TRÁCH NHIỆM XÃ HỘI DOANH NGHIỆP VÀ HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH: BẰNG CHỨNG TỪ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT VIỆT NAM

Hồ Viết Tiến
Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh
French Vietnamese Center of Management in Vietnam (CFVG)
Email: hvtien@ueh.edu.vn

Hồ Thị Vân Anh
NCS. Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh
Email: 2013anhhtv@st.ueh.edu.vn

Ngày nhận: 6/2/2017
Ngày nhận bản sửa: 30/5/2017
Ngày duyệt đăng: 25/7/2017

Tóm tắt:

Nghiên cứu giữa trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (CSR) và hiệu quả tài chính công ty (CFP) đang được quan tâm nhiều hơn trên thế giới và tại Việt Nam, nhất là sau những vụ việc liên quan đến trách nhiệm của công ty đối với môi trường và đối với người lao động. Bài báo này nhằm mục đích điều tra ảnh hưởng của CSR lên CFP tại Việt Nam. Phân tích nội dung và hồi quy đa biến được sử dụng để kiểm tra mối quan hệ CSR và CFP. Dữ liệu được thu thập từ báo cáo thường niên của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong 5 năm (2012 – 2016). Kết quả cho thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa chỉ số CSR tổng, CSR thành phần và CFP, nhưng mối quan hệ giữa trách nhiệm với người lao động (CSR_empl) và CFP không thể hiện rõ ràng. Trong mọi trường hợp thì trách nhiệm với môi trường và với sản phẩm đều có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính.

Từ khóa: trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (CSR), hiệu quả tài chính công ty (CFP), Việt Nam.

Corporate social responsibility and financial performance: evidences from Vietnamese listed companies

Abstract:

Many studies have examined the relationship between corporate social responsibility (CSR) and corporate financial performance (CFP), especially in the current context, where there are many scandals of companies related to their responsibility to environment and employees. This paper aims to investigate the effects of CSR on CFP in Vietnam. Content analysis and multivariate regression were used to examine the relationship between CSR and CFP. Data was collected from annual reports of listed companies on the Vietnamese stock market for 5 years (2012-2016). The results showed the significantly statistical relationship between overall CSR index, component CSR index and CFP but the relationship between CSR_employee and CFP was not clear. In all cases, however, the responsibility for environment and the responsibility for product have a positive impact on financial performance.

Keywords: Corporate social responsibility (CSR); corporate financial performance (CFP); Vietnam.

1. Giới thiệu

Các vấn đề về mối quan hệ giữa CSR - CFP đang là một chủ đề nghiên cứu quan trọng trong lĩnh vực quản trị nói chung và tài chính nói riêng. Điều này một phần là do tầm quan trọng của CSR đối với doanh nghiệp. Trong một thị trường cạnh tranh và năng động, các công ty không chỉ tập trung vào việc tối đa hóa giá trị tài sản của cổ đông mà còn phải đối mặt, giải quyết những vấn đề môi trường, xã hội do công ty gây ra cũng như đối mặt với những vấn đề

toàn cầu ngày càng gay gắt.

Một số nghiên cứu giải thích rằng công ty tham gia vào các hoạt động CSR để giải quyết các vấn đề xã hội mà nó tạo ra, và CSR có tác động tốt đến CFP (Frye & cộng sự, 2006; Young & Marais, 2012; Aras & Crowther, 2007; Arora & Dharwadkar, 2011). Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu đưa ra các kết quả và kết luận mâu thuẫn nhau (Jones, 2005; Dhaliwal & cộng sự, 2011; Nelling & Webb, 2009; Cornell & Shapiro, 1987). Câu hỏi đặt ra là các hoạt động CSR có tác động tích cực hay tiêu cực lên CFP?

CSR và đo lường CSR đã được rất nhiều nghiên cứu khảo sát, xác định dưới nhiều hình thức khác nhau, với nhiều cách đo lường khác nhau. Tuy nhiên, mỗi cách đo lường chỉ phản ánh 1 phương diện nào đó của CSR, coi phương diện đó là biến đại diện cho CSR. Nghiên cứu này đề xuất một cách tiếp cận khác, dựa vào "*Hướng dẫn GRI-4*" là bộ tiêu chí phản ánh một cách toàn diện nhất, tính đến hầu hết các phương diện của CSR. Trên cơ sở checklist của GRI-4 và Amran (2015), thông qua phân tích nội dung để xây dựng các tiêu chí CSR liên quan đến bốn nhóm trách nhiệm gồm trách nhiệm với môi trường, với người lao động, với cộng đồng và với sản phẩm, sau đó, tiến hành chấm điểm các chỉ số CSR như các nghiên cứu trước đã thực hiện.

Các phần tiếp theo của bài lần lượt trình bày các nội dung sau: thảo luận về các nghiên cứu có liên quan và giả thuyết; phương pháp nghiên cứu và thiết kế nghiên cứu; trình bày kết quả nghiên cứu; cuối cùng là phần kết luận và hàm ý quản trị.

2. Tổng quan các nghiên cứu trước

Trong khi một số nghiên cứu cho thấy mối tương quan dương giữa CSR - CFP (Cochran & Wood, 1984; Ruff & cộng sự, 2001; Van der Laan & cộng sự, 2008), những người khác tìm thấy tương quan âm (Moore, 2001; Nelling & Webb, 2009), thậm chí nhiều nghiên cứu không tìm thấy mối quan hệ giữa hai biến (Abbott & Monsen, 1979; Lioui & Sharma, 2012). Nelling & Webb (2009) tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa CSR - CFP là có tính chất hỗn hợp. Điều này có nghĩa không có mối quan hệ một chiều rõ ràng giữa CSR - CFP, nói khác đi, vẫn còn gây nhiều tranh luận về mối quan hệ này.

