
ẢNH HƯỞNG CỦA MÔI TRƯỜNG, XÃ HỘI, VÀ QUẢN TRỊ ĐẾN CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN: TIẾP CẬN THEO PHÂN TÍCH TỔNG HỢP

Nguyễn Thu Hương*

Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

Email: nguyenthuhuong@hau.edu.vn

Đặng Ngọc Hùng

Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

Email: dangngochung@hau.edu.vn

Mã bài: JED-2200

Ngày nhận bài: 08/01/2025

Ngày nhận bài sửa: 03/03/2025

Ngày duyệt đăng: 29/03/2025

DOI: 10.33301/JED.VI.2200

Tóm tắt

Ảnh hưởng của Môi trường, Xã hội, và Quản trị (ESG) đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp đã được nghiên cứu nhưng kết quả chưa đồng nhất, chưa có nghiên cứu nào sử dụng phương pháp phân tích tổng hợp để xem xét toàn diện. Qua phân tích tổng hợp có hệ thống, nhóm tác giả đánh giá tác động ESG đến chi phí sử dụng vốn với mẫu gồm 28 bài báo đã xuất bản, quy mô ảnh hưởng 116 công bố trong giai đoạn 2020 đến 2024. Đây là nỗ lực đầu tiên nghiên cứu tác động của ESG đến chi phí sử dụng vốn để đánh giá ý nghĩa của quy mô hiệu ứng trung bình ước tính theo tổng thể và từng khía cạnh. Kết quả là ESG có quan hệ ngược chiều với chi phí sử dụng vốn. Nghiên cứu cũng xem xét ảnh hưởng của ESG đến chi phí sử dụng vốn trong bối cảnh khác nhau. Phát hiện này hàm ý rằng các nhà quản lý có thể yên tâm đầu tư vào ESG vì ESG giúp giảm thiểu chi phí sử dụng vốn.

Từ khóa: Chi phí sử dụng vốn, ESG, phân tích tổng hợp, trách nhiệm xã hội.

Mã JEL: F64, M41, Q56

The impact of Environmental, Social, and Governance determinants on the Cost of Capital: A meta-analysis approach

Abstract

The impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) factors on firms' cost of capital has been studied. Yet, the findings remain inconsistent, and no research has employed a meta-analysis to provide a comprehensive assessment. Through a systematic meta-analysis, the authors examine the effect of ESG on the cost of capital using a sample of 28 published articles with 116 effect sizes reported between 2020 and 2024. This paper represents the first effort to investigate the impact of ESG on the cost of capital, aiming to evaluate the significance of the estimated average effect size both overall and across specific dimensions. The results indicate an inverse relationship between ESG and the cost of capital. Additionally, the study explores the influence of ESG on the cost of capital in different contexts. These findings imply that managers can invest in ESG initiatives without concern, given ESG's role in reducing the cost of capital.

Keywords: Cost of capital, ESG, meta-analysis, social responsibility.

JEL Codes: F64, M41, Q56

1. Giới thiệu

Các chỉ số Môi trường, Xã hội, và Quản trị (Environmental, Social, and Governance - ESG) ngày càng trở thành một phần tất yếu của các nền kinh tế. Sự gia tăng giám sát từ các nhà đầu tư, thay đổi kỳ vọng của người tiêu dùng và khách hàng cũng như những thay đổi về chính sách công tạo ra các áp lực mới cho các công ty trong việc đo lường, công bố và cải tiến các vấn đề liên quan đến ESG. Để thực hiện được điều này, các doanh nghiệp cần bắt đầu bằng việc lập báo cáo ESG dựa trên các chuẩn mực được thừa nhận, xác định và cải thiện các điểm mạnh và điểm yếu, thông qua đó truyền tải một câu chuyện truyền cảm hứng về hành trình ESG. Theo báo cáo đặc biệt đo lường chỉ số niềm tin của Edelman thì 88% các nhà đầu tư tin rằng các công ty chú trọng đến sáng kiến về ESG sẽ đem lại cơ hội về mặt lợi nhuận trong dài hạn tốt hơn so với các công ty không chú trọng về ESG. Trong giới đầu tư chứng khoán, cổ phiếu ESG cũng rất được quan tâm vì là cổ phiếu của những công ty nhân mạnh một số hoặc cả ba tiêu chí này trong hoạt động của họ.

Cùng với sự phát triển của nền kinh tế, công chúng bắt đầu chú ý đến bảo vệ môi trường và phúc lợi của người lao động. Vào giai đoạn đầu của quá trình công nghiệp hóa, xã hội ít chú ý đến bảo vệ môi trường, trách nhiệm xã hội hoặc phúc lợi của người lao động, mà thay vào đó, tập trung vào việc cải thiện năng suất. Hơn nữa, một số chủ nợ cho rằng chi phí cho ESG không mang lại giá trị đồng thời lại cản trở sự phát triển của doanh nghiệp, kết quả của việc đầu tư quá mức vào trách nhiệm xã hội vì danh tiếng cá nhân của họ (Sen & cộng sự, 2006). Do đó, việc đầu tư vào ESG bị coi là có hại cho sự phát triển của nhà sản xuất là điều dễ hiểu. Một số nghiên cứu cũng cho thấy hiệu suất ESG của các công ty niêm yết không có tác động hoặc tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (Becchetti & Ciciretti, 2009).

Cuối năm 2019, trước ảnh hưởng lớn của đại dịch Covid19 đến nền kinh tế thế giới, vấn đề về môi trường cân bằng sinh thái và phát triển bền vững được nhiều doanh nghiệp, tập đoàn và cường quốc chú ý. Làn sóng ESG được nghiên cứu ở một số quốc gia như một xu thế phát triển đặc biệt là các doanh nghiệp công nghệ lớn. Khi mà yếu tố liên quan đến công nghệ môi trường có tác động trực tiếp đến việc chuyển đổi và phát triển mô hình ESG của doanh nghiệp. ESG hiểu một cách cơ bản là xu thế kết hợp của 3 yếu tố là Môi trường, Xã hội và Quản trị, là thước đo đánh giá “tính bền vững”. Tuy nhiên, các nghiên cứu có kết quả không đồng nhất về ảnh hưởng ESG đến chi phí sử dụng vốn. Các nghiên cứu như Chouaibi & Zouari (2024), Raimo & cộng sự (2021) và Ould Daoud Ellili (2020) cho thấy ESG có ảnh hưởng ngược chiều đến chi phí sử dụng vốn. Trái lại, các nghiên cứu của Moussa & Elmarzouky (2024) và Malik & Kashiramka (2024) kết quả cho thấy ESG có quan hệ cùng chiều với chi phí sử dụng vốn; một số nghiên cứu không tìm thấy mối liên hệ có ý nghĩa giữa ESG và chi phí sử dụng vốn như (Wu & cộng sự, 2023).

