobin'Q} = \frac{\text{Tổng giá trị thị trường của vốn}}{\text{Tổng giá trị sổ sách của vốn}}$$

- Tỷ lệ tiền mặt (Cash): Tỷ lệ tiền mặt đo lường khả năng thanh toán của một công ty, chỉ tiêu này cho thấy mức độ sử dụng tiền và các khoản tương đương tiền để trang trải các nghĩa vụ nợ ngắn hạn của doanh nghiệp. Tỷ lệ tiền mặt cao cho thấy khả năng trả các khoản nợ khi đến hạn cao. Tỷ lệ tiền mặt cao kỳ vọng làm giảm chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp

- Sở hữu nhà nước (State): là tỷ lệ sở hữu vốn của nhà nước trong DN. Do đặc trưng của các DN Việt Nam có nhiều DN niêm yết là DN thuộc sở hữu nhà nước. Việc có tỷ lệ sở hữu nhà nước tạo ra lợi thế cho DN nhà nước về khả năng tiếp cận các khoản vay cũng như việc thực hiện các khoản vay tín chấp dễ dàng hơn, vì vậy tỷ lệ sở hữu nhà nước có thể ảnh hưởng đến khả năng huy động vốn cũng như chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp (Boubakri và cộng sự, 2010).

- Ngành kinh doanh (Industry) là biến giả (dummy) với thang đo 0-1 được sử dụng cho các nhóm ngành khác nhau, trong đó 1 là các doanh nghiệp ngành sản xuất, 0 là các doanh nghiệp phi sản xuất. Do mỗi ngành có đặc thù hoạt động kinh doanh riêng nên rủi ro trong hoạt động của các ngành khác nhau, làm cho chi phí sử dụng vốn cũng khác nhau.

- Cú sốc Covid 19 của nền kinh tế (COVID): đại dịch COVID-19 xuất hiện từ đầu năm 2020 và kéo dài đến hiện nay được cho là có tác động gây tổn hại đến toàn bộ hoạt động của các doanh nghiệp, vì vậy tác giả đưa biến cú sốc Covid-19 vào mô hình là biến giả với thang đo 0-1, trong đó năm 2020 nhận giá trị 1, các năm khác nhận giá trị 0. Tác động của Covid 19 đến chi phí sử dụng vốn cũng đã được khẳng định trong nghiên cứu của Ke (2022) với kết luận Covid làm tăng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

**Bảng 3.4: Đo lường các biến của mô hình**

Biến	Ký hiệu	Định nghĩa	Đo lường
Biến phụ thuộc	COE	CPSD vốn chủ sở hữu	$= R_f + \beta (R_M - R_f)$
	COD	CPSD Nợ	= Lãi vay/ Nợ phải trả
	WACC	CPSD vốn bình quân	= COE* tỷ trọng vốn chủ sở hữu + COD* tỷ trọng nợ * (1-thuế xuất)
Biến giải thích	CSS	Điểm PTBVĐN	Điểm trung bình của 77 chỉ tiêu PTBV
Biến kiểm soát	SIZE	Quy mô DN	Logarit của tổng tài sản
	ROA	Hiệu quả tài chính	Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản
	Tobin_Q	Giá trị doanh nghiệp	(Tổng giá trị thị trường của vốn + Tổng giá trị thị trường của các khoản nợ)/(Tổng giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu + Tổng giá trị sổ sách của các khoản nợ)
	Industry	Ngành kinh doanh	Biến giả (0-1) với 1 là các doanh nghiệp ngành sản xuất, 0 là các doanh nghiệp phi sản xuất
	Leverage	Đòn bẩy tài chính	=Nợ/ Tổng tài sản
	COVID	Cú sốc Covid -19	Biến giả (0-1) trong đó năm 2020 nhận giá trị 1, các năm khác nhận giá trị 0
	Cash	Tỷ lệ tiền mặt	= Tiền và tương đương tiền/ Nợ ngắn hạn
	State	Sở hữu nhà nước	= Tỷ lệ sở hữu vốn nhà nước

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

### 3.4. Phương pháp hồi quy

#### 3.4.1. Phương pháp hồi quy dữ liệu bảng

Trong nghiên cứu này, dữ liệu bảng dạng DN – năm được sử dụng để phân tích hồi quy. Dữ liệu bảng có ưu điểm là xem xét cả về mặt chuỗi thời gian và cả theo không gian nên có thể xem xét dữ liệu phức tạp biến động theo cả hai chiều. Các phương pháp hồi quy được sử dụng là bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS), phương pháp hồi quy tác động cố định (FEM), phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM).

##### *Hồi quy bình phương nhỏ nhất (Ordinary Least Square-OLS)*

Đây là phương pháp hồi quy dữ liệu cơ bản nhất. Mô hình này giả định các hệ số chặn và độ dốc sử dụng trong mô hình hồi quy là không thay đổi theo thời gian và cho các mẫu quan sát. Do trong thực tế nghiên cứu các doanh nghiệp có những đặc trưng riêng nên phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất có ý nghĩa do có thể làm sai lệch mối quan hệ giữa biến phụ thuộc và biến độc lập.

##### *Hồi quy tác động cố định (Fixed Effects Model-FEM)*

Hồi quy tác động cố định là một mô hình hồi quy được sử dụng để kiểm soát các biến bị bỏ sót phản ánh sự khác biệt giữa các đơn vị chéo (các doanh nghiệp) nhưng bất biến theo thời gian. Mô hình này cho phép sử dụng dữ liệu về các biến số qua thời gian để dự tính tác động của các biến độc lập tới biến phụ thuộc và là một kỹ thuật chủ yếu sử dụng trong phân tích hồi quy dữ liệu mảng.

##### *Hồi quy tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model-REM)*

Trong một số trường hợp nếu tồn tại các biến bị bỏ sót có giá trị không đổi nhưng khác nhau giữa các đơn vị chéo và các biến có giá trị biến đổi theo thời gian nhưng giống nhau đối với tất cả các đơn vị chéo, người ta thường sử dụng mô hình tác động ngẫu nhiên.

Kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian multiplier (LM test) được sử dụng để lựa chọn giữa phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) và phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất thông thường (OLS)

Kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn giữa 2 mô hình FEM và REM.

Sau khi lựa chọn mô hình phù hợp, đề tài tiến hành các kiểm định khác khuyết tât của mô hình.

Đề tài sử dụng phần mềm thống kê Stata14 để thực hiện các kỹ thuật phân tích hồi quy và thực hiện các kiểm định mô hình.

### **3.4.2. Các bước thực hiện**

#### *- Bước 1: Phân tích thống kê mô tả*

Phân tích thống kê mô tả được sử dụng để mô tả những đặc tính cơ bản của dữ liệu thu thập nhằm có cái nhìn tổng quát nhất về mẫu nghiên cứu. Thống kê mô tả trong nghiên cứu này cho thấy được giá trị trung bình, giá trị tối đa, giá trị tối thiểu, độ lệch chuẩn của các biến trong mô hình.

#### *- Bước 2: Phân tích tương quan*

Phân tích tương quan được sử dụng để xem xét mối quan hệ giữa các biến trong mô hình. Từ đó dự đoán được mức độ ảnh hưởng của các biến giải thích đến các biến phụ thuộc và hiện tượng đa cộng tuyến. Mức độ tương quan giữa các biến được thể hiện thông qua chỉ số thống kê hệ số tương quan ( $r$ ).

#### *- Bước 3: Phân tích hồi quy*

Phân tích hồi quy được dùng để đo lường mức độ ảnh hưởng của các biến độc lập với các biến phụ thuộc. Hệ số P\_value của kết quả phân tích hồi quy cho biết mức độ tác động của các biến độc lập trên từng biến phụ thuộc. Các mức độ thống kê có ý nghĩa thường được sử dụng là 1%, 5%, 10%.

Trình tự phân tích hồi quy được thực hiện như sau:

(1): hồi quy OLS

(2): hồi quy REM

(3): Dùng kiểm định Breusch và Pagan để kiểm tra giữa OLS và REM đâu là mô hình phù hợp.

Với giả thuyết

*H0: Mô hình OLS là phù hợp hơn*

*H1: Mô hình REM là phù hợp hơn*

Kết quả của kiểm định Breusch và Pagan cho p\_value lớn hơn 0,05 thì mô hình OLS là phù hợp hơn, ngược lại nếu p\_value nhỏ hơn 0,05 thì mô hình REM là phù hợp hơn.

(4) hồi quy FEM

(5) Dùng kiểm định Hausman để kiểm tra độ phù hợp của FEM so với REM  
Với giả thuyết

*H0: Mô hình REM là phù hợp*

*H1: Mô hình FEM là phù hợp*

Kết quả của kiểm định Hausman cho p\_value lớn hơn 0,05 thì mô hình REM là phù hợp, ngược lại nếu p\_value nhỏ hơn 0,05 thì mô hình FEM là phù hợp.

- *Bước 4: Kiểm định các khuyết tật của mô hình*

(1) Kiểm định đa cộng tuyến bằng hệ số VIF.

Trong nghiên cứu này tác giả sử dụng hệ số VIF để kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình. Nếu giá trị VIF nhỏ hơn 10 cho thấy mô hình không có đa cộng tuyến, ngược lại nếu VIF lớn hơn 10 kết luận mô hình tồn tại đa cộng tuyến.

(2) Kiểm định phương sai thay đổi bằng kiểm định Modifield Wald

Giả thuyết:

*H0: Mô hình không có phương sai thay đổi*

*H1: Mô hình có phương sai thay đổi*

Nếu p\_value của kiểm định hetero lớn hơn 0,05 thì chấp nhận giả thuyết H0, nếu p\_value nhỏ hơn 0,05 thì mô hình tồn tại phương sai thay đổi.

(3) Kiểm định tự tương quan bằng Wooldridge với giả thuyết:

*H0: Mô hình không có tự tương quan*

*H1: Mô hình có tự tương quan*

Nếu p\_value của kiểm định Wooldridge lớn hơn 0,05 thì chấp nhận giả thuyết H0, nếu p\_value nhỏ hơn 0,05 thì mô hình có tự tương quan.

Sau khi kiểm tra các khuyết tật của mô hình, nếu các mô hình đều thỏa mãn không mắc phải một trong các khuyết tật trên thì có thể kết luận mô hình nghiên cứu đạt độ tin cậy để ước lượng tác động của biến độc lập đến biến phụ thuộc. Nếu mô hình tồn tại đa cộng tuyến thì sẽ tiến hành loại bỏ một trong các biến có đa cộng tuyến với nhau ra khỏi mô hình. Nếu mô hình gặp phải các khuyết tật khác thì có thể sử dụng hồi quy robust để điều chỉnh.



### KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Trong chương 3 tác giả làm rõ những nội dung về phương pháp nghiên cứu như sau:

- Đầu tiên tác giả mô tả quy trình lấy mẫu nghiên cứu
- Tiếp theo, từ giả thuyết nghiên cứu ở chương 2, tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu. Trong đó tác giả chỉ ra các biến phụ thuộc, biến độc lập và các biến kiểm soát của mô hình cũng như cách thức tính toán các biến của mô hình.
- Phần tiếp theo, tác giả trình bày về quy trình xử lý dữ liệu nghiên cứu, các phương pháp hồi quy cũng như các kiểm định được áp dụng trong quá trình xử lý dữ liệu.

**CHƯƠNG 4**  
**KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU TÁC ĐỘNG**  
**CỦA PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG ĐẾN CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN**  
**CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT VIỆT NAM**

**4.1. Kết quả nghiên cứu thực trạng phát triển bền vững doanh nghiệp các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam**

**4.1.1. Thực trạng phát triển bền vững doanh nghiệp theo từng nhóm chỉ tiêu**

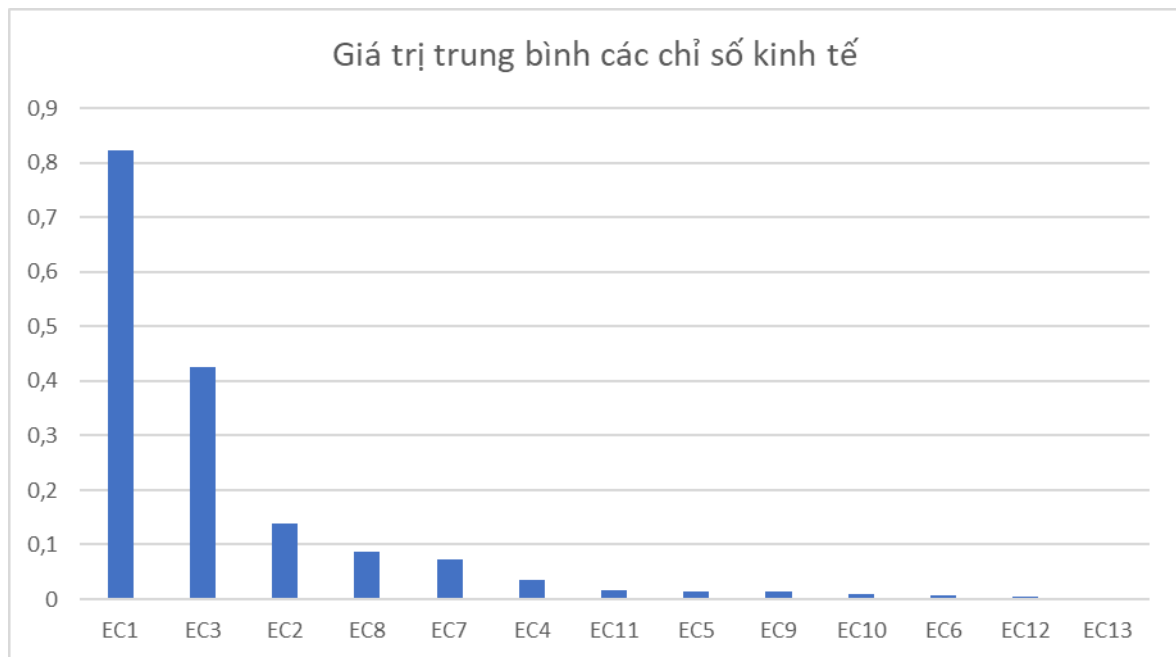
**(1) Nhóm chỉ tiêu về kinh tế**

**Bảng 4.1: Các chỉ tiêu PTBV về kinh tế các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam giai đoạn 2014-2020**

Chỉ tiêu cấp 1	Chỉ tiêu cấp 2	Mã số	Min	Max	Trung bình
Hiệu quả kinh tế	Giá trị kinh tế trực tiếp được tạo ra và phân bổ	EC01	0	1	0,8235
	Ảnh hưởng đến kết quả hoạt động tài chính, các rủi ro và cơ hội khác do biến đổi khí hậu	EC02	0	1	0,1398
	Các nghĩa vụ theo chế độ phúc lợi đã quy định và các chế độ hưu trí khác	EC03	0	1	0,4266
	Hỗ trợ tài chính nhận được từ chính phủ	EC04	0	1	0,0343
Sự hiện diện trên thị trường	Tỷ lệ của mức lương khởi điểm theo giới tính so với mức lương tối thiểu của vùng	EC05	0	1	0,0141
	Tỷ lệ thành viên ban lãnh đạo được tuyển dụng từ cộng đồng địa phương	EC06	0	1	0,0074
Tác động kinh tế gián tiếp	Đầu tư cơ sở hạ tầng và các dịch vụ được hỗ trợ	EC07	0	1	0,0739
	Tác động kinh tế gián tiếp trọng yếu	EC08	0	1	0,0860

Thông lệ mua sắm	Tỷ lệ chi tiêu cho các nhà cung cấp địa phương	EC09	0	1	0,0134
Chống tham nhũng	Các hoạt động đã được đánh giá rủi ro liên quan đến tham nhũng	EC10	0	1	0,0087
	Truyền thông và đào tạo về các chính sách và quy trình chống tham nhũng	EC11	0	1	0,0168
	Các vụ việc tham nhũng đã xác nhận và các biện pháp xử lý	EC12	0	1	0,0040
Hành vi cản trở cạnh tranh	Các chế tài đối với hành vi cản trở cạnh tranh, thực hành độc quyền và chống độc quyền	EC13	0	1	0,0027

(Nguồn: Tác giả tự tính toán dựa trên dữ liệu thu thập)



**Biểu đồ 4.1: Các chỉ tiêu PTBV về kinh tế các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam giai đoạn 2014-2020**

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

Theo số liệu Bảng 4.1 và Biểu đồ 4.1, nhóm chỉ tiêu về kinh tế có 6 chỉ tiêu cấp 1 về: Hiệu quả kinh tế, Sự hiện diện trên thị trường, Tác động kinh tế gián tiếp, Thông lệ mua sắm, Chống tham nhũng và hành vi cản trở cạnh tranh. Trong 6 nhóm này thì các thông tin về hiệu quả kinh tế được công bố nhiều nhất so với các nhóm

còn lại. Chi tiết với các nhóm chỉ tiêu cấp 2 thì điểm trung bình phát triển bền vững của 213 DN trong 7 năm có sự khác biệt rõ rệt giữa các chỉ số. Điểm trung bình cao nhất là chỉ tiêu về Giá trị kinh tế trực tiếp được tạo ra và phân bổ, đây chính là các thông tin về tình hình doanh thu, chi phí, lợi nhuận của DN, việc công bố các thông tin này đạt 0,8235 điểm trung bình, tương đương với 82,35% số lượng DN có công bố thông tin về tình hình kinh tế của doanh nghiệp. Chỉ tiêu cao thứ 2 là các nghĩa vụ theo chế độ phúc lợi đã quy định và các chế độ hưu trí khác với 0,4266 điểm, tương đương 42,66% doanh nghiệp có công bố thông tin liên quan đến phúc lợi và hưu trí. Hai chỉ tiêu có ít DN công bố thông tin nhất là về các vụ việc tham nhũng đã xác nhận và các biện pháp xử lý, Các chế tài đối với hành vi cạnh tranh, thực hành độc quyền và chống độc quyền. Đây là 2 nhóm chỉ tiêu mang tính tiêu cực và nhạy cảm nên khi không bắt buộc phải công bố thông tin chi tiết thì rất ít DN công bố thông tin ở hai chỉ tiêu này.

**(2) Nhóm chỉ tiêu PTBV về môi trường**

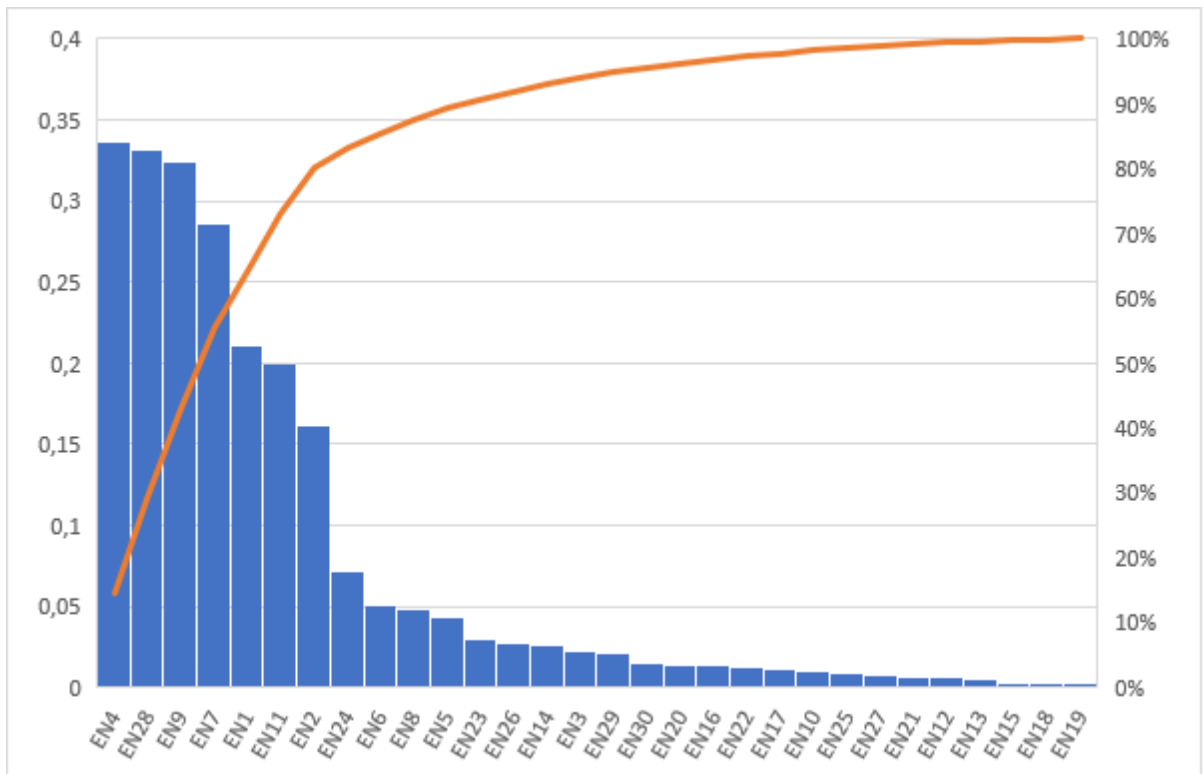
**Bảng 4.2: Nhóm chỉ tiêu PTBV về môi trường các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam giai đoạn 2014-2020**

Chỉ tiêu cấp 1	Chỉ tiêu cấp 2	Mã số	Min	Max	Trung bình
VẬT LIỆU	Vật liệu đã được sử dụng theo trọng lượng hoặc khối lượng	EN1	0	1	0,2111
	Vật liệu tái chế được sử dụng	EN2	0	1	0,1619
	Sản phẩm được tái chế và vật liệu đóng gói sản phẩm	EN3	0	1	0,0222
NĂNG LƯỢNG	Tiêu thụ năng lượng trong tổ chức	EN4	0	1	0,3359
	Tiêu thụ năng lượng ngoài tổ chức	EN5	0	1	0,0430
	Cường độ sử dụng năng lượng	EN6	0	1	0,0504
	Giảm tiêu hao năng lượng	EN7	0	1	0,2862
	Giảm nhu cầu năng lượng của	EN8	0	1	0,0477

Chỉ tiêu cấp 1	Chỉ tiêu cấp 2	Mã số	Min	Max	Trung bình
	sản phẩm và dịch vụ				
NƯỚC	Lượng nước đầu vào theo nguồn	EN9	0	1	0,3238
	Những nguồn nước chịu ảnh hưởng đáng kể bởi lượng nước đầu vào	EN10	0	1	0,0108
	Tuần hoàn và tái sử dụng nước	EN11	0	1	0,1995
ĐA DẠNG SINH HỌC	Các cơ sở hoạt động được sở hữu, cho thuê, quản lý trong, hoặc gần kề các khu vực được bảo tồn và các khu vực đa dạng sinh học cao bên ngoài các khu được bảo tồn	EN12	0	1	0,0061
	Tác động đáng kể của các hoạt động, sản phẩm và dịch vụ đối với đa dạng sinh học	EN13	0	1	0,0047
	Các môi trường sống được bảo tồn hoặc phục hồi	EN14	0	1	0,0262
	Các loài trong Sách Đỏ của IUCN và các loài trong danh sách bảo tồn quốc gia có môi trường sống trong các khu vực chịu ảnh hưởng bởi các hoạt động	EN15	0	1	0,0034
PHÁT THẢI	Phát thải khí nhà kính (GHG) trực tiếp	EN16	0	1	0,0134
	Phát thải khí nhà kính (GHG) gián tiếp từ năng lượng	EN17	0	1	0,0114
	Phát thải khí nhà kính (GHG) gián tiếp khác	EN18	0	1	0,0027
	Thâm dụng phát thải khí nhà	EN19	0	1	0,0027

Chỉ tiêu cấp 1	Chỉ tiêu cấp 2	Mã số	Min	Max	Trung bình
	kính (GHG)				
	Giảm phát thải khí nhà kính (GHG)	EN20	0	1	0,0141
	Phát thải các chất phá hủy tầng ô-zôn (ODS)	EN21	0	1	0,0067
	Nitrogen oxides (NOX), sulfur oxides (SOX), và các phát thải khí đáng kể khác	EN22	0	1	0,0128
NƯỚC THẢI VÀ CHẤT THẢI	Tổng lượng nước thải theo chất lượng và địa điểm	EN23	0	1	0,0296
	Tổng lượng chất thải theo loại và phương pháp xử lý	EN24	0	1	0,0712
	Sự cố tràn đáng kể	EN25	0	1	0,0087
	Vận chuyển chất thải nguy hại	EN26	0	1	0,0269
	Các khu vực chứa nước bị ảnh hưởng bởi việc thải nước và/hoặc dòng nước thải	EN27	0	1	0,0074
TUÂN THỦ VỀ MÔI TRƯỜNG	Không tuân thủ pháp luật và các quy định về môi trường (tổng số tiền phạt, số hình phạt phi tiền tệ đối với hành vi không tuân thủ pháp luật về môi trường)	EN28	0	1	0,3319
ĐÁNH GIÁ NHÀ CUNG CẤP VỀ MÔI TRƯỜNG	Các nhà cung cấp mới đã được đánh giá sơ bộ bằng cách sử dụng các tiêu chí về môi trường	EN29	0	1	0,0215
	Các tác động môi trường tiêu cực trong chuỗi cung ứng và các hành động đã thực hiện	EN30	0	1	0,0155

(Nguồn: Tác giả tự tính toán dựa trên dữ liệu thu thập)



**Biểu đồ 4.2: Các chỉ tiêu môi trường**

Theo số liệu trong Bảng 4.2. và Biểu đồ 4.2., các chỉ tiêu về môi trường lần lượt là: vật liệu, năng lượng, nước, đa dạng sinh học, phát thải, nước thải và chất thải, tuân thủ về môi trường, đánh giá nhà cung cấp về môi trường. Phát thải và đa dạng sinh học là hai nhóm chỉ tiêu có nhiều tiêu chí cấp 2 nhất, cho thấy mức độ quan tâm, đánh giá của bộ chỉ số GRI với nhóm chỉ tiêu này cao hơn so với các nhóm còn lại. Các chỉ tiêu chi tiết lần lượt có điểm trung bình toàn thị trường cao nhất là Tiêu thụ năng lượng trong tổ chức (0,3359 điểm), Không tuân thủ pháp luật và các quy định (0,3328), Lượng nước đầu vào theo nguồn (0,3238 điểm), Giảm tiêu hao năng lượng (0,3862 điểm), Vật liệu và tuần hoàn nước (0,2111). Các chỉ tiêu này cũng đồng thời là các chỉ tiêu được liệt kê trong phụ lục về mẫu báo cáo PTBV theo thông tư 155/2015-BTC. Như vậy có thể thấy các chỉ tiêu thuộc nhóm bắt buộc công bố thông tin là những chỉ tiêu đang được công bố thông tin nhiều nhất. Nhóm các chỉ tiêu về phát thải và đa dạng sinh học là 2 nhóm đang có điểm PTBV thấp nhất cho thấy DN chưa quan tâm đúng mức. Đây chính là sự khác biệt của Việt Nam với các nước phát triển, ở đó các DN tập trung vào các chỉ tiêu

về môi trường, năng lượng tái tạo, tái chế, ô nhiễm do những áp lực từ phía khách hàng, những nhà đầu tư cũng như cộng đồng dân cư về hành động bảo vệ môi trường của DN.