Nhóm ủng hộ mối tương quan dương cho rằng cải thiện thực hành CSR sẽ cải thiện lòng trung thành và sự cống hiến của nhân viên cũng như thiện chí của khách hàng là những yếu tố cần thiết cho sự phát triển công ty (Ruf & cộng sự, 2001). Theo Rashid & Ibrahim (2002), nếu công ty ít thực hành CSR, nó có thể bị tổn thất lòng tin của khách hàng và nhân viên, dẫn đến doanh số thấp hoặc nhà đầu tư ít đầu tư vào công ty hơn. Waddock & Graves (1997) cho rằng hiệu quả CSR tốt hơn dẫn đến CFP trong tương lai tốt hơn. Ngoài ra, Tsoutsoura (2004) và Jones (2005) cũng tìm thấy mối tương quan dương giữa CSR-CFP. Nhiều nghiên cứu đã tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa CSR - CFP (Ruf & cộng sự, 2001; Moneve & cộng sự, 2007. Odemilin & cộng sự, 2010). Wu (2006) tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa CSR - CFP trong một mẫu gồm 197 công ty.

Nhóm ủng hộ mối tương quan âm - cải tiến CSR đi kèm với tăng chi phí do vậy làm giảm lợi nhuận, nghĩa là giảm CFP (Moore, 2001; Vance, 1975; Bragdon & Marlin, 1972). Tương tự, Moore (2001) lập luận rằng việc thực hành CSR đòi hỏi các doanh nghiệp đầu tư thêm vào các hoạt động CSR điều này làm tổn hại CFP. Aupperle & cộng sự (1985) cho rằng thực hành/công bố thông tin CSR sẽ làm tăng chi phí và làm giảm CFP.

Cuối cùng, những người cho rằng không có quan hệ nhân quả giữa CSR – CFP, các chi phí phát sinh thêm từ các hoạt động CSR sẽ được bù đắp bởi những lợi ích có thể có của CSR (Cornell & Shapiro, 1987; Becchetti & Ciciretti, 2006; D'Arcimoles & Trebucq, 2002; và Nelling & Webb, 2009) thậm chí cho rằng không có mối quan hệ nào giữa CSR - CFP.

CSR có nhiều thành phần, tuy nhiên nghiên cứu này chỉ quan tâm đến bốn trách nhiệm chính tương ứng với các bên liên quan (trách nhiệm với môi trường, với cộng đồng, với người lao động và với sản phẩm) (Amran, 2015).

Trách nhiệm với môi trường (CSR_env): Nhiều nghiên cứu chứng minh rằng việc đẩy mạnh thực hiện trách nhiệm với môi trường (tiết kiệm năng lượng, ngăn ngừa ô nhiễm...) có khả năng dẫn đến CFP tốt hơn (Haniffa & Cooke, 2005; Pahuja, 2009; Setyorini & Ishak, 2012). Samy & cộng sự (2009), Menassa (2010) tìm thấy mối quan hệ yếu giữa CSR_env - CFP (EPS đại diện cho CFP). Theo Magness (2006) và Dragomir (2009), không có mối quan hệ giữa CSR_env-CFP.

Trách nhiệm với cộng đồng (CSR_com): Các nhà nghiên cứu tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa giữa tiến bộ xã hội và CFP. Joshi & Gao (2009), Lii (2011) xem xét các ảnh hưởng của hoạt động cộng đồng và cho rằng hoạt động cộng đồng giúp doanh

ngiệp tạo mối quan hệ tốt với các bên liên quan. Kết quả là, các công ty xây dựng hình ảnh thương hiệu tốt với chi phí tương đối thấp hơn so với chi phí quảng cáo và quan hệ công chúng.

Trách nhiệm với người lao động (CSR_empl): Trách nhiệm đối với người lao động có liên quan tới CFP và tạo ra hiệu quả tổ chức (Menassa, 2010). Guadamillas-Go'mez & Manzanares (2011) cho thấy những bằng chứng rõ ràng rằng trách nhiệm với người lao động là một khía cạnh đạo đức của công ty để phát triển con người, góp phần nâng cao CFP. Ngược lại, Crisóstomo & cộng sự (2011) tìm thấy một tác động âm của *CSR_empl* lên CFP.

Trách nhiệm với sản phẩm (CSR_prod) cũng có ảnh hưởng đến CFP. Việc bảo vệ người tiêu dùng bằng cách cung cấp thông tin cần thiết về sản phẩm và cung cấp giá cả tốt hơn sẽ đáp ứng sự mong đợi của khách hàng, do đó làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Galbreath, 2009; Skudiene & Auruskeviciene, 2010).

Vì vậy, giả thuyết của nghiên cứu này*: Có mối quan hệ tích cực giữa chỉ số CSR nói chung, các chỉ số CSR thành phần và CFP,* nói khác đi thực hành CSR tốt sẽ làm tăng ROA, Tobin'q và làm giảm rủi ro cổ phiếu trên thị trường.

3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng mẫu gồm 100 công ty niêm yết với 256 quan sát trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh – HOSE (2012 – 2016) đây là tất cả những công ty có xuất bản Báo cáo phát triển bền vững hoặc trong Báo cáo thường niên có nội dung phát triển bền vững. Sử dụng Báo cáo thường niên để thu thập dữ liệu về CSR (Singh & Kansal, 2011; Gutherie & Petty, 2000). Phân tích nội dung được sử dụng để kiểm tra mối quan hệ giữa CSR - CFP (Guthrie & cộng sự, 2004; Schneider & Konz, 2006). Các thước đo tài chính được thu thập bằng tay từ các BCTC và chia thành hai loại: thước đo dựa trên kế toán - ROA (Aras & cộng sự, 2010; Crisóstomo & cộng sự, 2011); các thước đo dựa vào thị trường như chỉ số Tobin'q (Cheung & cộng sự, 2010; Dragomir, 2009; Saleh & cộng sự, 2011; Zhang & Gu, 2012; Ghelli, 2013; Li & cộng sự, 2013, Karagiorgos, 2010; Hussainey & Walker, 2009) và RRTT (Brammer & cộng sự, 2006; Murray & cộng sự, 2006; Moneva & Ortas, 2008; Bhagat & Bolton, 2008; Nelling & Webb, 2009; Hussainey & Walker, 2009; Karagoiorgos, 2010).