Phân tích tổng hợp (Meta-analytics) một cách có hệ thống là một phương pháp tổng kê tích hợp các kết quả nghiên cứu giữa các nghiên cứu về cùng một chủ đề (Hansen & cộng sự, 2022; Hunter & Schmidt, 2004), thường được sử dụng khi có nhiều nghiên cứu với kết quả thực nghiệm mâu thuẫn nhau. Đã có một số nghiên cứu sử dụng phương pháp Meta-analytics về ESG (Khan, 2022; Sinha & cộng sự, 2019; Lagasio & Cucari, 2019; Postiglione & cộng sự, 2024; Bancu, 2024; Bai & Kim, 2024) liên quan ESG và hiệu quả kinh doanh, hiệu suất tài chính, hay ESG và rủi ro của công ty (Singhania & Gupta, 2024). Theo hiểu biết của chúng tôi, đây là nghiên cứu đầu tiên nghiên cứu về ảnh hưởng của ESG đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp tiếp cận theo phương pháp Meta-analytics một cách có hệ thống. Do đó, nghiên cứu này đóng góp những tri thức mới và những phát hiện thú vị về ảnh hưởng của ESG đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp trên cơ sở phân tích tổng hợp, đánh giá chặt chẽ hơn về nghiên cứu trong quá khứ và do đó đưa ra các kết luận mang tính tổng hợp và đáng tin cậy hơn.

2. Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết các bên liên quan, lần đầu tiên được đề xuất bởi (Freeman, 1984), đưa ra một cuộc thảo luận về mối liên hệ giữa các bên liên quan bên ngoài và các chức năng của công ty. Freeman (1984) định nghĩa các bên liên quan là “bất kỳ nhóm hoặc cá nhân nào có thể ảnh hưởng hoặc bị ảnh hưởng bởi việc đạt được các mục tiêu của tổ chức”, các nhà hoạch định chính sách và cổ đông, phương pháp tiếp cận các bên liên quan được đề xuất là lý thuyết tốt nhất để giải thích hành vi của nhà quản lý. Lý thuyết các bên liên quan (Freeman, 2010) thể hiện quan điểm rằng một công ty nên có khả năng xem xét lợi ích của tất cả các bên liên quan, bao gồm khách hàng, nhân viên, đối thủ cạnh tranh, nhà cung cấp, chính phủ, cộng đồng địa phương... để tránh xung đột giữa các cổ đông cũng như đạt được lợi thế cạnh tranh về lâu dài.

Lý thuyết hợp pháp, do (Davis, 1973) khởi xướng, phát biểu rằng “xã hội trao quyền hợp pháp và quyền lực cho doanh nghiệp. Về lâu dài, những người không sử dụng quyền lực theo cách mà xã hội coi là có trách nhiệm sẽ có xu hướng mất quyền lực” (Davis, 1973, 314). Lý thuyết hợp pháp cho rằng các tổ chức liên tục tìm cách đảm bảo họ hoạt động trong giới hạn và chuẩn mực của xã hội tương ứng (Deegan, 2002). Theo lý thuyết hợp pháp, các tập đoàn phải có trách nhiệm với xã hội và chịu trách nhiệm trước xã hội để hoạt động kinh doanh hợp pháp (Simnett & cộng sự, 2009), (Cong & Freedman, 2011). Theo lý thuyết này, một tổ chức được coi là “hợp pháp” nếu nó đáp ứng được mong đợi của các bên liên quan. (Suchman, 1995) cho rằng tính hợp pháp là thước đo thái độ của xã hội đối với một công ty và các hoạt động của công ty đó. Nghiên cứu này cũng nhấn mạnh rằng tính hợp pháp dựa trên các giá trị mà xã hội nắm giữ và các hành vi mà xã hội tin là chấp nhận được.

3. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

3.1. Nghiên cứu về ảnh hưởng của ESG đến chi phí sử dụng vốn

Tranh luận về ảnh hưởng của ESG đến hoạt động doanh nghiệp tập trung vào lý do tại sao các công ty phải đầu tư nguồn lực đáng kể cho ESG. Tuy nhiên, hai quan điểm trái ngược nhau về ảnh hưởng thật sự của ESG vẫn chưa có câu trả lời chính xác. Thứ nhất, quan điểm cổ đông bắt nguồn từ lý thuyết kinh tế tân cổ điển cho rằng trách nhiệm duy nhất của các nhà quản lý doanh nghiệp là tối đa hóa lợi nhuận (Friedman, 2007), trong phạm vi những gì được pháp luật cho phép. Mặt khác, quan điểm của các bên liên quan (Porter & Kramer, 2006) cho thấy rằng hành vi đạo đức và lợi nhuận không loại trừ lẫn nhau và hành động vì lợi ích của tất cả các bên liên quan cuối cùng cũng sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động, giảm chi phí sử dụng vốn. Như vậy, rõ ràng hoạt động ESG của doanh nghiệp sẽ mang lại lợi ích cho doanh nghiệp bởi vì nó hướng đến sự hài lòng của các bên liên quan như: Người lao động, khách hàng, nhà cung cấp, và cả cộng đồng.

Các công ty công bố báo cáo ESG sẽ có rủi ro hệ thống và rủi ro đặc thù thấp hơn, bên cạnh đó, công ty ít phải đối mặt khả năng bị kiện tụng và phản ứng tiêu cực của thị trường (Sassen & cộng sự, 2016). Việc tham gia vào các hoạt động ESG giúp doanh nghiệp xác định các sản phẩm cung cấp có phù hợp với nhu cầu xã hội và yêu cầu của nhà tiêu dùng. Sự minh bạch về thông tin ESG sẽ đối mặt với rủi ro thông tin thấp hơn so với những doanh nghiệp không công bố (Cormier & Magnan, 2007). Cheng & cộng sự (2014) lập luận rằng các công ty áp dụng chiến lược ESG có khả năng tiếp cận vốn tốt hơn vì họ có sự tham gia của các bên liên quan và minh bạch thông tin, điều này cho phép công ty phân bổ nguồn lực một cách hiệu quả. Eliwa & cộng sự (2021) đã chứng minh bằng nghiên cứu thực nghiệm trên 15 quốc gia EU và đưa ra kết luận rằng các tổ chức cho vay sẽ đánh giá cao các công ty công bố thông tin ESG một cách minh bạch bằng việc giảm chi phí cho vay. Các nghiên cứu về ESG tại các thị trường đang phát triển cho thấy việc công bố thông tin về ESG làm giảm vấn đề bất cân xứng thông tin và nâng cao nhận thức của nhà đầu tư về các chiến lược đầu tư của doanh nghiệp (Fatemi & cộng sự, 2018). Nghiên cứu của Park (2017) và Van & cộng sự (2022) cho thấy ESG có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động trong dài hạn của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, các sáng kiến do các bên liên quan thực hiện nhằm nâng cao nhận thức và hiểu biết về công bố thông tin ESG thúc đẩy các công ty tham gia vào ESG nhiều hơn. Trên thực tế, các công ty tham gia công bố thông tin ESG thường là những công ty hàng đầu và có uy tín trên thị trường (Jeffrey & cộng sự, 2019).

