
MỐI QUAN HỆ GIỮA THỰC HIỆN TRÁCH NHIỆM XÃ HỘI, MỨC ĐỘ NẮM GIỮ TIỀN MẶT VÀ KHẢ NĂNG TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP Ở KHU VỰC CHÂU Á

Hồ Thị Hải Ly

Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

Email: lyhth@due.edu.vn

Mã bài: JED-1314

Ngày nhận: 12/07/2023

Ngày nhận bản sửa: 10/10/2023

Ngày duyệt đăng: 16/10/2023

DOI 10.33301/JED.VI.1314

Tóm tắt:

Nghiên cứu này đánh giá tác động của việc thực hiện trách nhiệm xã hội đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp hoạt động ở các thị trường Châu Á trong giai đoạn 2002-2018. Sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng có kiểm soát tác động cố định của công ty, ngành và năm, kết quả nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp có mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội càng cao có xu hướng nắm giữ tiền mặt càng thấp. Bên cạnh đó, nghiên cứu chỉ ra rằng hạn chế tài chính cản trở đáng kể khả năng thực hiện trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp. Theo đó, các doanh nghiệp CSR đối mặt với tình trạng hạn chế tài chính có xu hướng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn so với các doanh nghiệp CSR không gặp vấn đề về hạn chế tài chính.

Từ khóa: Trách nhiệm xã hội, tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, hạn chế tài chính, Châu Á.

Mã JEL: G15, G31, G32

Corporate social responsibility, cash holdings, and financial constraints in Asian countries

Abstract:

This study investigates the association among corporate social responsibility, cash holdings, and financial constraints of firms operating in Asian markets during the period 2002-2018. Using a panel data regression model with firm, industry, and year fixed effects, the study shows that firms with a higher CSR performance tend to hold less cash. In addition, the study indicates that financial constraints have significant impact on the link between corporate social responsibility and firm's cash levels. Specifically, the negative impact of corporate social responsibility on cash holdings is less pronounced for firms with more severe financial constraints.

Keywords: Corporate social responsibility, cash holdings, financial constraint, Asian countries.

JEL Codes: G15, G31, G32

1. Đặt vấn đề

Thời gian qua, các nghiên cứu học thuật nhằm khám phá mối liên hệ giữa việc thực hiện trách nhiệm xã hội và các quyết định tài chính quan trọng của công ty gia tăng đáng kể. Chẳng hạn, các nghiên cứu cho thấy tác động của việc thực hiện trách nhiệm xã hội đến rủi ro hệ thống (Albuquerque & cộng sự, 2019), chi phí nợ vay (Goss & Roberts, 2011), chi phí vốn cổ phần (Dhaliwal & cộng sự, 2011), sáp nhập và mua lại (Deng & cộng sự, 2013), chính sách cổ tức (Cheung & cộng sự, 2018), tỷ lệ nợ (Bai & Ho, 2022), và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn (Ho & cộng sự, 2021). Trong khi bằng chứng về mối quan hệ giữa CSR và nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp chỉ được thực hiện ở thị trường phát triển (Cheung, 2016), mối quan hệ này ở các quốc gia Châu Á vẫn chưa được khám phá.

Các nghiên cứu trước cho thấy công ty CSR có vốn xã hội cao hơn do họ có mối quan hệ tốt hơn với các bên hữu quan. Nguồn vốn xã hội này cung cấp một sự bảo vệ đối với doanh nghiệp, có thể giúp doanh nghiệp giảm thiểu các tác động tiêu cực từ các cú sốc từ thị trường, do đó giảm nhu cầu duy trì nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp thực hiện CSR cũng có rủi ro hệ thống thấp hơn, nên ít nhạy cảm hơn với các tác động tiêu cực từ thị trường và có xu hướng nắm giữ một lượng tiền mặt thấp hơn. Bên cạnh đó, hạn chế tài chính (*financial constraints*) cản trở đáng kể khả năng thực hiện CSR của doanh nghiệp. Do việc thực hiện CSR thường mang lại hiệu quả trong dài hạn nhưng lại gây tổn kém trong ngắn hạn, doanh nghiệp có vấn đề về hạn chế tài chính không ưu tiên thực hiện các hoạt động trách nhiệm xã hội. Vì vậy, mối liên hệ nghịch giữa việc thực hiện CSR và mức độ nắm giữ tiền mặt có khả năng sẽ suy yếu đi với các doanh nghiệp có vấn đề về hạn chế tài chính.

Việc thực hiện CSR ở các thị trường châu Á đang ngày càng trở nên quan trọng. Long & cộng sự (2020) chỉ ra rằng CSR đang trở thành tiêu chuẩn ở Trung Quốc, ví dụ: khoảng 80% các công ty lớn nhất của Trung Quốc báo cáo về việc thực hiện CSR của họ. Các bên hữu quan tại thị trường châu Á ngày càng quan tâm đến các vấn đề xã hội và môi trường của doanh nghiệp (Zhang & cộng sự, 2020; Dilla & cộng sự, 2019). Ngoài ra, các thị trường châu Á mới nổi ngày càng thu hút các nhà đầu tư trong và ngoài nước (Zamir & cộng sự, 2020), cho thấy các nhà đầu tư sẽ được hưởng lợi do hiệu quả thị trường mang lại từ việc thực hiện CSR của các doanh nghiệp ở đây (Nguyen & cộng sự, 2019). Các công ty châu Á hiện cũng đang được thị trường đánh giá cao với việc ngày càng cải thiện hiệu suất CSR (Yen & André, 2019).