**(3) Nhóm chỉ tiêu PTBV về xã hội**

**Bảng 4.3: Các chỉ tiêu PTBV về xã hội**

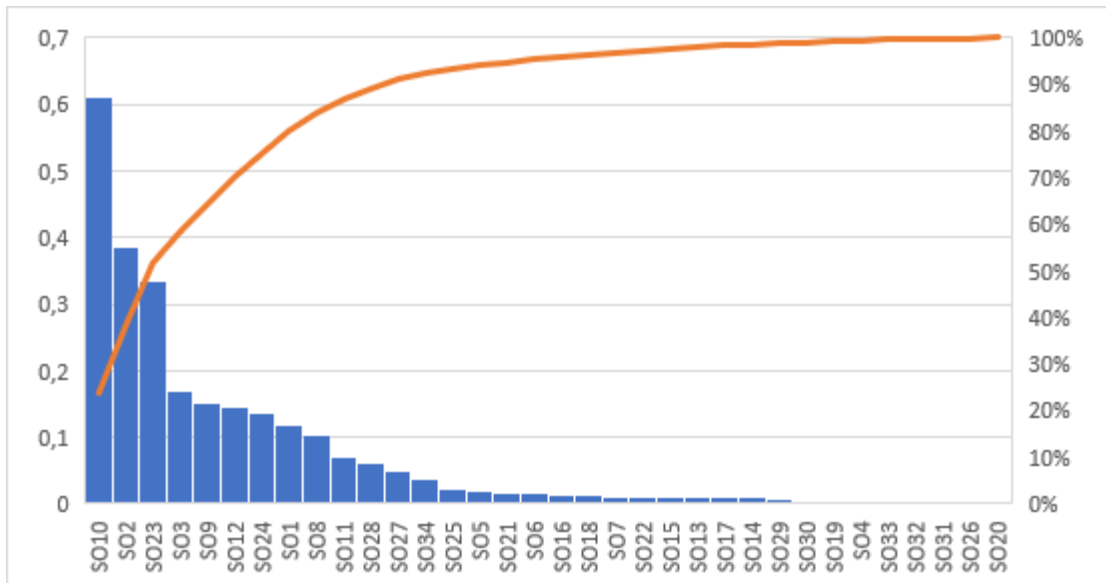
Chỉ tiêu cấp 1	Chỉ tiêu cấp 2	Mã số	Min	Max	Trung bình
VIỆC LÀM	Số lượng nhân viên thuê mới và tỷ lệ thôi việc	SO1	0	1	0,1184
	Phúc lợi cung cấp cho nhân viên toàn thời gian không dành cho nhân viên tạm thời hoặc bán thời gian	SO2	0	1	0,3858
	Nghỉ thai sản	SO3	0	1	0,1694
MỐI QUAN HỆ LAO ĐỘNG/ QUẢN LÝ	Thời hạn thông báo tối thiểu về những thay đổi trong hoạt động (thời hạn thông báo trước tối thiểu tính bằng tuần thường được cung cấp cho nhân viên trước khi thực hiện những thay đổi)	SO4	0	1	0,0047
AN TOÀN VÀ SỨC KHỎE NGHỀ NGHIỆP	Đại diện của người lao động trong các liên ủy ban an toàn và sức khỏe nghề nghiệp chính thức giữa ban lãnh đạo và người lao động	SO5	0	1	0,0195
	Loại thương tích và tỷ lệ thương tích, bệnh nghề nghiệp, ngày công bị mất, tình trạng vắng mặt và số vụ tư vong liên quan đến công việc	SO6	0	1	0,0168
	Người lao động có tỷ lệ cao hoặc có nguy cơ cao mắc các bệnh liên quan đến nghề nghiệp	SO7	0	1	0,0101
	Các chủ đề về sức khỏe và an toàn được đề cập trong thỏa thuận chính thức với công đoàn	SO8	0	1	0,1042
GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO	Số giờ đào tạo trung bình mỗi năm cho mỗi nhân viên	SO9	0	1	0,1527
	Các chương trình nâng cao kỹ năng cho nhân viên và chương trình hỗ trợ	SO10	0	1	0,6105



Chỉ tiêu cấp 1	Chỉ tiêu cấp 2	Mã số	Min	Max	Trung bình
	chuyên tiếp				
	Tỷ lệ phần trăm nhân viên được đánh giá định kỳ hiệu quả công việc và phát triển nghề nghiệp	SO11	0	1	0,0692
SỰ ĐA DẠNG VÀ CƠ HỘI BÌNH ĐẲNG	Sự đa dạng của cấp quản lý và nhân viên	SO12	0	1	0,1465
	Tỷ lệ lương cơ bản và thù lao của phụ nữ so với nam giới	SO13	0	1	0,0101
KHÔNG-PHÂN BIỆT ĐỐI XỬ	Các vụ việc phân biệt đối xử và các hành động khắc phục đã thực hiện	SO14	0	1	0,0087
TỰ DO LẬP HỘI/ QUYỀN THAM GIA CÔNG ĐOÀN VÀ THƯƠNG LƯỢNG TẬP THỂ	Các hoạt động và các nhà cung cấp mà ở đó quyền tự do lập hội/ quyền tham gia công đoàn và thương lượng tập thể có thể gặp rủi ro	SO15	0	1	0,0101
LAO ĐỘNG TRẺ EM	Các hoạt động và nhà cung cấp có rủi ro đáng kể về các vụ việc lao động trẻ em	SO16	0	1	0,0134
LAO ĐỘNG CƯỖNG BỨC HOẶC BẮT BUỘC	Các hoạt động và nhà cung cấp có rủi ro đáng kể về các vụ việc lao động cưỡng bức hoặc bắt buộc	SO17	0	1	0,0094
THÔNG LỆ VỀ AN NINH	Nhân viên an ninh được đào tạo về các quy trình hoặc chính sách về quyền con người	SO18	0	1	0,0121
QUYỀN CỦA NGƯỜI BẢN ĐỊA	Các vụ vi phạm liên quan đến quyền của người bản địa	SO19	0	1	0,0054
ĐÁNH GIÁ QUYỀN CON NGƯỜI	Những hoạt động cần phải rà soát về quyền con người hoặc đánh giá tác động	SO20	0	1	0,0020
	Đào tạo nhân viên về các quy trình hoặc chính sách về quyền con người	SO21	0	1	0,0168
	Những hợp đồng và thỏa thuận đầu tư quan trọng có bao gồm các điều khoản về quyền con người hoặc đã được đánh giá sơ bộ về quyền con người	SO22	0	1	0,0101
CỘNG ĐỒNG	Những hoạt động có sự tham gia của	SO23	0	1	0,3336

Chỉ tiêu cấp 1	Chỉ tiêu cấp 2	Mã số	Min	Max	Trung bình
ĐỊA PHƯƠNG	cộng đồng địa phương, đánh giá tác động và các chương trình phát triển				
	Những hoạt động có tác động tiêu cực tiềm ẩn và thực tế đáng kể với cộng đồng địa phương	SO24	0	1	0,1351
ĐÁNH GIÁ NHÀ CUNG CẤP VỀ MẶT XÃ HỘI	Các nhà cung cấp mới đã được đánh giá sơ bộ bằng cách sử dụng các tiêu chí về xã hội	SO25	0	1	0,0215
	Các tác động xã hội tiêu cực trong chuỗi cung ứng và các hành động đã thực hiện	SO26	0	1	0,0020
CHÍNH SÁCH CÔNG	Đóng góp chính trị	SO27	0	1	0,0485
SỨC KHỎE VÀ AN TOÀN CỦA KHÁCH HÀNG	Đánh giá tác động về sức khỏe và an toàn của các loại sản phẩm hoặc dịch vụ	SO28	0	1	0,0612
	Các vụ việc không tuân thủ liên quan đến tác động sức khỏe và an toàn của các sản phẩm và dịch vụ	SO29	0	1	0,0067
TIẾP THỊ VÀ NHÃN HIỆU	Các yêu cầu đối với thông tin nhãn hiệu, sản phẩm và dịch vụ	SO30	0	1	0,0054
	Các vụ việc không tuân thủ liên quan đến thông tin và nhãn hiệu của sản phẩm và dịch vụ	SO31	0	1	0,0034
	Các vụ việc không tuân thủ liên quan đến truyền thông tiếp thị	SO32	0	1	0,0034
QUYỀN BẢO MẬT THÔNG TIN KHÁCH HÀNG	Khiếu nại có căn cứ về việc vi phạm Quyền bảo mật thông tin khách hàng và mất dữ liệu khách hàng	SO33	0	1	0,0034
TUÂN THỦ VỀ KINH TẾ-XÃ HỘI	Không tuân thủ luật pháp và các quy định trong lĩnh vực kinh tế và xã hội	SO34	0	1	0,0377

(Nguồn: tác giả tự thu thập dữ liệu và tính toán)



**Biểu đồ 4.3: Các chỉ tiêu PTBV xã hội**

Theo dữ liệu trong bảng 4.3 và Biểu đồ 4.3, các chỉ tiêu PTBV về xã hội có 19 nhóm chỉ tiêu cấp 1 và 34 chỉ tiêu cấp 2. 19 nhóm chỉ tiêu cấp 1 lần lượt là: việc làm, mối quan hệ lao động - quản lý, an toàn và sức khỏe nghề nghiệp, giáo dục và đào tạo, sự đa dạng và cơ hội bình đẳng, không phân biệt đối xử, tự do lập hội, quyền tham gia công đoàn và thương lượng tập thể, lao động trẻ em, lao động cưỡng bức hoặc bắt buộc, thông lệ về an ninh, quyền của người bản địa, đánh giá quyền con người, cộng đồng địa phương, đánh giá nhà cung cấp về mặt xã hội, chính sách công, sức khỏe và an toàn của khách hàng, tiếp thị và nhãn hiệu, quyền bảo mật thông tin khách hàng. Có thể thấy trong bộ chỉ tiêu PTBV của GRI tiêu chuẩn thì nhóm các chỉ tiêu PTBV về xã hội có nhiều chỉ tiêu đánh giá nhất, với 34 chỉ tiêu trên tổng số 77 chỉ tiêu, chiếm trên 50%. Trong các chỉ tiêu về xã hội, các chỉ tiêu liên quan đến người lao động có điểm PTBV lớn nhất, cũng thể hiện mức độ công bố thông tin cao nhất, bao gồm các chỉ tiêu về: Các chương trình nâng cao kỹ năng cho nhân viên, Phúc lợi cung cấp cho nhân viên, Nghỉ thai sản. Nhóm thứ hai có nhiều thông tin được công bố liên quan đến cộng đồng địa phương, bao gồm: những hoạt động có sự tham gia của cộng đồng địa phương, những hoạt động có tác động tiêu cực tiềm ẩn và thực tế đáng kể với cộng đồng địa phương. Các chỉ tiêu có điểm số cao cũng đồng

thời là các chỉ tiêu được chi tiết trong phụ lục báo cáo PTBV theo thông tư 155/2015-BTC, vì vậy có thể thấy việc bắt buộc công bố thông tin có tác động lớn đến PTBV của doanh nghiệp.

Có 4 chỉ tiêu có số doanh nghiệp công bố thông tin ít nhất gồm: Các vụ vi phạm liên quan đến quyền của người bản địa, Những hoạt động cần phải rà soát về quyền con người hoặc đánh giá tác động, Những hợp đồng và thỏa thuận đầu tư quan trọng liên quan đến quyền con người, Các tác động xã hội tiêu cực trong chuỗi cung ứng. Có thể thấy GRI tiêu chuẩn là khung sáng kiến toàn cầu, đang được sử dụng trong công bố thông tin về PTBVDN ở nhiều quốc gia khác nhau trên thế giới. Tuy nhiên mỗi quốc gia có đặc điểm về hệ thống văn bản pháp luật, đặc điểm về văn hóa, xã hội khác nhau nên sẽ có những tiêu chí không hoàn toàn phù hợp với từng quốc gia cụ thể.

Nhìn chung, mức độ PTBVDN của các doanh nghiệp niêm yết hiện còn khá thấp, chỉ tiêu bền vững về kinh tế được công bố nhiều nhất là Giá trị kinh tế trực tiếp được tạo ra và phân bổ với tỷ lệ 82,4%, chỉ tiêu về môi trường được công bố nhiều nhất với tỷ lệ là 33,59% doanh nghiệp có công bố thông tin, chỉ tiêu xã hội phổ biến nhất cũng chỉ có 60% doanh nghiệp công bố.

#### 4.1.2. Thực trạng phát triển bền vững doanh nghiệp theo thời gian

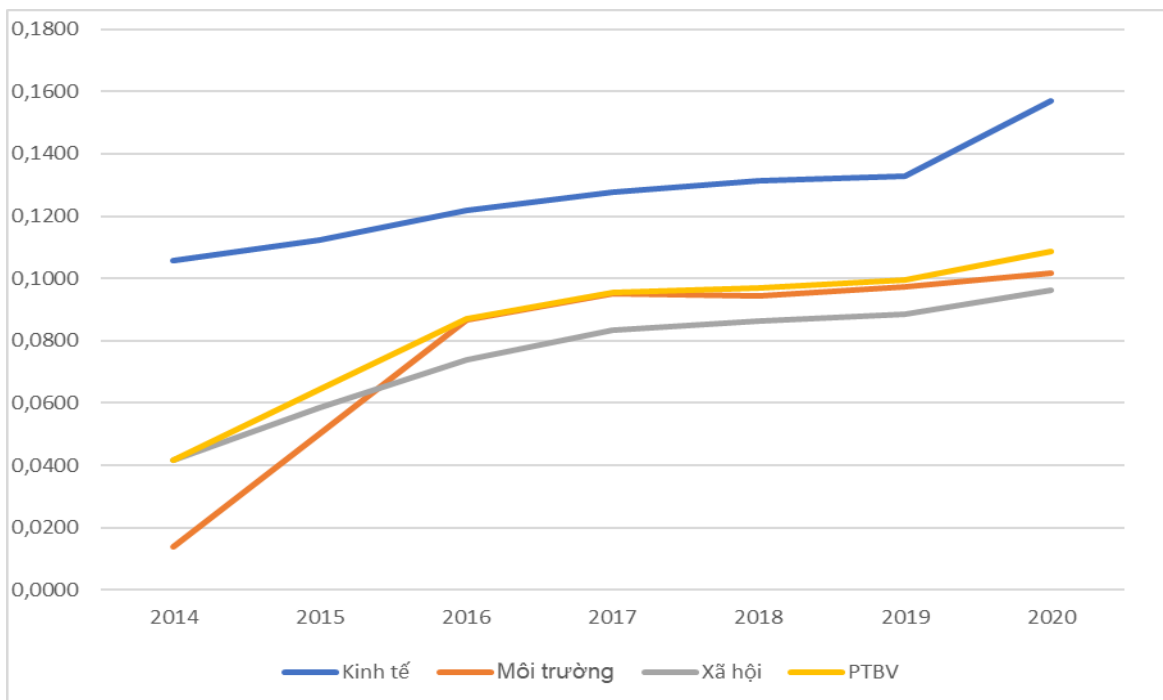
**Bảng 4.4: Thực trạng PTBV theo nhóm chỉ tiêu và theo thời gian**

Năm	Kinh tế	Môi trường	Xã hội	PTBV tổng hợp
2020	0,1571	0,1016	0,0962	0,1086
2019	0,1329	0,0975	0,0885	0,0995
2018	0,1315	0,0942	0,0863	0,0970
2017	0,1278	0,0950	0,0833	0,0954
2016	0,1217	0,0869	0,0740	0,0871
2015	0,1123	0,0499	0,0585	0,0643
2014	0,1058	0,0138	0,0418	0,0417

(Nguồn: Tác giả tự thu thập dữ liệu và tính toán)

Điểm PTBV tổng hợp là điểm trung bình của tất cả 77 chỉ tiêu thuộc cả 3 nhóm Kinh tế, Môi trường, Xã hội. Điểm PTBV là chỉ tiêu đánh giá tổng thể mức

độ PTBV của DN. Có thể thấy điểm PTBV tổng hợp có xu hướng tăng lên theo thời gian từ 2014 đến 2020, mốc thời gian 2016 là năm có sự thay đổi rõ rệt hơn hẳn so với các năm khác. Tại năm 2014 nhóm chỉ tiêu công bố thông tin thấp nhất là về Môi trường, tuy nhiên chỉ tiêu này có sự gia tăng đột biến trong 2 năm 2015 và 2016 và vượt lên trên chỉ tiêu về xã hội. Như vậy có thể thấy việc ban hành thông tư 155/2015- BTC của Bộ tài chính năm 2015, áp dụng từ 1/1/2016, lần đầu tiên quy định về việc công bố thông tin PTBV đã làm cho các DN có mức độ thông tin tăng nhanh, với cả 3 nhóm về kinh tế, môi trường, xã hội, đặc biệt sự gia tăng công bố thông tin tăng lên rất nhanh với nhóm chỉ tiêu về môi trường. Điểm gãy lần 2 của đồ thị là năm 2020, khi ban hành thông tư số 96/2020/TT-BTC về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.



**Biểu đồ 4.4: Xu hướng các nhóm chỉ tiêu theo thời gian**

Theo số liệu trong Bảng 4.4 và Biểu đồ 4.4, nhóm chỉ tiêu PTBV về kinh tế có điểm trung bình cao nhất, khác biệt so với 2 nhóm chỉ tiêu còn lại. Điều này cho thấy mức độ ưu tiên của các doanh nghiệp về hiệu quả kinh tế cao hơn hẳn so với môi trường và xã hội. Xét về xu hướng và mức độ tăng trưởng hàng năm thì nhóm chỉ tiêu PTBV về kinh tế và xã hội có sự tăng trưởng đều đặn và ổn định hơn so với

nhóm chỉ tiêu về môi trường. Nhóm chỉ tiêu về môi trường nhìn trên đồ thị có thể thấy độ dốc rất lớn trong giai đoạn 2014-2016, cho thấy mức độ quan tâm đột biến của các doanh nghiệp đối với môi trường khi có thông tư 155/2015- BTC của Bộ tài chính năm 2015. Trong khi đó thông tư số 96/2020/TT-BTC dường như tác động nhiều hơn đến các chỉ tiêu PTBV về kinh tế và xã hội khi điểm gãy của 2 nhóm chỉ tiêu này rơi vào năm 2019 - 2020.

#### ***4.1.3. Thực trạng phát triển bền vững doanh nghiệp theo ngành***

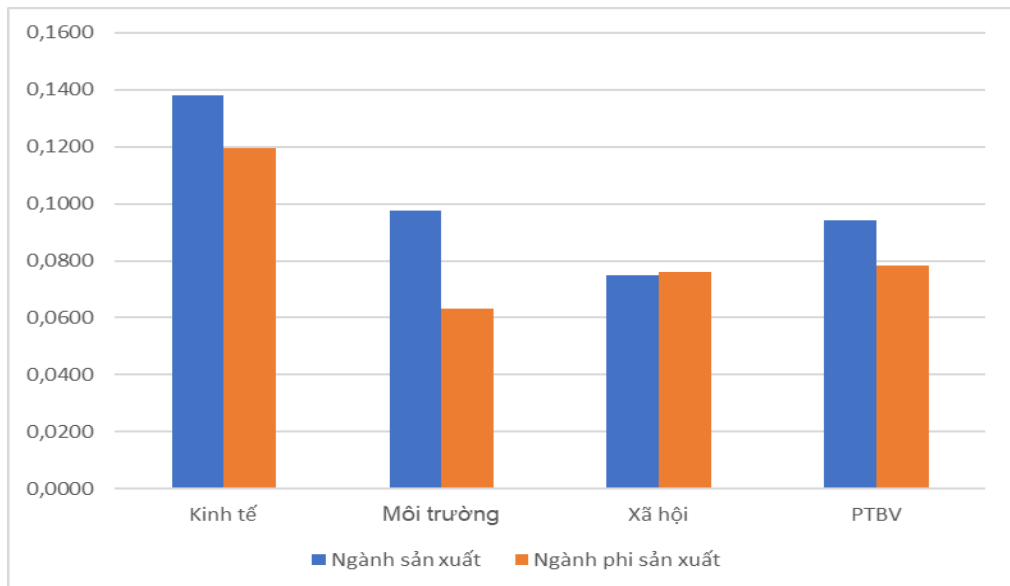
Do có sự khác biệt trong đặc điểm sản xuất kinh doanh nên luận án chia các doanh nghiệp thành 2 nhóm DN sản xuất và DN phi sản xuất. DN sản xuất bao gồm: sản xuất các sản phẩm điện tử, vi tính, kim loại, cơ khí, sản xuất may mặc, nhựa, đồ uống, thuốc lá, giấy, sản xuất phương tiện vận tải, máy móc, thiết bị... Các DN phi sản xuất bao gồm các ngành: bán buôn, bán lẻ, công nghệ thông tin, tiện ích, xây dựng và bất động sản, vận tải và kho bãi, khai khoáng. Kết quả phân tích điểm PTBVDN theo phân loại ngành kinh doanh trong Bảng 4.5 và Biểu đồ 4.5 cho thấy, khi thực hiện kiểm tra mức độ PTBV ở các doanh nghiệp sản xuất và phi sản xuất cũng cho thấy sự khác biệt rõ rệt. Các doanh nghiệp sản xuất đang có điểm PTBV tổng thể cao hơn đáng kể so với nhóm các doanh nghiệp phi sản xuất. Cụ thể, các DN sản xuất có điểm PTBV về kinh tế và môi trường cao hơn so với DN phi sản xuất, đặc biệt là ở nhóm chỉ tiêu về môi trường. Có thể thấy ở DN sản xuất, vấn đề trách nhiệm về môi trường được coi trọng hơn so với những DN khác bởi những DN này được xem là có tác động nhiều hơn đến môi trường do đặc điểm sản xuất kinh doanh của mình. Ngay trong các DN sản xuất thì điểm PTBV về môi trường cao hơn đáng kể so với điểm PTBV về xã hội. Điều này cho thấy các DN sản xuất quan tâm nhiều đến vấn đề môi trường do tác động nhiều đến môi trường hơn so với các ngành dịch vụ và thương mại. Nhóm chỉ tiêu PTBV về xã hội mặc dù có sự khác biệt giữa các DN sản xuất và phi sản xuất tuy nhiên sự chênh lệch này không nhiều. Điểm trung bình của chỉ tiêu PTBV về xã hội trong DN phi sản xuất cao hơn so với chỉ tiêu PTBV về môi trường cho thấy trách nhiệm với người lao động, khách hàng, cộng đồng dân cư. Có thể thấy những ngành có nhiều tác động với môi trường và người tiêu dùng, cũng như cộng đồng địa phương ít muốn

tiết lộ thông tin về hoạt động PTBVĐN cho các bên liên quan. Ngược lại với các doanh nghiệp phi sản xuất, lại chủ động hơn trong việc thực hiện và công bố các thông tin về PTBVĐN tạo dựng niềm tin với các bên liên quan.

**Bảng 4.5: Điểm PTBVĐN theo ngành**

STT	Ngành	Số lượng DN	Kinh tế	Môi trường	Xã hội	PTBV
1	Sản xuất	86	0,1381	0,0975	0,0748	0,0943
2	Phi sản xuất	127	0,1195	0,0630	0,0760	0,0783
	<b>Tổng</b>	<b>213</b>	<b>0,119</b>	<b>0,061</b>	<b>0,059</b>	<b>0,070</b>

*Nguồn: Tác giả tự thu thập dữ liệu và tính toán*



**Biểu đồ 4.5: Điểm trung bình PTBV theo các nhóm ngành và tổng hợp**

*(Nguồn: Tác giả tự tính toán)*

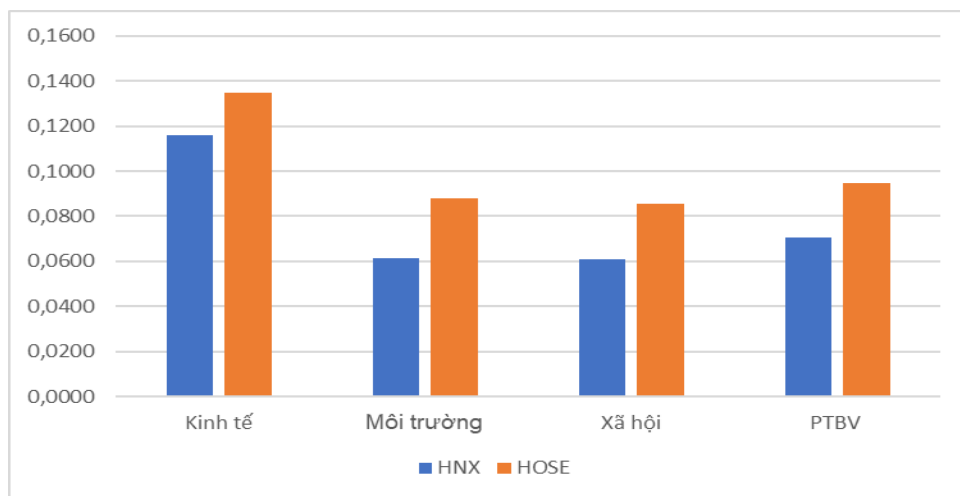
#### **4.1.4. Thực trạng phát triển bền vững theo thị trường**

Theo số liệu Bảng 4.6 và Biểu đồ 4.6, có thể thấy sàn HOSE có điểm PTBV cao hơn so với sàn HNX ở tất cả các nhóm chỉ tiêu. Điều này có thể lý giải do sự phát triển của hai thị trường là khác nhau. Sàn HOSE vẫn là sàn chứng khoán có mức độ phát triển, hoàn thiện các quy định tốt hơn so với sàn HNX. Và điều này cũng thể hiện ở việc các DN niêm yết trên sàn HOSE có điểm PTBV tốt hơn so với sàn HNX.