Tuy nhiên, ESG ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp vẫn còn chưa có sự đồng nhất và thiếu nhất quán. Khi xét đến ảnh hưởng của ESG của doanh nghiệp và chi phí sử dụng vốn, Malik & Kashiramka (2024) và Moussa & Elmarzouky (2024) đưa ra bằng chứng về mối quan hệ cùng chiều. Trong khi đó, một số nghiên cứu khác (Chouaibi & Zouari, 2024; Ould Daoud Ellili, 2020; Raimo & cộng sự, 2021) khẳng định tồn tại mối quan hệ ngược chiều. Thú vị hơn, một số nghiên cứu lại cho rằng thật sự không có mối quan hệ nào giữa hai nhân tố này (Gigante & Manglaviti, 2022; Gjergji & cộng sự, 2021).

Nhóm tác giả kỳ vọng một mối quan hệ ngược chiều giữa ESG và chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp, như một số bằng chứng thực nghiệm trước đây (Ould Daoud Ellili, 2020; Raimo & cộng sự, 2021). Tổng hợp lại, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết đầu tiên như sau:

Giả thuyết H₁: ESG có ảnh hưởng ngược chiều đến chi phí sử dụng vốn.

Giả thuyết H_{1a}: Môi trường (E) có ảnh hưởng ngược chiều đến chi phí sử dụng vốn.

Giả thuyết H_{1b}: Xã hội (S) có ảnh hưởng ngược chiều đến chi phí sử dụng vốn.

Giả thuyết H_{1c}: Quản trị (G) có ảnh hưởng ngược chiều đến chi phí sử dụng vốn.

3.2. Ảnh hưởng của EGS đến chi phí sử dụng vốn trong bối cảnh khác nhau

3.2.1. Chiến lược trong đo lường chi phí sử dụng vốn

Chi phí sử dụng vốn là một khía cạnh quan trọng trong tài chính doanh nghiệp, được các học giả nghiên cứu và phân loại và đo lường theo nhiều phương pháp khác nhau. Ba loại chi phí sử dụng vốn được xem xét trong các nghiên cứu trước đây gồm: i) chi phí vốn (Cost of capital), (ii) chi phí vốn chủ sở hữu (Cost of equity), (iii) chi phí nợ (Costs of debt). Do đó chúng tôi xây dựng giả thuyết như sau:

Giả thuyết H₁: Các chiến lược đo lường chi phí sử dụng vốn khác nhau sẽ dẫn đến các quy mô ảnh hưởng khác nhau có hệ thống trong các nghiên cứu thực nghiệm.

3.2.2. Nghiên cứu tại các nước phát triển và đang phát triển

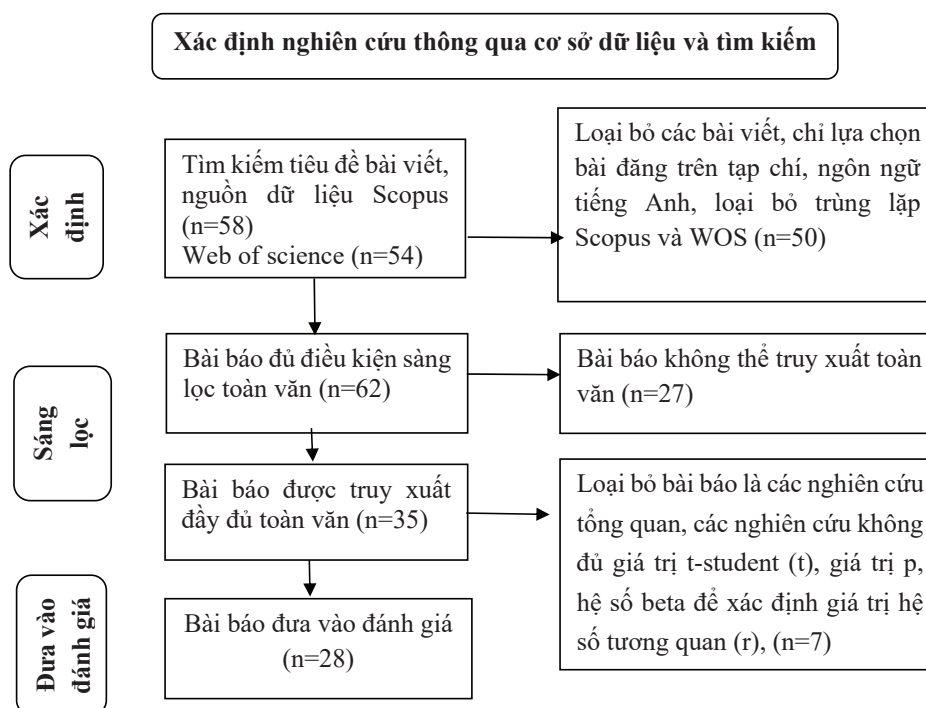
Các nghiên cứu về các công ty đa quốc gia ở một số nước đang phát triển có năng suất tương đối thấp, chẳng hạn như Brazil và Malaysia, cũng chỉ ra rằng điểm ESG có tương quan tiêu cực đáng kể với hiệu suất tài chính (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021). Sau đó, có thể rút ra kết luận chung rằng đầu vào ESG ở các quốc gia hoặc khu vực kém phát triển có tương quan tiêu cực với hiệu suất kinh tế. Các môi trường thể chế cũng khác nhau giữa các nền kinh tế phát triển và đang phát triển, những khác biệt về thể chế như vậy trong bối cảnh xuyên quốc gia có thể điều chỉnh mức độ mà các bên liên quan có thể ảnh hưởng đến các nhà quản lý. Campbell (2007) đã lập luận rằng mối quan hệ giữa hành vi của doanh nghiệp có trách nhiệm với xã hội và các điều kiện kinh tế được điều chỉnh bởi một số yếu tố thể chế, chẳng hạn như các quy định công và tư, sự hiện diện của các tổ chức phi chính phủ và độc lập khác giám sát hành vi của doanh nghiệp, các chuẩn mực được thể chế hóa liên quan đến hành vi phù hợp của doanh nghiệp, hành vi liên kết giữa chính các tập đoàn và các cuộc đối thoại có tổ chức giữa các tập đoàn và các bên liên quan của họ. Ở một thị trường phát triển, chính quyền địa phương sẽ công bố các chính sách cụ thể để khuyến khích các doanh nghiệp thực phát triển bền vững. Ví dụ, các cộng đồng địa phương có thể cung cấp cho một công ty từ thiện miễn thuế hoặc các điều khoản có lợi cho việc sử dụng cơ sở hạ tầng địa phương (Wang & cộng sự, 2008). Vì vậy, dựa trên logic trên, các tác giả đặt ra giả thuyết sau:

Giả thuyết H₂: ESG có ảnh hưởng ngược chiều đến chi phí sử dụng vốn mạnh hơn ở nền kinh tế phát triển so với các nền kinh tế đang phát triển.