Thước đo CSR: Trên cơ sở các báo cáo thường niên của công ty, nghiên cứu này sử dụng phân tích nội dung để trích xuất thông tin về các sáng kiến CSR. Phù hợp với các nghiên cứu trước đó, các công ty sẽ được 1 điểm khi có sự hiện diện của thông tin CSR và trường hợp ngược lại là 0 điểm (Branco & Rodrigues, 2006; Haniffa & Cooke, 2005). Hai nhóm trợ lý nghiên cứu sẽ cho điểm CSR cho các công ty. Nếu kết quả CSR tổng của hai nhóm đồng thuận (chênh lệch dưới 5%) thì coi đó là điểm CSR của công ty. CSR tổng gồm 4 CSR thành phần: trách nhiệm đối với môi trường (*csr_env*), trách nhiệm đối với người lao động (*csr_empl*), trách nhiệm đối với cộng đồng (*csr_com*) và trách nhiệm đối với sản phẩm (*csr_prod*), được tính theo công thức sau:

$$\text{CSRI thành phần ij} = \frac{\Sigma^{k}_{i=1} csr_{ij}}{n_{ij}} \quad (1)$$

Trong đó:

CSR_{ij}: chỉ số CSR tổng và CSR thành phần của công ty thứ j ($0 \leq CSR_j \leq 1$)

csr_{ij} bằng 1 nếu thông tin về câu hỏi thứ i của công ty thứ j có công bố, ngược lại bằng 0.

n_{ij}: số lượng câu hỏi kỳ vọng thứ i đối với công ty j (n = 1,..., k).

i: số lượng các khía cạnh CSR kỳ vọng đối với một công ty

Các biến kiểm soát

Quy mô công ty (Size): theo Crisóstomo & cộng sự (2011) quy mô là một biến kiểm soát quan trọng vì các công ty nhỏ hơn bị hạn chế về năng lực để duy trì các hoạt động CSR, so với những công ty lớn hơn có nhiều cơ sở hạ tầng và dòng tiền cao hơn. Trong nghiên cứu này, log của tổng tài sản được sử dụng để đo lường quy mô công ty (Hossain & Hammami, 2009; Dragomir, 2009).

Đòn bẩy tài chính (Leverage): Các công ty có mức độ nợ thấp và tình hình tài chính tốt sẽ đầu tư vào các hoạt động CSR nhiều hơn các công ty có mức độ nợ cao. Tương tự, Aras & Aybars (2010), nghiên cứu này sử dụng DTA (tổng nợ/tổng tài sản) như là một biến đại diện để kiểm soát rủi ro của công ty.

Ngành công nghiệp (Industry): Trong các nghiên cứu trước, ngành công nghiệp được phát hiện là biến quan trọng cho việc giải thích tính đa dạng của hoạt động CSR (Cochran & Wood, 1984; Patten, 1991; Cooke, 1993; Wallace & Naser, 1995; Ali Fekrat, 1996; Deegan & Gordon, 1996; Waddock & Graves,

1997; Brammer & Pavelin, 2006; Mittal & cộng sự, 2008; Kimbro & Melendy, 2010). Theo Dierkes & Preston (1997), Deegan & Gordon (1996), một số ngành công nghiệp có thể có những ảnh hưởng mạnh lên mối quan hệ giữa CSR – CFP. Do đó, trong nghiên cứu này ngành công nghiệp được xem là biến kiểm soát được Patten (1991), Roberts (1992), Hackston & Milne (1996), Hossain & cộng sự (2006) và Bayoud & cộng sự (2012) áp dụng. Biến ngành công nghiệp trong nghiên cứu này được xác định là ngành tài chính và ngành phi tài chính. Nếu công ty thuộc ngành phi tài chính thì nó mang giá trị là 1 và ngược lại là 0.

Nghiên cứu này áp dụng các mô hình nghiên cứu của Waddock & Grave (1997) tại thị trường Mỹ, Aras & cộng sự (2010) tại các thị trường mới nổi, Ho & Yekini (2014) tại thị trường Việt Nam và Amran (2015) tại thị trường Nigeria, do vậy mô hình nghiên cứu sử dụng trong nghiên cứu này dự kiến sẽ như sau:

$Y_{jt}=\beta_0+\beta_1CSR_{jt}+\beta_2SIZE_{jt}+\beta_3LEV_{jt}+\beta_4INDUS_{jt}+\alpha$ (1a)

$Y_{jt}=\beta_0+\beta_1CSR_{j,t-1}+\beta_2SIZE_{j,t-1}+\beta_3LEV_{j,t-1}+\beta_4INDUS_{j,t-1}+\alpha$ (1b)

$Y_{jt}=\beta_0+\beta_1CSR_env_{jt}+\beta_2CSR_empl_{jt}+\beta_3CSR_com_{jt}+\beta_4CSR_prod_{jt}+\beta_5SIZE_{jt}+\beta_6LEV_{jt}+\beta_7INDUS_{jt}+\alpha$ (2a)

$Y_{jt}=\beta_0+\beta_1CSR_env_{j,t-1}+\beta_2CSR_empl_{j,t-1}+\beta_3CSR_com_{j,t-1}+\beta_4CSR_prod_{j,t-1}+\beta_5SIZE_{j,t-1}+\beta_6LEV_{j,t-1}+\beta_7INDUS_{j,t-1}+\alpha$ (2b)

Trong đó:

β_0: hệ số tung độ gốc

t: năm hiện tại

t – 1: năm trước

Y_j: hiệu quả tài chính (ROA, TBQ, rủi ro thị trường - RRTT)

ROA = lợi nhuận sau thuế/tổng tài sản

Tobin'q (TBQ) = (nợ ngắn hạn + nợ dài hạn + giá trị vốn hóa thị trường)/giá trị sổ sách tổng tài sản

RRTT = (ĐLC của tỷ suất sinh lợi ngày của 250 phiên trong năm) * $\sqrt{250}$

CSR: chỉ số trách nhiệm xã hội doanh nghiệp tổng

CSR_env: chỉ số CSR với môi trường

CSR_empl: chỉ số CSR với người lao động

CSR_com: chỉ số CSR với cộng đồng

CSR_prod: chỉ số CSR với sản phẩm

SIZE: quy mô công ty (Log [tổng TS])

LEV: rủi ro tài chính (DTA = tổng nợ/tổng tài sản)

INDUS: ngành công nghiệp

α: sai số.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Mô tả thống kê

Bảng 1 mô tả thống kê dựa trên mẫu gồm 256 quan sát (2012 – 2016). Giá trị trung bình của *ROA* là 8.57%, *RRTT* là 51% và *TBQ* là 1.08. Một số công ty niêm yết đạt mức *ROA*, *RRTT*, *TBQ* khá cao, lần lượt là 78.4%, 4.3% và 7. Giá trị trung bình của các biến độc lập chỉ số CSR từ cao nhất đến thấp nhất là 71%, 60%, 56%, 49%, 44% (*CSR_empl*, *CSR_com*, *CSR*, *CSR_prod*, *CSR_env*).