**Bảng 4.6: Trung bình các nhóm chỉ số theo thị trường**

STT	Sàn chứng khoán	Số lượng DN	Kinh tế	Môi trường	Xã hội	PTBV tổng hợp
1	HNX	88	0,1158	0,0614	0,0610	0,0704
2	HOSE	125	0,1348	0,0879	0,0857	0,0949
	<b>Tổng</b>	<b>213</b>				

(Nguồn: Tác giả tự thu thập dữ liệu và tính toán)

**Biểu đồ 4.6. Điểm trung bình các nhóm chỉ số theo thị trường**

#### 4.1.5. Đánh giá chung về thực trạng phát triển bền vững doanh nghiệp

Dựa trên kết quả khảo sát, thực trạng PTBCDN còn ở mức thấp. Nguyên nhân được đánh giá là do thị trường vốn tại Việt Nam vẫn còn khá non trẻ, hầu hết các DN niêm yết đều đang trong giai đoạn đầu tăng trưởng, khiến nhiều cổ đông, lãnh đạo bị chi phối bởi quan điểm “có thực mới vực được đạo”, DN dồn tâm sức tìm giải pháp để tăng trưởng nhanh doanh thu, lợi nhuận, giành, giữ và bảo vệ thị phần trước môi trường cạnh tranh ngày càng khốc liệt, Trong khi đó, cộng đồng nhà đầu tư cá nhân chiếm tỷ trọng lớn tập trung mua cổ phiếu theo biến động doanh thu, lợi nhuận.

Đầu tư ngắn hạn chiếm ưu thế đã khiến việc xem xét đến trách nhiệm của DN với môi trường, với xã hội bị xem nhẹ.

Hệ thống pháp lý chưa thực sự chặt chẽ cũng là nguyên nhân khiến quyền và nghĩa vụ cho các cổ đông, nhất là cổ đông nhỏ lẻ tại nhiều DN không được đảm bảo, dẫn đến những mâu thuẫn giữa các nhóm cổ đông và lãnh đạo DN.



Tuy vậy, trong bối cảnh thị trường vốn ngày càng mở cửa, nhà đầu tư trong và ngoài nước ngày càng đòi hỏi khắt khe hơn trước mỗi khoản đầu tư của mình, buộc DN không thể thờ ơ với yếu tố môi trường, xã hội và quản trị DN.

## 4.2. Thực trạng chi phí sử dụng vốn doanh nghiệp niêm yết Việt Nam

### 4.2.1. Chi phí sử dụng vốn phân loại theo ngành

**Bảng 4.7: Đặc điểm chi phí sử dụng vốn các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam theo ngành**

Ngành	Số doanh nghiệp	CPSD vốn chủ sở hữu	CPSD nợ trước thuế	Nợ/ Tổng nguồn vốn	Nợ ngắn hạn/ Tổng nợ	Chi phí sử dụng vốn bình quân
Sản xuất	86	9,15%	3,50%	52,14%	79,78%	5,79%
Phi sản xuất	127	9,90%	3,31%	56,77%	62,84%	5,81%
<b>Tổng</b>	<b>213</b>	<b>9,58%</b>	<b>3,39%</b>	<b>54,90%</b>	<b>69,68%</b>	<b>5,80%</b>

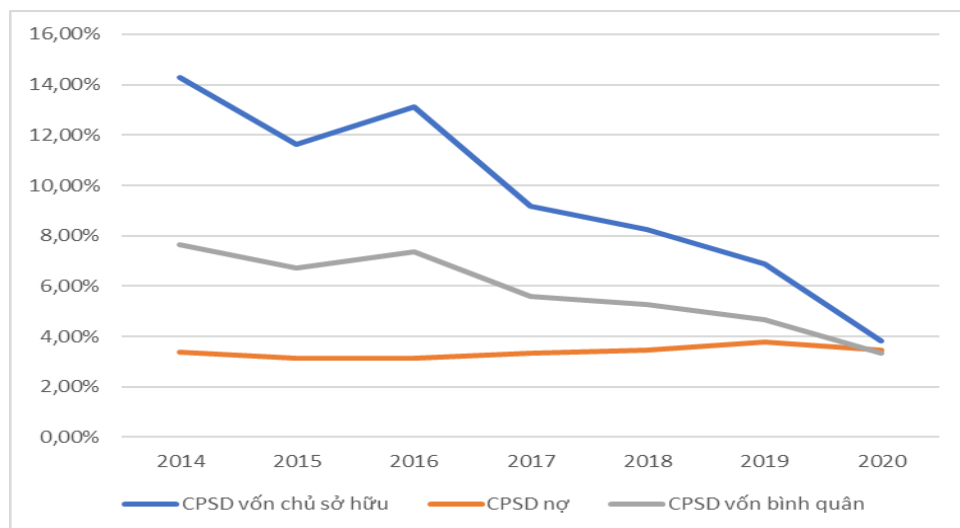
Theo số liệu bảng 4.7 có thể thấy CPSD vốn chủ sở hữu bình quân toàn thị trường là 9,58%, trong đó ngành phi sản xuất có CPSD vốn chủ sở hữu trung bình các doanh nghiệp (9,90%) cao hơn so với ngành sản xuất (9,15%). CPSD nợ trước thuế được tính bằng lãi vay chia tổng nợ phải trả. Vì vậy CPSD nợ là chi phí trung bình của tất cả các khoản nợ ngắn hạn và dài hạn của doanh nghiệp. CPSD nợ của DN sản xuất và phi sản xuất lần lượt là 3,50% và 3,31%. Mức CPSD nợ theo tính toán thấp hơn so với lãi suất cho vay doanh nghiệp của các ngân hàng do nợ phải trả trong công thức tính toán bao gồm cả các khoản: người mua ứng trước tiền hàng, nợ tiền người bán, thuế thu nhập,... Việc tính toán CPSD nợ theo cách tính này như là một ước lượng về CPSD nợ nói chung của doanh nghiệp, không phản ánh lãi suất các khoản vay và nợ dài hạn của doanh nghiệp. Về mức độ sử dụng nợ để tài trợ cho các hoạt động của DN thì có thể thấy, hệ số nợ trung bình toàn thị trường là 54,90%, cho biết trung bình 54,90% tài sản của các doanh nghiệp được tài trợ bằng nợ. Trong các khoản nợ thì nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng chủ yếu, trung bình toàn thị trường là 69,68% các khoản nợ ngắn hạn. Chi phí sử dụng vốn bình quân toàn thị trường là 5,80% trong đó các DN phi sản xuất có CPSD vốn cao hơn so với DN sản xuất.

#### 4.2.2. Chi phí sử dụng vốn theo thời gian

**Bảng 4.8: Chi phí sử dụng vốn các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam theo năm**

Năm	Số doanh nghiệp	CPSD vốn chủ sở hữu	CPSD nợ	CPSD vốn bình quân
2014	213	14,29%	3,39%	7,65%
2015	213	11,63%	3,14%	6,70%
2016	213	13,13%	3,13%	7,36%
2017	213	9,17%	3,34%	5,61%
2018	213	8,24%	3,47%	5,28%
2019	213	6,88%	3,80%	4,68%
2020	213	3,82%	3,47%	3,34%

Dữ liệu trên Bảng 4.8 và Biểu đồ 4.7 cho thấy CPSD vốn bình quân có xu hướng giảm dần theo thời gian trong giai đoạn từ 2014 đến 2020. CPSD vốn bình quân năm 2014 là 7,64%, giảm liên tục các năm đến 2020 là 3,34%. Trong đó CPSD vốn chủ sở hữu giảm mạnh từ 14,29% năm 2014 xuống còn 3,82% năm 2020. Lý do của xu hướng giảm này do việc tính CPSD vốn chủ sở hữu dựa trên lãi suất phi rủi ro ở đây là lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 12 tháng mà lãi suất trái phiếu chính phủ có xu hướng giảm từ năm 2014 đến thấp nhất ở năm 2020. Ngược lại, CPSD nợ có xu hướng ổn định đều đặn qua các năm, dao động quanh mức 3,13% đến 3,80%.



**Biểu đồ 4.7: CPSD vốn các doanh nghiệp niêm yết theo thời gian**

### 4.3. Kết quả nghiên cứu định lượng tác động của phát triển bền vững doanh nghiệp đến chi phí sử dụng vốn của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam

#### 4.3.1. Thống kê mô tả dữ liệu

Dựa trên thống kê mô tả ở Bảng 4.9 có thể thấy một số đặc điểm của các biến như sau. Đòn bẩy tài chính của các DN niêm yết trung bình ở mức 0,5490 nghĩa là các DN phụ thuộc khá lớn vào các khoản nợ vay. Tuy nhiên trong đó chủ yếu là vay ngắn hạn, tỷ lệ nợ ngắn hạn trong tổng nợ là 0,6938, chiếm tỷ lệ chủ yếu trong các khoản vay và nợ của doanh nghiệp. Hệ số nợ hay đòn bẩy tài chính cũng khác biệt rất lớn giữa các DN khác nhau, các ngành nghề khác nhau.

Các biến đo lường PTBV tổng hợp là CSS được tính dựa trên điểm trung bình các chỉ số PTBV của DN. Nhìn chung giá trị trung bình của tất cả DN niêm yết ở mức thấp so với bộ tiêu chuẩn GRI, Giá trị Min = 0, Max = 1 nghĩa là có những DN công bố đầy đủ các thông tin theo hướng dẫn của GRI, có DN gần như không có thông tin gì. CPSD vốn chủ sở hữu (ROE) có giá trị trung vị 9,59% cho thấy.

**Bảng 4.9: Thống kê mô tả**

Variable	Obs	Mean	Std.Dev	Min	Max
COE	1.491	0,0959	0,0625	0,0001	0,3771
COD	1.491	0,0339	0,0215	0,0000	0,2872
WACC	1.491	0,0580	0,0341	0,0018	0,3044
CSS	1.491	0,0846	0,0840	0,0000	0,9481
SIZE	1.491	28,0477	1,4153	24,1830	33,6772
Leverage	1.491	0,5490	0,1829	0,0617	0,9706
ROA	1.491	0,0545	0,0613	-0,2974	0,7837
ToBin_Q	1.491	1,0969	0,6057	0,1922	9,0440
Cash	1.491	0,2184	0,2903	0,0003	2,6023
State	1.491	16,7225	25,5990	0	96,72
Industry	1.491	0,4037	0,4908	0	1
COVID	1.491	0,1428	0,3500	0	1

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

#### 4.3.2. Phân tích tương quan

Bảng 4.10. về ma trận tương quan xem xét tương quan giữa các biến trong mô hình, có thể thấy các biến phụ thuộc có tương quan chặt với hầu hết các biến giải thích và biến kiểm soát trong mô hình, thể hiện qua hệ số p-value thấp.

**Bảng 4.10: Ma trận tương quan**

	COE	COD	WACC	CSS	SIZE	Leverage	ROA	ToBin_Q	Cash	State	Industry	COVID
COE	1											
COD	-0,0564*	1										
WACC	0,8171**	0,1849 **	1									
CSS	-0,0554	-0,0866**	-0,0448	1								
SIZE	0,2330 **	-0,1181**	0,1380**	0,1768**	1							
Leverage	-0,0143	0,0478	-0,3681**	-0,0957**	0,0901**	1						
ROA	0,0416	-0,1910**	0,1199**	0,0402	0,0055	-0,3917**	1					
ToBin_Q	-0,0172	-0,1684**	-0,0005	0,1040**	0,1263**	-0,1442**	0,5847**	1				
Cash	0,0988**	-0,1989**	0,2021**	0,0002	0,1017**	-0,3917**	0,2718**	0,1096**	1			
State	0,0501	0,0355	0,0499	-0,0034	0,0573*	0,0137	0,0799**	0,0846**	0,1328**	1		
Industry	-0,0588*	0,0426	-0,0023	0,0929**	-0,0282	-0,1242**	0,1587**	0,1825**	-0,0129	0,0071	1	
COVID	-0,3769*	0,0142	-0,2951**	0,1128**	0,0544	-0,0204	-0,1020**	0,0039	-0,0498	-0,0761**	0,0000	1

Ghi chú: \*\*: Mức ý nghĩa tại 0,01; \*: Mức ý nghĩa 0,05

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

### 4.3.3. Phân tích hồi quy

#### 4.3.3.1. Lựa chọn mô hình ước lượng OLS, REM và FEM

Kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian multiplier (LM test) được sử dụng để lựa chọn giữa phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) và phương pháp hồi quy ước lượng bình phương nhỏ nhất thông thường (OLS). Trong Stata, kiểm định này được thực hiện theo 2 bước: (i) Chạy hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM), (ii) dùng lệnh `xttest0` để thực hiện kiểm định LM. Thống kê của kiểm định LM đối với 3 mô hình được tóm tắt ở Bảng 4.11.

**Bảng 4.11: Kiểm định lựa chọn giữa mô hình hồi quy REM và OLS**

Mô hình	Thống kê Chi2	Pro>Chi2	Phương pháp ước lượng (REM/OLS)
Biến phụ thuộc COE	78,37	0,0000	REM
Biến phụ thuộc COD	1238,75	0,0000	REM
Biến phụ thuộc WACC	157,02	0,0000	REM

(Nguồn: Tác giả tự tính toán trên Stata)

Như vậy theo kết quả ở Bảng 4.11, phương pháp hồi quy OLS không phù hợp với cả 3 mô hình. Phương pháp này bỏ qua yếu tố về sự khác biệt giữa các đơn vị chéo và bỏ qua sự ảnh hưởng của yếu tố thời gian, vì vậy thường không phù hợp trong phân tích dữ liệu bảng.

Bảng 4.12 trình bày thống kê kiểm định Hausman lựa chọn giữa mô hình hồi quy tác động cố định FEM và mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên REM. Kiểm định Hausman cho thấy đối với tất cả các mô hình hồi quy từ dạng biến phụ thuộc COE, COD và WACC, mô hình FEM được coi là tối ưu hơn so với mô hình REM. Mặc dù theo kết quả phân tích hồi quy, hệ số R2 của mô hình FEM là thấp hơn cả. Việc sử dụng mô hình FEM đối với dữ liệu cho phép kiểm soát được những yếu tố khác biệt của các đơn vị chéo có ảnh hưởng tới CPSD vốn. Phần diễn giải kết quả của mô hình hồi quy sẽ dựa trên kết quả ước lượng của mô hình tác động cố định FEM.

**Bảng 4.12: Kiểm định Hausman lựa chọn giữa mô hình REM và FEM**

Mô hình	Thống kê Chi2	Pro>Chi2	Mô hình lựa chọn (FEM/REM)
Biến phụ thuộc COE	191,78	0,0000	FEM
Biến phụ thuộc COD	36,81	0,0000	FEM
Biến phụ thuộc WACC	124,25	0,0000	FEM

(Nguồn: Tác giả tự tính toán trên Stata)

#### 4.3.3.2. Kiểm tra sự phù hợp của mô hình

##### (1) Kiểm định đa cộng tuyến bằng hệ số VIF

Để kiểm tra đa cộng tuyến giữa các biến độc lập bằng hồi quy phụ, để tài sử dụng kiểm định VIF (Variance Inflated Factor), thừa số VIF trong Bảng 4.13. đều nhỏ hơn 2 tức là rất ít có khả năng xảy ra đa cộng tuyến giữa các biến độc lập.

**Bảng 4.13: Kết quả kiểm định VIF phát hiện đa cộng tuyến**

Variable	VIF	1/VIF
CSS	1,07	0,9345
SIZE	1,10	0,9090
Leverage	1,41	0,7092
ROA	1,86	0,5376
ToBin_Q	1,62	0,6172
Cash	1,27	0,7874
State	1,04	0,9615
Industry	1,06	0,9433
COVID	1,04	0,9615
Mean VIF	1,27	

(Nguồn: Tác giả tự tính toán trên phần mềm Stata)

##### (2) Kiểm định phương sai sai số thay đổi bằng kiểm định Modifield Wald

Sử dụng lệnh xttest3 để thực hiện kiểm định Wald điều chỉnh (Modified Wald test) nhằm kiểm tra hiện tượng phương sai phần dư không cố định cho mô hình tác động cố định (FEM), kết quả trình bày trong Bảng 4.14.

**Bảng 4.14: Kết quả kiểm định hiện tượng phương sai phân dư thay đổi**

Mô hình	Thống kê Chi2	Prob>chi2	Kết quả kiểm định
Biến phụ thuộc COE	10423,41	0,0000	Có hiện tượng hetroskedasticity
Biến phụ thuộc COD	38247,41	0,0000	Có hiện tượng hetroskedasticity
Biến phụ thuộc WACC	24712,07	0,0000	Có hiện tượng hetroskedasticity

(Nguồn: Tác giả tự tính toán trên phần mềm Stata)

Như vậy, kết quả kiểm định cho thấy hiện tượng phương sai phân dư thay đổi ở cả ba mô hình tác động cố định FEM.

### (3) Kiểm định hiện tượng tương quan theo thời gian (serial correlation)

Tự tương quan là hiện tượng các sai số của các quan sát phụ thuộc nhau. Sự tương quan xảy ra đối với các quan sát theo chuỗi thời gian gọi là tương quan theo thời gian. Hiện tượng tự tương quan sẽ làm giảm hiệu quả của các ước lượng và giảm ý nghĩa của các kiểm định, đồng thời làm cho việc dự báo về biến phụ thuộc kém chính xác. Nghiên cứu sử dụng kiểm định Lagrang-Multiplier để kiểm định hiện tượng tương quan theo thời gian, kết quả trình bày trong Bảng 4.15. Kết quả cho thấy mô hình FEM với biến phụ thuộc COE và WACC có hiện tượng tương quan theo thời gian, trong khi mô hình với biến phụ thuộc COD không có hiện tượng này.

**Bảng 4.15: Kết quả kiểm định hiện tượng tương quan theo thời gian**

Mô hình	Thống kê Chi2	Prob>F	Kết quả kiểm định
Biến phụ thuộc COE	15,472	0,0000	Có hiện tượng tương quan theo thời gian
Biến phụ thuộc COD	0,399	0,5282	Không có hiện tượng tương quan theo thời gian
Biến phụ thuộc WACC	15,812	0,0000	Có hiện tượng tương quan theo thời gian

(Nguồn: Tác giả tự tính toán trên phần mềm Stata)

#### 4.3.3.3. Kết quả hồi quy

Tác giả đã sử dụng mô hình OLS, FEM, REM để chạy hồi quy 3 mô hình của nghiên cứu. Kết quả hồi quy được thể hiện trong các Bảng 4.16. đến Bảng 4.18. Dựa vào kết quả các bảng tổng hợp có thể thấy các mô hình đều có hệ số R2, R2 điều chỉnh ở mức phù hợp, thể hiện được khả năng giải thích của mô hình. Ở phần trên nghiên cứu đã làm các kiểm định để lựa chọn sự phù hợp của mô hình, kết quả mô hình tác động cố định FEM là phù hợp nhất. Vì vậy phần diễn giải kết quả được đọc theo mô hình FEM.

**Bảng 4.16: Mô hình với biến phụ thuộc là CPSD vốn chủ sở hữu (COE)**

COE	Mô hình 3.1					
	Pooled OLS		REM		FEM	
	Coef.	P>/t/	Coef	P>/t/	Coef	P>/t/
CSS	-0,0409	0,021*	-0,0727	0,000**	-0,1025	0,000**
SIZE	0,0119	0,000**	0,0096	0,000**	-0,0351	0,000**
Leverage	-0,0155	0,096	-0,0061	0,589	0,0877	0,000**
ROA	0,0152	0,634	0,0544	0,096	0,1277	0,000**
ToBin_Q	-0,0057	0,057	-0,0050	0,142	0,0036	0,463
Cash	0,0076	0,172	0,0128	0,036*	0,0148	0,037*
State	0,0000	0,825	0,0000	0,164	0,0000	0,000**
Industry	No	0,066	No	0,166	N/A	N/A
COVID	Yes	0,000**	Yes	0,000**	Yes	0,000**
_cons	-0,2105	0,000**	-0,1547	0,000**	-0,0506	0,000**
R-squared	21,84%		20,57%		27,84%	
			22,22%		33,78%	
			21,02%		0,34%	

*Ghi chú:* \*\*: Mức ý nghĩa tại 0,01; \*: Mức ý nghĩa 0,05

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)



Theo kết quả ở Bảng 4.16, biến PTBVĐN CSS có tác động ngược chiều đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu COE ở cả 3 mô hình hồi quy OLS, hồi quy tác động ngẫu nhiên REM và hồi quy tác động cố định FEM. Điều này cho thấy tác động của PTBVĐN đến CPSĐ vốn chủ sở hữu là có ý nghĩa thống kê, và tác động này vững.

Các biến kiểm soát trong mô hình 3.1 tác động đến CPSĐ vốn chủ sở hữu ở mức có ý nghĩa thống kê bao gồm Đòn bẩy tài chính, Hiệu quả tài chính, Tỷ lệ tiền mặt, Ngành công nghiệp, Sở hữu nhà nước và Cú sốc Covid đối với nền kinh tế. Tuy nhiên biến Sở hữu nhà nước có hệ số tác động rất thấp (0,0000) cho thấy tác động rất nhỏ ở mức gần như không có tác động đến CPSĐ vốn chủ sở hữu của DN. Biến không có ý nghĩa thống kê là Tobin-Q.

**Bảng 4.17: Mô hình với biến phụ thuộc là CPSĐ Nợ (COD)**

COD	Mô hình 3.2					
	Pooled OLS		REM		FEM	
	Coef.	P>/t/	Coef	P>/t/	Coef	P>/t/
CSS	-0,0193	0,003**	-0,0058	0,407	-0,0032	0,676
SIZE	-0,0010	0,007**	-0,0012	0,078	-0,0001	0,889
Leverage	-0,0100	0,004**	-0,0233	0,000**	-0,0378	0,000**
ROA	-0,0489	0,000**	-0,0411	0,000**	-0,0424	0,000**
ToBin_Q	-0,0029	0,009**	-0,0029	0,015*	-0,0025	0,064
Cash	-0,0139	0,000**	-0,0084	0,000**	-0,0064	0,001**
State	0,0000	0,001**	0,0000	0,886	-0,0000	0,138
Industry	Yes	0,005**	No	0,335	N/A	N/A
COVID	No	0,754	No	0,976	No	0,537
_cons	0,0004	0,000**	0,0880	0,000**	0,0893	0,054
R-squared	9,47%		4,96%		5,79%	
			6,26%		0,55%	
			5,74%		1,47%	

*Ghi chú:* \*\*: Mức ý nghĩa tại 0,01; \*: Mức ý nghĩa 0,05

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

Kết quả ở Bảng 4.17, biến PTBVĐN CSS có tác động ngược chiều đến chi phí sử dụng Nợ ở cả 3 mô hình hồi quy OLS, hồi quy tác động ngẫu nhiên cứu REM và hồi quy tác động cố định FEM, nhưng chỉ có mô hình OLS có ý nghĩa thống kê, kết quả ở cả mô hình REM và FEM đều không có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy PTBVĐN không tác động đến CPSĐ nợ ở mức có ý nghĩa thống kê.

Các biến kiểm soát trong mô hình 3.2. tác động đến CPSĐ nợ COD ở mức có ý nghĩa thống kê bao gồm Leverage, ROA, Cash. Ba biến COVID, Industry, State không có tác động đến COD ý nghĩa thống kê trong mô hình.

**Bảng 4.18: Mô hình với biến phụ thuộc là CPSĐ vốn bình quân (WACC)**

WACC	Mô hình 3.3					
	Pooled OLS		REM		FEM	
	Coef.	P>/t/	Coef	P>/t/	Coef	P>/t/
CSS	-0,0317	0,001**	-0,0466	0,000**	-0,0543	0,000**
SIZE	0,0050	0,000**	0,0036	0,000**	-0,0145	0,000**
Leverage	-0,0793	0,000**	-0,0744	0,000**	-0,0434	0,000**
ROA	-0,0273	0,103	0,0025	0,882	0,0368	0,041*
ToBin_Q	-0,0027	0,079	-0,0027	0,143	0,0006	0,805
Cash	0,0016	0,580	0,0060	0,059	0,0090	0,014*
State	0,0000	0,241	0,0000	0,138	0,0001	0,056
Industry	No	0,268	No	0,393	No	N/A
COVID	Yes	0,000	Yes	0,000	Yes	0,000**
_cons	-0,0290	0,057	0,0056	0,792	0,4918	0,000**
R-squared	27,83%		19,80%		24,25%	
			38,10%		1,03%	
			26,92%		1,84%	

Ghi chú: \*\*: Mức ý nghĩa tại 0,01; \*: Mức ý nghĩa 0,05

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

Kết quả ở Bảng 4.18, biến CSS có tác động ngược chiều đến WACC ở cả 3 mô hình hồi quy OLS, hồi quy tác động ngẫu nhiên REM và hồi quy tác động cố định FEM. Trong cả ba mô hình thì biến CSS đều có tác động ngược chiều đến WACC ở mức có ý nghĩa thống kê 1%. Điều này cho thấy PTBVĐN tác động đến CPSD vốn bình quân ở mức có ý nghĩa thống kê, và kết quả này vững qua các mô hình khác nhau.