4. Phương pháp nghiên cứu

4.1. Thu thập dữ liệu

Hình 1: PRISMA sàng lọc bài báo ảnh hưởng ESG đến chi phí sử dụng vốn



Chúng tôi đã xác định các nghiên cứu thực nghiệm ESG ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn được thực hiện một cách có hệ thống, tiến hành tìm kiếm từ khóa của cơ sở dữ liệu Scopus, Web of science theo tiêu đề bài viết có các cụm từ có liên quan là “*Environmental, social, and governance*” OR “*ESG*” AND “*Cost of debt*” OR “*Cost of Equity*” OR “*Cost of capital*”. Theo Annesley (2010) và Jamali & Nikzad (2011), tiêu đề của bài báo là yếu tố đầu tiên mà người đọc sẽ quan sát và lựa chọn với mục tiêu nghiên cứu phân tích tổng hợp. Nhóm nghiên cứu áp dụng phương pháp PRISMA, cho phép đánh giá tổng quan có hệ thống một cách khách quan, được thể hiện qua Hình 1.

Sau khi tìm kiếm và thu thập các bài báo có liên quan trong nghiên cứu này trên cơ sở dữ liệu Scopus, Web of science uy tín và toàn diện, chúng tôi đã đánh giá mức độ phù hợp của từng nghiên cứu với trọng tâm nghiên cứu để xác định xem đó có phải là một nghiên cứu đủ điều kiện để được đưa vào phân tích tổng hợp hay không. Để đủ điều kiện, một nghiên cứu phải đáp ứng ba tiêu chí: (i) nghiên cứu phải có kết quả cụ thể ảnh hưởng của ESG đến chi phí sử dụng vốn; (ii) nghiên cứu phải có sẵn trên mạng ở dạng toàn văn; và (iii) nghiên cứu ảnh hưởng của ESG đến chi phí sử dụng vốn phải có mối tương quan (r) hoặc số liệu thống kê tương đương được báo cáo. Các giá trị tương đương r này có thể là giá trị t -student (t), giá trị p , hệ số beta hoặc Chi-bình phương (χ^2) vì giá trị hệ số tương quan (r) là cần thiết khi tiến hành các quy trình phân tích tổng hợp. Các nghiên cứu được chọn để đưa vào phân tích tổng hợp trên cơ sở ba tiêu chí đã được đề cập ở trên. Đầu tiên, phân tích tổng hợp chỉ bao gồm những nghiên cứu thực nghiệm báo cáo cỡ mẫu và thống kê kết quả (r , F đơn biến, t , χ^2) cho phép tính toán hệ số tương quan với các công thức được cung cấp bởi (Hunter & Schmidt, 2004). Sau khi hoàn thành các thủ tục truy xuất dữ liệu, các tác giả đã thu được tổng số 116 kích thước hiệu ứng được báo cáo trong 28 nghiên cứu.

4.2. Phương pháp phân tích

Các tác giả đã tiến hành phân tích tổng hợp theo hướng dẫn của Hunter & Schmidt (2004) và Hansen & cộng sự (2022). Trước hết, chúng tôi chuyển đổi số liệu thống kê được báo cáo thành một kích thước hiệu ứng chung. Các hệ số hồi quy được chuyển đổi thành hệ số tương quan từng phần dựa trên thống kê t của chúng để làm cho kết quả hồi quy có thể so sánh được giữa các nghiên cứu (Stanley & Doucouliagos, 2012), với sự hỗ trợ phần mềm trực tuyến <https://www.campbellcollaboration.org> và phần mềm Stata 17.

Có hai mô hình là mô hình hiệu ứng cố định và mô hình tác động ngẫu nhiên. Phân tích tổng hợp các hiệu ứng cố định giả định rằng các kích thước ảnh hưởng của quần thể là bằng nhau cho tất cả các nghiên cứu, vì vậy sự khác biệt về các kích thước ảnh hưởng quan sát được là do lỗi lấy mẫu. Trong nghiên cứu này, chúng tôi sử dụng phương pháp phân tích ngẫu nhiên (Random-Effects Model) để xem xét và tiến hành nghiên cứu.

5. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Bảng 1 tóm tắt số lượng các cỡ ảnh hưởng, cỡ mẫu tích lũy, các tương quan đã sửa, sai số chuẩn và khoảng tin cậy 95% xung quanh các tương quan đã sửa cho mỗi mối quan hệ theo cặp. Cung cấp hỗ trợ cho Giả thuyết 1, các tác giả đã thu được một mối tương quan ngược chiều có ý nghĩa kê ảnh hưởng của ESG đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp ($r = -0,05$, $p < 0,001$). Ngoài ra, kết quả báo cáo chỉ số I^2 , được hiểu là tỷ lệ của tổng biến động do không đồng nhất giữa các nghiên cứu (Higgins & Thompson, 2002). Như quy tắc chung, I^2 của 25%, 50% và 75% có thể được coi là mức độ không đồng nhất thấp, trung bình và cao. Trong

Bảng 1: Tổng hợp kết quả nghiên cứu về ảnh hưởng ESG đến giá trị doanh nghiệp

Nội dung	Number of effect sizes (k)	Mẫu (N)	Corrected r	SE	z	p	95% CI
Overall	116	398194	-0,05***	0,0119904	-4,17	0,0000	[-0,074, -0,027]
ESG	44	182900	-0,072***	0,0159292	-4,52	0,0000	[-0,103, -0,041]
E	24	70722	-0,016	0,0484848	-0,33	0,7387	[-0,109, 0,077]
S	24	64188	-0,047**	0,0232673	-2,02	0,0436	[-0,093, -0,001]
G	24	64188	-0,037**	0,0165179	-2,24	0,0254	[-0,070, -0,005]

Ghi chú: CI = confidence interval; ESG = Environmental, Social, and Governance
* $p < ,1$. ** $p < ,05$. *** $p < ,01$; tau2 = 0,0155, I^2 (%) = 98,10, H^2 = 52,50

cơ sở dữ liệu nghiên cứu, I2 bằng 98,10%, có nghĩa là có mức độ không đồng nhất cao giữa các kết luận về ảnh hưởng của ESG đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp, như vậy giả thuyết H1 được chấp nhận.