4.2. Phân tích tương quan

Bảng 2, chỉ số *CSR* nói chung có tương quan dương với *ROA*, *TBQ* nhưng lại tương quan âm với *RRTT*, *Lev, Size, Indus* kết quả này giống với nghiên cứu của Cochran và Wood (1984), Waddock & Grave (1997), Tsoutsoura (2004). Khi xét mối tương quan giữa chỉ số *CSR thành phần - CFP*, kết

Bảng1: Thống kê các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu

	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
ROA	256	.0857595	.0966616	-.361	.784
RRTT	256	.5104258	.5175476	-.449	4.342
TBQ	256	1.088996	.8651135	.002	6.669
csr_env	256	.4467773	.2175777	0	1
csr_employ	256	.7102031	.1593454	0	1
csr_commu	256	.6	.1832174	0	1
csr_prod	256	.4921875	.2474131	0	1
CSR	256	.5640117	.1396731	0	1
Size	256	3.771594	1.754659	-.17	9.217
Lev	256	.2522031	.2274312	0	.95

Nguồn: Tác giả tự tính toán và tổng hợp trên phần mềm Stata

Bảng 2: Hệ số tương quan giữa chỉ số CSR tổng, CSR thành phần và CFP

	ROA	TBQ	RRTT	CRS ENV	CSR EMPLOY	CSR COMMU	CSR PROD	CSR	Size	Lev	Indus
ROA	**1.0000**										
TBQ	0.5258	**1.0000**									
RRTT	0.1021	0.1732	**1.0000**								
CRS_{ENV}	0.2559	0.3389	-0.1036	**1.0000**							
CSR_{EMP}	0.0134	0.0725	-0.1990	0.4157	**1.0000**						
CSR_{COM}	0.0116	0.0785	-0.1785	0.1697	0.2061	**1.0000**					
CSR_{PROD}	0.2475	0.3206	0.1213	0.3906	0.1455	0.2725	**1.0000**				
CSR	0.2180	0.3232	-0.2048	0.7551	0.5836	0.5765	0.7333	**1.0000**			
Size	-0.1903	0.0067	-0.0628	-0.1553	-0.1376	0.2630	-0.0530	-0.0455	**1.0000**		
Lev	-0.4263	-0.1666	-0.0880	-0.1325	-0.0472	0.0005	-0.1562	-0.1368	0.4045	**1.0000**	
Indus	-0.2286	-0.1526	-0.0449	-0.2277	-0.1390	0.1546	-0.1187	-0.1388	0.4862	0.2619	**1.0000**

Nguồn: Tác giả tự tính toán và tổng hợp trên phần mềm Stata

quả một lần nữa chỉ ra mối tương quan dương giữa các chỉ số *CSR thành phần – TBQ, ROA*; trong khi *CSR_env, CSR_empl, CSR_com* đều tương quan âm với *RRTT* thì *CSR_prod* lại tương quan dương với *RRTT*.

Khi xét mối tương quan giữa ba biến kiểm soát với *CSR thành phần* thấy rằng *Size*, *Lev* và *Indus* có tương quan âm với *CSR_env*, *CSR_empl* và *CSR_prod* thì với *CSR_com* lại có tương quan dương với ba biến kiểm soát. Nghĩa là công ty có quy mô càng lớn thì càng đầu tư nhiều cho các hoạt động cộng đồng để xây dựng hình ảnh tốt đẹp cho công ty với cộng đồng địa phương và các bên liên quan khác. Các công ty thuộc nhóm ngành công nghiệp có khả năng gây ô nhiễm cao sẽ có khuynh hướng đầu tư nhiều hơn cho các hoạt động cộng đồng nhằm làm giảm thiểu chi phí và làm tăng CFP.

4.3. Phân tích mối quan hệ CSR – CFP cùng năm (Amran, 2015)

4.3.1. Mối quan hệ giữa CSR tổng - CFP

Bảng 3, cho thấy các mô hình đều có ý nghĩa ở mức 1%. Biến độc lập chỉ số *CSR* có mối quan hệ cùng chiều với *TBQ, ROA* ở mức ý nghĩa 1%, tương tự như các nghiên cứu của Cochran & Wood (1984), Waddock & Grave (1997), Bewley & Li (2000), Beurden & Gossling (2008), Chen & Wang (2011). Kết quả này khẳng định mối tương quan trong bảng 4.2. Mối quan hệ giữa *CSR– RRTT* không rõ ràng. Kết quả của các mô hình này cho thấy, việc thực hiện tốt CSR có thể mang lại nhiều lợi ích kinh tế như làm tăng lợi nhuận và giá trị thị trường của cổ phiếu, do đó làm tối đa hóa giá trị tài sản của cổ đông và cải thiện mối quan hệ giữa cổ đông và các nhà quản lý.

Bảng 3: Kết quả hồi quy mối quan hệ giữa chỉ số *CSR* tổng-*CFP*

	ROA	Tobin'q	RRTT
CSR	.1701986***	2.11726***	-.7354303
	(4.07)	(5.26)	(-3.17)
Size	-.0000217	.0650625*	.0052504
	(-0.01)	(1.83)	(0.25)
Lev	-.1603958***	-.5532492**	-.1436603
	(-6.23)	(-2.23)	(-0.97)
Indus	.0268279	.3226851**	.013543
	(1.58)	(1.98)	(0.14)
R-squared	0.2127	0.1407	0.2682
F	21.18	11.45	7.97
P_value	**0.0000*** **	**0.0000*** **	**0.0000*** **