Các biến kiểm soát trong mô hình 3.3 tác động đến WACC ở mức có ý nghĩa thống kê bao gồm Leverage, ROA, Cash và COVID. Các biến Tobin\_Q, Industry, State không có tác động đến WACC ở mức có ý nghĩa thống kê trong mô hình.

Hệ số R2 ở cả 3 mô hình với biến phụ thuộc COE, COD, WACC thì với hồi quy OLS, hệ số R2 ở mức có thể giải thích được, với mô hình FEM hệ số này giảm đi, tuy nhiên với các mô hình xem xét tác động của các yếu tố thì hệ số R2 mang ý nghĩa tham khảo.

#### 4.2.3.4. Khắc phục các khiếm khuyết của mô hình bằng hồi quy FEM robust

**Bảng 4.19: Kết quả hồi quy đã robust với biến phụ thuộc COE**

COE	Coef.	Robust Std.Err.	P>/t/
CSS	-0,1025	0,0385	0,008 **
SIZE	-0,0351	0,0051	0,000 **
Leverage	0,0877	0,0271	0,001 **
ROA	0,1277	0,0629	0,044 *
ToBin_Q	0,0036	0,0072	0,621
Cash	0,0148	0,0083	0,076
State	0,0004	0,0000	0,000**
Industry	N/A		
COVID	-0,0506		0,000**
_cons	1,0284	0,1396	0,000**
Sigma_u	0,0754		
Sigma_e	0,0485		
Rho	0,7068		
R-square	27,84%		
	33,78%		
	0,34%		

Ghi chú: \*\*: Mức ý nghĩa tại 0,01; \*: Mức ý nghĩa 0,05

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

Kết quả ở Bảng 4.19 cho thấy sau khi khắc phục các khiếm khuyết, mô hình 3.1 với biến phụ thuộc là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu, điểm PTBVDN có tác động đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu theo hướng khi mức độ PTBVDN tăng thì chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu giảm, phù hợp với giả thuyết H1 là PTBV tác động ngược chiều đến CPSD vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Tác động ngược chiều này cũng phù hợp với các lý thuyết đã đưa ra, cũng như tương đồng với các kết quả nghiên cứu trước đây (Belkaoui và Karpik, 1989; Sembiring (2005); Ogolmagai, 2013; Swandari, 2016); Anh và cộng sự (2020). Kết quả này khác với nghiên cứu của Dahiya (2020).

**Bảng 4.20: Kết quả hồi quy đã robust với biến phụ thuộc COD**

COD	Coef.	Robust Std.Err.	P>/t/
CSS	-0,0032	0,0095	0,735
SIZE	-0,0001	0,0016	0,912
Leverage	-0,0378	0,0100	0,000**
ROA	-0,0424	0,0172	0,014*
ToBin_Q	-0,0025	0,0017	0,140
Cash	-0,0064	0,0029	0,027*
State	-0,0000	0,0000	0,196
Industry	N/A		
COVID	-0,0006	0,0009	0,453
_cons	0,0675	0,0448	0,133
Sigma_u	0,0177		
Sigma_e	0,0137		
Rho	0,6236		
R-square	5,79%		
	0,55%		
	1,47%		

*Ghi chú:* \*\*: Mức ý nghĩa tại 0,01; \*: Mức ý nghĩa 0,05

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

Kết quả ở Bảng 4.20 cho thấy sau khi khắc phục các khiếm khuyết, Mô hình 3.2 với biến phụ thuộc là chi phí sử dụng nợ với hầu hết các biến trong mô hình không có ý nghĩa thống kê, mô hình không phù hợp. Kết quả này cho thấy điểm PTBV của các DN niêm yết ở Việt Nam không tác động đến chi phí sử dụng nợ của

các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam. Lý giải cho kết quả này có thể hiểu là việc thực hiện PTBVDN ở Việt Nam mới được triển khai trong thời gian ngắn. Bắt đầu từ Thông tư 155/2015-BTC về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán thì các DN mới bắt đầu công bố thông tin về lĩnh vực này. Với thời gian ngắn, DN chưa có nhiều sự hiểu biết, cũng như chưa thực tế đầu tư, triển khai các hoạt động nhằm PTBV, dẫn đến thông tin công bố về PTBV không đủ tác động đến chủ nợ. Lý do quan trọng nữa là tỷ trọng các khoản nợ ngắn hạn chiếm chủ yếu trong tổng các khoản nợ của doanh nghiệp. Kết quả phỏng vấn định tính các cán bộ tín dụng của ngân hàng cũng cho thấy bộ phận tín dụng của ngân hàng không quan tâm đến các thông tin về PTBVDN khi doanh nghiệp xin vay ngắn hạn, mà tập trung vào các chỉ số về vòng quay vốn, hệ số khả năng thanh toán,... Như vậy kết quả mô hình 3.2 không ủng hộ giả thuyết H2 nhưng phù hợp với thực trạng PTBVDN tại Việt Nam.

**Bảng 4.21: Kết quả hồi quy đã robust với biến phụ thuộc WACC**

WACC	Coef.	Robust Std.Err.	P>/t/
CSS	-0,0543	0,0159	0,001**
SIZE	-0,0145	0,0026	0,000**
Leverage	-0,0434	0,0149	0,004**
ROA	0,0368	0,0319	0,250
ToBin_Q	-0,0006	0,0035	0,861
Cash	0,0090	0,0059	0,127
State	0,0001	0,0000	0,015*
Industry	N/A		
COVID	-0,0228	0,0017	0,000**
_cons	0,4918	0,070	0,000**
Sigma_u	0,0329		
Sigma_e	0,0251		
Rho	0,6322		
R-square	24,25%		
	1,03%		
	1,84%		

*Ghi chú:* \*\*: Mức ý nghĩa tại 0,01; \*: Mức ý nghĩa 0,05

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

Kết quả ở Bảng 4.21 cho thấy sau khi khắc phục các khuyết tật, mô hình 3.3 với biến phụ thuộc là CPSD vốn bình quân, điểm PTBVDN có tác động đến chi phí sử dụng vốn bình quân của DN theo hướng khi mức độ PTBVDN tăng thì chi phí sử dụng vốn bình quân giảm, phù hợp với giả thuyết H3 là PTBV tác động ngược chiều đến CPSD vốn bình quân của doanh nghiệp. Tác động ngược chiều này cũng phù hợp với các lý thuyết đã đưa ra, cũng như tương đồng với các kết quả nghiên cứu trước đây.

#### **4.4. Kết luận và thảo luận kết quả nghiên cứu**

Theo kết quả hồi quy được tổng hợp trong Bảng 4.22. có thể thấy việc PTBVDN có tác động đến các cổ đông, hay các chủ sở hữu của DN, làm giảm bất cân xứng thông tin giữa các nhà quản lý và các nhà đầu tư trên thị trường vốn. Các nhà đầu tư khi xem xét DN triển khai các chiến lược PTBV thì tin tưởng nhiều hơn vào khả năng hoạt động lâu dài và tiềm lực của DN, từ đó cho rằng rủi ro của DN giảm, làm chi phí vốn chủ sở hữu giảm. Kết quả hồi quy này ủng hộ giả thuyết H1 và tương tự như các nghiên cứu trước về tác động của PTBVDN đến CPSD vốn chủ sở hữu của Belkaoui và Karpik (1989), Sembiring (2005), Ogolmagai (2013), Swandari (2016), Anh và cộng sự (2020) (Bảng 4.24).

Việc PTBVDN không tác động đến chi phí Nợ (Bảng 4.22) cho thấy kết quả hồi quy không ủng hộ giả thuyết H2 (Bảng 4.23). Kết quả này mặc dù không ủng hộ giả thuyết nghiên cứu tuy nhiên tương tự như một số nghiên cứu trước của Goss (2011), Goss và Roberts (2011), Chava (2014), Magnanelli và Izzo (2017) (Bảng 4.24). Kết quả này có thể lý giải tại bối cảnh Việt Nam phần lớn các doanh nghiệp chưa quan tâm đến việc PTBV, các quy định, hướng dẫn, truyền thông về PTBV đến các doanh nghiệp mới diễn ra trong thời gian ngắn chưa đủ để doanh nghiệp có sự chuyển biến về chất lượng PTBV. Thực trạng này được thể hiện ngay trong phần dữ liệu về công bố thông tin PTBV của các doanh nghiệp mặc dù có sự tăng trưởng dần qua các năm nhưng nhìn chung mức độ PTBV còn rất thấp. Ngược lại ở phía các ngân hàng, các tổ chức tín dụng cũng chưa quan tâm đến PTBV của doanh nghiệp trong việc đánh giá, thẩm định các hồ sơ xin vay hoặc dưới góc độ các trái chủ chưa quan tâm đến các thông tin về PTBV của doanh nghiệp. Kết quả là việc thực hiện các khoản cho vay, chi phí sử dụng vốn vay mà ngân hàng, các tổ chức tài

chính, các trái chủ tài trợ nguồn vốn cho doanh nghiệp không quan tâm đến các thông tin về PTBV.

Mặc dù PTBVVDN chỉ tác động làm giảm CPSD vốn chủ sở hữu mà không tác động đến CPSD nợ nhưng kết quả nghiên cứu cho thấy PTBVVDN làm giảm chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này ủng hộ giả thuyết H3 và tương tự nghiên cứu của Anh và cộng sự (2020) với cùng bối cảnh nghiên cứu tại các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam.

**Bảng 4.22: Kết quả chiều tác động của các biến độc lập trong các mô hình**

Biến	Ký hiệu	Chiều tác động theo giả thuyết	Kết quả mô hình với các biến phụ thuộc		
			COE	COD	WACC
Điểm PTBVVDN	CSS	(-)	(-)	Không	(-)
Quy mô DN	SIZE	(-)	(-)	Không	(-)
Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản	ROA	(-)	(+)	(-)	Không
Giá trị doanh nghiệp	Tobin_Q	(-)	Không	Không	Không
Đòn bẩy tài chính	Leverage	(+)	(+)	(-)	(-)
Tỷ lệ tiền mặt	Cash	(-)	Không	(-)	Không
Sở hữu nhà nước	State	(-)	(+)	Không	(+)
Ngành kinh doanh	Industry	Có tác động	Có	Có	Không
Cú sốc Covid -19	COVID	Có tác động	Có	Không	Có

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

Về tác động của các biến kiểm soát trong mô hình (Bảng 4.22):

- Quy mô doanh nghiệp (SIZE) làm giảm CPSD vốn chủ sở hữu (COE) và chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) nhưng không tác động đến CPSD nợ (COD) của doanh nghiệp.

- Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) tác động thuận chiều đến CPSD vốn chủ sở hữu nhưng ngược chiều với CPSD nợ, cho thấy khi hiệu quả tài chính của doanh nghiệp tăng sẽ làm giảm chi phí vay nợ của doanh nghiệp.

- Giá trị doanh nghiệp (Tobin\_Q) tăng kỳ vọng làm giảm CPSD vốn chủ sở hữu và nợ vay tuy nhiên kết quả của nghiên cứu cho thấy giá trị doanh nghiệp không tác động đến CPSD vốn của doanh nghiệp.

- Đòn bẩy tài chính (Leverage) thể hiện mức độ sử dụng nợ trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp, theo kết quả hồi quy thì đòn bẩy tài chính tác động thuận chiều đến CPSD vốn chủ sở hữu, ngược chiều đến CPSD nợ và CPSD vốn bình quân. Điều này cho thấy khi doanh nghiệp tăng mức độ sử dụng nợ, rủi ro về tài chính của doanh nghiệp tăng lên, từ đó các chủ sở hữu sẽ yêu cầu tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Đòn bẩy tài chính làm giảm CPSD nợ dẫn đến tăng cường mức độ sử dụng nợ trong doanh nghiệp, từ đó làm giảm CPSD vốn bình quân của doanh nghiệp.

- Tỷ lệ tiền mặt (Cash) thể hiện khả năng thanh khoản của doanh nghiệp, tỷ lệ tiền mặt không tác động đến CPSD vốn chủ sở hữu, tuy nhiên làm giảm chi phí sử dụng nợ vay của doanh nghiệp. Điều này có thể lý giải là các chủ sở hữu quan tâm khả năng sinh lời và giá trị doanh nghiệp doanh nghiệp trong dài hạn nhiều hơn là tỷ lệ tiền mặt hiện thời của doanh nghiệp. Trong khi ngược lại các chủ nợ là người cung cấp chủ yếu các nguồn tài trợ ngắn đến trung hạn và các chủ nợ đánh giá mức độ rủi ro của khoản cho vay một phần thông qua đánh giá khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Khi tỷ lệ tiền mặt xuống thấp thể hiện khả năng thanh toán bị đe dọa, các bên cấp tín dụng sẽ e ngại hơn khi thực hiện khoản cho vay hoặc yêu cầu một mức lãi suất bù rủi ro cao hơn.

- Sở hữu nhà nước (State) là một biến mang đặc trưng riêng của các nghiên cứu với bối cảnh Việt Nam do Việt Nam chuyển từ nền kinh tế tập trung, bao cấp với vai trò chủ đạo của các doanh nghiệp nhà nước sang nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Nhà nước vẫn giữ tỷ lệ cổ phần chi phối, hoặc tỷ lệ đáng kể tại các doanh nghiệp thuộc các ngành kinh doanh đặc biệt. Kết quả nghiên cứu cho thấy sở hữu nhà nước làm tăng CPSD vốn chủ sở hữu và CPSD vốn bình quân của doanh nghiệp.

- Ngành kinh doanh (Industry) khác nhau có tác động tạo ra sự khác biệt về CPSD vốn giữa các doanh nghiệp. Điều này có thể lý giải là ngành kinh doanh khác nhau có đặc trưng khác nhau về quy mô, khả năng thanh khoản, rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính vì vậy mà CPSD vốn CSH cũng như nợ vay có sự khác biệt.

- Cú sốc Covid-19 (COVID) đưa vào mô hình như một cú sốc của nền kinh tế. Kết quả hồi quy cho thấy biến COVID có tác động đến CPSD vốn CSH và CPSD vốn bình quân tương tự như nghiên cứu của Ke (2022).



**Bảng 4.23: So sánh giả thuyết nghiên cứu và kết quả hồi quy**

Giả thuyết	Chiều tác động theo giả thuyết	Chiều tác động theo kết quả hồi quy	Kết luận
H1	(-)	(-)	Ủng hộ H1
H2	(-)	(?)	Bác bỏ H2
H3	(-)	(-)	Ủng hộ H3

*(Nguồn: Tác giả tự tính toán)***Bảng 4.24: So sánh kết quả nghiên cứu với các nghiên cứu trước**

Giả thuyết	Kết luận	Tương tự kết quả các nghiên cứu	Trái ngược kết quả các nghiên cứu
H1	Ủng hộ H1	Belkaoui và Karpik (1989); Sembiring (2005); OgoImagai (2013); Swandari (2016); Anh và cộng sự (2020)	Dahiya (2020)
H2	Bác bỏ H2	Goss (2011) ; Goss và Roberts (2011), Chava (2014); Magnanelli và Izzo (2017)	Nandy và Lodh (2012); Kim (2013); Ge và Liu (2015); Zeidan và cộng sự (2015); Gong và cộng sự (2016); Huang và cộng sự (2017); Yang và cộng sự (2018); Jang và cộng sự (2020), Ellili (2020); Anh và cộng sự (2020)
H3	Ủng hộ H3	Anh và cộng sự (2020)	

*(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)*

Tổng hợp kết quả nghiên cứu ở cả phần thực trạng và kết quả mô hình hồi quy cho thấy việc thực hiện PTBVDN ở Việt Nam hiện nay còn hạn chế, các DN bắt đầu công bố thông tin PTBV từ sức ép của thông tư 155/TT-BTC năm 2015. Nên điểm PTBVDN từ giai đoạn 2015 bắt đầu tăng lên. Tác động của PTBVDN đến các bên liên quan (trong nghiên cứu này là chủ sở hữu và các chủ nợ) thể hiện rõ nét hơn. Cụ thể việc thực hiện PTBVDN không làm giảm CPSD Nợ. Tuy nhiên ngược lại, việc PTBVDN làm giảm CPSD vốn chủ sở hữu và CPSD vốn bình quân của doanh nghiệp.

## KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

Trong chương này, tác giả làm rõ các nội dung:

- Đánh giá thực trạng phát triển bền vững doanh nghiệp theo nhiều khía cạnh khác nhau gồm: các nhóm chỉ tiêu, theo thời gian, theo ngành và theo thị trường. Nhìn chung điểm PTBVDN có xu hướng tăng lên qua các năm, đặc biệt thay đổi ở các năm có quy định bắt buộc của nhà nước.

- Đánh giá thực trạng về CPSD vốn của doanh nghiệp bao gồm CPSD vốn CSH, CPSD nợ và CPSD vốn bình quân.

- Tiếp theo, tác giả trình bày về mẫu và dữ liệu nghiên cứu, kết quả chạy các mô hình nghiên cứu cũng như các kiểm định của mô hình. Kết quả cho thấy giả thuyết H1 và H3 được ủng hộ, còn giả thuyết H2 bị bác bỏ. PTBVDN tác động ngược chiều với CPSD vốn CSH và CPSD vốn bình quân, nghiên cứu không thấy có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa PTBVDN và CPSD nợ

- Cuối cùng tác giả đưa ra các thảo luận dựa trên kết quả nghiên cứu. Dựa trên kết quả phân tích thực trạng và kết quả kiểm định ở chương 4 là cơ sở để tác giả đưa ra các hàm ý chính sách và khuyến nghị ở chương 5

## CHƯƠNG 5

### CÁC HÀM Ý VÀ KHUYẾN NGHỊ DỰA TRÊN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

#### **5.1. Chiến lược định hướng phát triển bền vững của Việt Nam**

Hiện nay Việt Nam đang là quốc gia có cam kết mạnh mẽ trong thực hiện các mục tiêu phát triển bền vững. Cụ thể, Việt Nam đã ban hành Định hướng chiến lược phát triển bền vững Việt Nam năm 2004, Chiến lược phát triển bền vững Việt Nam giai đoạn 2011-2020 và gần đây nhất là Kế hoạch hành động quốc gia thực hiện Chương trình nghị sự (CTNS) 2030 vì sự phát triển bền vững.

Bên cạnh đó, Việt Nam đã quốc gia hóa Chương trình Nghị sự 2030 của toàn cầu thành Kế hoạch hành động quốc gia thực hiện Chương trình Nghị sự 2030 với 17 mục tiêu phát triển bền vững và 115 mục tiêu cụ thể phù hợp với điều kiện và ưu tiên phát triển của quốc gia.

Ngày 25/9/2020, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 136/NQ-CP về phát triển bền vững. Nghị quyết đã đưa ra 17 mục tiêu phát triển bền vững đến năm 2030 của Việt Nam tương ứng với 17 mục tiêu phát triển bền vững của Liên hiệp quốc bao gồm: (1) Chấm dứt mọi hình thức nghèo ở mọi nơi; (2) Xóa đói, bảo đảm an ninh lương thực, cải thiện dinh dưỡng và thúc đẩy phát triển nông nghiệp bền vững; (3) Bảo đảm cuộc sống khỏe mạnh và tăng cường phúc lợi cho mọi người ở mọi lứa tuổi; (4) Đảm bảo nền giáo dục có chất lượng, công bằng, toàn diện và thúc đẩy các cơ hội học tập suốt đời cho tất cả mọi người; (5) Đạt được bình đẳng giới; tăng quyền và tạo cơ hội cho phụ nữ và trẻ em gái; (6) Đảm bảo đầy đủ và quản lý bền vững tài nguyên nước và hệ thống vệ sinh cho tất cả mọi người; (7) Đảm bảo khả năng tiếp cận nguồn năng lượng bền vững, đáng tin cậy và có khả năng chi trả cho tất cả mọi người; (8) Đảm bảo tăng trưởng kinh tế bền vững, toàn diện, liên tục; tạo việc làm đầy đủ, năng suất và việc làm tốt cho tất cả mọi người; (9) Xây dựng cơ sở hạ tầng có khả năng chống chịu cao, thúc đẩy công nghiệp hóa bao trùm và bền vững, tăng cường đổi mới; (10) Giảm bất bình đẳng trong xã hội; (11) Phát triển đô thị, nông thôn bền vững, có khả năng chống chịu; đảm bảo môi trường sống và làm

việc an toàn, phân bố hợp lý dân cư và lao động theo vùng; (12) Đảm bảo sản xuất và tiêu dùng bền vững; (13) Ứng phó kịp thời, hiệu quả với biến đổi khí hậu và thiên tai; (14) Bảo tồn và sử dụng bền vững đại dương, biển và nguồn lợi biển để phát triển bền vững; (15) Bảo vệ và phát triển rừng bền vững, bảo tồn đa dạng sinh học, phát triển dịch vụ hệ sinh thái, chống sa mạc hóa, ngăn chặn suy thoái và phục hồi tài nguyên đất; (16) Thúc đẩy xã hội hòa bình, dân chủ, công bằng, bình đẳng, văn minh vì sự phát triển bền vững, tạo khả năng tiếp cận công lý cho tất cả mọi người; xây dựng các thể chế hiệu quả, có trách nhiệm giải trình và có sự tham gia ở các cấp; (17) Tăng cường phương thức thực hiện và thúc đẩy đối tác toàn cầu vì sự phát triển bền vững.

Để hoàn thành các mục tiêu trên, đòi hỏi Việt Nam phải nỗ lực trong việc đưa ra các giải pháp đồng bộ, hệ thống. Trong nghị quyết đã đưa ra nhiệm vụ và giải pháp chung, yêu cầu các bộ, ngành và địa phương tiếp tục triển khai thực hiện đồng bộ, có hiệu quả. Kế hoạch hành động quốc gia thực hiện Chương trình nghị sự 2030 vì sự phát triển bền vững được ban hành tại Quyết định 122/QĐ-TTg ngày 10 tháng 5 năm 2017 và Kế hoạch hành động của bộ, ngành, địa phương thực hiện Chương trình nghị sự 2030, ưu tiên với các mục tiêu: Hoàn thiện hệ thống thể chế, chính sách; Tăng cường thông tin, truyền thông; Phát huy vai trò và sự tham gia của các bên liên quan; Bố trí, huy động và tăng cường nguồn lực tài chính; Tăng cường hợp tác quốc tế.

Bên cạnh đó, Nghị quyết cũng đưa ra các nhiệm vụ, giải pháp chủ yếu liên quan đến lĩnh vực quản lý của các bộ, ngành. Bộ Công Thương được giao 3 nhiệm vụ trong đó có việc Chủ trì, tổ chức thực hiện Chương trình hành động quốc gia về sản xuất và tiêu dùng bền vững giai đoạn 2021 - 2030 (ban hành tại Quyết định số 889/QĐ-TTg ngày 24 tháng 6 năm 2020 của Thủ tướng Chính phủ). Hoàn thiện chính sách về sản xuất và tiêu dùng bền vững; thúc đẩy xanh hóa hệ thống phân phối và phát triển chuỗi cung ứng quốc gia sản phẩm, dịch vụ thân thiện môi trường, ưu tiên các sản phẩm do doanh nghiệp vừa và nhỏ sản xuất, cung ứng; thúc đẩy phát triển công nghiệp môi trường, công nghiệp tái chế chất thải.

Chương trình hành động quốc gia về sản xuất và tiêu dùng bền vững giai đoạn đến năm 2020, tầm nhìn đến 2030 là khung pháp lý đầu tiên của Việt Nam tiếp cận tổng thể và toàn diện các nội dung và nhiệm vụ về sản xuất và tiêu dùng bền vững, cụ thể hóa mục tiêu phát triển bền vững số 12 với những ưu tiên cụ thể cho Việt Nam.

Theo kết quả đánh giá ban đầu của Bộ Công Thương, 5/10 mục tiêu của Chương trình đã hoàn thành hoặc cơ bản hoàn thành, bao gồm: Tỷ lệ doanh nghiệp sản xuất áp dụng các giải pháp tiết kiệm năng lượng và sản xuất sạch hơn; ứng dụng thí điểm và dần dần mở rộng đổi mới sinh thái cho các doanh nghiệp, khu công nghiệp, và cụm công nghiệp; Áp dụng chứng nhận phân phối xanh; phát triển thành công và dần dần mở rộng chuỗi cung ứng bền vững cho các sản phẩm chính trong nền kinh tế; Cung cấp thông tin, hướng dẫn và hỗ trợ áp dụng các hệ thống quản lý và tiêu chuẩn để đáp ứng yêu cầu về môi trường và phát triển bền vững của các nước nhập khẩu cho các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam; Người tiêu dùng và cộng đồng được cung cấp thông tin đầy đủ về các sản phẩm thân thiện với môi trường, các hoạt động sản xuất và tiêu dùng bền vững và tỷ lệ phế liệu nhựa, giấy, và dầu thải sẽ được tái chế và tỷ lệ chất thải rắn công nghiệp thông thường được thu hồi để tái chế và tái sử dụng.

Như vậy có thể thấy sự quyết liệt của chính phủ Việt Nam trong việc theo đuổi mục tiêu phát triển bền vững. Đây không chỉ là mục tiêu trước mắt mà còn là chiến lược lâu dài của Việt Nam. Vì vậy kết quả nghiên cứu về PTBVDN là một đóng góp về mặt học thuật, bổ sung các bằng chứng thực nghiệm cho chính phủ trong việc ban hành các quyết sách về PTBVDN.

