

## MỤC LỤC

### KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Hoàng** - Đổi mới sáng tạo và tác động đến hiệu quả xuất khẩu: Nghiên cứu thực nghiệm tại các doanh nghiệp Việt Nam. *Mã số: 187.IIEM.11* 3

*Innovation and its Impact on Export Performance: An Experimental Study in Vietnamese Enterprises*

- 2. Lại Cao Mai Phương, Nguyễn Huỳnh Thanh Trúc, Nguyễn Thị Bích Trâm và Huỳnh Thị Tuyết Trinh** - Tác động của chính sách tiền tệ đến chỉ số giá chứng khoán VN-index. *Mã số: 187.1FiBa.11* 17

*Impact of Monetary Policy on Stock Price in Vietnam Stock Market*

- 3. Nguyễn Thị Thu Hiền, Hà Thị Cẩm Vân và Trần Kim Anh** - Tác động của chất lượng thể chế đến năng suất yếu tố tổng hợp của các doanh nghiệp ở Việt Nam. *Mã số: 187.ISMET.11* 33

*The impact of institutional quality on total factor productivity of enterprises in Vietnam*

### QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Phạm Đức Hiếu** - Ảnh hưởng của công bố thông tin nguồn nhân lực tới kết quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam. *Mã số: 187.2FiBa.21* 48

*Impact of Human Resource Information Disclosures on Financial Performance of Listed Companies in Vietnam*

- 5. Lê Thị Nhung** - Công bố thông tin trách nhiệm xã hội và chi phí vốn cổ phần: bằng chứng thực nghiệm từ các doanh nghiệp Việt Nam. *Mã số: 187.2FiBa.21* 61  
*Corporate Social Responsibility Disclosure and Cost of Equity Capital: Empirical Evidence from Vietnamese Enterprises*
- 6. Trần Thị Tuyết** - Ảnh hưởng của yếu tố giá trị tiêu dùng đến ý định tiêu dùng ẩm thực đường phố của khách du lịch quốc tế tại Việt Nam. *Mã số: 187.2TRMg.21* 72  
*Effect of consumption values on international tourists' intention to purchase street food in Vietnam*
- 7. Đinh Thị Phương Anh, Đặng Thị Minh Nguyệt và Nguyễn Trần Việt** - Thực trạng hoạt động đầu tư trái phiếu của các ngân hàng thương mại Việt Nam. *Mã số: 187.2FiBa.21* 89  
*Bond Investment Activities of Commercial Banks in Vietnam*

## Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 8. Mai Thanh Lan và Tạ Huy Hùng** - Nghiên cứu ảnh hưởng của môi trường đại học, động lực khởi nghiệp tới ý định và hành vi khởi nghiệp của sinh viên Việt Nam. *Mã số: 187.3OMIs.31* 103  
*Impact of Entrepreneurial Motivation, University Environment on Entrepreneurial Intention and Entrepreneurial Behavior*

# CÔNG BỐ THÔNG TIN TRÁCH NHIỆM XÃ HỘI VÀ CHI PHÍ VỐN CỔ PHẦN: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ CÁC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

**Lê Thị Nhung**

Học viện Chính sách và Phát triển

Email: lethinhung.litf@gmail.com

Ngày nhận: 26/10/2023

Ngày nhận lại: 12/01/2024

Ngày duyệt đăng: 20/01/2024

*Nghiên cứu khám phá mối quan hệ giữa công bố thông tin trách nhiệm xã hội doanh nghiệp và chi phí vốn cổ phần trong bối cảnh các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam giai đoạn 2014-2021. Sử dụng phương pháp ước lượng dữ liệu bảng, nghiên cứu đã tiến hành thử nghiệm trên mẫu gồm 93 doanh nghiệp niêm yết trong bảng xếp hạng 500 doanh nghiệp lớn nhất Việt Nam theo mô hình Fortune 500 công bố trong VNR500 năm 2021. Nghiên cứu sử dụng mô hình định giá tài sản vốn để ước tính chi phí vốn cổ phần và kỹ thuật phân tích nội dung với các thông tin phi tài chính để đo lường mức độ công bố trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp. Nghiên cứu cho thấy các công ty có điểm công bố trách nhiệm xã hội tốt hơn sẽ có chi phí vốn cổ phần thấp hơn. Những phát hiện này ủng hộ lập luận rằng việc công bố thông tin trách nhiệm xã hội có thể giảm chi phí vốn cổ phần, tối đa hóa giá trị cổ đông và có giá trị tham khảo trong hoạt động thực tiễn của doanh nghiệp.*