Nguồn: Tác giả tự tính toán và tổng hợp trên phần mềm Stata

(*) mức ý nghĩa 10%, (**) mức ý nghĩa 5% và (***) mức ý nghĩa 1%

4.3.2. Mối quan hệ giữa CSR thành phần - CFP

Bảng 4 cung cấp bằng chứng cả ba phương trình đều có ý nghĩa. Tuy nhiên, khi xét từng biến CSR thành phần thì chỉ có *CSR_env* có tương quan dương với *TBQ, ROA* ở mức ý nghĩa 5%, và tương quan âm với *RRTT* ở mức ý nghĩa 1% giống nghiên cứu của Deegan (2002), Kuasirikun & Scherer (2004), Haniffa & Cooke (2005), Pahuja (2009), Setyorini & Ishak (2012). Tương tự, có bằng chứng về mối quan hệ cùng chiều giữa *CSR_prod–ROA, TBQ* với mức ý nghĩa lần lược là 1% phù hợp với nghiên cứu của Carrol (1991), Galbreath (2009), Rashid & cộng sự (2010), Menassa (2010), Green & Peloza (2011). Bởi vì, thông qua sáng kiến *CSR_prod* và *CSR_env* công ty có thể nâng cao CFP bằng cách giảm thiểu chi phí, tăng lợi nhuận.

Tuy nhiên, các kết quả phân tích hồi quy không cung cấp bằng chứng về mối quan hệ giữa *CSR_empl–CFP*, kết quả này trái với nghiên cứu của Menassa (2010), Guadamillas-Go'mez và Manzanares (2011), Crisóstomo & cộng sự (2011). Trong khi đó, *CSR_com* có tương quan âm với *RRTT* ở mức ý nghĩa là 10%, nhưng không ý nghĩa thống kê với *ROA, TBQ* khác với nghiên cứu của Branco & Rodrigues (2007), Joshi & Gao (2009), Lii (2011), Nejati & Ghasemi (2012), David (2012). Điều này mang ý nghĩa, các công ty niêm yết tham gia nhiều các hoạt động cộng đồng sẽ góp phần làm giảm rủi ro thị trường và củng cố thương hiệu.

4.4. Phân tích mối quan hệ giữa CSR – CFP lệch năm (Ho & Yekini, 2014)

4.4.1. Mối quan hệ giữa CSR nói chung- CFP

Bảng 5, cho thấy chỉ có hai mô hình cóý nghĩa thống kê ở mức 1%. Khi xem xét mối quan hệ giữa từng biến độc lập CSR_{t-1} – *CFP* có sự thay đổi. Cụ thể, CSR_{t-1} có ảnh hưởng lên ROA, TBQ với mức ý nghĩa lần lượt là 5% và 10% nhưng không cho thấy bất kỳ mối quan hệ nào giữa CSR_{t-1} –*RRTT*, nghĩa là chỉ số *CSR* không có ảnh hưởng lên *RRTT* của cổ phiếu trong hai trường hợp khảo sát cùng năm và lệch năm. Kết quả này khác với các nghiên cứu của Cochran & Wood (1984), Waddock & Grave (1997), Ho & Yekini (2014).

4.4.2. Mối quan hệ giữa CSR_{t-1} thành phần - CFP

Bảng 6, cho thấy cả ba phương trình có ý nghĩa ở mức 1%. Tuy nhiên khi phân tích mối quan hệ giữa từng biến độc lập thì không tìm thấy mối quan hệ giữa CSR_empl_{t-1} với *CFP,* kết quả này trái với nghiên cứu của Criso'stomo & cộng sự (2011). *CSR_prod* có tương quan dương với *ROA, TBQ* ở mức ý nghĩa lần lượt là 1% và 5% nhưng lại tương quan âm với *RRTT* ở mức ý nghĩa 5% tương tự kết quả nghiên cứu của Carrol (1991), Galbreath (2009),

Bảng 4: Kết quả hồi quy mối quan hệ giữa các chỉ số *CSR thành phần-CFP*

	ROA	Tobin'q	RRTT
csr_env	.0867915***	1.112695***	-.1805499
	(2.97)	(4.01)	(-1.07)
csr_empl	-.0308226	-.3603803	-.0827713
	(-0.71)	(-0.88)	(-0.33)
csr_com	.0027741	.1025519	-.3570537*
	(0.09)	(0.33)	(-1.91)
csr_prod	.0668255***	.8401046***	.1634575
	(2.67)	(3.53)	(1.12)
size	.0007076	.0786179**	-.0057005
	(0.19)	(2.19)	(-0.26)
lev	-.1568979***	-.5206848**	-.1114383
	(-6.11)	(-2.14)	(-0.75)
indus	.021986	.2543981	.044505
	(1.30)	(1.58)	(0.45)
R-squared	0.2464	0.1926	0.0711
F	13.62	9.11	7.54
P_value	**0.0000*** **	**0.0000*** **	**0.0000*** **

Nguồn: Tác giả tự tính toán và tổng hợp trên phần mềm Stata

(*) mức ý nghĩa 10%, (**) mức ý nghĩa 5% và (***) mức ý nghĩa 1%

Bảng 5: Kết quả hồi quy mối quan hệ giữa chỉ số *CSR_{t-1} tổng - CFP*

	ROA	Tobin'q	RRTT
CSR_{t-1}	.0902353*	1.703086***	.1171881
	(1.73)	(3.58)	(0.37)
$Size_{t-1}$	.0075326	.0872048*	-.0240631
	(1.36)	(1.72)	(-0.71)
Lev_{t-1}	-.1421988***	-.8364744**	.24154
	(-4.03)	(-2.59)	(1.12)
$Indus_{t-1}$	.0424347**	.3508831*(1.79)	.0170141
	(1.98)		(0.13)
R-squared	0.1815	0.1643	0.0210
F	8.16	7.25	0.36
P_value	**0.0000*** **	**0.0000*** **	**0.8398**

Nguồn: Tác giả tự tính toán và tổng hợp trên phần mềm Stata.

(*) mức ý nghĩa 10%, (**) mức ý nghĩa 5% và (***) mức ý nghĩa 1%)

Rashid & cộng sự (2010), Menassa (2010), Green & Peloza (2011).