## **5.2. Hàm ý từ nghiên cứu**

### ***5.2.1. Hàm ý với quản trị tài chính doanh nghiệp***

Kết quả nghiên cứu cho thấy tác động ngược chiều của PTBVDN đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu và chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp. Điều này cho thấy doanh nghiệp càng có chỉ số PTBV cao thì càng làm giảm chi phí sử dụng vốn, đồng nghĩa với việc đánh giá về rủi ro của doanh nghiệp từ góc độ các cổ

đồng giảm. Kết quả nghiên cứu này sẽ giúp cho các nhà quản trị trong quá trình ban hành các chính sách quản trị tài chính cũng như thực thi các chính sách đó. Có thể thấy một trong những rào cản lớn nhất cho doanh nghiệp khi thực hiện PTBV là chi phí đầu tư cho PTBV. Đối với nhiều doanh nghiệp còn đang phải vật lộn với thị trường để tồn tại thì việc đầu tư cho PTBV chưa được coi là ưu tiên hàng đầu. Nhà quản trị tài chính sẽ phải cân đối giữa chi phí thực tế chi ra nhằm đổi mới quy trình làm việc, đổi mới quy trình sản xuất, thay đổi về công nghệ, thay đổi nhận thức của nhân viên, chuyển đổi phương thức quảng cáo, tiếp cận khách hàng với lợi ích lâu dài thu được từ việc nâng cao trách nhiệm xã hội, tăng cường PTBV của doanh nghiệp. Những lợi ích đó có thể kể đến là sự trung thành của người lao động, sự cải thiện của năng suất lao động, sự gia tăng doanh thu bán hàng cũng như gia tăng sự trung thành của khách hàng đối với các sản phẩm của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, việc quan tâm tới lợi ích của cộng đồng địa phương trong quá trình kinh doanh sẽ giúp doanh nghiệp nâng cao được vị thế, hình ảnh của doanh nghiệp mình. Những lợi ích về mặt môi trường và xã hội này sẽ chuyển thành các lợi ích về kinh tế cho doanh nghiệp khi giúp tăng doanh thu bán hàng, tăng năng suất lao động, giảm chi phí huy động vốn, chi phí tiếp cận các nguồn vốn của doanh nghiệp.

Việc PTBVĐN làm giảm chi phí huy động vốn chủ sở hữu có thể giúp nhà quản trị tài chính dễ dàng hơn trong việc mở rộng quy mô huy động vốn của doanh nghiệp thông qua lợi nhuận giữ lại, phát hành cổ phiếu thường mới ra thị trường, hay trả cổ tức bằng cổ phiếu, hoặc chia tách cổ phiếu.

### **5.2.2. Hàm ý với nhà đầu tư**

Việc xây dựng các mô hình kinh doanh bền vững là rất cần thiết, góp phần quan trọng vào việc nâng cao nhận thức cho cộng đồng doanh nghiệp, hướng tới trách nhiệm xã hội, chủ động trong hoạt động sản xuất theo hướng thân thiện với môi trường. Mô hình kinh doanh bền vững, sản xuất sạch hơn và công nghệ môi trường đang trở thành xu thế tất yếu trong thời đại ngày nay. Tuy nhiên, quá trình triển khai của các doanh nghiệp này cũng gặp không ít khó khăn, trở ngại do thiếu vốn, thiếu thông tin, cơ chế và năng lực quản trị thấp...

Với nguồn lực hạn chế, các DN Việt Nam hiện nay chưa mặn mà lắm với PTBV bởi họ vẫn xem đây là chi phí chứ không phải là đầu tư. Dựa trên kết quả nghiên cứu thực trạng PTBV ở chương 3 cũng cho thấy mức độ PTBV của các doanh nghiệp niêm yết còn rất hạn chế. Với những khó khăn về vốn thường xuyên là thách thức lớn nhất của doanh nghiệp, điều này thực sự là một gánh nặng cộng thêm đối với doanh nghiệp. Vì vậy doanh nghiệp có khuynh hướng đáp ứng các lợi ích mục tiêu kinh tế ngắn hạn chứ chưa quan tâm nhiều đến lợi ích phát triển lâu dài.

Dựa trên kết quả nghiên cứu định lượng tác động của PTBVĐN đến CPSD vốn tại 213 doanh nghiệp niêm yết trong 7 năm, cho thấy doanh nghiệp càng PTBV thì càng có CPSD vốn thấp, cả với CPSD vốn chủ sở hữu và CPSD vốn bình quân của doanh nghiệp. Điều này hàm ý rằng doanh nghiệp đầu tư vào PTBVĐN nhận được mức độ tin tưởng cao hơn từ các nhà đầu tư trên thị trường. Các nhà đầu tư đánh giá mức độ rủi ro của các doanh nghiệp PTBV thấp hơn, làm cho CPSD vốn chủ sở hữu giảm.

Có thể thấy thông tin về PTBVĐN sẽ là một trong những thông tin quan trọng mà các nhà đầu tư cần quan tâm xem xét để đánh giá hoạt động của doanh nghiệp khi lựa chọn danh mục đầu tư trên thị trường cổ phiếu, đặc biệt là với các chiến lược đầu tư dài hạn.

Việc xem xét, đánh giá thông tin PTBVĐN không chỉ dừng lại ở việc so sánh doanh nghiệp nào có chỉ số PTBVĐN tổng thể tốt hơn thì đánh giá cao hơn, mà nhà đầu tư cần xem xét cụ thể về từng chỉ số PTBV, cũng như cụ thể chiến lược PTBV của doanh nghiệp. Xem xét chiến lược PTBV của doanh nghiệp liệu có phù hợp với xu hướng chung của ngành kinh doanh không? Cũng như đánh giá chiến lược PTBVĐN của chính phủ, định hướng phát triển các ngành kinh doanh liên quan đến PTBVĐN của chính phủ. Các ngành doanh nghiệp xanh sẽ nhận được những ưu tiên gì trong quá trình phát triển? Những ngành gây tổn hại về môi trường, tác động xấu về mặt xã hội sẽ gặp phải những rào cản gì về mặt chính sách? Đây đều là những yếu tố mà nhà đầu tư cần cân nhắc trong chiến lược đầu tư của mình trên thị trường chứng khoán.

### 5.2.3. Hàm ý với nhà tài trợ

Mặc dù kết quả nghiên cứu chưa thấy tác động của PTBVĐN đến CPSD nợ có ý nghĩa thống kê trong các mô hình, tuy nhiên dựa trên chiến lược chính sách PTBV của Nhà nước, hiện nay tín dụng xanh, trái phiếu xanh đang là các định hướng phát triển tín dụng nhằm mục tiêu PTBV được Nhà nước triển khai thực hiện. Vì vậy các NHTM, cũng như các tổ chức tín dụng cần tiếp tục chủ động nghiên cứu, xây dựng hệ thống quản lý rủi ro môi trường - xã hội trong hoạt động cấp tín dụng thông qua việc cải thiện các chính sách, nguồn lực, quy trình và thủ tục cấp tín dụng để tăng cường sự phối hợp trong công tác bảo vệ môi trường - xã hội, đồng thời gia tăng hợp tác để nâng cao kinh nghiệm trong lĩnh vực đầu tư bền vững, tín dụng xanh.

*Thứ nhất:* chủ động nghiên cứu, xây dựng hệ thống quản lý rủi ro môi trường và xã hội trong hoạt động cấp tín dụng thông qua việc cải thiện các chính sách, nguồn lực, quy trình và thủ tục cấp tín dụng để tăng cường sự phối hợp trong công tác bảo vệ môi trường xã hội và quản lý tín dụng.

*Thứ hai:* không khuyến khích tiếp cận và cấp tín dụng đối với dự án có cùng địa điểm đầu tư với các dự án đã được phê duyệt trước đó, đặc biệt là tại các địa phương mà khả năng truyền tải thêm công suất điện đã hết hoặc còn yếu.

*Thứ ba:* căn cứ các quy định về môi trường và xã hội của các bộ, ngành chức năng để xem xét, đánh giá các rủi ro môi trường và xã hội (như lạm dụng tài nguyên và năng lượng, gây ô nhiễm môi trường tự nhiên, làm mất cân bằng hệ sinh thái, biến đổi khí hậu, tổn hại đến di sản văn hóa, đe dọa an toàn, an ninh và sức khỏe con người và cộng đồng dân cư, lao động bất bình đẳng và cưỡng bức tái định cư) tác động đến hiệu quả sử dụng vốn và khả năng trả nợ của khách hàng khi thẩm định cấp tín dụng đối với khách hàng.

*Thứ tư:* thực hiện kiểm tra, giám sát thường xuyên, định kỳ đối với việc quản lý rủi ro môi trường và xã hội trong hoạt động cấp tín dụng đối với khách hàng, đảm bảo hoạt động quản lý rủi ro môi trường và xã hội trong hoạt động cấp tín dụng trở thành nhiệm vụ được thực hiện thường xuyên, liên tục, đạt hiệu quả cao.



*Thứ năm:* ngân hàng cần phải lập hồ sơ theo dõi từng khách hàng, đánh giá mức độ thực hiện các cam kết trong hợp đồng tín dụng, thu thập các nguồn thông tin qua việc điều tra môi trường kinh doanh của khách hàng như mức độ tăng về quy mô kinh doanh, tốc độ luân chuyển hàng hóa, cách thức tổ chức và quản lý của khách hàng. Cán bộ tín dụng phải tích cực tìm kiếm khách hàng vay tốt, tuân thủ nghiêm ngặt những quy định an toàn trong cho vay, thu thập đầy đủ thông tin cần thiết nhằm chọn lựa một cách kỹ càng để loại trừ khách hàng xấu; sàng lọc phân tán rủi ro bằng việc đa dạng hóa các món vay và đối tượng cho vay, phân tán, giám sát chặt chẽ quá trình sử dụng tiền vay của khách hàng, kiểm tra sau khi cho vay như khi giải ngân khách hàng đã sử dụng vốn như thế nào, quá trình sản xuất kinh doanh của khách hàng có gặp trở ngại gì không, khả năng thu hồi vốn của khoản vay.

Như vậy, tăng cường quản trị rủi ro tín dụng đối với các dự án tín dụng xanh cần được tiến hành song song trước, trong và sau khi cấp tín dụng và phải được xem xét trong tổng thể quản trị rủi ro của ngân hàng.

### **5.3. Khuyến nghị chính sách**

Trên cơ sở kết quả luận án về thực trạng PTBVĐN và tác động của PTBVĐN đến chi phí sử dụng vốn, đồng thời dựa trên Kế hoạch hành động quốc gia thực hiện Chương trình nghị sự 2030 vì sự phát triển bền vững và Lộ trình thực hiện các mục tiêu phát triển bền vững Việt Nam (VSDG) đến năm 2030, với trọng tâm là 17 Mục tiêu phát triển bền vững, được 193 quốc gia thành viên Liên hợp quốc (trong đó có Việt Nam) thông qua vào năm 2015, luận án đưa ra các khuyến nghị như sau:

Với vai trò kiến tạo, Chính phủ cần đẩy mạnh cải cách thể chế, xây dựng hành lang pháp lý tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển bền vững doanh nghiệp, ban hành các chính sách với tầm nhìn chiến lược trong dài hạn đi kèm với các hoạt động trung hạn, phù hợp với xu thế phát triển chung của thế giới và định hướng phát triển kinh tế-xã hội của quốc gia. Các chính sách của Chính phủ cũng cần tính đến yếu tố quản trị rủi ro thông qua việc xây dựng các kịch bản

ứng phó với các điều kiện bất lợi có thể xảy ra trong tương lai (như đại dịch, thiên tai do biến đổi khí hậu).

Chính phủ xây dựng và triển khai một số chính sách từ trung đến dài hạn dưới đây:

### ***5.3.1. Xây dựng và triển khai các chương trình nhằm nâng cao năng lực quản trị doanh nghiệp bền vững***

Cải thiện năng lực quản trị doanh nghiệp cho cộng đồng doanh nghiệp Việt Nam là yếu tố sống còn, tạo nền tảng cho một cộng đồng doanh nghiệp bền vững, qua đó giúp nâng cao năng lực cạnh tranh và khả năng chống chọi của nền kinh tế trước những biến động khó lường có thể xảy ra trong tương lai .

Kết quả nghiên cứu cho thấy sau khi có thông tư 155/2015-BTC yêu cầu các DN phải có Báo cáo PTBV thì lúc đó mức độ CBTT PTBV của các DN tăng lên đáng kể, nhất là nhóm chỉ tiêu về môi trường. Tuy nhiên vấn đề đặt ra là kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ CBTT PTBV có sự khác biệt giữa những DN thuộc các ngành nghề khác nhau. Vì vậy cần tiến hành luật hóa báo cáo PTBV thì điều cần thiết là phải xây dựng khung báo cáo theo đặc thù DN phù hợp với mong đợi của các bên liên quan.

Chương trình cần đi sâu vào các nội dung chính như:

- Nâng cao nhận thức và đào tạo cho doanh nghiệp về lồng ghép các yếu tố môi trường, xã hội, và quản trị công ty (ESG) vào chiến lược sản xuất –kinh doanh, xây dựng Báo cáo Phát triển bền vững, hướng đến quản trị tích hợp (tích hợp Chiến lược phát triển bền vững vào Chiến lược doanh nghiệp).

- Nhân rộng việc áp dụng các Bộ chỉ số phát triển bền vững doanh nghiệp bền vững trong cộng đồng doanh nghiệp như bộ chỉ số theo tiêu chuẩn quốc tế GRI, bộ chỉ số PTBV của Việt Nam.

Kết quả nghiên cứu cho thấy CBTT PTBV không chỉ là trách nhiệm của các DN đối với các bên liên quan mà nó còn mang lại lợi ích cho DN trong việc nâng cao uy tín và hình ảnh của DN, là cách thuyết phục hiệu quả đối với các bên liên quan góp phần nâng cao hiệu quả tài chính DN. Tuy nhiên cho thời điểm hiện tại

hoạt động CBTT PTBV ở các DN mới ở mức độ bắt buộc tối thiểu, các DN CBTT còn rất sơ sài.

- Nâng cao nhận thức và thúc đẩy thực hiện Liêm chính trong kinh doanh
- Nâng cao năng lực chuyển đổi số cho doanh nghiệp
- Nâng cao năng lực quản trị rủi ro trong doanh nghiệp

### ***5.3.2. Xây dựng và triển khai Chương trình quốc gia về hỗ trợ cộng đồng doanh nghiệp triển khai Mô hình Kinh tế tuần hoàn tại Việt Nam***

Việc lựa chọn nền kinh tế tuần hoàn (KTTH) là yêu cầu tất yếu nhằm khắc phục hạn chế của mô hình tăng trưởng truyền thống, gắn với mục tiêu phát triển nhanh, bền vững, tiết kiệm năng lượng và bảo vệ môi trường. Trong giai đoạn trung hạn, Chính phủ có thể lựa chọn một số ngành kinh tế trọng yếu để triển khai thí điểm mô hình KTTH, như ngành nhựa, ngành giấy, ngành xây dựng, ngành thực phẩm, v.v.

*Chương trình cần đi sâu vào một số nội dung:*

- Xây dựng Bộ chỉ tiêu chuyển đổi mô hình KTTH: nhằm giúp các doanh nghiệp có thể tự đo lường mức độ tuần hoàn trong các hoạt động sản xuất-kinh doanh, từ đó làm cơ sở xác lập và giám sát các mục tiêu liên quan khi quyết định chuyển đổi sang mô hình này. Đây cũng có thể là công cụ phục vụ cho hoạt động giám sát, quản lý doanh nghiệp của Nhà nước và các cơ quan chức năng liên quan.
- Thúc đẩy mô hình hợp tác công tư trong các sáng kiến/ dự án định hướng KTTH
- Nâng cao nhận thức, đào tạo cho doanh nghiệp về KTTH

### ***5.3.3. Xây dựng Đề án thúc đẩy Tín dụng xanh, hỗ trợ cộng đồng doanh nghiệp thực hiện phát triển bền vững***

Khả năng tiếp cận các nguồn vốn, tín dụng ưu đãi là yếu tố sống còn để doanh nghiệp có thể triển khai thành công các hoạt động sản xuất-kinh doanh bền vững. Tuy nhiên, đây cũng hiện là một thách thức không nhỏ với cộng đồng doanh nghiệp. Huy động hiệu quả và nhanh chóng các nguồn lực tài chính trong nước và quốc tế, thành lập Quỹ Tín dụng Xanh quốc gia, xây dựng cơ chế giải ngân và giám sát là một số nội dung mà chính phủ có thể tập trung triển khai.

Mục tiêu của việc thực hiện đề án là nhằm tăng cường nhận thức và trách nhiệm xã hội của hệ thống ngân hàng đối với việc bảo vệ môi trường, chống biến đổi khí hậu, từng bước xanh hóa hoạt động ngân hàng, hướng dòng vốn tín dụng vào việc tài trợ dự án thân thiện với môi trường, thúc đẩy các ngành sản xuất, dịch vụ và tiêu dùng xanh, năng lượng sạch và năng lượng tái tạo; góp phần tích cực thúc đẩy tăng trưởng xanh và phát triển bền vững.

- Từng bước tăng tỷ trọng vốn tín dụng cho các ngành, lĩnh vực xanh cần ưu tiên hỗ trợ trong Danh mục dự án xanh do NHNN ban hành.

- Đẩy mạnh ứng dụng công nghệ đi cùng với xây dựng thói quen thân thiện với môi trường cho khách hàng trong khuôn khổ các hoạt động ngân hàng; phát triển mạnh các kênh giao dịch điện tử, các dịch vụ, phương thức thanh toán mới trên nền tảng công nghệ hiện đại.

***Để phát triển tín dụng xanh, Ngân hàng Nhà nước cần:***

*a) Xây dựng và ban hành khung chính sách, khuôn khổ pháp lý về ngân hàng xanh cho các tổ chức tín dụng:*

- Ban hành hướng dẫn về hoạt động ngân hàng xanh, tín dụng xanh trong đó nêu rõ định nghĩa của hoạt động tín dụng xanh, ngân hàng xanh; các tiêu chí đánh giá ngân hàng xanh trong đó bao gồm: (i) Hệ thống các quy định nội bộ về quản lý rủi ro môi trường và xã hội; (ii) Mô hình tổ chức để triển khai các hoạt động quản lý rủi ro môi trường và xã hội trong quy trình cấp tín dụng; (iii) Tỷ trọng vốn tín dụng cho các ngành, lĩnh vực xanh cần ưu tiên hỗ trợ trong danh mục dự án xanh do NHNN ban hành; (iv) Chất lượng đào tạo, tuyên truyền, phổ biến nhằm nâng cao nhận thức và năng lực của cán bộ ngân hàng nói chung và cán bộ tín dụng nói riêng trong phát triển bền vững, tín dụng xanh, ngân hàng xanh.

- Ban hành hướng dẫn xây dựng báo cáo về ngân hàng xanh/tín dụng xanh trong đó chi tiết các chỉ tiêu và yêu cầu báo cáo bảo đảm những nội dung sau: (i) Quản trị và cơ cấu tổ chức; (ii) Hệ thống chính sách và năng lực tài chính; (iii) Quản lý quy trình; (iv) Kiểm soát nội bộ và công bố thông tin.

- Tiếp tục nghiên cứu, hoàn thiện Sổ tay hướng dẫn đánh giá rủi ro môi trường và xã hội cho 11 các ngành kinh tế còn lại trong tổng số 21 nhóm ngành chưa có hướng dẫn trong hoạt động cấp tín dụng của TCTD.

- Định kỳ cập nhật Danh mục dự án xanh.

*b) Xây dựng và ban hành các chính sách ưu đãi, cơ chế hỗ trợ cho các tổ chức tín dụng để khuyến khích phát triển ngân hàng xanh: Nghiên cứu các cơ chế và công cụ ưu đãi, hỗ trợ áp dụng cho các ngân hàng để khuyến khích phát triển ngân hàng xanh/tín dụng xanh, như:*

- Xem xét ưu tiên nguồn vốn cho phát triển tín dụng xanh thông qua chính sách tái cấp vốn/tái chiết khấu trên cơ sở đảm bảo nguyên tắc không ảnh hưởng đến việc điều hành chính sách tiền tệ và mục tiêu lạm phát trong từng thời kỳ.

- Xem xét ưu tiên tiếp cận nguồn vốn vay ưu đãi từ các tổ chức quốc tế, các đối tác phát triển thông qua NHNN cho các NHTM có tỷ trọng cho vay tín dụng xanh cao.

#### **5.3.4. Xây dựng chiến lược quốc gia về phát triển bền vững doanh nghiệp**

Kiến nghị Chính phủ sớm hoàn thiện xây dựng và ban hành Kế hoạch hành động ứng phó với biến đổi khí hậu nêu trên, trong đó đặc biệt quan tâm đến nội dung thu hút sự tham gia và nâng cao vai trò của cộng đồng doanh nghiệp trong tất cả các nội dung của kế hoạch hành động.

Kiến nghị Chính phủ sớm xây dựng và ban hành Lộ trình Phát triển Năng lượng tái tạo của Việt Nam, với thời gian, mục tiêu, nhiệm vụ cụ thể để phát triển năng lượng tái tạo, phù hợp với định hướng đề ra trong Quyết định 2068/QĐ-TTg ngày 25/11/2015 của Thủ tướng Chính phủ về Phê duyệt Chiến lược phát triển năng lượng tái tạo của Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2050 và Nghị quyết số 55-NQ/TW về định hướng Chiến lược phát triển năng lượng quốc gia của Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045.

#### **5.4. Khuyến nghị đối với doanh nghiệp**

Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng: (1) Mức độ PTBVĐN có xu hướng gia tăng theo thời gian đặc biệt là sau khi Bộ tài chính ra QĐ 155/2015-BTC về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán, (2) PTBVĐN tác động ngược chiều với CPSD vốn bình quân, CPSD nợ, CPSD vốn chủ sở hữu. Kết quả này cho thấy những tác động tích cực của việc thực hiện chiến lược PTBV đối với doanh nghiệp. Tác giả tin rằng trong bối cảnh hiện tại năm 2022, thế giới đang khủng hoảng vì

dịch bệnh và những thảm họa môi trường cộng với sự đóng băng của các nền kinh tế thế giới cũng như Việt Nam, đây chính là sức ép buộc Chính phủ, cũng như các DN phải đưa ra những chính sách quyết định đảm bảo sự phát triển bền vững.

Từ thực tiễn những khó khăn mà cộng đồng doanh nghiệp đang phải đối mặt do đại dịch Covid-19, vấn đề phát triển bền vững cần được từng doanh nghiệp, không phân biệt quy mô/ lĩnh vực nhìn nhận lại một cách thấu đáo và sâu sắc. Phát triển bền vững không còn là câu chuyện xa vời với doanh nghiệp, mà sẽ trở thành là “chiếc phao cứu sinh” giúp doanh nghiệp nâng cao khả năng chống chọi và phục hồi trong mọi tình huống.

Luận án đưa ra một số kiến nghị từ trung đến dài hạn cho các doanh nghiệp như dưới đây:

#### ***5.4.1. Tập trung tái cơ cấu, quản trị doanh nghiệp theo định hướng phát triển bền vững***

Doanh nghiệp nên chủ động:

- Thay đổi tư duy kinh doanh, thực hiện quản trị tích hợp phát triển bền vững trong quản trị doanh nghiệp

- Thành lập phòng ban chuyên trách về phát triển bền vững

- Thực hiện lập báo cáo phát triển bền vững

- Xác định KPI liên quan trực tiếp đến chiến lược PTBV

- Áp dụng Bộ chỉ số PTBV theo thông lệ quốc tế trong quản trị doanh nghiệp

- Liên tục nâng cao năng lực cho người lao động nhằm phát triển nguồn nhân lực bền vững trong doanh nghiệp: đào tạo các kỹ năng mới, phù hợp với xu thế của nền kinh tế mới, và giúp người lao động dễ dàng đáp ứng các yêu cầu mới trong công việc

- Quản trị tài chính bền vững: đảm bảo dòng tiền đầu tư cho các hoạt động đổi mới sáng tạo, giúp doanh nghiệp sản xuất –kinh doanh bền vững trong dài hạn.

- Thực hiện Quản trị kinh doanh liên tục (Business Continuity Management - quy trình quản lý xác định các rủi ro có tiềm năng đe dọa tới tổ chức, giúp doanh nghiệp chủ động trong ứng phó với các sự kiện bất lợi có thể xảy ra trong tương lai,

giảm thiểu tối đa các tác động tiêu cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh, đồng thời cải thiện khả năng phục hồi sau sự cố cho doanh nghiệp).

- Xây dựng tầm nhìn dài hạn và chiến lược: Một khảo sát của Havard Business Review về hiệu suất của các công ty trong ba cuộc suy thoái vừa qua cho thấy trong số 4.700 công ty được nghiên cứu, những công ty cắt giảm chi phí nhanh nhất và sâu nhất lại có ít cơ hội nhất để trở nên vượt trội so với các đối thủ khác sau khi nền kinh tế phục hồi. Nói cách khác, nhóm công ty có khả năng cao nhất để “vươn mình” từ suy thoái và trở nên thành công hơn chính là những công ty có được sự cân bằng giữa chiến lược ngắn hạn và dài hạn bằng cách đầu tư toàn diện cho tương lai trong khi cắt giảm chi phí một cách có chọn lọc để vượt qua suy thoái. Doanh nghiệp cần chủ động cập nhật các chính sách phát triển kinh tế của Chính phủ trong dài hạn để có thể xây dựng/ điều chỉnh chiến lược sản xuất kinh doanh tại doanh nghiệp phù hợp với định hướng chung của quốc gia, đồng thời cũng giúp doanh nghiệp nắm bắt và đón đầu các nguồn lực hỗ trợ từ Chính phủ, các cơ hội kinh doanh tiềm năng từ các chính sách cho Chính phủ xây dựng. Doanh nghiệp cũng cần chủ động nghiên cứu xu thế phát triển chung của nền kinh tế thế giới (như nền kinh tế số, sử dụng Trí tuệ nhân tạo, v.v) để xây dựng những mô hình kinh doanh trong tương lai, từ đó nhanh chóng đáp ứng tốt các thay đổi của thị trường và xu hướng tiêu dùng mới.