Sử dụng dữ liệu CSR từ nguồn dữ liệu Thomson Reuters ESG bao gồm 3.795 quan sát từ 508 doanh nghiệp đến từ 10 nước Châu Á trong giai đoạn 2002 - 2018, nghiên cứu kiểm tra mối quan hệ thống kê giữa việc thực hiện CSR cũng như các chỉ số con (bao gồm môi trường, xã hội, và quản trị doanh nghiệp) và mức độ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Ngoài ra, nghiên cứu chỉ ra tác động của hạn chế tài chính đến mối quan hệ giữa việc thực hiện CSR và mức độ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp.

Nghiên cứu này đóng góp vào lý luận về mức độ nắm giữ tiền mặt cũng như việc thực hiện trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp. Cụ thể, nghiên cứu đưa ra bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa việc thực hiện CSR và quyết định nắm giữ tiền mặt ở các doanh nghiệp hoạt động ở thị trường Châu Á, bổ sung cho các nghiên cứu trước đây ở các thị trường phát triển. Thêm nữa, nghiên cứu chỉ ra vai trò quan trọng của hạn chế tài chính đến mối quan hệ giữa CSR và việc nắm giữ tiền mặt.

Phần còn lại của nghiên cứu này được trình bày như sau: Phần 2 xem xét tổng quan lý thuyết liên quan và phát triển các giả thuyết nghiên cứu; Phần 3 thảo luận về các biến chính và dữ liệu nghiên cứu; Phần 4 trình bày phương pháp nghiên cứu; Phần 5 báo cáo các kết quả thực nghiệm. Cuối cùng, phần 6 đưa ra kết luận.

2. Tổng quan lý thuyết và các giả thuyết nghiên cứu

Các nghiên cứu trước chỉ ra rằng bằng cách thực hiện các hoạt động trách nhiệm xã hội, doanh nghiệp có thể thúc đẩy mối quan hệ tốt đẹp với các bên hữu quan. Chẳng hạn, tăng sự tin nhiệm từ khách hàng và nhà đầu tư, củng cố lòng tin của nhân viên và nhà cung cấp, duy trì hình ảnh có trách nhiệm với môi trường và xã hội trong cộng đồng và các cơ quan quản lý. Theo đó, thực hiện CSR góp phần tăng cường vốn xã hội của các doanh nghiệp (Antoni & Sacconi, 2011). Đây được xem như một khoản bảo hiểm giúp doanh nghiệp hoạt động ổn định, đặc biệt các trong giai đoạn khủng hoảng, tăng khả năng phục hồi trước các cú sốc của thị trường, góp phần thúc đẩy tăng trưởng của doanh nghiệp (Luo & Bhattacharya, 2009). Do đó, các công ty có điểm số CSR cao hơn có rủi ro hệ thống thấp hơn (Albuquerque & cộng sự, 2019). Các công ty này ít có khả năng gặp phải tình trạng thiếu hụt dòng tiền trong các tình huống mà họ cần tài trợ bên ngoài nhất và do đó, sẽ có ít nhu cầu phòng ngừa rủi ro hơn và nắm giữ ít tiền mặt hơn (Palazzo, 2012). Acharya & cộng sự (2013) cũng lập luận rằng rủi ro hệ thống có thể ảnh hưởng đến cách các công ty lựa chọn giữa tiền mặt và hạn mức tín dụng ngân hàng. Bởi vì các ngân hàng có thể không thể đảm bảo thanh khoản cho tất cả các công ty vào mọi thời điểm, nên họ có xu hướng cấp hạn mức tín dụng cho những công ty có rủi ro hệ thống thấp.

Tóm lại, quan điểm này lập luận rằng các công ty thực hiện CSR có xu hướng ít có rủi ro hệ thống hơn và điều này làm giảm nhu cầu tích trữ tiền mặt, dẫn đến giả thuyết sau:

H1. Các công ty có mức độ thực hiện CSR cao hơn có xu hướng ít nắm giữ tiền mặt hơn

Cho đến nay, hầu hết các nghiên cứu về CSR thường kiểm định mối quan hệ giữa việc thực hiện CSR đến các khía cạnh của hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp mà chưa quan tâm đúng mức đến ảnh hưởng của việc hạn chế tài chính đến CSR (Chan & cộng sự, 2017). Để lấp đầy khoảng trống nghiên cứu này, bài báo khám phá tác động của hạn chế tài chính đến mối quan hệ giữa việc nắm giữ tiền mặt và hoạt động trách nhiệm xã hội của công ty.

Các nghiên cứu trước gợi ý rằng, các công ty có vấn đề khó khăn về tài chính cần phân bổ nguồn vốn cho các dự án có thể tối đa hóa giá trị công ty (Ahmed & cộng sự, 2020). Theo đó, nghiên cứu của Zhang & cộng sự (2020) cho thấy những hạn chế về tài chính cản trở đáng kể khả năng thực hiện CSR của công ty. Do phải dựa vào dòng tiền nội bộ để tài trợ cho các hoạt động của mình, các công ty có nhiều hạn chế về tài chính không ưu tiên thực hiện các hoạt động trách nhiệm xã hội, vốn dĩ là các hoạt động không thể mang lại lợi nhuận trong ngắn hạn (Guariglia & Liu, 2014). Ủng hộ giả thuyết này, Campbell (2007) đề xuất rằng các công ty có điều kiện tài chính và môi trường kinh tế yếu kém sẽ ít có khả năng thực hiện trách nhiệm xã hội. Ngoài ra, trong khi nhu cầu tích trữ tiền mặt thấp của các công ty thực hiện CSR đến từ việc các công ty này có ít rủi ro hệ thống hơn, hạn chế về tài chính được chứng minh làm gia tăng rủi ro hệ thống của công ty (Campello & Chen, 2010). Do đó, có thể tin rằng các doanh nghiệp thực hiện CSR khi có vấn đề về hạn chế tài chính sẽ có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn so với các doanh nghiệp thực hiện CSR không có vấn đề về hạn chế tài chính. Theo đó, nghiên cứu đưa ra giả thuyết thứ hai như sau:

H2. Mối quan hệ nghịch giữa việc thực hiện CSR và mức độ nắm giữ tiền mặt sẽ suy yếu với các doanh nghiệp có vấn đề về hạn chế tài chính

3. Dữ liệu nghiên cứu

3.1. Các biến chính

3.1.1. Mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội

Có nhiều cách để đo lường mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp. Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng điểm số ESG để đo lường. Việc lựa chọn biến (proxy) này phù hợp với các nghiên cứu trước về mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp. Chẳng hạn như nghiên cứu của Cheng & cộng sự (2014) về tác động của mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội đến khả năng huy động các nguồn vốn của doanh nghiệp; nghiên cứu của Halbritter & Dorfleitner (2015) về thực hiện trách nhiệm xã hội và hiệu quả của doanh nghiệp; nghiên cứu của Boubaker & cộng sự (2020) về tác động của việc thực hiện trách nhiệm xã hội đến khả năng làm giảm rủi ro kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp; nghiên cứu của Albuquerque & cộng sự (2019) về việc thực hiện trách nhiệm xã hội đến rủi ro của doanh nghiệp; nghiên cứu của Dunbar & cộng sự (2020) về việc thực hiện trách nhiệm xã hội và mức độ chấp nhận rủi ro của CEO... Cụ thể, bài báo này sử dụng điểm số ESG được thu thập từ các báo cáo công bố thông tin phi tài chính của các công ty toàn cầu do Thomson Reuters, nhà cung cấp dữ liệu tài chính hàng đầu trên thế giới, quản lý (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021). Từ các điểm dữ liệu riêng lẻ, chỉ số ESG được xây dựng từ ba yếu tố chính bao gồm xã hội, môi trường và quản trị. Chỉ số này nhằm cung cấp thông tin minh bạch và hiệu quả cho các nhà đầu tư phục vụ cho các hoạt động ra quyết định của họ liên quan đến các doanh nghiệp (Atan & cộng sự, 2018).

3.1.2. Mức độ nắm giữ tiền mặt

Để đo lường mức độ nắm giữ tiền mặt, dựa trên các nghiên cứu trước đó (chẳng hạn như Atif & cộng sự, 2019), nghiên cứu này sử dụng tỷ lệ tiền mặt và chứng khoán khả mại trên tài sản ròng, trong đó giá trị ròng tài sản được định nghĩa là giá trị sổ sách của tổng tài sản trừ tiền mặt và chứng khoán có thể bán được (CHNET). Để kiểm tra tính vững của kết quả nghiên cứu, chúng tôi cũng đo lường tỷ lệ tiền mặt nắm giữ là tiền mặt và chứng khoán có thể bán được chia cho tổng tài sản (Chen & cộng sự, 2019).

3.2. Dữ liệu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ cơ sở dữ liệu của Thomson Reuters Worldscope trong giai đoạn 2002 – 2018. Thomson Reuters Worldscope thông qua cơ sở dữ liệu Datastream cung cấp dữ liệu tài chính của các công ty trên thế giới. Dữ liệu về mức độ thực hiện CSR được thu thập từ cơ sở dữ liệu của Thomson

Reuters ESG. Chúng tôi chỉ giữ lại các công ty có phát hành chứng khoán phổ thông. Các công ty tài chính (SIC code từ 6000-6999) và tiện ích (SIC code từ 4900-4999) được loại bỏ do các công ty này phải tuân theo các quy định đặc biệt về chính sách tài chính. Chúng tôi cũng khử (winsorize) ở phân vị thứ 1 và 99 với các biến phụ thuộc và biến độc lập để giảm thiểu tác động tiềm ẩn của các giá trị ngoại lai. Cuối cùng, bộ dữ liệu của chúng tôi bao gồm 3.795 quan sát từ 508 doanh nghiệp đến từ 10 quốc gia Châu Á (Trung Quốc, Hồng Kông, Indonesia, Israel, Nhật Bản, Malaysia, Philippines, Singapore, Hàn Quốc, và Thái Lan) trong khoảng thời gian từ 2002 đến 2018.

4. Mô hình nghiên cứu

Tác giả sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng để kiểm định tác động của việc thực hiện trách nhiệm xã hội đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt như sau:

$$CHNET_{i,j,t} = \alpha CSR_{i,j,t} + \beta X_{i,j,t} + \varepsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

Trong đó $CHNET_{i,j,t}$ là mức độ nắm giữ tiền mặt của công ty i ở quốc gia j năm t , $CSR_{i,j,t}$ là mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội của công ty i ở quốc gia j năm t , α và β là các vector hệ số và $X_{i,j,t}$ là vector các biến kiểm soát cho mô hình hồi quy¹. Định nghĩa các biến sử dụng trong nghiên cứu này được thể hiện trong Bảng 1.

Vì dữ liệu nghiên cứu ở dạng bảng nên mô hình hồi quy ảnh hưởng cố định Firm Fixed Effect (FEM) được sử dụng để ước lượng. Mô hình FEM có đặc điểm là nó xem xét sự ảnh hưởng của các đặc điểm riêng ít thay đổi theo thời gian và khó có thể quan sát được của mỗi doanh nghiệp (như các yếu tố quản trị, giá trị thương hiệu...). Chúng tôi cũng kiểm soát các tác động cố định của ngành và của năm để kiểm soát các thay đổi không quan sát được theo ngành và theo thời gian.