**Từ khóa:** Công bố thông tin, chi phí vốn chủ sở hữu, trách nhiệm xã hội.

**JEL Classifications:** G30, G32.

**DOI:** 10.54404/JTS.2024.187V.05

## 1. Giới thiệu

Nhiều doanh nghiệp trên thế giới đang đầu tư đúng mức vào trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (CSR), đây là một trong những mục tiêu trọng tâm trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế. Việc công bố thông tin CSR mang lại cho công ty động lực để thúc đẩy hiệu quả tài chính, nâng cao danh tiếng, tăng doanh thu, khiến khách hàng tin cậy, nâng cao năng suất và chất lượng,... (Neilling và Webb, 2009).

Mối quan hệ giữa CSR và hiệu quả tài chính doanh nghiệp đã thu hút nhiều học giả trên thế giới (Mc Williams và Siegel, 2000). Tuy nhiên, rất ít các nghiên cứu chú ý tới tác động của việc công bố thông tin CSR đến chi phí vốn cổ phần,

là chi phí cơ hội phản ánh kỳ vọng rủi ro của nhà đầu tư đối với doanh nghiệp (Kim và Li, 2014). Mối quan hệ giữa CSR và chi phí vốn cổ phần của doanh nghiệp vẫn còn nhiều tranh luận.

Một số tác giả tìm thấy mối tương quan nghịch giữa CSR và chi phí vốn cổ phần. (Jo và Harjoto, 2011) cho rằng CSR có thể làm giảm sự bất cân xứng thông tin, rủi ro thị trường và chi phí giao dịch, từ đó giảm chi phí vốn cổ phần. Hơn nữa, (Girerd-Potin và cộng sự, 2014) nhận thấy rằng các nhà đầu tư yêu cầu bồi thường rủi ro bổ sung khi đầu tư vào công ty có hiệu suất CSR kém.

Mặt khác, một số nghiên cứu nhận thấy mối quan hệ phức tạp giữa CSR và chi phí vốn cổ phần và tin rằng mối quan hệ tương quan âm chỉ

được thiết lập trong những điều kiện nhất định. Breuer và cộng sự (1018) tiết lộ rằng tác động của CSR đối với việc giảm chi phí chỉ giới hạn ở các quốc gia có bảo vệ nhà đầu tư tương đối đầy đủ, trong khi điều ngược lại xảy ra ở các quốc gia khác. Feng và cộng sự (2015) cho biết rằng việc công bố CSR tốt có thể giảm chi phí ở miền Bắc Hoa Kỳ và Châu Âu nhưng không phải ở các nước Châu Á.

Quan điểm thiếu đồng thuận cho thấy việc nghiên cứu thêm về mối quan hệ giữa công bố thông tin CSR và chi phí vốn cổ phần là hết sức cần thiết. Nghiên cứu này sử dụng bộ dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết trong bảng xếp hạng 500 doanh nghiệp lớn nhất Việt Nam theo mô hình Fortune 500 công bố trong VNR500 năm 2021, có cổ phiếu niêm yết trong giai đoạn 2014-2021. Đồng thời, nghiên cứu sử dụng mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) để ước tính chi phí vốn cổ phần và kỹ thuật phân tích nội dung với các thông tin phi tài chính để đo lường mức độ công bố trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp nhằm khám phá mối quan hệ giữa công bố thông tin CSR đến chi phí vốn cổ phần của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam trong khoảng thời gian 2014-2021.

Các phần tiếp theo của bài báo được tổ chức như sau: Phần thứ hai trình bày tổng quan nghiên cứu và phát triển giả thuyết nghiên cứu. Phần thứ ba mô tả phương pháp nghiên cứu. Phần thứ tư báo cáo kết quả thực nghiệm. Phần cuối cùng là thảo luận kết quả và kết luận.