- Thực hiện chuyển đổi số mạnh mẽ trong hoạt động quản trị, hoạt động sản xuất –kinh doanh của doanh nghiệp, để bắt kịp yêu cầu tất yếu của xu hướng nền kinh tế số đang diễn ra tại Việt Nam và trên toàn thế giới

#### **5.4.2. Khuyến nghị về mô hình chiến lược phát triển bền vững doanh nghiệp**

Mô hình chiến lược PTBVĐN bao gồm hai chiến lược: một chiến lược cung cấp thông tin và một chiến lược tương tác và một quá trình: chuyển từ chiến lược này sang chiến lược khác. Chiến lược cung cấp thông tin gợi ý về những vấn đề cần thông báo cho các bên liên quan liên quan đến các sáng kiến PTBV của DN, tức là những hành động được thực hiện để thể hiện sự phù hợp với kỳ vọng của các bên liên quan trong quá trình giao tiếp một chiều. Chiến lược tương tác đề xuất những

quy trình giao tiếp hai chiều nào mà DN có thể thực hiện và khuyến khích để tăng cường đối thoại với các bên liên quan và theo đó tăng cường hiểu biết về kỳ vọng của các bên liên quan. Cuối cùng, để thúc đẩy quá trình chuyển từ chiến lược này sang chiến lược khác, cần tăng cường cơ cấu và gắn kết việc truyền thông của DN với quản lý chiến lược.

Mô hình khái niệm cách thức các chiến lược thông tin và tương tác của một DN khiến bản thân các bên liên quan (nhân viên, lãnh đạo quan điểm và người tiêu dùng) có xu hướng xác định tích cực với DN cũng như cung cấp cho DN sự nhạy cảm đối với kỳ vọng của các bên liên quan. Mô hình cung cấp một khái niệm thống nhất và tích hợp vì nó chứng minh cách hai quá trình giao tiếp phụ thuộc, tương tác và mở rộng lẫn nhau trong nỗ lực làm cho các bên liên quan có quan điểm tích cực đối với các nỗ lực PTBV của DN. Cuối cùng, mô hình gợi ý rằng cần có sự quan tâm và hỗ trợ của cấp quản lý cao nhất trong quá trình chuyển từ cung cấp thông tin sang tương tác với các bên liên quan.

### **(1) Chiến lược cung cấp thông tin**

Chiến lược cung cấp thông tin được xây dựng dựa trên giả định rằng các DN có thể tăng cường khả năng hiển thị của họ và xây dựng thông tin liên lạc đáng tin cậy bằng cách tích hợp thông tin liên lạc nội bộ và bên ngoài thành một thông điệp nhất quán phù hợp với chiến lược của DN và có thể thu hút nhiều đối tượng cùng một lúc. Khái niệm cốt lõi của thông điệp không tự động xuất hiện mà là kết quả của quá trình phân tích bên trong và bên ngoài một cách cẩn thận. Để đảm bảo thông tin mạch lạc và hấp dẫn về các nỗ lực PTBV của DN, bốn vấn đề sau cần được tích hợp trong gói thông tin PTBV của DN:

- Thể hiện PTBV của DN như một mối quan tâm được chia sẻ (lời hứa);
- Liên kết PTBV của DN với hoạt động kinh doanh cốt lõi (đề xuất);
- Chứng minh sự hỗ trợ của tổ chức (bằng chứng);
- Thể hiện các tuyên bố khách quan (kết quả),

#### ***(1a) Thể hiện PTBV của DN như một mối quan tâm được chia sẻ***

Thông điệp PTBV của doanh nghiệp có thể nhấn mạnh mối liên kết của doanh nghiệp với các bên liên quan vì nó thể hiện mối quan tâm chung hoặc cam



kết đôi với một vấn đề cụ thể liên quan đến PTBVĐN và thiết lập PTBVĐN như một mối ràng buộc tiềm năng giữa doanh nghiệp và các bên liên quan. Hãy nhớ rằng lợi ích của các bên liên quan rất đa dạng và luôn thay đổi, mỗi quan tâm được chia sẻ phải gọi lên mỗi quan tâm chung nhất định.

***(1b) Liên kết PTBVĐN với hoạt động kinh doanh cốt lõi***

Các DN cần đề xuất một bộ lập luận, nguyên tắc và quy trình vững chắc, cho thấy sự tích hợp của các sáng kiến PTBV của DN với hoạt động kinh doanh cốt lõi và PTBV quan trọng đối với sự tồn tại của DN cũng như lợi ích của các bên liên quan. Thông thường, các DN chủ yếu đưa ra những tuyên bố có tầm nhìn xa và thoáng về việc cứu thế giới hoặc đề cập đến những nỗ lực của họ trong các sáng kiến nhân từ như chính sách bảo vệ môi trường, thực hành thân thiện với nhân viên hoặc tài trợ nhân đạo. Giao tiếp như vậy sẽ thu hút các bên liên quan: người tiêu dùng, nhân viên và các nhà lãnh đạo quan điểm cũng như cổ đông. Tuy nhiên, khi các sáng kiến PTBV dường như được thúc đẩy về mặt cảm xúc hoặc thuần túy về mặt đạo đức, DN có nguy cơ liên kết với các tổ chức tôn giáo hoặc từ thiện.

***(1c) Hiện thị hỗ trợ tổ chức***

Thông báo PTBV cũng phải thể hiện sự hỗ trợ của tổ chức đằng sau các tuyên bố PTBV. Sự hỗ trợ của người quản lý rõ ràng là yếu tố quyết định quan trọng đối với các thông điệp PTBV để báo hiệu sự công hiến và cam kết của DN, đồng thời làm rõ rằng các sáng kiến PTBV không chỉ là mối quan tâm của bộ phận tiếp thị hoặc truyền thông mà là mối quan tâm của cấp quản lý hàng đầu.

***(1d) Thể hiện các tuyên bố khách quan***

Các phân tích cho thấy rằng các bên liên quan ít tin tưởng vào thông tin từ các nguồn do DN kiểm soát, chẳng hạn như quảng cáo và các tuyên bố chủ quan của DN, vốn sử dụng các chỉ số thay thế để chỉ ra lợi ích hoặc thái độ của DN.

Tuy nhiên, những phân tích này cũng cho thấy rằng các bên liên quan ít hoài nghi hơn đối với các tuyên bố khách quan của DN, tức là các thông số kỹ thuật, tín hiệu số và trình bày trực quan.

## **(2) Chiến lược tương tác**

Nghiên cứu đã chỉ ra rằng phản ứng của các bên liên quan đối với một DN phụ thuộc vào mức độ mà họ biết và tin tưởng DN, và chiến lược tương tác cho thấy rằng DN cần tham gia vào một quá trình giao tiếp hai chiều với các bên liên quan chính để phát triển sự nhạy cảm của tổ chức và để xây dựng lòng tin giữa các bên liên quan. Trong khi chiến lược cung cấp thông tin cung cấp thông tin PTBV cơ bản (lời hứa, đề xuất và bằng chứng), thì chiến lược tương tác ngụ ý sự tham gia tích cực hơn nữa giữa DN và các bên liên quan.

Các nghiên cứu về văn hóa đã chỉ ra rằng các mối quan hệ thân thiết nảy sinh như thế nào khi các bên liên quan, bao gồm cả nhân viên và người tiêu dùng, tham gia vào các nghi thức và thói quen liên quan đến DN và dẫn đến các mối quan hệ phức tạp và tin cậy mạnh mẽ. Ví dụ, khi người tiêu dùng và những người đưa ra quan điểm tương tác với DN một cách quan trọng và có ý nghĩa, họ có thể cảm thấy mình giống người trong cuộc hơn là người ngoài cuộc. Sau đây, tác giả đề xuất ba quy trình giao tiếp hai chiều để phát triển sự tương tác tăng cường giữa DN và các bên liên quan: quan hệ đối tác xã hội, sự rõ ràng của địa phương và sự ủng hộ tích cực.

### **(2a) Quan hệ đối tác xã hội**

Các doanh nghiệp cần tham gia một cách có hệ thống vào quan hệ đối tác xã hội với các nhà lãnh đạo quan điểm xã hội, Mỗi quan hệ đối tác xã hội xảy ra khi một DN chủ động mời các nhà lãnh đạo quan điểm từ các tổ chức phi chính phủ, tổ chức quốc tế, trường đại học và các đảng phái chính trị, đối thoại về các sáng kiến PTBV của DN.

Doanh nghiệp cố gắng không chỉ đáp ứng mà còn vượt quá các chỉ tiêu của các bên liên quan quy định các hành vi mong muốn của tổ chức. DN gắn nhãn chiến lược của mình là 'Từ Đối thoại đến Đối tác', và bằng cách đó. DN xây dựng lòng tin và sự hiểu biết về các mối quan tâm quan trọng của các bên liên quan cũng như tạo cơ sở tốt hơn cho việc ra quyết định và do đó giải pháp.

### **(2b) Quan hệ với địa phương**

Sự kết nối địa phương được định nghĩa là một quá trình giao tiếp hai chiều, trong đó DN mời các bên liên quan thể hiện bản sắc của họ trong mối quan hệ chặt

chẽ với bản sắc DN. Nghiên cứu trước đây đã chỉ ra cách các nhà quản lý và nhân viên có thể đóng vai trò là đại diện quan hệ công chúng, khi họ được mời nói chuyện với khán giả bên ngoài về quá trình phát triển lịch sử, tầm nhìn, sứ mệnh và nguyên tắc của DN. Khi các nhà quản lý và nhân viên trình bày rõ ràng các tuyên bố của DN bằng lời của họ, tất nhiên họ không được tự do kể câu chuyện theo ý mình muốn, nhưng họ có thể đưa câu chuyện vào một lượt riêng. Quan trọng nhất là họ có thể liên hệ bản sắc riêng của mình với bản sắc DN theo ý muốn. Các nghiên cứu cho thấy cách các nhà quản lý và nhân viên dần dần nội bộ hóa các chiến lược của DN khi họ nghe chính họ nói về nó. Theo nghĩa này, sự liên kết địa phương cung cấp cho các nhà quản lý một cái nhìn sâu sắc cập nhật về nơi làm việc của họ và quan trọng hơn là ý thức làm chủ chiến lược của DN. Đồng thời, sự rõ ràng của địa phương tạo ra thiện chí và sự hiểu biết giữa công chúng, Sự rõ ràng của địa phương không nhất thiết làm cho các nhà lãnh đạo ý kiến ít chỉ trích hơn đối với các sáng kiến PTBV của DN. Tuy nhiên, việc cho phép nêu rõ địa phương trong báo cáo thường niên của DN có thể gợi lên sự thừa nhận các sáng kiến của DN từ các bên liên quan bên ngoài đó, đồng thời thể hiện sự thừa nhận quan điểm của những người khác và cởi mở đối thoại với các bên liên quan quan trọng.

### ***(2c) Chứng minh bằng sự chủ động***

Sự chứng thực xảy ra khi các sáng kiến PTBV của DN được các bên liên quan bên ngoài quan sát, ủng hộ, khen ngợi và thậm chí thách thức. Sự chứng thực chủ động xảy ra khi DN chủ động tìm kiếm sự hỗ trợ của các bên liên quan bên thứ ba để cung cấp một đề cập thuận lợi cho công chúng. Nó mang tính chủ động vì DN chủ động tìm kiếm và thể hiện sự chứng thực từ các bên liên quan bên ngoài thay vì chờ đợi ý kiến của họ. Ví dụ, các DN thuê tư vấn kiểm toán để kiểm toán các báo cáo phát triển bền vững của họ, như Novo Nordisk đã yêu cầu Deloitte kiểm toán các báo cáo mới nhất của họ. Các đánh giá viên đưa ra một đánh giá độc lập về các sáng kiến PTBV của DN và cung cấp các báo cáo xã hội và các sáng kiến PTBV với thẩm quyền và độ tin cậy, điều mà bản thân DN không có được. Chứng thực tích cực cũng được thực hiện khi các DN thuê các cơ quan quan hệ công chúng hoặc các nhà tư vấn truyền thông để hỗ trợ họ trong việc tác động đến cuộc tranh luận công khai có lợi cho DN về các vấn đề

PTBV. Các giải thưởng liên quan đến PTBV ngày càng được trao và các vị trí PTBV thuận lợi được nhìn thấy trong bảng xếp hạng danh tiếng hoặc phân tích hình ảnh, mà bản thân các DN ít nhiều tích cực có thể đóng góp vào sân khấu,

Quá trình từ một chiến lược cung cấp thông tin đến một chiến lược tương tác Lãnh đạo cao nhất là tiêu chí trung tâm cho một bước chuyển thành công từ việc thông báo cho các bên liên quan về các sáng kiến xã hội sang tương tác thực sự với các bên liên quan. Cũng như nhiều vấn đề chiến lược khác, sự quan tâm và hỗ trợ của lãnh đạo cấp cao là chìa khóa quan trọng. Cần có sự hỗ trợ của cấp quản lý cao nhất để cho phép các sáng kiến PTBV của DN được truyền đạt một cách mạch lạc và nhất quán và để phát triển một chiến lược để các bên liên quan tương tác và làm thế nào, Mặc dù không có công thức nào cho từng DN về cách tương tác với các bên liên quan, nhưng mô hình truyền thông PTBV chiến lược cho thấy rằng lời mời phản ánh quan trọng là yếu tố quyết định để hướng tới sự tương tác chiến lược hơn với các bên liên quan. Các DN có thể hưởng lợi từ việc mời một cách chiến lược những gì mà các nhà xã hội học gọi là 'người lạ chuyên nghiệp', tức là mời nhân viên, các nhà lãnh đạo quan điểm và người tiêu dùng bình luận về những gì họ có thể coi là những vấn đề tiềm ẩn đối với DN. Thông thường, các nhà lãnh đạo có quan điểm như vậy sẽ hình thành nhận thức chung về các sáng kiến PTBV của DN. Ví dụ, giới truyền thông là bên liên quan trung tâm trong việc cung cấp cho các DN bản tự mô tả liên tục và thay vì chờ đợi phán xét đạo đức phê phán của nhà báo trên tờ báo buổi sáng, các DN có thể tự chuẩn bị để trả lời nhanh chóng và nhất quán khi 'vấn đề quan trọng' xuất hiện trong phương tiện truyền thông bằng cách đối thoại liên tục với các bên liên quan quan trọng - bao gồm cả các nhà báo.

## **5.5. Những đóng góp mới của luận án**

### **5.5.1. Về mặt khoa học và lý luận**

- Thứ nhất, đóng góp một phần làm phong phú thêm cơ sở lý luận về tài chính doanh nghiệp, cụ thể là về chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Luận án góp phần nâng cao hiểu biết lý thuyết các bên liên quan thông qua giải thích hoạt động PTBV DN với mối quan hệ đến các bên liên quan thông qua phân tích sự khác biệt về mức độ PTBV DN đến các bên liên quan bao gồm cả chủ nợ và chủ sở hữu.

- *Thứ hai*, đóng góp thêm sự hiểu biết về PTBVDN ở các nước đang phát triển, đặc biệt là ở Việt Nam – một quốc gia có nền kinh tế đặc thù so với thế giới bằng việc cung cấp một danh sách các chỉ mục PTBVDN mà các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam thực hành và công bố.

- *Thứ ba*, luận án đã xem xét tác động của PTBVDN đến CPSD vốn bao gồm CPSD Nợ, CPSD vốn chủ sở hữu và CPSD vốn bình quân. Kết quả cho thấy hoạt động PTBV của doanh nghiệp giúp giảm bất cân xứng thông tin trên thị trường, giảm mức độ rủi ro đối với nhà đầu tư từ đó giảm CPSD vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

- *Thứ tư*, mô hình nghiên cứu của luận án có đánh giá tác động của Covid 19 đối với CPSD vốn của doanh nghiệp, kết quả cho thấy Covid 19 có tác động đến CPSD vốn chủ sở hữu và CPSD vốn bình quân của doanh nghiệp. Đây hoàn toàn là đóng góp mới của luận án mà chưa có nghiên cứu nào ở Việt Nam thực hiện xem xét tác động này.

### **5.5.2. Về mặt thực tiễn**

- *Thứ nhất*, chỉ ra xu hướng biến động và thực trạng PTBVDN của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam với ba nội dung về: kinh tế, môi trường, xã hội cũng như với các tiêu chí phân loại theo ngành kinh doanh, theo thị trường.

- *Thứ hai*, cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động của PTBVDN đến chi phí sử dụng vốn của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam.

Dựa trên những đóng góp cả về mặt lý luận và thực tiễn, tác giả kỳ vọng nghiên cứu này không những làm phong phú thêm cơ sở dữ liệu cho lĩnh vực nghiên cứu và thực hành về PTBVDN tại Việt Nam mà còn là tài liệu tham khảo có ý nghĩa cho các nhà hoạch định chính sách, nhà quản trị doanh nghiệp, các nhà đầu tư nhằm theo đuổi mục tiêu phát triển bền vững,

### **5.6. Hạn chế của nghiên cứu**

Cũng giống như các nghiên cứu khác, luận án vẫn tồn tại những hạn chế nhất định,

- *Thứ nhất*, nghiên cứu thực hiện khảo sát thông tin PTBVDN dựa trên việc đánh giá, chấm điểm PTBVDN dựa trên thu thập báo cáo thường niên, báo cáo PTBV của doanh nghiệp với số lượng báo cáo là 1491 báo cáo, Mỗi báo cáo chấm

điểm 77 tiêu chí trong một thời gian dài. Các báo cáo không được trình bày thống nhất dẫn đến khó khăn trong việc chấm điểm, so sánh. Điều này dẫn đến không tránh khỏi sai sót trong quá trình đánh giá ngoài ý muốn chủ quan của tác giả.

- *Thứ hai*, về chi phí sử dụng Nợ, do không thể thu thập thông tin từ lãi suất các khoản vay của doanh nghiệp, nên tác giả đã đo lường dựa trên Lãi vay và tổng Nợ phải trả, hệ số này có nhiều sai lệch so với lãi suất vay thực tế của doanh nghiệp.

- *Thứ ba*, nghiên cứu chưa đánh giá tác động của các biến trễ đến CPSD vốn của doanh nghiệp.

### **5.7. Hướng nghiên cứu trong tương lai**

- Khắc phục vấn đề nội sinh trong mô hình nghiên cứu thông qua việc sử dụng biến công cụ, mô hình khác biệt kép, mô hình GMM

- Khắc phục các khuyết tật khác của mô hình nghiên cứu

- Bổ sung thêm các biến trễ trong mô hình nghiên cứu

- Về CPSD vốn chủ sở hữu, luận án mới chỉ sử dụng một phương pháp để đo lường dựa trên giá trị thị trường. Việc tính toán dựa trên giá trị thị trường có hạn chế là không ổn định. Trong tương lai nghiên cứu có thể bổ sung thêm các cách thức đo lường CPSD vốn chủ sở hữu khác để so sánh kết quả nghiên cứu, làm vững thêm các khẳng định của luận án.

- Về CPSD nợ, luận án đo lường CPSD nợ dựa trên lãi vay và tổng nợ phải trả, hệ số này không phản ánh chính xác chi phí mà DN đi vay dài hạn tại các tổ chức tài chính, cũng như chi phí phát hành trái phiếu dài hạn của doanh nghiệp. Trong tương lai nghiên cứu có thể bổ sung thêm các dữ liệu chi tiết về lãi suất của các khoản vay để so sánh kết quả nghiên cứu.

## **KẾT LUẬN CHƯƠNG 5**

Dựa trên cơ sở lý luận, cũng như dựa trên các kết quả nghiên cứu của chương 3 và 4, trong chương 5 tác giả đã trình bày tóm tắt chiến lược PTBV của quốc gia. Từ đó cũng đưa ra các hàm ý đối với nhà quản trị, nhà đầu tư, các nhà tài trợ của doanh nghiệp. Dựa trên các kết quả nghiên cứu, tác giả cũng đưa ra khuyến nghị đối với doanh nghiệp và nhà nước nhằm PTBVDN.

Phần cuối của luận án là những đóng góp, hạn chế của Luận án và hướng nghiên cứu trong tương lai.

## KẾT LUẬN

Kết quả nghiên cứu cho thấy việc triển khai các hoạt động cũng như công bố thông tin về PTBV làm tăng mức uy tín của doanh nghiệp đối với các cổ đông, từ đó làm giảm chi phí vốn chủ sở hữu, PTBV không làm giảm bất cân xứng thông tin với các chủ nợ, cũng như không làm thay đổi mức độ đánh giá về rủi ro của doanh nghiệp. Có thể thấy thực tế các ngân hàng, người cho vay khi thực hiện các khoản cho vay của doanh nghiệp sẽ dựa nhiều hơn vào việc doanh nghiệp thực hiện các dự án vay nợ có khả thi không, có khả năng trả nợ và lãi đúng hạn không, có tài sản đảm bảo cho khoản vay không hơn là dựa vào các thông tin công bố của doanh nghiệp về PTBV.

Kết quả nghiên cứu cũng đưa ra hàm ý về mặt chính sách trong việc hỗ trợ doanh nghiệp PTBV từ phía ngân hàng, triển khai các gói tín dụng xanh, để thúc đẩy doanh nghiệp thực hiện các biện pháp PTBV nhằm tiếp cận dễ dàng hơn với các khoản nợ vay, với chi phí ưu đãi hơn.

Đối với các nhà đầu tư, cổ đông, nhà quản trị của công ty, có thể thấy việc triển khai các chiến lược PTBVĐN giúp doanh nghiệp phát triển theo đúng chủ trương chính sách, xu thế không thể đảo ngược của thời đại đồng thời lại làm giảm thiểu rủi ro, giảm bất cân xứng thông tin cho doanh nghiệp, từ đó làm giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Việc giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu sẽ giúp doanh nghiệp thuận lợi hơn khi huy động vốn trên thị trường vốn.



**DANH MỤC  
CÁC CÔNG TRÌNH CÔNG BỐ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU  
CỦA ĐỀ TÀI LUẬN ÁN**

<b>TT</b>	<b>Tên bài báo</b>	<b>Tác giả hoặc đồng tác giả</b>	<b>Nơi công bố (tên tạp chí, kỷ yếu hội thảo khoa học đã đăng)</b>	<b>Năm công bố</b>
1	The Influence of board characteristics and State holding on corporate social responsibility disclosure, evidence from Vietnamese listed firms	Đồng tác giả	Business: Theory and Practice	2021
2	Determinants of corporate social responsibility disclosure: The case of the Banking sector in Vietnam	Đồng tác giả	WSEAS: Transactions on Business and Economics	2021
3	Thực trạng công bố thông tin phát triển bền vững của doanh nghiệp niêm yết Việt Nam	Tác giả	Tạp chí Kinh tế và Dự báo	2021
4	Tác động của công bố thông tin môi trường đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu, nghiên cứu tại các doanh nghiệp niêm yết ngành sản xuất Việt Nam	Tác giả	Tạp chí Công Thương	2021
5	Factors affecting the capital structure of Vietnamese listed firm in food and processing industry	Đồng tác giả	Journal of Finance & Accounting Research	2021
6	Tín dụng xanh ở Việt Nam – Thực trạng và giải pháp	Đồng tác giả	Tạp chí Ngân hàng	2020

7	Tác động của trách nhiệm xã hội đến cơ cấu vốn doanh nghiệp niêm yết ngành sản xuất Việt Nam	Tác giả	Tạp chí Công Thương	2021
8	Impact of corporate social responsibility on customer satisfaction, evidence from Vietnamese beverage industry	Đồng tác giả	Journal of Finance & Accounting Research	2022

## DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

### I. Tiếng Việt

1. Anh, V. T. T. (2014), "Nghiên cứu tác động của các nhân tố vĩ mô đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam", *Tạp chí kinh tế và phát triển*.
2. Nguyễn Thị Anh Bình và Phạm Long (2015), "Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến lòng trung thành của khách hàng trong lĩnh vực ngân hàng bán lẻ", *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, Số 221, tr74-81
3. Châu Thị Lệ Duyên và Nguyễn Minh Cảnh (2012), "*Phân tích những nhân tố thúc đẩy các doanh nghiệp thực hiện trách nhiệm xã hội của các doanh nghiệp nhỏ và vừa ở thành phố*
4. Tạ Thị Thu Hằng (2020), *Nghiên cứu tác động của công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Luận án tiến sĩ kinh tế, Đại học Kinh tế Quốc dân
5. Hiệp, T., & Phan, T. (2016), "Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp công nghiệp: nghiên cứu từ mô hình GMM", *Tạp chí Tài chính* (634), 47.
6. Phạm Đức Hiếu (2012), "Các nhân tố ảnh hưởng đến việc thực hiện và báo cáo trách nhiệm xã hội Việt Nam", *Tạp chí Phát triển kinh tế*, Số tháng 4/2011, tr 10-16
7. Nguyễn Phương Mai (2015), *Trách nhiệm xã hội của các doanh nghiệp sản xuất và chế biến thực phẩm tại Việt Nam - Tiếp cận từ góc độ người tiêu dùng*, Luận án tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội.
8. Quyết định Số: 622/QĐ-TTg năm 2017 của Thủ tướng Chính phủ về: *Kế hoạch hành động quốc gia thực hiện chương trình nghị sự 2030 vì sự phát triển bền vững*
9. Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 6/10/2015 của Bộ Tài chính: *Công bố thông tin trên thị trường chứng khoán*,
10. Dương Thị Hồng Vân (2014) "*Nghiên cứu các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*", Luận án Tiến sĩ kinh tế, Đại học Kinh tế Quốc dân

11. Trần Thị Hoàng Yến (2016), *Nghiên cứu tác động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp đến kết quả hoạt động tài chính tại các ngân hàng thương mại Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội

## **II. Tiếng Anh**

12. Agle, B. R., Donaldson, T., Freeman, R. E., Jensen, M. C., Mitchell, R. K., & Wood, D. J. (2008). Dialogue: Toward superior stakeholder theory. *Business Ethics Quarterly*, 153–190.
13. Aguinis, H., & Glavas, A. (2012). What we know and don't know about corporate social responsibility: A review and research agenda. *Journal of Management*, 38(4), 932–968.
14. Ali, H. Y., Danish, R. Q., & Asrar-ul-Haq, M. (2020). How corporate social responsibility boosts firm financial performance: The mediating role of corporate image and customer satisfaction. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), 166–177.
15. Ali, W., Frynas, J. G., & Mahmood, Z. (2017). Determinants of corporate social responsibility (CSR) disclosure in developed and developing countries: a literature review. In *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.
16. Amini, M., & Bienstock, C. C. (2014). Corporate sustainability: an integrative definition and framework to evaluate corporate practice and guide academic research. *Journal of Cleaner Production*, 76, 12–19.
17. Amran, A., & Devi, S. S. (2008). The impact of government and foreign affiliate influence on corporate social reporting: The case of Malaysia. *Managerial Auditing Journal*.
18. Aras, G., & Crowther, D. (2008). Governance and sustainability. *Management Decision*.
19. Aras, G., & Crowther, D. (2009). Corporate governance and corporate social responsibility in context. *Global Perspectives on Corporate Governance and CSR*, 1–41.