Bảng 1: Định nghĩa biến

Tên biến	Mô tả
ESG	Chỉ số trách nhiệm xã hội doanh nghiệp tổng quát, có giá trị trong khoảng 0-100
ESGC	Chỉ số trách nhiệm xã hội doanh nghiệp có tính đến sự giảm trừ do các tin tức gây tranh cãi có ảnh hưởng nghiêm trọng đến công ty, có giá trị trong khoảng 0-100
EN	Chỉ số Môi trường, có giá trị trong khoảng 0-100
SO	Chỉ số Xã hội, có giá trị trong khoảng 0-100
GO	Chỉ số Quản trị, có giá trị trong khoảng 0-100
CHNET	Tỷ lệ tiền mặt và chứng khoán khả mại trên tài sản ròng, trong đó giá trị ròng tài sản được định nghĩa là giá trị sổ sách của tổng tài sản trừ tiền mặt và chứng khoán có thể bán được
CH	Tỷ lệ tiền mặt nắm giữ là tiền mặt và chứng khoán có thể bán được chia cho tổng tài sản
SIZE	Quy mô của công ty, bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản
MTB	Giá trị thị trường của tài sản, bằng tổng tài sản trừ đi vốn chủ sở hữu trên sổ sách cộng với giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu, chia cho tổng tài sản.
WC	Vốn lưu động ròng, bằng vốn lưu động ròng không bao gồm tiền mặt, chia cho tổng tài sản
CAPEX	Chi tiêu vốn chia cho tổng tài sản
LEV	Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản
INDCF	Sự biến động của dòng tiền trong ngành, bằng mức biến động trung bình trong giai đoạn luân phiên 5 năm của dòng tiền chia tổng tài sản của các ngành
RD	Chi phí nghiên cứu và phát triển chia cho giá trị sổ sách của tài sản
DIV	Biến giả cổ tức, bằng 1 (một) nếu một công ty trả cổ tức trong một năm cụ thể và 0 (không) nếu ngược lại.

¹Dựa trên các nghiên cứu trước (chẳng hạn, Bates & cộng sự, 2009, Cheung, 2016), bài báo sử dụng nhóm các biến kiểm soát bao gồm quy mô công ty (SIZE), giá trị thị trường của tài sản (MTB), vốn lưu động ròng (WC), chi tiêu vốn trên tổng tài sản (CAPEX), tỷ lệ nợ (LEV), sự biến động của dòng tiền trong ngành (INDCF), chi phí nghiên cứu phát triển (RD), và biến giả cổ tức (DIV).

5. Kết quả nghiên cứu

5.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 thể hiện giá trị thống kê mô tả của các biến trong mô hình 1 đối với các doanh nghiệp hoạt động ở thị trường Châu Á trong giai đoạn 2002-2018. Có thể thấy tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trung bình của các doanh nghiệp hoạt động ở thị trường Châu Á là 22,2%. Các doanh nghiệp này có chỉ số ESG trung bình là 52,3% trong đó chỉ số trung bình về môi trường là 67,4%, về xã hội là 56,2%, và về quản trị là 16,9%. Các giá trị thống kê mô tả của các biến kiểm soát cũng phù hợp với các nghiên cứu trước (Bai & Ho, 2022).

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CHNET	0,222	0,147	0,275	0,007	3,687
ESG	0,523	0,542	0,184	0,052	0,912
ENV	0,674	0,844	0,306	0,086	0,974
SOC	0,562	0,648	0,317	0,038	0,990
CGV	0,169	0,109	0,178	0,012	0,952
SIZE	15,894	15,788	1,170	11,787	19,109
MTB	1,841	1,450	1,896	-8,470	29,210
WC	0,244	0,189	0,303	-0,185	3,321
CAPEX	0,050	0,043	0,036	0,002	0,197
LEV	0,216	0,203	0,158	0,000	1,046
INDCF	0,028	0,025	0,018	0,000	0,231
RD	0,026	0,016	0,029	0,000	0,324
DIV	0,057	0,000	0,233	0,000	1,000

Nguồn: Tính toán của tác giả, 2023

Bảng 3 báo cáo hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình hồi quy. Có thể thấy, ngoài hệ số tương quan cao giữa chỉ số ESG và các hệ số con bao gồm ENV và SOC, tất cả các biến còn lại đều có hệ số tương quan nhỏ hơn 0,6. Điều này hàm ý rằng không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích trong mô hình hồi quy này.

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan

	ESG	ENV	SOC	CGV	SIZE	MTB	WC	CAPEX	LEV	INDCF	RD	DIV
ESG	1											
ENV	0,759*	1										
SOC	0,834*	0,795*	1									
CGV	0,310*	0,159*	0,296*	1								
SIZE	0,501*	0,440*	0,450*	0,195*	1							
MTB	-0,081*	-0,160*	-0,112*	0,047*	-0,241*	1						
WC	-0,161*	-0,190*	-0,147*	-0,077*	-0,375*	0,157*	1					
CAPEX	0,068*	0,122*	0,089*	0,014	0,040	0,042*	-0,166*	1				
LEV	0,129*	0,160*	0,105*	0,051*	0,352*	-0,073*	-0,544*	0,090*	1			
INDCF	0,024	-0,010	0,040	0,098*	-0,088*	0,070*	0,126*	0,091*	-0,061*	1		
RD	0,208*	0,244*	0,225*	0,042*	-0,021	0,059*	0,201*	0,060*	-0,211*	0,186*	1	
DIV	-0,045*	-0,049*	-0,051*	0,069*	-0,070*	0,039	-0,057*	0,046*	0,150*	0,204*	0,062*	1