## **2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu**

### **2.1. Chi phí vốn cổ phần**

Chi phí vốn cổ phần là tỷ lệ hoàn vốn nội bộ (hoặc tỷ lệ chiết khấu) mà thị trường áp dụng cho dòng tiền tương lai của một công ty để xác định giá trị thị trường hiện tại của nó (El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y. & Mishra, D. R., 2011).

Các nghiên cứu về mối quan hệ giữa CSR và chi phí vốn cổ phần có số lượng hạn chế. Một số tác giả đã nghiên cứu tác động của việc thực hành CSR hoặc công bố báo cáo CSR tới chi phí vốn cổ phần. Trong đó, (El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y. & Mishra, D. R., 2011) cung cấp bằng chứng rằng CSR môi trường có thể làm giảm khả năng và chi phí của các sự kiện tiêu cực, giảm kỳ vọng rủi ro, gia tăng tỷ lệ nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu, từ đó làm giảm chi phí vốn; (Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A. & Yang, Y. G., 2011) cho thấy thông tin về CSR có thể làm tăng tỷ lệ sở hữu cổ phần của các nhà đầu tư tổ chức và cải thiện độ chính xác của các nhà phân tích, từ đó làm giảm sự bất cân xứng thông tin và cuối cùng làm giảm chi phí vốn chủ sở hữu.

### **2.2. Công bố thông tin trách nhiệm xã hội**

Theo (Carroll, 1991) CSR của doanh nghiệp là cam kết đóng góp vào sự phát triển kinh tế bền vững thông qua các hoạt động với các bên liên quan như người lao động, khách hàng, cổ đông và môi trường trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp. Công bố thông tin CSR là việc cung cấp các thông tin tài chính và phi tài chính liên quan đến sự tương tác của một tổ chức với môi trường tự nhiên và xã hội, thông qua các báo cáo thường niên hoặc báo cáo xã hội riêng biệt (Hackston và Milne, 1996).

Hiện nay, có hai quan điểm trái chiều về hiệu quả kinh tế của công bố thông tin CSR:

*Thứ nhất, Thực hành CSR và công bố thông tin CSR giúp giảm thiểu rủi ro và tăng giá trị doanh nghiệp.*

CSR có thể làm giảm rủi ro của doanh nghiệp theo nhiều cách, trong đó Albuquerque và cộng sự (2013) chỉ ra rằng đa dạng hóa sản phẩm bằng cách đầu tư vào CSR có thể giảm rủi ro hệ thống và tăng giá trị công ty. Nghiên cứu của Godfrey (2005) và Luo và cộng sự (2015) nhận thấy rằng hoạt động CSR có thể mang lại vốn đạo đức cho các công ty và giúp nâng cao giá trị và lợi nhuận của cổ đông.

*Thứ hai, Thực hành và công bố thông tin CSR khiến gia tăng chi phí đầu tư quá mức trong doanh nghiệp.*

Một số nghiên cứu cho rằng thực hành CSR là một hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp sẽ tăng rủi ro, khiến chi phí vốn cổ phần tăng, từ đó làm giá trị công ty giảm. Bhandari và Javakhadze (2017) thấy rằng đầu tư CSR tiêu tốn nguồn lực cần thiết cho các dự án có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp, do đó làm giảm hiệu quả đầu tư của công ty, làm tăng chi phí đại diện của công ty và cuối cùng gây thiệt hại đến giá trị cổ phiếu.

### **2.3. Tác động kinh tế của công bố thông tin trách nhiệm xã hội tới chi phí vốn chủ sở hữu**

Vấn đề về thông tin và chi phí vốn cổ phần đã giành được nhiều sự chú ý của các nhà nghiên cứu, rất nhiều các công trình nghiên cứu lý thuyết đã tập trung vào việc giải thích mối quan hệ này. Tựu trung những nghiên cứu đó đã chỉ ra rằng công bố thông tin và chi phí vốn chủ sở hữu có mối quan hệ ngược chiều nhau, kết luận này được chứng minh bởi 3 dòng nghiên cứu chính.