Tương tự, kết quả hồi quy không cho thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa *CSR_com_{t-1} - CFP* phù hợp với kết quả nghiên cứu của Branco & Rodrigues (2007), Joshi & Gao (2009), Lii (2011), Nejati & Ghasemi (2012), David (2012). Trong trường hợp hồi quy lệch năm chỉ cho thấy mối quan hệ cùng chiều có ý nghĩa giữa *CSR_env – TBQ* với mức ý nghĩa 1%, kết quả phù hợp với nghiên cứu của Deegan (2002), Kuasirikun & Scherer (2004), Haniffa & Cooke (2005), Pahuja (2009), Setyorini & Ishak (2012). Nghĩa là, các công ty niêm yết chi phí càng nhiều cho các hoạt động bảo vệ môi trường và truyền thông về chính sách môi trường của mình sẽ làm tăng giá trị công ty. Kết quả này cũng chứng tỏ trong 4 nhân tố của CSR thì trách nhiệm với môi trường là nhân tố có ảnh hưởng rõ ràng nhất đến CFP.

5. Kết luận và hàm ý

Nghiên cứu này tiến hành khảo sát các mối quan hệ giữa CSR – CFP. Kết quả đã cung cấp bằng chứng về mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa chỉ số CSR tổng, các CSR thành phần và CFP nhưng không tìm

Bảng 6: Kết quả hồi quy quan hệ giữa chỉ số *CSR_{t-1} thành phần - CFP*

	ROA	Tobin'q	RRTT
csr_env_{t-1}	.0622304	1.131255***	-.0104346
	(1.61)	(3.30)	(-0.04)
csr_empl_{t-1}	-.05237	-.5722515	.1497902
	(-1.06)	(-1.30)	(0.49)
csr_com_{t-1}	-.0044028	-.2083476	.4153733
	(-0.10)	(-0.55)	(1.59)
csr_prod_{t-1}	.0595414**	.8553067***	-.5040528**
	(1.92)	(2.80)	(-2.44)
$Size_{t-1}$	.0078797	.0986065**	-.034049
	(1.40)	(1.97)	(-0.98)
Lev_{t-1}	-.1361394	-.7449241**	.2394016
	(-3.85)	(-2.37)	(1.10)
$Indus_{t-1}$	.0370123*	.251653	.056627
	(1.70)	(1.30)	(0.42)
R-squared	0.2113	0.2239	0.1874
F	5.30	6.36	8.56
P_value	**0.0000*** **	**0.0000** **	**0.0000*** **

Nguồn: Tác giả tự tính toán và tổng hợp trên phần mềm Stata

thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa *CSR_empl – CFP*. Trong mọi trường hợp, nghĩa là trong cả 6 mô hình thì trách nhiệm đối với môi trường và sản phẩm đều có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả tài chính, làm tăng ROA, Tobin'q và làm giảm rủi ro cổ phiếu trên thị trường. Như vậy, những phát hiện này cung cấp cái nhìn chi tiết về mối quan hệ giữa CSR - CFP tại Việt Nam, và có ý nghĩa thực tiễn cho nhà quản lý, nhà đầu tư và cộng đồng về vai trò của CSR đối với CFP. Hạn chế lớn của nghiên cứu là quy mô mẫu tương đối nhỏ. Tuy nhiên, nghiên cứu kỳ vọng sẽ là bước khởi đầu cho các nghiên cứu tương lai về các mối quan hệ giữa CSR - CFP ở Việt Nam.

Tài liệu tham khảo

Abbott, W.F. & Monsen, R.J. (1979), 'On the measurement of corporate social responsibility: Self-reported disclosures as a method of measuring corporate social involvement', *The Academy of Management Journal*, 22(3), 501-515.

Aguilera, R.V., Rupp, D.E., Williams, C.A. & Ganapathi, J. (2007), 'Putting the S back in corporate social responsibility: a multi-level theory of social change in organizations', *Academy of Management Review*, 32(3), 836-863.

Ali Fekrat, M. (1996), 'Corporate environmental disclosures: competitive disclosure hypothesis using 1991 annual report data', *The Intenational journal of accounting education and research*, 31(2), 175 – 195.

Amran, ABUNA (2015), 'Corporate social responsibility practice and corporate financial performance: evidence from Nigeria', *Social Responsibility Journal*, 11(4), 1-24.

Aras, G., Aybars, A. & Cutlu, O. (2010), 'Managing corporate performance. Invstigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets', *International Journal of productivity and performance management*, 50(3), 229-254.

Aras, G. & Crowther, D. (2007), 'Is the global economy sustainable?', *London: The Geopolitics of the City*, Forum Press, 165-194.

Arora, P. & Dharwadkar, R. (2011), 'Corporate Governance and Corporate Social Responsibility (CSR): The Moderating Roles of Attainment Discrepancy and Organization Slack"', *Corporate Governance: An International Review*, 19(2), 136-152.

Aupperle, K.E., Carroll, A.B. & Hatfield, J.D. (1985), "An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability", *Academy of Management Journal*, 28(2), 446–463.

Bayoud, N.S., Kavanagh, M. & Slaughter, G. (2012), 'An empirical study of the relationship between CSR disclosure and organizational performance: Evidence from Libya', *International Journal of Management and Marketing Research*, 5(3), 69-82.

Becchetti, L. & Ciciretti, R (2006), 'Corporate social responsibility and stock market performrance', *CEIS Tor Vergata – Research Paper Series*, 27-79.

Beurden, V.P. & Goessling, T. (2008), 'The worth of values - A literature review on the relation between corporate social and financial performance', *Journal of Business Ethics*, 82(2), 407-424.

Bewley, K. & Li, Y. (2000), 'Disclosure of Environmental Information by Canadian Manufacturing Companies: A Voluntary Disclosure Perspective', *Advances in Environmental Accounting & Management*, 1, 201 – 226.

Bhagat, S. & Bolton, B. (2008), 'Corporate governance and firm performance', *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273.

Bragdon, J.H. Marlin, J.T. (1972), 'Is pollution profitable?', *Risk Management*, 19(4), 9-18.

Brammer, S., Brooks, C. & Pavelin, S. (2006), 'Corporate Social Performance and Stock Returns UK Evidence from Disaggregate Measures', *Financial Management*, 35(3), 97–116.

Branco, C. & Rodrigues, L. (2007), 'Positioning stakeholder theory within the debate on corporate social responsibility', Electronic Journal of Business Ethics and Organization Studies, 12(1), 5-15.