5.2. Kết quả hồi quy

Bảng 4 báo cáo kết quả hồi quy mô hình 1 sử dụng phương pháp ước lượng FEM. Giả thuyết H1 lập luận rằng các công ty đầu tư cao vào việc thực hiện CSR có rủi ro thấp hơn, được bảo vệ tốt hơn bởi nguồn vốn xã hội, nên có xu hướng nắm giữ tỷ lệ tiền mặt thấp hơn. Kết quả hồi quy cho thấy hệ số của biến ESG ở cột (1) là âm và có ý nghĩa thống kê cao ở mức 1%. Điều này cho thấy những công ty có mức độ thực hiện CSR

càng cao sẽ nắm giữ càng ít tiền mặt. Phân tích chi tiết các thành phần của chỉ số ESG bao gồm chỉ số ENV, SOC, và CGV ở cột (2), (3), và (4), kết quả cho thấy hệ số của tất cả các chỉ số này đều âm và có ý nghĩa thống kê ở mức thấp nhất là 10%². Kết quả này ủng hộ giả thuyết H1 cho rằng việc thực hiện trách nhiệm xã hội được kỳ vọng sẽ làm giảm mức độ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp và phù hợp với kết quả của các nghiên cứu trước (Albuquerque & cộng sự, 2019, Cheung, 2016).

Bảng 4: Kết quả hồi quy chính

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)
ESG	-0,058*** (-4,73)			
ENV		-0,058***		
SOC		(-6,56)	-0,049*** (-6,17)	
CGV				-0,027* (-1,70)
SIZE	0,024*** (10,14)	0,024*** (10,83)	0,025*** (10,79)	0,020*** (8,90)
MTB	0,004*** (3,80)	0,004*** (3,66)	0,004*** (3,61)	0,004*** (3,52)
WC	0,870*** (105,41)	0,866*** (104,80)	0,868*** (105,48)	0,872*** (105,82)
CAPEX	-0,048 (-0,80)	-0,020 (-0,33)	-0,030 (-0,50)	-0,067 (-1,11)
LEV	0,159*** (9,83)	0,166*** (10,26)	0,161*** (9,96)	0,159*** (9,83)
INDCF	-0,156 (-1,27)	-0,184 (-1,50)	-0,150 (-1,23)	-0,170 (-1,39)
RD	-0,109 (-1,35)	-0,109 (-1,36)	-0,097 (-1,21)	-0,149* (-1,84)
DIV	0,044*** (4,97)	0,042*** (4,75)	0,042*** (4,76)	0,042*** (4,78)
Hệ số chặn	-0,383*** (-7,46)	-0,377*** (-7,65)	-0,402*** (-7,91)	-0,311*** (-6,33)
Số quan sát	3.795	3.795	3.795	3.795
R ²	0,831	0,833	0,832	0,831
Hệ số cố định công ty	Có	Có	Có	Có
Hệ số cố định ngành	Có	Có	Có	Có
Hệ số cố định năm	Có	Có	Có	Có

Chú thích: *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%. Giá trị thống kê t trong ngoặc (). Biến phụ thuộc là CHNET.

5.3. Các kiểm định tính vững

Để đảm bảo tính vững và độ tin cậy của kết quả ước lượng, nghiên cứu thực hiện các kiểm định bổ sung bao gồm: (i) xem xét các đo lường khác của mức độ thực hiện CSR của doanh nghiệp, (ii) xem xét đo lường khác của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, và (iii) sử dụng phương pháp ước lượng system-GMM.

Bảng 5 trình bày kết quả ước lượng mô hình (1) sử dụng điểm số ESGC (cột 1), logarith tự nhiên của điểm số ESG (cột 2), và logarith tự nhiên của điểm số ESGC (cột 3) để đo lường mức độ thực hiện CSR của doanh nghiệp. Kết quả ước lượng cho thấy giá trị ước lượng của ESGC, ln(ESG) và ln(ESGC) đều âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này hoàn toàn nhất quán với mô hình hồi quy chính ở Bảng 4.

Bảng 6 trình bày kết quả ước lượng mô hình (1) sử dụng biến CH đo lường bằng tỷ lệ tiền mặt nắm giữ là tiền mặt và chứng khoán có thể bán được chia cho tổng tài sản là biến phụ thuộc. Kết quả kiểm định cho

²Tương tự như các nghiên cứu trước (chẳng hạn, Batuman & cộng sự, 2022), nghiên cứu này cho thấy không có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa chi phí nghiên cứu và phát triển (RD) với mức độ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Điều này cho thấy các doanh nghiệp Châu Á, với khả năng tích lũy tiền mặt hạn chế, sử dụng các nguồn vốn khác thay vì tiền mặt tích lũy được để đầu tư cho các hoạt động lâu dài và tốn kém như nghiên cứu và phát triển.

thấy, tương tự như kết quả hồi quy chính ở Bảng 4, giá trị ước lượng của chỉ số ESG và tất cả các thành phần ENV, SOC, và CGV thể hiện ở cột (1)-(4) đều âm và có ý nghĩa thống kê cao ở mức 1%. Kết quả này khẳng định hơn nữa tính vững của kết quả kiểm định chính.