*Thứ nhất,* thông tin công bố càng nhiều sẽ tạo điều kiện gia tăng thanh khoản cho cổ phiếu của doanh nghiệp, qua đó giảm chi phí giao dịch (Amihud và Mendelson, 1986; Diamond và Verrecchia, 1991).

*Thứ hai,* công bố thông tin càng nhiều thì rủi ro ước lượng từ việc ước lượng các tham số về lợi suất của các nhà đầu tư càng giảm. Nếu như rủi ro ước lượng không thể được loại trừ bởi đa dạng hóa, nhà đầu tư sẽ yêu cầu một phần bù rủi ro đối với loại rủi ro này. Rủi ro ước lượng giảm sẽ làm giảm lợi suất yêu cầu của nhà đầu tư đối với tài sản tài chính giảm, qua đó giảm chi phí vốn chủ sở hữu (Barry và Brown, 1985; Coles và Loewenstein, 1988; Handa và Linn, 1993; Coles và cộng sự, 1995; Clarkson và cộng sự, 1996).

*Thứ ba,* dựa trên phân tích cơ cấu thông tin đại chúng và thông tin riêng đã chứng minh rằng sự tồn tại của thông tin riêng làm tăng lợi suất yêu

cầu của nhà đầu tư, tuy nhiên, nếu thông tin đại chúng được công bố càng nhiều sẽ làm giảm lượng thông tin riêng của doanh nghiệp, qua đó giảm bất cân xứng thông tin và chi phí vốn cổ phần (Verrecchia, 1982; Diamond, 1985; Bushman, 1991; Lundholm, 1991; Ales và Lundholm, 1993; Easley và O'hara, 2004).

Việc thực hành CSR đã trở thành một phần quan trọng trong hoạt động của doanh nghiệp và có mức độ tương quan nhất định với chi phí hoạt động và chi phí vốn chủ sở hữu. Waddock và Graves (1997) tìm thấy bằng chứng rằng khi các công ty bỏ bê CSR nó có thể dễ dàng tạo ra những sai sót không chắc chắn trong quá trình hoạt động và thậm chí dẫn đến những tình huống không mong muốn, kiện tụng và bồi thường làm tăng chi phí hoạt động. Richardson và cộng sự (1999) chỉ ra rằng khi các doanh nghiệp tham gia vào CSR, nó tạo điều kiện thuận lợi cho việc công bố thông tin, thúc đẩy sự hiểu biết sâu sắc hơn về mô hình hoạt động của công ty giữa các nhà đầu tư, chủ nợ và công chúng. Điều này làm giảm sự bất cân xứng thông tin giữa công ty và xã hội, giảm chi phí vốn cũng như áp lực hoạt động.

Poddi và Vergalli (2009) sử dụng mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) để kiểm tra mối quan hệ giữa CSR, rủi ro doanh nghiệp và lợi nhuận cần thiết. Kết quả thực nghiệm cho thấy rằng một sự thay đổi đáng kể và mối tương quan tiêu cực tồn tại giữa hiệu suất CSR và rủi ro công ty, các công ty có hiệu suất CSR tốt hơn có mức rủi ro thấp hơn.

Dhaliwal và cộng sự (2011) cũng cho rằng khi các công ty tương tác với các bên liên quan thông qua các hoạt động CSR, nó có thể tạo điều kiện thuận lợi cho việc tiết lộ thông tin liên quan đến hoạt động, qua đó giúp các bên liên quan hiểu rõ hơn về mô hình hoạt động của công ty và tạo dựng hình ảnh công ty tốt. Từ đó giảm bớt sự không chắc chắn trong quá trình hoạt động cũng như chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu.

Ghoul và cộng sự (2011) nhận thấy rằng việc tham gia vào CSR giúp giảm chi phí vốn cổ phần, các hạng mục liên quan đến CSR như bảo vệ quyền của người lao động, duy trì sự an toàn nơi làm việc và các chiến lược kinh doanh được cho là đặc biệt hiệu quả trong việc giảm chi phí vốn tự có cho doanh nghiệp.