Carrol, A.B. (1999), 'Corporate social responsibility: evolution of a definitional construct', *Business and Society*, 38(3), 268-295.

Chen, H. & Wang, X. (2011), 'Corporate social responsibility and corporate financial performance in China: An

empirical research from Chinese firms', *Corporate governance*, 11(4), 361-370.

Cheung, Y.L., Tan, W., Ahn, H.J. & Zhang, Z. (2010), 'Does corporate social responsibility matter in asian emerging markets?', *Journal of Business Ethics*, 92(3), 401-413.

Cochran, R. & Wood, R. (1984), 'Corporate social responsibility and financial performance', *Academy of Management Journal*, 27(1), 42-56.

Cooke, T. (1993), 'Disclosure in Japanese corporate annual reports', *Journal of Business Finance & Accounting*, 20(4), 521–535.

Cornell, B. & Shapiro, A.C. (1987), 'Corporate Stakeholders and Corporate Finance', *Financial Management*, 16, 5-14.

Crisóstomo, V.L., Freire, F.D.S. & Vasconcellos, FC. De (2011), 'Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil', *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309.

D'Arcimoles, C.H. & Trebucq, S. (2002), *The corporate social performance – financial performance link: evidence from France*, Working paper series.

David, O (2012), 'An assessment of the impact of corporate social responsibility on Nigerian society: The examples of banking and communication industries', *Universal Journal of Marketing and Business Research*, 1(1), 17-43.

Deegan, C. & Gordon, B. (1996), 'A study of the environmental disclosure practices of Australian corporation', *Accounting and Business Research*, 26(3), 187-199.

Dhaliwal, D., Li, O., Tsang, A. & Yang, Y. (2011), 'Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting', *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.

Dierkes, M. & Preston, L.E. (1977), 'Corporate social accounting reporting for the physical environment: A critical review and implementation proposal', *Accounting, Organizations and Society*, 2(1), 3 – 22.

Dragomir, V.D. (2009), 'Environmentally sensitive disclosures and financial performance in a European setting', *Journal of Accounting & Organizational Change*, 6(3), 359-388.

Frye, Melissa B., Nelling, Edward & Webb, Elizabeth (2006), 'Executive Compensation in Socially Responsible Firms', *Corporate Governance: An International Review*, 14, 446-455.

Galbreath, J. (2009), 'Building corporate social responsibility into strategy', *European Business Review*, 21(2), 109-127.

Galbreath, J. (2009), 'Building corporate social responsibility into strategy', *European Business Review*, 21(2), 109-127.

Ghelli, C. (2013), 'Corporate social responsibility and financial performance: an empirical evidence', *MSc Economics & Business Administration*, Copenhagen Business School, CBS.

Green, T. & Peloza, J. (2011), 'How does corporate social responsibility create value for consumers', *Journal of Consumer Marketing* , 28(1), 48-56.

Guadamillas-Gómez, F. & Donate-Manzanares, M.J. (2011), 'Ethics and corporate social responsibility integrated into knowledge management and innovation technology: A case study', *Journal of Management Development*, 30(6), 569-581.

Gutherie, J. & Petty, R. (2000), 'Intellectual capital: Australian annual reporting Practices', *Journal of Intellectual Capital*, 1(3), 62-65.

Guthrie, J., Petty, R., Yongvanich, K. & Ricceri, F. (2004), 'Using content analysis as a Research Method to Inquire into Intellectual Capital Reporting', *Journal of Intellectual Capital*, 5(2), 282-293.

Hackston, D. & Milen, M.J. (1996), 'Some determinants of social and environmental disclosure in New Zealand companies', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 9(1), 77-108.

Haniffa, R.M. & Cooke, T.E. (2002), 'Culture, corporate governance and disclosure in Malysian corporations', *Abacus*, 28(3), 317-349.

Haniffa, R.M. & Cooke, T.E. (2005), 'The Impact of culture and corporate governance on corporate social reporting', *Journal of Accounting and Public Policy*, 4(5), 391-430.

Helslin, T. & Roach, A.P.P (2008), 'Environmental issues and corporate social responsibility in Nigeria Niger Delta region: The need for a pragmatic approach', *Journal of Social Science and Public Policy*, 4, 1-21.

Ho, N.T.T & Yekini, L.S. (2014), 'Investigating the link between CSR and Financial performance – Evidence from Vietnamese listed companies', *British Journal of Arts and Social Sciences*, 17(1), 85-101.

Hossain, M., Islam, K. & Andrew, J. (2006), *Corporate social environmental disclosure in developing countries: Evidence from Bangladesh*, University of Wollongong, New South Wales, Australia.

Hossain, M. & Hammami, H. (2009), 'Voluntary disclosure in the annual reports of an emerging country: the case of Qatar', *Advances in Accounting*, 25(2), 255-265.

Hussainey, K. & Walker, M. (2009), 'The effects of voluntary disclosure and dividend propensity on prices leading earnings', *Accounting and Business Research*, 39(1), 37–55, doi:10.1080/00014788.2009.9663348.

Jones, M. (2005), 'The traditional corporation, corporate social responsibility and the outsourcing debate', *The Journal of American Academy*, 2, 91-97.

Jones, S., Frost, G., Loftus, J. & van der Laan, S. (2007), 'An empirical examination of the market returns and financial performance of entities engaged in sustainability reporting', *Australian Accounting Review*, 17(1), 78-87.

Joshi, P.L. & Gao, S.S. (2009), 'Multinational corporations' corporate social and environmental disclosures on web sites', *International Journal of Commerce and Management*, 19(1), 27-44.

Kapopoulos, P. & Lazaretou, S. (2007), 'Corporate ownership structure and firm performance: evidence from Greek firm', *Corporate Governance*, 15(2), 144-158.

Karagiorgos, T. (2010), 'Corporate social responsibility and financial performance: an empirical analysis on Greek companies', *European Research Studies*, 13(4), 85 – 109.

Kimbro, M.B. & Melendy, S.R. (2010), 'Financial performance and voluntary environmental disclosure during the Asian Financial Crisis: the case of Hong Kong', *International Journal of Business performance Management*, 12(1), 72-85.