Bảng 5: Kiểm định tính vững: các cách đo lường khác của mức độ thực hiện CSR

Biến	(1)	(2)	(3)
ESGC	-0,055*** (-4,53)		
Ln(ESG)		-0,019*** (-5,38)	
Ln(ESGC)			-0,026*** (-5,04)
SIZE	0,021*** (9,76)	0,024*** (10,45)	0,021*** (9,95)
MTB	0,004*** (3,62)	0,004*** (3,75)	0,004*** (3,61)
WC	0,870*** (105,46)	0,870*** (105,56)	0,869*** (105,52)
CAPEX	-0,053 (-0,88)	-0,048 (-0,80)	-0,051 (-0,85)
LEV	0,160*** (9,86)	0,162*** (10,02)	0,161*** (9,94)
INDCF	-0,185 (-1,51)	-0,168 (-1,37)	-0,186 (-1,52)
RD	-0,129 (-1,61)	-0,118 (-1,46)	-0,124 (-1,54)
DIV	0,042*** (4,76)	0,043*** (4,92)	0,042*** (4,75)
Hệ số chặn	-0,314*** (-6,55)	-0,420*** (-7,90)	-0,370*** (-7,38)
Số quan sát	3.795	3.795	3.795
R ²	0,832	0,832	0,832
Hệ số cố định công ty	Có	Có	Có
Hệ số cố định ngành	Có	Có	Có
Hệ số cố định năm	Có	Có	Có

Chú thích: *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%. Giá trị thống kê t trong ngoặc (). Biến phụ thuộc là CHNET.

Ngoài ra, mối quan hệ nhân quả giữa việc thực hiện CSR và tỷ lệ nắm giữ tiền mặt có thể tồn tại các vấn đề nội sinh tiềm ẩn. Chẳng hạn, không chỉ việc thực hiện CSR có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp, ngược lại, các doanh nghiệp có tỷ lệ nắm giữ tiền mặt cao cũng có nhiều tiềm lực để đầu tư cho các hoạt động môi trường và xã hội hơn. Nghiên cứu giải quyết vấn đề nội sinh này bằng cách sử dụng phương pháp ước lượng System-GMM với biến công cụ là giá trị chỉ số ESG và các chỉ số con (ENV, SOC, và CGV) của tất cả các năm trước. Kết quả được trình bày ở Bảng 7. Tương tự, kết quả ước lượng cho thấy, ở tất cả các cột từ (1)-(4), hệ số ước lượng của chỉ số ESG, ENV, SOC, và CGV đều âm và có ý nghĩa thống kê ở mức thấp nhất là 10%. Điều này cho thấy rằng, kết quả ước lượng và các kết quả của mô hình có tính vững và đảm bảo sự tin cậy.

5.4. Tác động của hạn chế tài chính đến mối quan hệ giữa CSR và mức độ nắm giữ tiền mặt

Tiếp theo, nghiên cứu đánh giá tác động của tình trạng hạn chế tài chính đến mối quan hệ nghịch chiều giữa mức độ thực hiện trách nhiệm và tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp ở Châu Á. Do việc thực hiện CSR thường mang lại hiệu quả trong dài hạn nhưng lại gây tổn kém trong ngắn hạn, các doanh nghiệp có vấn đề về hạn chế tài chính sẽ không ưu tiên thực hiện các hoạt động trách nhiệm xã hội. Ngoài ra, vấn đề hạn chế tài chính làm tăng rủi ro hệ thống của doanh nghiệp, chúng tôi kỳ vọng rằng các doanh nghiệp thực hiện CSR khi có vấn đề về hạn chế tài chính sẽ có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn so với các doanh

ngành thực hiện CSR không có vấn đề về hạn chế tài chính. Theo đó, mối liên hệ nghịch giữa thực hiện CSR và mức độ nắm giữ tiền mặt có khả năng sẽ suy yếu đi với các doanh nghiệp có vấn đề về hạn chế tài chính. Kết quả ước lượng được trình bày ở Bảng 8.

Bảng 6: Kiểm định tính vững: đo lường khác của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)
ESG	-0,032*** (-5,15)			
ENV		-0,036*** (-7,97)		
SOC			-0,026*** (-6,51)	
CGV				-0,022*** (-2,71)
SIZE	0,008*** (6,81)	0,009*** (7,64)	0,009*** (7,32)	0,006*** (5,46)
MTB	0,001*** (2,59)	0,001** (2,45)	0,001** (2,38)	0,001** (2,29)
WC	0,315*** (74,72)	0,312*** (74,15)	0,314*** (74,71)	0,316*** (75,08)
CAPEX	-0,083*** (-2,69)	-0,065** (-2,11)	-0,074** (-2,40)	-0,095*** (-3,07)
LEV	-0,049*** (-5,96)	-0,045*** (-5,46)	-0,048*** (-5,84)	-0,049*** (-5,91)
INDCF	-0,020 (-0,33)	-0,038 (-0,61)	-0,019 (-0,30)	-0,030 (-0,48)
RD	0,217*** (5,27)	0,221*** (5,42)	0,222*** (5,41)	0,200*** (4,85)
DIV	0,030*** (6,56)	0,028*** (6,33)	0,029*** (6,35)	0,029*** (6,31)
Hệ số chặn	-0,035 (-1,32)	-0,037 (-1,46)	-0,043* (-1,66)	0,001 (0,02)
Số quan sát	3.795	3.795	3.795	3.795
R ²	0,767	0,770	0,768	0,766
Hệ số cố định công ty	Có	Có	Có	Có
Hệ số cố định ngành	Có	Có	Có	Có
Hệ số cố định năm	Có	Có	Có	Có

Chú thích: *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%. Giá trị thống kê t trong ngoặc (). Biến phụ thuộc là CH.

Kết quả phân tích cho thấy hệ số ước lượng của chỉ số ESG và các chỉ số con từ cột (1) – (4) đều âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này đồng nhất với kết quả hồi quy chính ở Bảng 4. Đặc biệt, hệ số ước lượng của biến tương tác CSR*FC đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức thấp nhất 5% ở tất cả các cột (1)-(4), hàm ý rằng đối với các công ty có hạn chế về tài chính, dù có mức độ thực hiện CSR cao vẫn có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn so với các công ty có ít hạn chế về tài chính. Kết quả này ủng hộ giả thuyết H2 và phù hợp với các nghiên cứu trước (Campbell, 2007; Ahmed & cộng sự, 2020).