Hơn nữa, các tác giả đã xem xét từng thành tố của ESG có ảnh hưởng như thế nào đến chi phí sử dụng vốn, kết quả cho thấy Xã hội, Quản trị có ảnh hưởng ngược chiều đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê như vậy giả thuyết H1b và H1c được chấp nhận. Trái lại Môi trường có ảnh hưởng ngược chiều đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp nhưng không có ý nghĩa thống kê như vậy giả thuyết H1a bác bỏ.

Bảng 2 chỉ ra rằng ảnh hưởng của ESG đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp phụ thuộc vào cách thức đo lường về chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Trên cơ sở 3 chiến lược đo lường chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp, kết quả cho thấy ESG có quan hệ ngược chiều và ý nghĩa thống kê khi đo lường giá trị doanh nghiệp theo chi phí vốn chủ sở hữu và chi phí nợ. Đặc biệt, các thước đo theo chi phí vốn chủ sở hữu ($r = -0,096$, $p < ,0001$) có tương quan cao với ESG hơn so với chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp đo lường dựa trên chi phí nợ. Trái lại khi đo lường chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp theo chi phí sử dụng vốn thì ESG có ảnh hưởng ngược chiều nhưng không có ý nghĩa thống kê, như vậy giả thuyết H2 được chấp nhận một phần.

Bảng 2: Tổng hợp kết quả nghiên cứu về ảnh hưởng ESG theo chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp đo lường khác nhau

Nội dung	Number of effect sizes (k)	Mẫu (N)	Corrected r	SE	z	p	95% CI
Chi phí vốn	22	60959	-0,006	0,04	-0,15	0,8792	[-0,083, -0,071]
Chi phí vốn CSH	28	72404	-0,096***	0,0302839	-3,17	0,0015	[-0,155, -0,037]
Chi phí nợ	66	263631	-0,043***	0,0123209	-3,49	0,0005	[-0,067, -0,019]

Ghi chú: CI = confidence interval; * $p < ,1$. ** $p < ,05$. *** $p < ,01$.

Chúng tôi tiếp tục xem xét ảnh hưởng của ESG đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp (Bảng 3) đối với các doanh nghiệp từ các nền kinh tế tiên tiến mạnh hơn đối với các doanh nghiệp từ các nền kinh tế đang phát triển. Kết quả của các nghiên cứu dựa trên dữ liệu từ các nền kinh tế phát triển mang lại quy mô ảnh hưởng mạnh hơn so với kết quả thu được từ các nước có nền kinh tế đang phát triển (tương ứng $r = -0,053$ so với $r = -0,039$). Như vậy, giả thuyết H2 được chấp nhận, tuy nhiên đồng thuận với kết quả nghiên cứu của (Wang & cộng sự, 2016).

Bảng 3: Tổng hợp kết quả nghiên cứu về ảnh hưởng ESG đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp theo mẫu nghiên cứu

Nội dung	Number of effect sizes (k)	Mẫu (N)	Corrected r	SE	z	p	95% CI
Kinh tế phát triển	62	212271	-0,053**	0,02154	-2,46	0,0140	[-0,095, -0,011]
Kinh tế đang phát triển	54	185923	-0,039***	0,00977	-3,99	0,0001	[-0,057, -0,020]

Ghi chú: CI = confidence interval; * $p < ,1$. ** $p < ,05$. *** $p < ,01$.

Để đánh giá khả năng thiên vị trong xuất bản (publication bias), chúng ta biết rằng khi một kết quả nghiên cứu cho kết quả “tiêu cực” thì công trình nghiên cứu đó khó có cơ hội được công bố trên các tạp chí uy tín, bởi vì các tổng biên tập không thích xuất bản những bài như thế. Ngược lại, một nghiên cứu với một kết quả “tích cực” thì nghiên cứu có khả năng xuất hiện trên các tạp chí khoa học cao hơn là các nghiên cứu với kết quả “tiêu cực”. Kết quả kiểm định Egger $Pr(z) = 0,9422 > 0,05$, cho thấy không có sự thiên vị trong xuất bản.

Phụ lục 3, trình bày kết quả của biểu đồ funnel và kiểm định Egger, cho thấy nếu trong trường hợp không có xu hướng thiên lệch trong xuất bản và các hiệu ứng nghiên cứu nhỏ, thì biểu đồ các nghiên cứu phải giống một hình phễu đảo ngược đối xứng, biểu đồ cho thấy có một vài nghiên cứu bị thiếu ở phần dưới bên trái của

biểu đồ, điều này khiến nó trông không đối xứng, kết quả kiểm định Egger $Pr(z) = 0,9818 > 0,05$, cho thấy không có sự thiên vị trong xuất bản. Để làm rõ hơn vấn đề này, trong 28 nghiên cứu được chia thành 2 nhóm. Nhóm 1 là những nghiên cứu được xuất bản trên nhà xuất bản quốc tế uy tín, Nhóm 0 là những nghiên cứu được đăng trên các tạp chí nhà xuất bản còn lại (Phụ lục 3, Phụ lục 4).