20. Armstrong, C. S., Core, J. E., Taylor, D. J., & Verrecchia, R. E. (2011). When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital? *Journal of Accounting Research*, 49(1), 1–40. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00391.x>
21. Atkinson, G. (2000). Measuring corporate sustainability. *Journal of Environmental Planning and Management*, 43(2), 235–252. <https://doi.org/10.1080/09640560010694>
22. Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Suh, J. (2013). Corporate Social Responsibility and Credit Ratings. *Journal of Business Ethics*, 117(4), 679–694. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1714-2>
23. Bae, K. H., El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Zheng, Y. (2019). Does corporate social responsibility reduce the costs of high leverage? Evidence from capital structure and product market Interactions. *Journal of Banking and Finance*, 100, 135–150. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.11.007>
24. Bae, S. C., Chang, K., & Yi, H.-C. (2018). Corporate social responsibility, credit rating, and private debt contracting: new evidence from syndicated loan market. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 50(1), 261–299.
25. Bansal, P. (2005). Evolving sustainably: A longitudinal study of corporate sustainable development. *Strategic Management Journal*, 26(3), 197–218.
26. Bansal, P., & DesJardine, M. (2014). Business sustainability: It is about time. *Strategic Organization*, 12(1), 70–78. <https://doi.org/10.1177/1476127013520265>
27. Bassen, A., Meyer, K., & Schlange, J. (2006). The influence of corporate responsibility on the cost of capital. *Available at SSRN 984406*.
28. Batista, A. A. da S., & Francisco, A. C. de. (2018). Organizational sustainability practices: A study of the firms listed by the corporate sustainability index. *Sustainability*, 10(1), 226.
29. Baumgartner, R. J., & Ebner, D. (2010). Corporate sustainability strategies: sustainability profiles and maturity levels. In *Sustainable Development* (Vol. 18, Issue 2, pp. 76–89).

30. Bergman, M. M., Bergman, Z., & Berger, L. (2017). An empirical exploration, typology, and definition of corporate sustainability. *Sustainability*, 9(5), 753.
31. Bews, N. F., & Rossouw, G. J. (2002). A role for business ethics in facilitating trustworthiness. *Journal of Business Ethics*, 39(4), 377–390.
32. Bhuiyan, M. B. U., & Nguyen, T. H. N. (2019). Impact of CSR on cost of debt and cost of capital: Australian evidence. *Social Responsibility Journal*.
33. Boubakri, N., & Ghouma, H. (2010). Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2481–2499.
34. Bouslah, K., Kryzanowski, L., & M'Zali, B. (2018). Social Performance and Firm Risk: Impact of the Financial Crisis. *Journal of Business Ethics*, 149(3), 643–669. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3017-x>
35. Boutin-Dufresne, F., & Savaria, P. (2004). Corporate social responsibility and financial risk. *The Journal of Investing*, 13(1), 57–66.
36. Brockett, A., & Rezaee, Z. (2012). *Corporate sustainability: integrating performance and reporting* (Vol. 630). John Wiley & Sons.
37. Buys, L., Mengersen, K., Johnson, S., van Buuren, N., & Chauvin, A. (2014). Creating a Sustainability Scorecard as a predictive tool for measuring the complex social, economic and environmental impacts of industries, a case study: Assessing the viability and sustainability of the dairy industry. *Journal of Environmental Management*, 133, 184–192.
38. Campbell, D. J., Shrives, P., & Bohmbach-Saager, H. (2001). Voluntary social disclosure through mission statements in corporate reports. Signalling what and to whom? *Business and Society Review*.
39. Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39–48.
40. Carroll, A. B. (2015). Corporate social responsibility: The centerpiece of competing and complementary frameworks. *Organizational Dynamics*.

41. Carroll, A. B., & Shabana, K. M. (2010). The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research and practice. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 85–105.
42. Chava, S. (2014). Environmental externalities and cost of capital. *Management Science*, 60(9), 2223–2247. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2013.1863>
43. Cheng, C. S. A., Wang, J., Zhang, N., & Zhao, S. (2017). Bowling alone, bowling together: Is social capital priced in bank loans? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(4), 449–479.
44. Cho, S. J., Chung, C. Y., & Young, J. (2019). Study on the relationship between CSR and financial performance. *Sustainability (Switzerland)*, 11(2), 1–26. <https://doi.org/10.3390/su11020343>
45. Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67.
46. Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2018). Does corporate social responsibility affect information asymmetry? *Journal of Business Ethics*, 148(3), 549–572.
47. Dahiya, M., & Singh, S. (2020). The linkage between CSR and cost of equity: an Indian perspective. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*.
48. Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1), 1–13.
49. Dang, H. N., Hoang, K., & Van Nguyen, L. (2021). Do socially responsible firms always disclose high-quality earnings? Evidence from an emerging socialist economy. *Asian Review of Accounting*, 29(3), 291–306.
50. De Bakker, F. G. A., Groenewegen, P., & Den Hond, F. (2005). A bibliometric analysis of 30 years of research and theory on corporate social responsibility and corporate social performance. *Business & Society*, 44(3), 283–317.
51. Deegan, C. (2009). Financial accounting theory McGraw Hill. North Ryde, NSW, Australia.

52. Deegan, Craig. (2006). *Legitimacy theory*.
53. Delmas, M., & Blass, V. D. (2010). Measuring corporate environmental performance: the trade-offs of sustainability ratings. *Business Strategy and the Environment*, 19(4), 245–260.
54. Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *Accounting Review*, 87(3), 723–759. <https://doi.org/10.2308/accr-10218>
55. Dillard, J. F., Rigsby, J. T., & Goodman, C. (2004). The making and remaking of organization context: duality and the institutionalization process. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*.
56. DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 147–160.
57. Doanh, D. C., & Gadomska-Lila, K. (2020). Customers' awareness of corporate social responsibility in Vietnam and Poland: A comparative analysis. *Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica*, 1(346), 43–61.
58. Dočekalová, M. P., & Kocmanová, A. (2016). Composite indicator for measuring corporate sustainability. *Ecological Indicators*, 61, 612–623. <https://doi.org/10.1016/j.ecolind.2015.10.012>
59. Donaldson, T. (1982). *Corporations and morality*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
60. Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organizational legitimacy: Social values and organizational behavior. *Pacific Sociological Review*, 18(1), 122–136.
61. Du, S., Bhattacharya, C. B., & Sen, S. (2010). Maximizing business returns to corporate social responsibility (CSR): The role of CSR communication. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 8–19.
62. Duarte, J., Han, X., Harford, J., & Young, L. (2008). Information asymmetry, information dissemination and the effect of regulation FD on the cost of capital. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 24–44. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.12.005>



63. Dunfee, T. W. (2006). Do firms with unique competencies for rescuing victims of human catastrophes have special obligations? Corporate responsibility and the AIDS catastrophe in Sub-Saharan Africa. *Business Ethics Quarterly*, 16(2), 185–210.
64. Dunphy, D. (2003). Corporate sustainability: Challenge to managerial orthodoxies. *Journal of Management and Organization*, 9(1), 2.
65. Dyllick, T., & Hockerts, K. (2002). Beyond the business case for corporate sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 11(2), 130–141.
66. Dyllick, T., & Muff, K. (2016). Clarifying the meaning of sustainable business: Introducing a typology from business-as-usual to true business sustainability. *Organization & Environment*, 29(2), 156–174.
67. Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. In *Academy of management review* (Vol. 14, Issue 1, pp. 57–74).
68. El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance*, 35(9), 2388–2406. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>
69. Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2019). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 102097.
70. Elkington, J. (1997). The triple bottom line. *Environmental Management: Readings and Cases*, 2.
71. Epstein, M. J., & Roy, M.-J. (2001). Sustainability in action: Identifying and measuring the key performance drivers. *Long Range Planning*, 34(5), 585–604.
72. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327–349.
73. Figge, F. (2005). Value-based environmental management. From environmental shareholder value to environmental option value. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 12(1), 19–30.
74. Figge, F., & Hahn, T. (2004). Sustainable value added—measuring corporate contributions to sustainability beyond eco-efficiency. *Ecological Economics*, 48(2), 173–187.

75. Fombrun, C., & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233–258.
76. Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman. Lukas, Janina (2017): *Ethik Als Standard in Der Beschaffung. Werte Und Normen Als Gestaltungsausgangspunkt von Nicht-Regierungs-Organisationen*. Wiesbaden: Springer Gabler.
77. Friedman, M. (1970). A theoretical framework for monetary analysis. *Journal of Political Economy*, 78(2), 193–238.
78. García-Sánchez, I. M., & Martínez-Ferrero, J. (2017). Independent Directors and CSR Disclosures: The moderating effects of proprietary costs. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(1), 28–43. <https://doi.org/10.1002/csr.1389>
79. Girerd-Potin, I., Jimenez-Garcès, S., & Louvet, P. (2014). Which dimensions of social responsibility concern financial investors? *Journal of Business Ethics*, 121(4), 559–576.
80. Godfrey, P. C. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *Academy of Management Review*, 30(4), 777–798. <https://doi.org/10.5465/AMR.2005.18378878>
81. Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30(4), 425–445.
82. Gong, G., Xu, S., & Gong, X. (2018). On the value of corporate social responsibility disclosure: An empirical investigation of corporate bond issues in China. *Journal of Business Ethics*, 150(1), 227–258.
83. Gong, Y., Yan, C., & Ho, K. (2021). The effect of managerial ability on corporate social responsibility and firm value in the energy industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(2), 581–594.
84. Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management Science*, 3(1), 102–110.

85. Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking and Finance*, 35(7), 1794–1810. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002>
86. Goyal, P., Rahman, Z., & Kazmi, A. A. (2013). Corporate sustainability performance and firm performance research. *Management Decision*.
87. Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. In *Journal of financial economics* (Vol. 60, Issues 2–3, pp. 187–243).
88. Gregory, A., Tharyan, R., & Whittaker, J. (2014). Corporate social responsibility and firm value: Disaggregating the effects on cash flow, risk and growth. *Journal of Business Ethics*, 124(4), 633–657.
89. Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2008). Trusting the stock market. *The Journal of Finance*, 63(6), 2557–2600.
90. Hahn, T., & Figge, F. (2011). Beyond the bounded instrumentality in current corporate sustainability research: Toward an inclusive notion of profitability. *Journal of Business Ethics*, 104(3), 325–345.
91. Hahn, T., Figge, F., Aragón-Correa, J. A., & Sharma, S. (2017). Advancing research on corporate sustainability: Off to pastures new or back to the roots? *Business & Society*, 56(2), 155–185.
92. Hahn, T., Pinkse, J., Preuss, L., & Figge, F. (2015). Tensions in corporate sustainability: Towards an integrative framework. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 297–316.
93. Han, J.-J., Kim, H. J., & Yu, J. (2016). Empirical study on relationship between corporate social responsibility and financial performance in Korea. *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, 1(1), 61–76. <https://doi.org/10.1186/s41180-016-0002-3>
94. Harhoff, D., & Körting, T. (1998). Lending relationships in Germany—Empirical evidence from survey data. *Journal of Banking & Finance*, 22(10–11), 1317–1353.

95. Harjoto, M. A. (2017). Corporate social responsibility and degrees of operating and financial leverage. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 49(2), 487–513.
96. Hasseldine, J., Salama, A. I., & Toms, J. S. (2005). Quantity versus quality: the impact of environmental disclosures on the reputations of UK Plcs. *The British Accounting Review*, 37(2), 231–248.
97. Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440.
98. Hieu, P. D., Thuy, L. T. T., Ngoc, H. T. B., & Lam, N. T. H. (2019). Mandatory Social and Environmental Disclosure of Listed Companies in Vietnam. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(5), 1–10.
99. Hobbes, T. (1962). *Leviathan*, ed. Michael Oakeshott. *Oxford: Basil Blackwell*, 1, 946.
100. Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15–36.
101. Howorth, C., & Moro, A. (2012). Trustworthiness and interest rates: an empirical study of Italian SMEs. *Small Business Economics*, 39(1), 161–177.
102. Huang, J., Duan, Z., & Zhu, G. (2017). Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Bank Loans? Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(7), 1589–1602. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1179184>
103. Huu Anh, N., La Soa, N., & Hanh, H. H. (2020). Environmental accounting practices and cost of capital of enterprises in Vietnam. *Cogent Economics & Finance*, 8(1), 1790964.
104. Ilinitich, A. Y., Soderstrom, N. S., & Thomas, T. E. (1998). Measuring corporate environmental performance. *Journal of Accounting and Public Policy*, 17(4–5), 383–408.
105. Ioannou, I., & Serafeim, G. (2015). The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics. *Strategic Management Journal*, 36(7), 1053–1081.

106. Islam, M. A., & Deegan, C. (2008). Motivations for an organisation within a developing country to report social responsibility information: Evidence from Bangladesh. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*.
107. Jang, S., & Ardichvili, A. (2020). The role of HRD in CSR and sustainability: a content analysis of corporate responsibility reports. *European Journal of Training and Development*.
108. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Journal of financial economics* (Vol. 3, Issue 4, pp. 305–360).
109. Jiraporn, P., Jiraporn, N., Boeprasert, A., & Chang, K. (2014). ( CSR ) Improve Credit Ratings ? Evidence from Geographic Identification. *Financial Management, Fall*, 505–531.
110. Jo, H., & Harjoto, M. A. (2012). The causal effect of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 17(7), 184–193. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1052-1>
111. Kabir, R., & Thai, H. M. (2017). Does corporate governance shape the relationship between corporate social responsibility and financial performance? *Pacific Accounting Review*.
112. Ke, Y. (2022). The impact of COVID-19 on firms' cost of equity capital: Early evidence from US public firms. *Finance Research Letters*, 46, 102242.
113. Kim, M., Surroca, J., & Tribó, J. A. (2014). Impact of ethical behavior on syndicated loan rates. *Journal of Banking and Finance*, 38(1), 122–144. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.10.006>
114. Krajnc, D., & Glavič, P. (2005a). A model for integrated assessment of sustainable development. *Resources, Conservation and Recycling*, 43(2), 189–208.
115. Krajnc, D., & Glavič, P. (2005b). How to compare companies on relevant dimensions of sustainability. *Ecological Economics*, 55(4), 551–563.
116. Kucukvar, M., & Tatari, O. (2013). Towards a triple bottom-line sustainability assessment of the US construction industry. *The International Journal of Life Cycle Assessment*, 18(5), 958–972.

117. Kumar, K., Kumari, R., Poonia, A., & Kumar, R. (2021). Factors influencing corporate sustainability disclosure practices: empirical evidence from Indian National Stock Exchange. *Journal of Financial Reporting and Accounting*.
118. Landrum, N. E., & Ohsowski, B. (2018). Identifying worldviews on corporate sustainability: A content analysis of corporate sustainability reports. *Business Strategy and the Environment*, 27(1), 128–151.
119. Laskar, N. (2018). Impact of corporate sustainability reporting on firm performance: an empirical examination in Asia. *Journal of Asia Business Studies*.
120. Laskar, N., Chakraborty, T. K., & Maji, S. G. (2017). Corporate Sustainability Performance and Financial Performance: Empirical Evidence from Japan and India. *Management and Labour Studies*, 42(2), 88–106. <https://doi.org/10.1177/0258042x17707659>
121. Le, H. T. T., Vo, X. V., & Vo, T. T. (2021). Accruals quality and the cost of debt: Evidence from Vietnam. *International Review of Financial Analysis*, 76, 101726.
122. Lehmann, E., & Neuberger, D. (2001). Do lending relationships matter?: Evidence from bank survey data in Germany. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 45(4), 339–359.
123. Lengnick-Hall, C. A. (1996). Customer contributions to quality: A different view of the customer-oriented firm. *Academy of Management Review*, 21(3), 791–824.
124. Li, S., & Liu, C. (2018). Quality of Corporate Social Responsibility Disclosure and Cost of Equity Capital: Lessons from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(11), 2472–2494. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1443441>
125. Linnenluecke, M. K., & Griffiths, A. (2010). Corporate sustainability and organizational culture. *Journal of World Business*, 45(4), 357–366.
126. Lo, S. (2010). Performance evaluation for sustainable business: a profitability and marketability framework. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 17(6), 311–319.

127. Lopatta, K., Buchholz, F., & Kaspereit, T. (2016). Asymmetric information and corporate social responsibility. *Business & Society*, 55(3), 458–488.
128. Lozano, R., Carpenter, A., & Huisingh, D. (2015). A review of ‘theories of the firm’ and their contributions to Corporate Sustainability. *Journal of Cleaner Production*, 106, 430–442.
129. Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of Marketing*, 70(4), 1–18.
130. Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2009). The debate over doing good: Corporate social performance, strategic marketing levers, and firm-idiosyncratic risk. *Journal of Marketing*, 73(6), 198–213.
131. Mackey, A., Mackey, T. B., & Barney, J. B. (2007). Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies. *Academy of Management Review*, 32(3), 817–835.
132. Magnanelli, B. S., & Izzo, M. F. (2017). Corporate social performance and cost of debt: the relationship. *Social Responsibility Journal*.
133. Mahoney, L. S. (2012). Standalone CSR reports: A Canadian analysis. *Issues in Social and Environmental Accounting*, 6(1), 4–25.
134. Mahoney, L. S., Thorne, L., Cecil, L., & LaGore, W. (2013). A research note on standalone corporate social responsibility reports: Signaling or greenwashing? *Critical Perspectives on Accounting*, 24(4–5), 350–359.
135. Marrewijk, M. Van. (2003). *VanMarrewijk2003\_Article\_ConceptsAndDefinitionsOfCSRAnd*. 95–105.
136. Martínez-Ferrero, J., Ruiz-Cano, D., & García-Sánchez, I. (2016). The causal link between sustainable disclosure and information asymmetry: The moderating role of the stakeholder protection context. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(5), 319–332.
137. Mathews, M. R. (1995). Social and environmental accounting: A practical demonstration of ethical concern? *Journal of Business Ethics*, 14(8), 663–671.
138. Mavlanova, T., Benbunan-Fich, R., & Koufaris, M. (2012). Signaling theory and information asymmetry in online commerce. *Information & Management*, 49(5), 240–247.

139. Mayer, R. C., Davis, J. H., & Schoorman, F. D. (1995). An integrative model of organizational trust. *Academy of Management Review*, *20*(3), 709–734.
140. McGuire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, *31*(4), 854–872.
141. McWilliams, A., Siegel, D. S., & Wright, P. M. (2006). Corporate social responsibility: Strategic implications. *Journal of Management Studies*, *43*(1), 1–18.
142. Menz, K.-M. (2010). Corporate social responsibility: Is it rewarded by the corporate bond market? A critical note. *Journal of Business Ethics*, *96*(1), 117–134.
143. Mercadé-Melé, P., Molinillo, S., Fernández-Morales, A., & Porcu, L. (2018). CSR activities and consumer loyalty: The effect of the type of publicizing medium. *Journal of Business Economics and Management*, *19*(3), 431–455.
144. Metcalf, L., & Benn, S. (2013). Leadership for sustainability: An evolution of leadership ability. *Journal of Business Ethics*, *112*(3), 369–384.
145. Mishra, S., & Suar, D. (2010). Does corporate social responsibility influence firm performance of Indian companies? *Journal of Business Ethics*, *95*(4), 571–601.
146. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. In *The American economic review* (Vol. 48, Issue 3, pp. 261–297).
147. Montiel, I. (2008). Corporate social responsibility and corporate sustainability: Separate pasts, common futures. *Organization & Environment*, *21*(3), 245–269.
148. Montiel, I., & Delgado-Ceballos, J. (2014). Defining and Measuring Corporate Sustainability: Are We There Yet? *Organization and Environment*, *27*(2), 113–139. <https://doi.org/10.1177/1086026614526413>
149. Moro, A., & Fink, M. (2013). Loan managers' trust and credit access for SMEs. *Journal of Banking & Finance*, *37*(3), 927–936.
150. Morris, R. D., Kang, H., & Jie, J. (2016). The determinants and value relevance of banks' discretionary loan loss provisions during the financial crisis. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, *12*(2), 176–190.



151. Naseem, T., Shahzad, F., Asim, G. A., Rehman, I. U., & Nawaz, F. (2020). Corporate social responsibility engagement and firm performance in Asia Pacific: The role of enterprise risk management. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 501–513.
152. Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2012). Sustainability Disclosures and Cost of Capital. *SSRN Electronic Journal*, 852. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2038654>
153. Nguyen, B. T. N., Tran, H. T. T., Le, O. H., Nguyen, P. T., Trinh, T. H., & Le, V. (2015). Association between corporate social responsibility disclosures and firm value—Empirical evidence from Vietnam. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 5(1), 212–228.
154. Nguyen, C. T., Nguyen, L. T., & Nguyen, N. Q. (2022). Corporate social responsibility and financial performance: The case in Vietnam. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 2075600.
155. Nguyen, D. V., & Nguyen, L. T. N. (2017). Impact of Corporate Disclosure on Cost of Equity Capital in Vietnam. *International Journal of Financial Research*, 8(4), 64–70.
156. Nikolaou, I. E., & Matrakoukas, S. I. (2016). A framework to measure eco-efficiency performance of firms through EMAS reports. *Sustainable Production and Consumption*, 8, 32–44.
157. O'donovan, G. (2002). Environmental disclosures in the annual report. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*.
158. Obenpong Kwabi, F., Owusu-Manu, S., Boateng, A., Ezeani, E.-B., & Du, M. (2022). Economic policy uncertainty and cost of capital: the mediating effects of foreign equity portfolio flow. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1–25.
159. 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. <https://doi.org/10.1111/fire.12025>
160. Omran, M. A., & El-Galfy, A. M. (2014). Theoretical perspectives on corporate disclosure: a critical evaluation and literature survey. *Asian Review of Accounting*.

161. Ould Daoud Ellili, N. (2020). Environmental, Social, and Governance Disclosure, Ownership Structure and Cost of Capital: Evidence from the UAE. *Sustainability*, 12(18), 7706.
162. Peloza, J. (2006). Using corporate social responsibility as insurance for financial performance. *California Management Review*, 48(2), 52–72.
163. Pinteá, M.-O. (2015). The relationship between corporate governance and corporate social responsibility. *Review of Economic Studies and Research Virgil Madgearu*, 8(1), 91–108.
164. Porras, E. (2010). *The cost of capital*. Springer.
165. Pranugrahaning, A., Donovan, J. D., Topple, C., & Masli, E. K. (2021). Corporate sustainability assessments: A systematic literature review and conceptual framework. *Journal of Cleaner Production*, 295, 126385.
166. Raimo, N., de Nuccio, E., Giakoumelou, A., Petruzzella, F., & Vitolla, F. (2020). Non-financial information and cost of equity capital: an empirical analysis in the food and beverage industry. *British Food Journal*.
167. Ramanathan, K. V. (1976). Toward a theory of corporate social accounting. *The Accounting Review*, 51(3), 516–528.
168. Ross, S. A. (1977). Determination of Financial Structure: the Incentive-Signalling Approach. *Bell J Econ*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2469/dig.v27.n1.2>
169. Rousseau, J.-J. (1964). *The social contract (1762)*. Londres.
170. Rousseau, J. J. (1999). *Social contract*. Oxford.
171. Saeidi, S. P., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S. P., & Saeidi, S. A. (2015). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *Journal of Business Research*, 68(2), 341–350.
172. Saha, R., Cerchione, R., Singh, R., & Dahiya, R. (2020). Effect of ethical leadership and corporate social responsibility on firm performance: A systematic review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 409–429.

173. Salama, A., Anderson, K., & Toms, J. S. (2011). Does community and environmental responsibility affect firm risk? Evidence from UK panel data 1994–2006. *Business Ethics: A European Review*, 20(2), 192–204.
174. Salzmann, O., Ionescu-Somers, A., & Steger, U. (2005). The business case for corporate sustainability:: literature review and research options. *European Management Journal*, 23(1), 27–36.
175. Sarkar, S., & Searcy, C. (2016). Zeitgeist or chameleon? A quantitative analysis of CSR definitions. *Journal of Cleaner Production*, 135, 1423–1435.
176. Schwartz, M. S., & Carroll, A. B. (2008). Integrating and unifying competing and complementary frameworks: The search for a common core in the business and society field. *Business & Society*, 47(2), 148–186.
177. Searcy, C. (2011). Updating corporate sustainability performance measurement systems. *Measuring Business Excellence*.
178. Selznick, P. (1984). *Leadership in Administration: A Sociological Interpretation (California Paperback edn.)*. University of California Press: Berkeley, CA (first published by Harper ....
179. Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 29(6), 569–592.
180. Sheikh, S. (2019). Corporate social responsibility and firm leverage: The impact of market competition. *Research in International Business and Finance*, 48, 496–510.
181. Shocker, A. D., & Sethi, S. P. (1973). An approach to incorporating societal preferences in developing corporate action strategies. *California Management Review*, 15(4), 97–105.
182. Singh, R. K., Murty, H. R., Gupta, S. K., & Dikshit, A. K. (2007). Development of composite sustainability performance index for steel industry. *Ecological Indicators*, 7(3), 565–588.
183. Solomon, A., & Lewis, L. (2002). Incentives and disincentives for corporate environmental disclosure. *Business Strategy and the Environment*, 11(3), 154–169.