6. Kết luận

Nghiên cứu này đánh giá tác động của việc thực hiện trách nhiệm xã hội đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp hoạt động ở 10 thị trường Châu Á trong giai đoạn 2002-2018. Sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng, nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp có mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội càng cao có xu hướng nắm giữ tiền mặt càng thấp. Nguyên nhân chủ yếu là do việc thực hiện trách nhiệm xã hội giúp các doanh nghiệp hạn chế rủi ro, nâng cao nguồn vốn xã hội, giảm thiểu tác động tiêu cực gây ra bởi các cú sốc thị trường, do đó giảm nhu cầu nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, nghiên cứu cho thấy hạn chế tài chính làm tăng rủi ro hệ thống và cản trở đáng kể khả năng thực hiện CSR của doanh nghiệp. Theo đó, các doanh nghiệp CSR đối mặt với tình trạng hạn chế tài chính có xu hướng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn so với các doanh nghiệp CSR không gặp vấn đề về hạn chế tài chính.

Kết quả nghiên cứu được kiểm tra tính vững với các cách đo lường khác nhau của mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội và tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, cũng như sử dụng phương pháp ước lượng khác nhau để xử lý vấn đề nội sinh. Theo đó, kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng đáng tin cậy về tầm quan trọng của thực hiện trách nhiệm xã hội của công ty trong việc xác định tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. Kết quả nghiên cứu cung cấp một số hàm ý chính sách cho doanh nghiệp cũng như các nhà đầu tư. Cụ thể, do quyết định về nắm giữ tiền mặt là một trong các quyết định tài chính quan trọng của doanh nghiệp, các nhà quản trị có thể xem xét đến yếu tố thực hiện trách nhiệm xã hội và tình trạng hạn chế tài chính của chính doanh nghiệp để xác định tỷ lệ nắm giữ tiền mặt hợp lý. Các nhà đầu tư cũng có thể tìm hiểu về mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội của công ty để đánh giá về quyết định nắm giữ tiền mặt cũng như hiệu quả quản trị của doanh nghiệp.

Bảng 7: Kiểm định tính vững: sử dụng phương pháp System-GMM

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)
ESG	-0,073*** (-3,03)			
ENV		-0,044* (-1,78)		
SOC			-0,035* (-1,89)	
CGV				-0,172*** (-5,14)
SIZE	-0,007 (-0,81)	-0,008 (-0,82)	0,004 (0,34)	-0,032*** (-3,00)
MTB	0,010*** (3,44)	0,006 (1,39)	0,019*** (3,38)	0,003 (1,29)
WC	0,767*** (19,55)	0,739*** (12,73)	0,778*** (8,22)	0,601*** (9,35)
CAPEX	-0,062 (-0,74)	-0,046 (-0,44)	-0,035 (-0,26)	0,152 (0,69)
LEV	0,170*** (4,59)	0,132** (2,19)	0,138 (1,58)	0,107 (1,59)
INDCF	-0,114 (-0,77)	-0,092 (-0,54)	-0,076 (-0,39)	-0,115 (-0,38)
RD	-0,422*** (-3,09)	-0,306* (-1,78)	-0,574*** (-3,11)	-1,209*** (-3,13)
DIV	0,028*** (2,68)	0,029** (2,15)	0,032** (2,08)	-0,073*** (-2,60)
Hệ số chặn	0,130 (0,94)	0,161 (1,03)	-0,061 (-0,32)	0,332 (1,02)
Số quan sát	3.795	3.795	3.795	3.795
Số công ty	508	508	508	508
Hệ số cố định công ty	Có	Có	Có	Có
Hệ số cố định ngành	Có	Có	Có	Có
Hệ số cố định năm	Có	Có	Có	Có
AR(1)	0.000	0.000	0.000	0.000
AR(2)	0.523	0.373	0.960	0.472
P-value Hansen test	0.600	0.110	0.300	0.063

Chú thích: *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%. Giá trị thống kê t trong ngoặc (). Biến phụ thuộc là CHNET

Bảng 8: Tác động của tình trạng hạn chế tài chính

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)
ESG	-0,001*** (-5,87)			
ENV		-0,057*** (-6,51)		
SOC			-0,051*** (-6,44)	
CGV				-0,055*** (-3,32)
CSR*FC	0,001*** (5,34)	0,012*** (2,87)	0,008** (2,13)	0,019*** (2,67)
FC	-0,030*** (-6,94)	-0,016*** (-5,24)	-0,015*** (-4,98)	-0,015*** (-4,84)
SIZE	0,022*** (9,44)	0,025*** (11,21)	0,026*** (11,29)	0,019*** (8,48)
MTB	0,004*** (3,39)	0,002 (1,48)	0,002 (1,34)	0,004*** (3,10)
WC	0,844*** (93,26)	0,852*** (98,24)	0,853*** (97,68)	0,850*** (93,12)
CAPEX	-0,140** (-2,34)	-0,046 (-0,76)	-0,066 (-1,08)	-0,158*** (-2,62)
LEV	0,175*** (8,82)	0,204*** (10,20)	0,210*** (10,70)	0,189*** (9,34)
INDCF	-0,207* (-1,72)	-0,192 (-1,57)	-0,166 (-1,36)	-0,227* (-1,87)
RD	-0,344*** (-4,42)	-0,100 (-1,25)	-0,090 (-1,12)	-0,421*** (-5,43)
DIV	0,062*** (6,43)	0,049*** (5,50)	0,051*** (5,66)	0,059*** (6,05)
Hệ số chặn	-0,257*** (-6,19)	-0,388*** (-7,88)	-0,417*** (-8,21)	-0,217*** (-5,40)
Số quan sát	3.793	3.793	3.793	3.793
R ²	0,797	0,834	0,834	0,795
Hệ số cố định công ty	Có	Có	Có	Có
Hệ số cố định ngành	Có	Có	Có	Có
Hệ số cố định năm	Có	Có	Có	Có