6. Kết luận

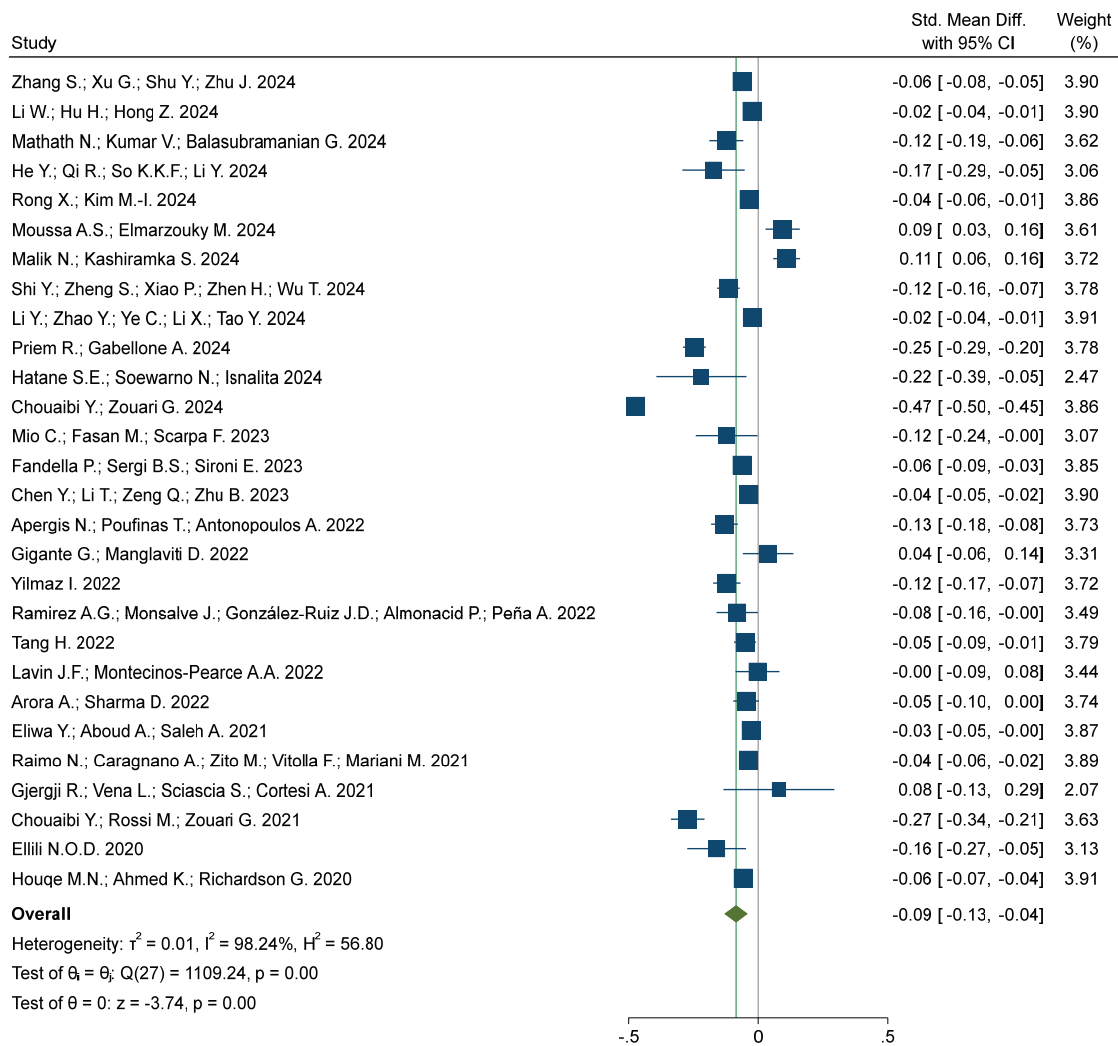
Sử dụng phương pháp hệ thống và phân tích tổng hợp, nghiên cứu này xem xét ảnh hưởng ESG đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Tổng hợp kết quả nghiên cứu của 28 nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng ESG đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp, nghiên cứu tán thành lập luận phổ biến rằng ESG nâng cao giá trị doanh nghiệp, giảm chi phí sử dụng vốn. Các tác giả nhận thấy rằng chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp có liên quan ngược chiều với ESG, hỗ trợ cho lý thuyết các bên liên quan. Điều này ngụ ý rằng về lâu dài, các công ty quan tâm đến ESG sẽ có chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp giảm xuống. Các nghiên cứu ESG đã được cải thiện theo thời gian với các lý thuyết lý thuyết mạnh mẽ hơn, các hoạt động phù hợp hơn và các biện pháp kiểm soát ngày càng tốt hơn. Đánh giá phân tích tổng hợp, cùng với các cuộc thảo luận sâu rộng và đề xuất nghiên cứu trong tương lai, có thể cung cấp tài liệu tham khảo để phát triển lý thuyết, thiết kế nghiên cứu và phân tích thực nghiệm. Các tác giả hy vọng rằng đánh giá này làm rõ và củng cố kiến thức học thuật về ESG và giá trị của nó trong việc giảm chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.

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

Để đẩy mạnh việc nhận thức về trách nhiệm xã hội lẫn tác động ESG đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp, người lãnh đạo và các quản lý cấp cao trong các công ty cần hình thành một thái độ đúng đắn và suy nghĩ khác biệt về ESG, bởi quyết định của họ ảnh hưởng đến việc thiết lập chiến lược kinh doanh cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Từ đó, việc đầu tư vào ESG không chỉ đơn giản là vấn đề đạo đức hay các hoạt động từ thiện của doanh nghiệp, mà những khía cạnh khác của ESG cũng cần được nắm rõ. Đầu tư ESG không đòi hỏi doanh nghiệp phải chi tiêu một khoản chi phí mà không đem lại lợi ích kinh tế. Trái lại, nhận thức đúng về ESG sẽ giúp cho tổ chức có được nhiều lợi thế trong môi trường cạnh tranh, từ đó khuyến khích các nhà quản lý lồng ghép vào chiến lược kinh doanh của công ty những hoạt động ESG, cũng như tích cực tham gia vào các chương trình nhằm đưa ra giải pháp có ích cho cả công ty và các bên liên quan.

Nghiên cứu này có thể được mở rộng sang các lĩnh vực khác liên quan đến ESG. Ví dụ, ESG và chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp khi có các biến điều tiết, từ đó có thể xem xét tác động ESG đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp trong các bối cảnh chính sách môi trường khác nhau, và đó cũng là kết quả nghiên cứu đã tổng hợp khi môi trường có ảnh hưởng ngược chiều đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp nhưng không có ý nghĩa thống kê. Tóm lại, nghiên cứu này đóng góp vào lý thuyết về ESG hiện tại bằng cách cung cấp một cuộc điều tra chuyên sâu về các biện pháp khác nhau được sử dụng ESG và chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp, kiểm tra chặt chẽ các đặc điểm của mẫu và so sánh các phương pháp khác nhau được sử dụng trong các tài liệu trước đây bằng cách sử dụng phương pháp tổng quan hệ thống và phân tích tổng hợp.

Phụ lục 1: Biểu đồ Forest plot ảnh hưởng ESG đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp

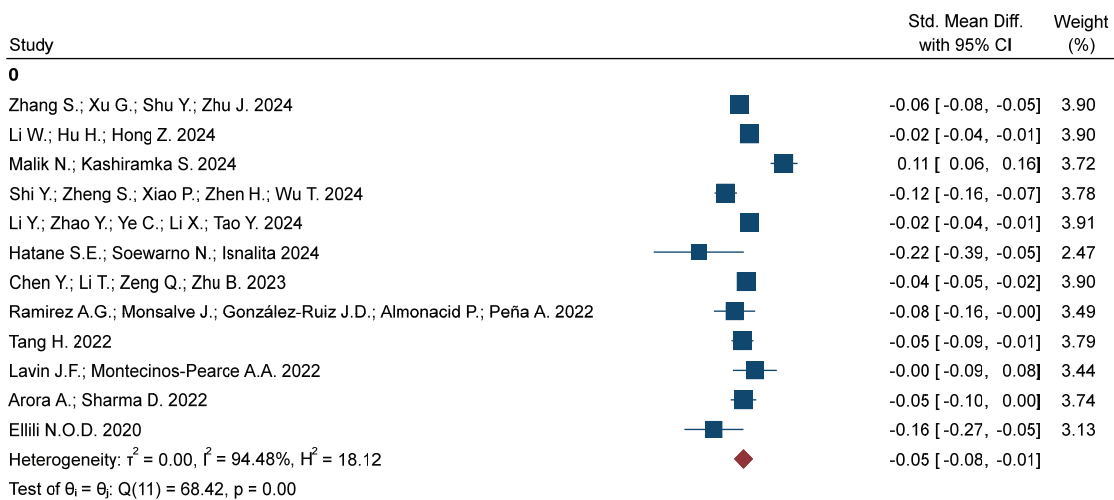


Random-effects REML model

Nguồn: Tính toán và chạy kết quả từ Stata 17

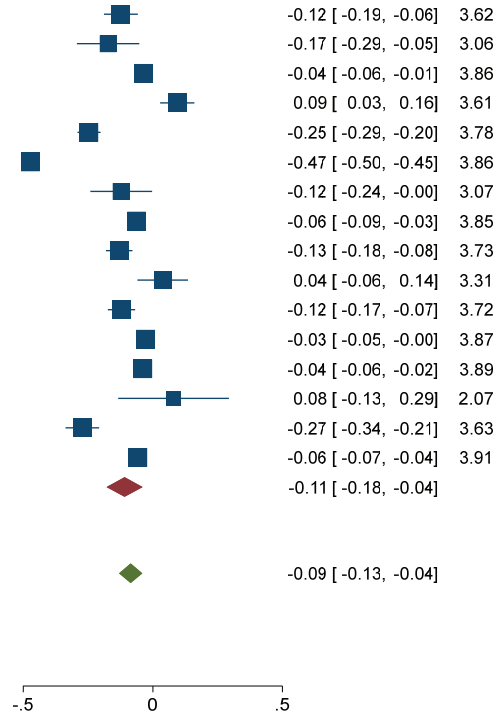
Phụ lục 2: Biểu đồ forest plot ảnh hưởng ESG đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp theo các nước

(1: Nước phát triển; 0: Nước đang phát triển)



1

Mathath N.; Kumar V.; Balasubramanian G. 2024
 He Y.; Qi R.; So K.K.F.; Li Y. 2024
 Rong X.; Kim M.-I. 2024
 Moussa A.S.; Elmarzouky M. 2024
 Priem R.; Gabellone A. 2024
 Chouaibi Y.; Zouari G. 2024
 Mio C.; Fasan M.; Scarpa F. 2023
 Fandella P.; Sergi B.S.; Sironi E. 2023
 Apergis N.; Poufinas T.; Antonopoulos A. 2022
 Gigante G.; Manglaviti D. 2022
 Yilmaz I. 2022
 Eliwa Y.; Aboud A.; Saleh A. 2021
 Raimo N.; Caragnano A.; Zito M.; Vitolla F.; Mariani M. 2021
 Gjergji R.; Vena L.; Sciascia S.; Cortesi A. 2021
 Chouaibi Y.; Rossi M.; Zouari G. 2021
 Houqe M.N.; Ahmed K.; Richardson G. 2020
 Heterogeneity: $\tau^2 = 0.02$, $I^2 = 98.28\%$, $H^2 = 58.03$
 Test of $\theta_0 = \theta$: $Q(15) = 915.87$, $p = 0.00$

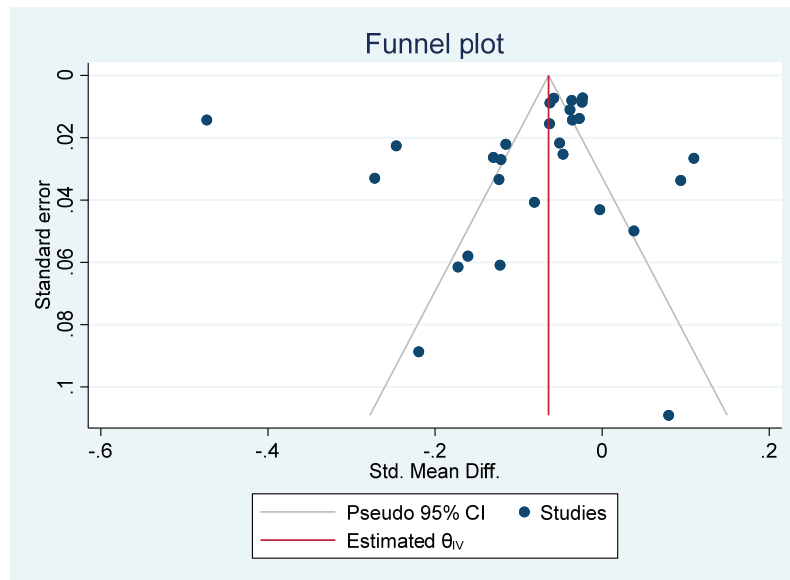


Overall

Heterogeneity: $\tau^2 = 0.01$, $I^2 = 98.24\%$, $H^2 = 56.80$
 Test of $\theta_0 = \theta$: $Q(27) = 1109.24$, $p = 0.00$
 Test of group differences: $Q_b(1) = 2.40$, $p = 0.12$

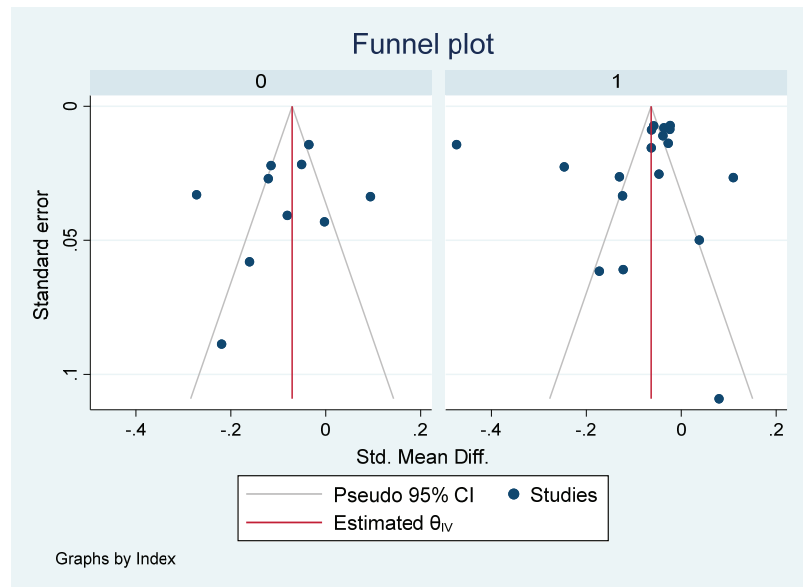
Random-effects REML model

Phụ lục 3: Biểu đồ Funnel plot và kiểm định Egger ảnh hưởng của ESG đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp



Phụ lục 4: Biểu đồ Funnel plot và kiểm định Egger ảnh hưởng của ESG đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp

(1: Nhà xuất bản uy tín; 0: Nhà xuất bản còn lại)