184. Soppe, A. (2009). Sustainable finance as a connection between corporate social responsibility and social responsible investing. *Indian School of Business WP Indian Management Research Journal*, 1(3), 13–23.
185. Spence, M. (1978). Job market signaling. In *Uncertainty in economics* (pp. 281–306). Elsevier.
186. Steurer, R., Langer, M. E., Konrad, A., & Martinuzzi, A. (2005). Corporations, stakeholders and sustainable development I: a theoretical exploration of business–society relations. *Journal of Business Ethics*, 61(3), 263–281.
187. Stewart, D. W. (2009). Marketing accountability: Linking marketing actions to financial results. *Journal of Business Research*, 62(6), 636–643.
188. Stulz, R. M. (1999). Globalization, corporate finance, and the cost of capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3), 8–25.
189. Suto, M., & Takehara, H. (2017). CSR and cost of capital: evidence from Japan. *Social Responsibility Journal*.
190. sviluppo, C. mondiale per l'ambiente e lo, Environment, W. C. W. C. on, Brundtland-kommissionen, Desarrollo, C. M. del M. A. y del, développement, C. mondiale de l'environnement et le, développement, C. mondiale sur l'environnement et le, Assembly, U. N. G., WCED., Entwicklung, W. für U. und, & Environment, W. C. on. (1987). *Our common future*. Oxford; New York: Oxford University Press.
191. Swarnapali, N. (2017). *Corporate sustainability : A Literature review. January*.
192. Tarek, Y. (2019). The Impact of Financial Leverage and CSR on the Corporate Value: Egyptian Case. *International Journal of Economics and Finance*, 11(4), 74. <https://doi.org/10.5539/ijef.v11n4p74>
193. Tarquinio, L., Raucci, D., & Benedetti, R. (2018). An investigation of global reporting initiative performance indicators in corporate sustainability reports: Greek, Italian and Spanish evidence. *Sustainability*, 10(4), 897.
194. Thorne, L., Mahoney, L. S., Gregory, K., & Convery, S. (2017). A comparison of Canadian and US CSR strategic alliances, CSR reporting, and CSR performance: Insights into implicit–explicit CSR. *Journal of Business Ethics*, 143(1), 85–98.

195. Thuy, C. T. M., Khuong, N. V., Canh, N. T., & Liem, N. T. (2021). Corporate social responsibility disclosure and financial performance: The mediating role of financial statement comparability. *Sustainability, 13*(18), 10077.
196. Toms, J. S. (2002). Firm resources, quality signals and the determinants of corporate environmental reputation: some UK evidence. *The British Accounting Review, 34*(3), 257–282.
197. Tyteca, D., Carlens, J., Berkhout, F., Hertin, J., Wehrmeyer, W., & Wagner, M. (2002). Corporate environmental performance evaluation: evidence from the MEPI project. *Business Strategy and the Environment, 11*(1), 1–13.
198. van Marrewijk, M. (2013). Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion. *Citation Classics from The Journal of Business Ethics: Celebrating the First Thirty Years of Publication, 641–655*. [https://doi.org/10.1007/978-94-007-4126-3\\_32](https://doi.org/10.1007/978-94-007-4126-3_32)
199. Van Marrewijk, M., & Werre, M. (2003). Multiple Levels of Corporate Sustainability. *Journal of Business Ethics, 44*(2–3), 107–119. <https://doi.org/10.1023/A:1023383229086>
200. Vanhamme, J., & Grobben, B. (2009). “Too good to be true!”. The effectiveness of CSR history in countering negative publicity. *Journal of Business Ethics, 85*(2), 273–283.
201. Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics, 5*, 179–194.
202. Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. In *Strategic management journal* (pp. 303–319).
203. Walker, K. (2010). A systematic review of the corporate reputation literature: Definition, measurement, and theory. *Corporate Reputation Review, 12*(4), 357–387.
204. Wartick, S. L., & Cochran, P. L. (1985). The evolution of the corporate social performance model. *Academy of Management Review, 10*(4), 758–769.
205. Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *Accounting Review, 112–134*.

206. Weber, O. (2017). Corporate sustainability and financial performance of Chinese banks. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*.
207. Whitehouse, L. (2006). Corporate social responsibility: Views from the frontline. *Journal of Business Ethics*, 63(3), 279–296.
208. Wilson, M. (2003). Corporate sustainability: What is it and where does it come from. *Ivey Business Journal*, 67(6), 1–5.
209. Wood, D. J. (2010). Measuring corporate social performance: A review. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 50–84.
210. Yang, S., He, F., Zhu, Q., & Li, S. (2018). How does corporate social responsibility change capital structure?\*. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 25(3–4), 352–387. <https://doi.org/10.1080/16081625.2017.1354710>
211. Zhang, J., Djajadikerta, H. G., & Trireksani, T. (2019). Corporate sustainability disclosure's importance in China: financial analysts' perception. *Social Responsibility Journal*.

## PHỤ LỤC

### Phụ lục 1: Các chỉ tiêu đo lường PTBV theo Thông tư 155/2015-BTC

Nhóm	Chỉ tiêu	Số	Chỉ tiêu chi tiết
<b>Môi trường</b>	Quản lý nguồn nguyên liệu	1	Tổng lượng nguyên vật liệu được sử dụng để sản xuất và đóng gói các sản phẩm và dịch vụ chính của tổ chức trong năm
		2	Báo cáo tỉ lệ phần trăm nguyên vật liệu được tái chế được sử dụng để sản xuất sản phẩm và dịch vụ chính của tổ chức
	Tiêu thụ năng lượng	3	Năng lượng tiêu thụ trực tiếp và gián tiếp
		4	Năng lượng tiết kiệm được thông qua các sáng kiến sử dụng năng lượng hiệu quả
		5	Các báo cáo sáng kiến tiết kiệm năng lượng (cung cấp các sản phẩm và dịch vụ tiết kiệm năng lượng hoặc sử dụng năng lượng tái tạo); báo cáo kết quả của các sáng kiến này
	Tiêu thụ nước	6	Nguồn cung cấp nước và lượng nước sử dụng
		7	Tỷ lệ phần trăm và tổng lượng nước tái chế và tái sử dụng
	Tuân thủ pháp luật về bảo vệ môi trường	8	Tổng số tiền do bị xử phạt vi phạm do không tuân thủ luật pháp và các quy định về môi trường
		9	Tổng số tiền do bị xử phạt vi phạm do không tuân thủ luật pháp và các quy định về môi trường
<b>Xã hội</b>	Chính sách liên quan đến người lao động	10	Số lượng lao động, mức lương trung bình đối với người lao động
		11	Chính sách lao động nhằm đảm bảo sức khỏe, an toàn và phúc lợi của người lao động
		12	Hoạt động đào tạo người lao động
	BC liên quan trách nhiệm với cộng đồng địa phương	13	Các hoạt động đầu tư cộng đồng và hoạt động phát triển cộng đồng khác, bao gồm hỗ trợ tài chính nhằm phục vụ cộng đồng
	BC liên quan thị trường vốn xanh và trách nhiệm quản trị	14	BC liên quan thị trường vốn xanh và trách nhiệm quản trị

## Phụ lục 2: Các kết quả hồi quy và kiểm định

### 1. Thống kê mô tả

. su

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Year	1,491	2017	2.000671	2014	2020
Firm	0				
COE	1,492	.2386466	5.512232	.000113	213
COD	1,491	.0339025	.0215956	.0000892	.2872936
WACC	1,491	.0580323	.0341169	.0018116	.3044962
Market	0				
CSS	1,489	.0848012	.0840352	0	.9480519
SIZE	1,491	28.0477	1.415308	24.18296	33.67722
Z_Score	1,491	.8001341	.4212796	-1	1
Leverage	1,491	.5489813	.1828803	.0616978	.9706117
ROA	1,491	.054533	.0612593	-.2974155	.7836998
Tobin_Q	1,491	1.0969	.6056684	.1921607	9.043993
Industry	1,491	.4037559	.4908143	0	1
Covid	1,491	.1428571	.3500445	0	1
Cash	1,491	.2184338	.2903204	.0003346	2.602383
State	1,488	16.64155	25.59208	0	96.72

### 2. Kiểm định đa cộng tuyến

. vif

Variable	VIF	1/VIF
ROA	1.86	0.537603
Tobin_Q	1.62	0.617892
Leverage	1.41	0.711582
Cash	1.27	0.787012
SIZE	1.10	0.912653
CSS	1.07	0.931486
Industry	1.06	0.943562
Covid	1.04	0.959914
State	1.04	0.965102
Mean VIF	1.27	

### 3. Hausman test lựa chọn mô hình FEM và REM

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
          = 124.25
Prob>chi2 = 0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)
```

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
          = 36.81
Prob>chi2 = 0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)
```



```

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

      chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
              =      191.78
Prob>chi2 =      0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)

```

#### 4. Kiểm tra tương quan theo thời gian

```

. xtserial COD CSS SIZE Leverage ROA Tobin_Q Cash State Industry Covid

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
      F( 1,      212) =      0.399
      Prob > F =      0.5282

.

end of do-file

. xtserial COE CSS SIZE Leverage ROA Tobin_Q Cash State Industry Covid

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
      F( 1,      212) =      15.472
      Prob > F =      0.0001

. xtserial WACC CSS SIZE Leverage ROA Tobin_Q Cash State Industry Covid

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
      F( 1,      212) =      15.812
      Prob > F =      0.0001

```

#### 5. Hồi quy OLS với biến phụ thuộc COE

```
. reg COE CSS SIZE Leverage ROA Tobin_Q Cash State Industry Covid
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	1,491
Model	1.27478514	9	.141642793	F(9, 1481)	=	45.99
Residual	4.56119097	1,481	.003079805	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.2184
				Adj R-squared	=	0.2137
Total	5.83597611	1,490	.003916762	Root MSE	=	.0555

COE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
CSS	-.040929	.0177261	-2.31	0.021	-.0757    -.006158
SIZE	.011913	.0010633	11.20	0.000	.0098273    .0139988
Leverage	-.0155416	.0093194	-1.67	0.096	-.0338223    .0027391
ROA	.015257	.0320085	0.48	0.634	-.0475298    .0780438
Tobin_Q	-.0057551	.0030198	-1.91	0.057	-.0116786    .0001684
Cash	.0076234	.0055821	1.37	0.172	-.0033264    .0185731
State	.0000126	.0000572	0.22	0.825	-.0000995    .0001248
Industry	-.0055514	.0030155	-1.84	0.066	-.0114666    .0003638
Covid	-.0683594	.0041921	-16.31	0.000	-.0765824    -.0601363
_cons	-.2105739	.0290972	-7.24	0.000	-.2676501    -.1534977

## 6. Hồi quy REM với biến phụ thuộc COE

```
. xtreg COE CSS SIZE Leverage ROA Tobin_Q Cash State Industry Covid, re

Random-effects GLS regression           Number of obs   =       1,491
Group variable: Firm1                   Number of groups =        213

R-sq:                                   Obs per group:
    within = 0.2057                       min =           7
    between = 0.2222                       avg =          7.0
    overall = 0.2102                       max =           7

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Wald chi2(9)    =       389.18
                                           Prob > chi2     =        0.0000
```

COE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
CSS	-.0727318	.0205634	-3.54	0.000	-.1130354 -.0324282	
SIZE	.0096291	.0014151	6.80	0.000	.0068556 .0124027	
Leverage	-.0061554	.0113877	-0.54	0.589	-.0284748 .0161639	
ROA	.0544693	.0327633	1.66	0.096	-.0097455 .1186841	
Tobin_Q	-.005086	.0034662	-1.47	0.142	-.0118797 .0017077	
Cash	.012817	.0061092	2.10	0.036	.0008431 .0247909	
State	.0000984	.0000707	1.39	0.164	-.0000401 .0002369	
Industry	-.0057165	.0041264	-1.39	0.166	-.0138041 .0023711	
Covid	-.0655078	.0039066	-16.77	0.000	-.0731646 -.0578511	
_cons	-.1547578	.0387578	-3.99	0.000	-.2307217 -.0787939	
sigma_u	.02032042					
sigma_e	.04859104					
rho	.14885302	(fraction of variance due to u_i)				

## 7. Hồi quy FEM với biến phụ thuộc COE

```
. xtreg COE CSS SIZE Leverage ROA Tobin_Q Cash State Industry Covid, fe
note: Industry omitted because of collinearity

Fixed-effects (within) regression       Number of obs   =       1,491
Group variable: Firm1                   Number of groups =        213

R-sq:                                   Obs per group:
    within = 0.2784                       min =           7
    between = 0.3378                       avg =          7.0
    overall = 0.0034                       max =           7

corr(u_i, Xb) = -0.8164                   F(8,1270)      =        61.24
                                           Prob > F       =        0.0000
```

COE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CSS	-.1025483	.0272371	-3.77	0.000	-.1559829 -.0491136	
SIZE	-.0351641	.0045648	-7.70	0.000	-.0441196 -.0262087	
Leverage	.0877176	.0200656	4.37	0.000	.0483523 .1270829	
ROA	.127716	.0348206	3.67	0.000	.0594037 .1960282	
Tobin_Q	.0036062	.0049078	0.73	0.463	-.0060221 .0132345	
Cash	.0148797	.0071422	2.08	0.037	.000868 .0288915	
State	.0004391	.0001147	3.83	0.000	.0002141 .0006642	
Industry	0	(omitted)				
Covid	-.0506119	.0038839	-13.03	0.000	-.0582315 -.0429923	
_cons	1.028468	.1235528	8.32	0.000	.7860777 1.270858	
sigma_u	.07544947					
sigma_e	.04859104					
rho	.70683215	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(212, 1270) = 3.14 Prob > F = 0.0000

## 8. Hồi quy OLS với biến phụ thuộc COD

```
. reg COD CSS SIZE Leverage ROA Tobin_Q Cash State Industry Covid
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	1,491
Model	.065774449	9	.007308272	F(9, 1481)	=	17.20
Residual	.629118777	1,481	.000424793	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.0947
				Adj R-squared	=	0.0892
Total	.694893226	1,490	.000466371	Root MSE	=	.02061

COD	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CSS	-.0193905	.0065833	-2.95	0.003	-.032304	-.006477
SIZE	-.0010685	.0003949	-2.71	0.007	-.0018432	-.0002939
Leverage	-.0100671	.0034611	-2.91	0.004	-.0168563	-.0032779
ROA	-.0489749	.0118876	-4.12	0.000	-.0722931	-.0256567
Tobin_Q	-.0029315	.0011215	-2.61	0.009	-.0051314	-.0007315
Cash	-.013998	.0020731	-6.75	0.000	-.0180646	-.0099314
State	.0000705	.0000212	3.32	0.001	.0000289	.0001122
Industry	.0031259	.0011199	2.79	0.005	.0009291	.0053227
Covid	.0004872	.0015569	0.31	0.754	-.0025667	.0035412
_cons	.0774739	.0108063	7.17	0.000	.0562765	.0986713

## 9. Hồi quy REM với biến phụ thuộc COD

```
. xtreg COD CSS SIZE Leverage ROA Tobin_Q Cash State Industry Covid, re
```

```
Random-effects GLS regression              Number of obs   =       1,491
Group variable: Firm1                     Number of groups =         213

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.0496                          min =           7
  between = 0.0626                          avg =          7.0
  overall = 0.0574                          max =           7

Wald chi2(9) =          80.12
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                 Prob > chi2     =          0.0000
```

COD	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
CSS	-.0058238	.0070204	-0.83	0.407	-.0195836	.007936
SIZE	-.0012232	.0006932	-1.76	0.078	-.0025819	.0001355
Leverage	-.0233913	.0044284	-5.28	0.000	-.0320709	-.0147118
ROA	-.0411039	.0096613	-4.25	0.000	-.0600397	-.022168
Tobin_Q	-.0029803	.001221	-2.44	0.015	-.0053735	-.0005872
Cash	-.0084577	.0019271	-4.39	0.000	-.0122348	-.0046807
State	-3.90e-06	.0000272	-0.14	0.886	-.0000572	.0000494
Industry	.0022057	.0022895	0.96	0.335	-.0022817	.0066931
Covid	-.0000325	.0010803	-0.03	0.976	-.00215	.0020849
_cons	.0880826	.0189447	4.65	0.000	.0509516	.1252136
sigma_u	.01520744					
sigma_e	.01379471					
rho	.54859594	(fraction of variance due to u_i)				

## Hồi quy FEM với biến phụ thuộc COD

```
. xtreg COD CSS SIZE Leverage ROA Tobin_Q Cash State Industry Covid,fe
note: Industry omitted because of collinearity

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =       1,491
Group variable: Firm1                          Number of groups =         213

R-sq:                                          Obs per group:
  within = 0.0579                               min =           7
  between = 0.0055                              avg =           7.0
  overall = 0.0147                              max =           7

corr(u_i, Xb) = -0.2306                       F(8,1270)       =        9.75
                                                Prob > F        =       0.0000
```

COD	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CSS	-.0032292	.0077325	-0.42	0.676	-.018399	.0119406
SIZE	-.0001815	.0012959	-0.14	0.889	-.0027239	.0023609
Leverage	-.0378763	.0056965	-6.65	0.000	-.0490519	-.0267008
ROA	-.0424887	.0098854	-4.30	0.000	-.0618821	-.0230952
Tobin_Q	-.0025811	.0013933	-1.85	0.064	-.0053145	.0001523
Cash	-.0064965	.0020276	-3.20	0.001	-.0104744	-.0025187
State	-.0000484	.0000326	-1.49	0.138	-.0001123	.0000155
Industry	0	(omitted)				
Covid	-.0006805	.0011026	-0.62	0.537	-.0028436	.0014827
_cons	.067534	.0350759	1.93	0.054	-.0012791	.1363471
sigma_u	.01775679					
sigma_e	.01379471					
rho	.62362576	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(212, 1270) = 9.69 Prob > F = 0.0000

## 10. Hồi quy OLS với biến phụ thuộc WACC

```
. reg WACC CSS SIZE Leverage ROA Tobin_Q Cash State Industry Covid
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	1,491
Model	.482728133	9	.053636459	F(9, 1481)	=	63.47
Residual	1.25157645	1,481	.000845089	Prob > F	=	0.0000
Total	1.73430458	1,490	.001163963	R-squared	=	0.2783
				Adj R-squared	=	0.2740
				Root MSE	=	.02907

WACC	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CSS	-.0317645	.0092855	-3.42	0.001	-.0499786	-.0135505
SIZE	.005059	.000557	9.08	0.000	.0039664	.0061516
Leverage	-.0793419	.0048818	-16.25	0.000	-.0889179	-.069766
ROA	-.0273777	.016767	-1.63	0.103	-.0602672	.0055119
Tobin_Q	-.0027807	.0015819	-1.76	0.079	-.0058836	.0003222
Cash	.0016177	.0029241	0.55	0.580	-.0041181	.0073535
State	.0000351	.0000299	1.17	0.241	-.0000236	.0000939
Industry	-.001749	.0015796	-1.11	0.268	-.0048476	.0013496
Covid	-.0300642	.0021959	-13.69	0.000	-.0343717	-.0257567
_cons	-.0290095	.015242	-1.90	0.057	-.0589076	.0008887

## 11. Hồi quy REM với biến phụ thuộc WACC

```
. xtreg WACC CSS SIZE Leverage ROA Tobin_Q Cash State Industry Covid, re

Random-effects GLS regression              Number of obs   =       1,491
Group variable: Firm1                     Number of groups =        213

R-sq:                                     Obs per group:
    within = 0.1980                        min =           7
    between = 0.3810                       avg =          7.0
    overall = 0.2692                       max =           7

Wald chi2(9) =       448.18
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Prob > chi2     =       0.0000
```

WACC	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
CSS	-.0466188	.0109436	-4.26	0.000	-.0680678	-.0251698
SIZE	.0036579	.0007888	4.64	0.000	.0021119	.0052039
Leverage	-.0744688	.0061692	-12.07	0.000	-.0865603	-.0623774
ROA	.0025231	.0169348	0.15	0.882	-.0306685	.0357146
Tobin_Q	-.0027067	.0018481	-1.46	0.143	-.0063289	.0009156
Cash	.0060446	.0032037	1.89	0.059	-.0002346	.0123238
State	.0000568	.0000383	1.48	0.138	-.0000183	.0001319
Industry	-.0019844	.0023251	-0.85	0.393	-.0065416	.0025728
Covid	-.0284649	.0019868	-14.33	0.000	-.0323589	-.0245708
_cons	.0056954	.0216036	0.26	0.792	-.0366469	.0480377
sigma_u	.01257776					
sigma_e	.02512103					
rho	.20043939	(fraction of variance due to u_i)				

## 12. Hồi quy FEM với biến phụ thuộc WACC

```
. xtreg WACC CSS SIZE Leverage ROA Tobin_Q Cash State Industry Covid, fe
note: Industry omitted because of collinearity

Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =       1,491
Group variable: Firm1                     Number of groups =        213

R-sq:                                     Obs per group:
    within = 0.2425                        min =           7
    between = 0.0103                       avg =          7.0
    overall = 0.0184                       max =           7

F(8,1270) =       50.83
corr(u_i, Xb) = -0.6637                   Prob > F        =       0.0000
```

WACC	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CSS	-.0543354	.0140813	-3.86	0.000	-.0819605	-.0267103
SIZE	-.0145711	.00236	-6.17	0.000	-.0192009	-.0099412
Leverage	-.043416	.0103737	-4.19	0.000	-.0637674	-.0230646
ROA	.0368761	.0180019	2.05	0.041	.0015594	.0721928
Tobin_Q	.0006263	.0025373	0.25	0.805	-.0043514	.005604
Cash	.0090574	.0036924	2.45	0.014	.0018135	.0163013
State	.0001136	.0000593	1.92	0.056	-2.70e-06	.00023
Industry	0	(omitted)				
Covid	-.0228815	.0020079	-11.40	0.000	-.0268208	-.0189423
_cons	.4918449	.0638755	7.70	0.000	.3665319	.6171579
sigma_u	.03293984					
sigma_e	.02512103					
rho	.63226709	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(212, 1270) = 3.37 Prob > F = 0.0000

### 13. Hồi quy robust với mô hình FEM với biến phụ thuộc COE

```
. xtreg COE CSS SIZE Leverage ROA Tobin_Q Cash State Industry Covid,fe robust
note: Industry omitted because of collinearity

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      1,491
Group variable: Firm1                  Number of groups =      213

R-sq:                                  Obs per group:
    within = 0.2784                      min =           7
    between = 0.3378                     avg =          7.0
    overall = 0.0034                      max =           7

corr(u_i, Xb) = -0.8164                  F(8,212)        =     105.58
                                          Prob > F        =     0.0000

(Std. Err. adjusted for 213 clusters in Firm1)
```

COE	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CSS	-.1025483	.0385629	-2.66	0.008	-.1785642	-.0265324
SIZE	-.0351641	.0051795	-6.79	0.000	-.0453741	-.0249541
Leverage	.0877176	.0271098	3.24	0.001	.0342783	.1411569
ROA	.127716	.062909	2.03	0.044	.0037088	.2517232
Tobin_Q	.0036062	.0072892	0.49	0.621	-.0107624	.0179748
Cash	.0148797	.0083338	1.79	0.076	-.001548	.0313075
State	.0004391	.0000946	4.64	0.000	.0002527	.0006255
Industry	0	(omitted)				
Covid	-.0506119	.0027767	-18.23	0.000	-.0560853	-.0451385
_cons	1.028468	.1396475	7.36	0.000	.7531922	1.303743
sigma_u	.07544947					
sigma_e	.04859104					
rho	.70683215	(fraction of variance due to u_i)				

### 14. Hồi quy robust với mô hình FEM với biến phụ thuộc COD

```
. xtreg COD CSS SIZE Leverage ROA Tobin_Q Cash State Industry Covid,fe robust
note: Industry omitted because of collinearity

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      1,491
Group variable: Firm1                  Number of groups =      213

R-sq:                                  Obs per group:
    within = 0.0579                      min =           7
    between = 0.0055                     avg =          7.0
    overall = 0.0147                      max =           7

corr(u_i, Xb) = -0.2306                  F(8,212)        =     3.95
                                          Prob > F        =     0.0002

(Std. Err. adjusted for 213 clusters in Firm1)
```

COD	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CSS	-.0032292	.0095165	-0.34	0.735	-.0219882	.0155298
SIZE	-.0001815	.0016477	-0.11	0.912	-.0034294	.0030664
Leverage	-.0378763	.0100214	-3.78	0.000	-.0576308	-.0181219
ROA	-.0424887	.0172314	-2.47	0.014	-.0764555	-.0085219
Tobin_Q	-.0025811	.0017446	-1.48	0.140	-.0060201	.0008578
Cash	-.0064965	.0029221	-2.22	0.027	-.0122567	-.0007363
State	-.0000484	.0000373	-1.30	0.196	-.0001219	.0000252
Industry	0	(omitted)				
Covid	-.0006805	.0009048	-0.75	0.453	-.0024639	.0011103
_cons	.067534	.0448174	1.51	0.133	-.0208108	.1558788
sigma_u	.01775679					
sigma_e	.01379471					
rho	.62362576	(fraction of variance due to u_i)				

## 15. Hồi quy robust với mô hình FEM với biến phụ thuộc WACC

```
. xtreg WACC CSS SIZE Leverage ROA Tobin_Q Cash State Industry Covid,fe robust
note: Industry omitted because of collinearity
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    1,491
Group variable: Firm1                 Number of groups =     213

R-sq:                                Obs per group:
    within = 0.2425                    min =          7
    between = 0.0103                   avg =         7.0
    overall = 0.0184                   max =          7

                                F(8,212)        =    53.37
corr(u_i, Xb) = -0.6637              Prob > F       =    0.0000
```

(Std. Err. adjusted for 213 clusters in Firm1)

WACC	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CSS	-.0543354	.0159567	-3.41	0.001	-.0857896	-.0228812
SIZE	-.0145711	.0026272	-5.55	0.000	-.0197498	-.0093923
Leverage	-.043416	.0149007	-2.91	0.004	-.0727884	-.0140436
ROA	.0368761	.03197	1.15	0.250	-.0261438	.0998959
Tobin_Q	.0006263	.0035632	0.18	0.861	-.0063975	.0076501
Cash	.0090574	.0059064	1.53	0.127	-.0025855	.0207002
State	.0001136	.0000462	2.46	0.015	.0000226	.0002046
Industry	0	(omitted)				
Covid	-.0228815	.0017017	-13.45	0.000	-.0262359	-.0195271
_cons	.4918449	.0705071	6.98	0.000	.35286	.6308298
sigma_u	.03293984					
sigma_e	.02512103					
rho	.63226709	(fraction of variance due to u_i)				