Kuasirikun, N. & Scherer, M. (2004), 'Corporate social accounting disclosure in Thailand', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 17(4), 629–660.

Li, Q., Luo, W., Wang, Y. & Wu, L. (2013), 'Firm performance, corporate ownership, and corporate social responsibility disclosure in China', *Business Ethics: A European review*, 22(2), 159-173.

Lii, Y. (2011), 'The effect of corporate social responsibility initiatives on consumers identification with companies', *Asian Journal of Business and Management*, 5(5), 1642-1649.

Lioui, A. & Sharma, Z. (2012), 'Environmental corporate social responsibility and financial performance: Disentangling direct and indirect effects', *Ecological Economics*, 78, 100–111.

Long, H.C. (2015), 'The impact of market orientation and corporate social responsibility on firm performance: Evidence from Vietnam', *Academy of Marketing Studies Journal*, 19(1), 265-277.

Magness, V. (2006), 'Strategic posture, financial performance and environmental disclosure: an empirical test of legitimacy theory', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19(4), 540-563.

Menassa, E. (2010), 'Corporate social responsibility: an exploratory study of the quality and extent of social disclosures by Lebanese commercial banks', *Journal of Applied Accounting Research*, 11(1), 4-23.

Mittal, R.K., Sinha, N. & Singh, A. (2008), 'An analysis of linkage between economic value added and corporate social responsibility', *Management Decision*, 45(9), 1437 – 1443.

Moneva, J.M. & Ortas, E. (2008), 'Are stock markets influenced by sustainability matter? Evidence from European companies', *International Journal of Sustainable Economy*, 1(1), DOI: 10.1504/IJSE.2008.020013.

Moneve, J.M., Rivera-Lirio, J.M. & Munoz-Torres, M.J. (2007), 'The corporate stakeholder commitment and social and financial performance', *Industrial Management and Data Systems*, 107(1), 84-102.

Moore, G. (2001), 'Corporate social and financial performance: an investigation in the UK supermarket industry', *Journal of Business Ethics*, 34, 299-315.

Nejati, M. & Ghasemi, S. (2012), 'Corporate social responsibility in Iran from the perspective of employees', *Social Responsibility Journal*, 8(4), 587-588.

Nelling, E. & Webb, E. (2009), 'Corporate social responsibility and financial performance: the 'virtuous circle' revisited', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32, 197-209.

Odemilin, E.G., Samy, M. & Bampton, R. (2010), 'Corporate social responsibility: a strategy for sustainable business success. An analysis of 20 selected British corporations', *Journal of Business in Society*, 10(2), 203-217.

Pahuja, S. (2009), 'Relationship between environmental disclosures and corporate characteristics: A study of large manufacturing companies in India', *Social Responsibility Journal*, 5(2), 227-244.

Patten, D.M. (1991), 'Exposure, legitimacy, and social disclosure', *Journal of Accounting and Public Policy*, 10(4), 297 – 308.

Rashid, A., De Zoysa, A., Lodh, S. & Rudkin, K. (2010), 'Board composition and firm performance: evidence from Bangladesh', *Australian Accounting Business & Finance Journal*, 4(1), 76 – 95.

Rashid, Z.A. & Ibrahim, S. (2002), 'Executive and Management Attitudes towards Corporate Social Responsibility in Malaysia', *Corporate Governance*, 2(4), 10-11.

Roberts, R.W. (1992), 'Determinants of corporate social responsibility disclosure: an application of stakeholder theory', *Accounting, Organizations and Siciety*, 17(6), 595 – 612.

Ruf, B.M., Muralidhar, K., Brown, R.M., Janney, J.J. & Paul, K. (2001), 'An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective', *Journal of business ethics*, 32(2), 143–156.

Samy, M., Odemilin, G. & Bampton, R. (2010), 'Corporate social responsibility: a strategy for sustainable business success: an analysis of 20 selected British companies', *Corporate Governance*, 10(24), 203-217.

Schneider, B. & Konz, AM. (2006), 'Strategic job analysis', *Human Resource Manage*, 28, 51–63.

Setyorini, C.T. & Ishak, Z. (2012), 'Corporate social and environmental disclosure: a positive accounting theory view point', *International Journal of Business and Social Science*, 3(9), 152-164.

Sigh, S. & Kansal, M. (2011), 'Voluntary disclosures of intellectual capital: An empirical analysis', *Journal of intellectual capital*, 12(2), 301-318.

Skudiene, V. & Auruskeviciene, V. (2012), 'The contribution of corporate social responsibility to internal employee motivation', *Baltic Journal of Management*, 7(1), 49-67.

Stanny, E. & Ely, K. (2008), 'Corporate environmental disclosures about the effects of climate change', *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15, 338-348.

Trang, C.H., Indra, A. & Shiguang, M. (2016), 'Board Diversity and Corporate Social Disclosure: Evidence from Vietnam', *Journal of Business Ethic,* 137(2), 1 – 20.

Tsoutsoura, M. (2004), *Corporate social responsibility and financial performance: the "virtuous circle" revisited*, Working paper, University of California, Berkeley, CA.

Van de Laan, G., Van Ees, H. & Van Witteloostuijn, A. (2008), 'Corporate social and financial performance: An extended stakeholder theory, and empirical test with accounting measures', *Journal of Business Ethics*, 79(3), 299-310.

Vance, S.C. (1975), 'Are socially responsible corporations good investment risks', *Management Review*, 64(8), 18-24.

Waddock, S.A. & Graves, S.B. (1997), 'The Corporate Social Performance – Financial Performance Link', *Strategic Management Journal,* 18(4), 303-319.

Wallance, R.S.O. & Naser, K. (1995), 'Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong', *Journal of Accounting and Public Policy*, 14(4), 311 – 368.

Wu, M.L. (2006), 'Corporate social performance, corporate financial performance, and firm size: a meta-analysis', *Journal of American Academy of Business*, 8(1), 163-171.

Young, Z. & Marais, M. (2012), 'A multi-level perspective of CSR reporting: The implications of national institutions and industry risk characteristics', *Corporate Governance: An International Review*, 20, 432–450.

Zhang, X. & Gu, P. (2012), *On the relationship between CSR and financial performance: An imperical study of US firms*, Jonkoping University, Sweden.