Tài liệu tham khảo

- Annesley, T.M. (2010). The title says it all. *Clinical Chemistry*, 56(3), 357-360.
- Bai, H., & Kim, J. (2024). Do ESG Practices Promote Financial Performance? Comparison of English, Chinese, and Korean Papers Through Bibliometric and Meta-Analysis. *Sustainability*, 16(22), 9810. <https://doi.org/10.3390/su16229810>.
- Bancu, A. (2024). *A Meta-Analysis of ESG Disclosure and Company's Economic Performance*. Paper presented at the Proceedings of the International Conference on Business Excellence.
- Becchetti, L., & Ciceretti, R. (2009). Corporate social responsibility and stock market performance. *Applied Financial Economics*, 19(16), 1283-1293.
- 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.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23.
- Chouaibi, Y., & Zouari, G. (2024). The mediating role of real earnings management in the relationship between CSR practices and cost of equity: evidence from European ESG data. *EuroMed Journal of Business*, 19(2), 314-337.
- Cong, Y., & Freedman, M. (2011). Corporate governance and environmental performance and disclosures. *Advances in Accounting*, 27(2), 223-232.
- Cormier, D., & Magnan, M. (2007). The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective. *Ecological Economics*, 62(3-4), 613-626.
- Davis, K. (1973). The case for and against business assumption of social responsibilities. *Academy of Management Journal*, 16(2), 312-322.
- Deegan, C. (2002). The legitimising effect of social and environmental disclosures—a theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282-311. <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>.
- 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.
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64.
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman, Boston, MA.
- Friedman, M. (2007). The social responsibility of business is to increase its profits. In *Corporate ethics and corporate governance* (173-178). Springer.
- Gigante, G., & Manglaviti, D. (2022). The ESG effect on the cost of debt financing: A sharp RD analysis. *International Review of Financial Analysis*, 84, 102382. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102382>.
- Gjergji, R., Vena, L., Sciascia, S., & Cortesi, A. (2021). The effects of environmental, social and governance disclosure on the cost of capital in small and medium enterprises: The role of family business status. *Business Strategy and the Environment*, 30(1), 683-693.
- Hansen, C., Steinmetz, H., & Block, J. (2022). How to conduct a meta-analysis in eight steps: a practical guide. *Management Review Quarterly*, 72, 1–19. <https://doi.org/10.1007/s11301-021-00247-4>.
- Higgins, J.P., & Thompson, S.G. (2002). Quantifying heterogeneity in a meta-analysis. *Statistics in Medicine*, 21(11), 1539-1558. <https://doi.org/10.1002/sim.1186>.
- Hunter, J.E., & Schmidt, F.L. (2004). *Methods of meta-analysis: Correcting error and bias in research findings*. Sage.
- Jamali, H.R., & Nikzad, M. (2011). Article title type and its relation with the number of downloads and citations. *Scientometrics*, 88(2), 653-661. <https://doi.org/10.1007/s11192-011-0412-z>.
- Jeffrey, S., Rosenberg, S., & McCabe, B. (2019). Corporate social responsibility behaviors and corporate reputation. *Social Responsibility Journal*, 15(3), 395-408.
- Khan, M.A. (2022). ESG disclosure and firm performance: A bibliometric and meta analysis. *Research in International Business and Finance*, 61, 101668. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101668>.
- Lagasio, V., & Cucari, N. (2019). Corporate governance and environmental social governance disclosure: A meta-analytical review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(4), 701-711. <https://doi.org/10.1002/csr.1716>.
- Malik, N., & Kashiramka, S. (2024). Impact of ESG disclosure on firm performance and cost of debt: empirical evidence from India. *Journal of cleaner production*, 448, 141582. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2024.141582>.
- Moussa, A.S., & Elmarzouky, M. (2024). Beyond compliance: how ESG reporting and strong governance influence financial performance in UK firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(8), 1-20.
- Ould Daoud Ellili, N. (2020). Environmental, social, and governance disclosure, ownership structure and cost of capital: Evidence from the UAE. *Sustainability*, 12(18), 7706. <https://doi.org/10.3390/su12187706>.
- Park, S. (2017). Corporate social responsibility, visibility, reputation and financial performance: empirical analysis on the moderating and mediating variables from Korea. *Social Responsibility Journal*, 13(4), 856-871. <https://doi.org/10.1108/SRJ-01-2017-0012>.
- Porter, M.E., & Kramer, M.R. (2006). The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78-92.
- Postiglione, M., Carini, C., & Falini, A. (2024). ESG and firm value: A hybrid literature review on cost of capital implications from Scopus database. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(6), 6457-6480.
- Raimo, N., Caragnano, A., Zito, M., Vitolla, F., & Mariani, M. (2021). Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(4), 1412-1421. <https://doi.org/10.1002/csr.2134>.
- Sassen, R., Hinze, A.-K., & Hardeck, I. (2016). Impact of ESG factors on firm risk in Europe. *Journal of Business Economics*, 86, 867-904.
-

-
- Sen, S., Bhattacharya, C.B., & Korschun, D. (2006). The role of corporate social responsibility in strengthening multiple stakeholder relationships: A field experiment. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 34(2), 158-166.
- Simnett, R., Vanstraelen, A., & Chua, W.F. (2009). Assurance on sustainability reports: An international comparison. *The Accounting Review*, 84(3), 937-967.
- Singhania, M., & Gupta, D. (2024). Impact of Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure on firm risk: A meta-analytical review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(4), 3573-3613. <https://doi.org/10.1002/csr.2725>.
- Sinha, R., Datta, M., & Ziolo, M. (2019). *Inclusion of ESG factors in investments and value addition: A meta-analysis of the relationship*. Paper presented at the Effective Investments on Capital Markets: 10th Capital Market Effective Investments Conference (CMEI 2018).
- Stanley, T.D., & Doucouliagos, H. (2012). *Meta-regression analysis in economics and business*. Routledge.
- Suchman, M.C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-610.
- Van Linh, N., Hung, D.N., & Binh, T.Q. (2022). Relationship between sustainability reporting and firm's value: Evidence from Vietnam. *Cogent Business & Management*, 9(1), 1-20.
- Wang, H., Choi, J., & Li, J. (2008). Too little or too much? Untangling the relationship between corporate philanthropy and firm financial performance. *Organization Science*, 19(1), 143-159.
- Wang, Q., Dou, J., & Jia, S. (2016). A meta-analytic review of corporate social responsibility and corporate financial performance: The moderating effect of contextual factors. *Business & Society*, 55(8), 1083-1121.
- Wu, Z., Lin, S., Chen, T., Luo, C., & Xu, H. (2023). Does effective corporate governance mitigate the negative effect of ESG controversies on firm value? *Economic Analysis and Policy*, 80, 1772-1793.

***Tác giả liên hệ: Nguyễn Thu Hương - Email: nguyenthuhuong@hau.edu.vn**