Chú thích: *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%. Giá trị thống kê t trong ngoặc (). Biến phụ thuộc là CHNET

Tài liệu tham khảo

- Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2013), 'Aggregate risk and the choice between cash and lines of credit', *The Journal of Finance*, 68(5), 2059-2116.
- Ahmed, B., Akbar, M., Sabahat, T., Ali, S., Hussain, A., Akbar, A., & Hongming, X. (2020), 'Does firm life cycle impact corporate investment efficiency?', *Sustainability*, 13(1), 197.
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019), 'Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence', *Management Science*, 65(10), 4451-4469.
- Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018), 'The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies', *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182-194.
- Atif, M., Liu, B., & Huang, A. (2019), 'Does board gender diversity affect corporate cash holdings?', *Journal of Business Finance & Accounting*, 46(7-8), 1003-1029.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009), 'Why do US firms hold so much more cash than they used to?', *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
- Batuman, B., Yildiz, Y., & Karan, M. B. (2022), 'The impact of the global financial crisis on corporate cash holdings: Evidence from Eastern European countries', *Borsa Istanbul Review*, 22(4), 678-687.

-
- Bai, M., & Ho, L. (2022), 'Corporate social performance and firm debt levels: Impacts of the covid-19 pandemic and institutional environments', *Finance Research Letters*, 47, 102968.
- Boubaker, S., Cellier, A., Manita, R., & Saeed, A. (2020), 'Does corporate social responsibility reduce financial distress risk?', *Economic Modelling*, 91, 835-851.
- Campbell, J. L. (2007), 'Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility', *Academy of Management Review*, 32(3), 946-967.
- Campello, M., & Chen, L. (2010), 'Are financial constraints priced? Evidence from firm fundamentals and stock returns', *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(6), 1185-1198.
- Chan, C. Y., Chou, D. W., & Lo, H. C. (2017), 'Do financial constraints matter when firms engage in CSR?', *The North American Journal of Economics and Finance*, 39, 241-259.
- Chen, Y. W., Chan, K., & Chang, Y. (2019), 'Peer effects on corporate cash holdings', *International Review of Economics and Finance*, 61, 213-227.
- Cheung, A. (2016), 'Corporate social responsibility and corporate cash holdings', *Journal of Corporate Finance*, 37, 412-430.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014), 'Corporate social responsibility and access to finance', *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23
- Cheung, A., Hu, M., & Schwiebert, J. (2018), 'Corporate social responsibility and dividend policy', *Accounting & Finance*, 58(3), 787-816.
- Degli Antoni, G., & Sacconi, L. (2011), 'Does virtuous circle between social capital and CSR exist? A "network of games" model and some empirical evidence', *IDEAS Working Paper Series from RePEc*, 1-42.
- Deng, X., Kang, J. K., & Low, B. S. (2013), 'Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers', *Journal of Financial Economics*, 110(1), 87-109.
- Dilla, W., Janvrin, D., Perkins, J., & Raschke, R. (2019), 'Do environmental responsibility views influence investors' use of environmental performance and assurance information?', *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 10(3), 476-497.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011), 'Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting', *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.
- Dunbar, C. G., Li, Z. F., & Shi, Y. (2020), 'Corporate social responsibility and CEO risk-taking incentives', *Journal of Corporate Finance*, 64(101714).
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021), 'Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multinationals: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack', *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315-334.
- Goss, A., & Roberts, G. S. (2011), 'The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans', *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1794-1810.
- Guariglia, A., & Liu, P. (2014), 'To what extent do financing constraints affect Chinese firms' innovation activities?', *International Review of Financial Analysis*, 36, 223-240.
- Halbritter, G., & Dorfleitner, G. (2015), 'The wages of social responsibility—where are they? A critical review of ESG investing', *Review of Financial Economics*, 26, 25-35.
- Ho, L., Bai, M., Lu, Y., & Qin, Y. (2021), 'The effect of corporate sustainability performance on leverage adjustments', *The British Accounting Review*, 53(5), 100989.
- Long, W., Li, S., Wu, H., & Song, X. (2020), 'Corporate social responsibility and financial performance: The roles of government intervention and market competition', *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 525-541.
- 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.
- Nguyen, H. T., Hoang, T. G., & Luu, H. (2019), 'Corporate social responsibility in Vietnam: Opportunities and innovation experienced by multinational corporation subsidiaries', *Social Responsibility Journal*, 16(6), 771-792.
- Palazzo, B. (2012), 'Cash holdings, risk, and expected returns', *Journal of Financial Economics*, 104(1), 162-185.
- Yen, T. Y., & André, P. (2019), 'Market reaction to the effect of corporate social responsibility on mergers and acquisitions: Evidence on emerging markets', *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 114-131.
- Zamir, F., Shailer, G., & Saeed, A. (2022), 'Do corporate social responsibility disclosures influence investment efficiency in the emerging markets of Asia?', *International Journal of Managerial Finance*, 18(1), 28-48.
- Zhang, D., Tong, Z., & Li, Y. (2020). The role of cash holding towards cleaner production in China's manufacturing sectors: A financial constraint perspective. *Journal of Cleaner Production*, 245, 118875.
-