Các nghiên cứu trên chỉ ra rằng đầu tư vào CSR có thể tăng cường công bố thông tin liên quan đến hoạt động của công ty và giảm sự bất cân xứng thông tin giữa bên trong và bên ngoài doanh nghiệp. Do đó giảm chi phí vốn chủ sở hữu và rủi ro hoạt động, đồng thời tạo điều kiện thuận lợi cho các hoạt động trong tương lai. Dựa trên quan điểm này, nghiên cứu kiểm tra tác động của mức độ công bố thông tin CSR tới chi phí vốn chủ sở hữu trong điều kiện Việt Nam và giả thuyết được đưa ra như sau:

*Giả thuyết H1: Tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa công bố thông tin CSR và chi phí vốn cổ phần ở các công ty niêm yết ở Việt Nam.*

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu tài chính và phi tài chính trong nghiên cứu được thu thập từ các công ty niêm yết trong danh sách 500 doanh nghiệp lớn nhất Việt Nam theo mô hình Fortune 500 (VNR500), công bố trong VNR500 năm 2021, tiêu chí lựa chọn doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu như sau:

+ Các doanh nghiệp trong danh sách VNR500 được công bố năm 2021 và có cổ phiếu niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) hoặc Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2014 - 2021. Danh sách này không bao gồm các công ty trong ngành tài chính - ngân hàng vì những ngành này có cấu trúc báo cáo tài chính riêng.

+ Doanh nghiệp đã công bố ít nhất một trong các báo cáo sau: Báo cáo thường niên, báo cáo phát triển bền vững, báo cáo CSR giai đoạn 2014 - 2021.

+ Doanh nghiệp công bố đầy đủ báo cáo tài chính sau kiểm toán giai đoạn 2014 - 2021.

Dữ liệu giá cổ phiếu là giá đóng cửa các phiên trong ngày, chỉ số VNINDEX lấy dữ liệu cuối ngày giao dịch và lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 1 năm được lấy từ website Investing.com (vn.investing.com).

Thời gian nghiên cứu được lựa chọn trong giai đoạn 2014-2021 bởi đây là giai đoạn trước và sau khi Thông tư 155/2015/TT-BTC ban hành quy định bắt buộc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán liên quan đến báo cáo CSR của doanh nghiệp. Các quan sát khác biệt, không đầy đủ hoặc không có tính đại diện đã bị loại bỏ trong mẫu nghiên cứu. Theo đó, nghiên cứu lọc ra được 93 trong tổng số 500 doanh nghiệp thỏa mãn các tiêu chí chọn mẫu được đưa vào mẫu nghiên cứu, tạo nên mẫu có kích thước 744 quan sát (93 doanh nghiệp trong giai đoạn 8 năm).

#### 3.2. Đo lường các biến trong mô hình

3.2.1. Đo lường biến phụ thuộc: Chi phí vốn cổ phần

Để xác định chi phí vốn cổ phần, nghiên cứu sử dụng mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) của (Sharpe, 1964) và (John, 1965). Theo mô hình CAPM, chi phí vốn cổ phần được xác định dựa trên công thức sau:

$$R_e = R_f + \text{Beta} \times (R_M - R_f)$$

Trong đó:

$R_e$ : Chi phí sử dụng vốn cổ phần

$R_f$ : Tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro

Beta: Hệ số beta đo lường rủi ro thị trường

$(R_M - R_f)$ : Phần bù rủi ro thị trường

Các thành phần của mô hình CAPM được xác định trong nghiên cứu như sau:

$R_f$ : Lãi suất phi rủi ro được xác định bằng lãi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam kỳ hạn 1 năm.

Beta: Hệ số beta đo lường rủi ro thị trường được tính bằng tỷ số giữa hiệp phương sai tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu với tỷ suất lợi nhuận của danh mục đầu tư thị trường (VNINDEX) và

phương sai của tỷ suất lợi nhuận của danh mục đầu tư thị trường (VNINDEX). Dữ liệu này được tính theo từng năm của từng cổ phiếu dựa trên dữ liệu thu thập được từ thị trường.

$(R_M - R_f)$ : Phần bù rủi ro thị trường được tính bằng hiệu số giữa tỷ suất lợi nhuận trung bình hàng năm của VNINDEX và trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 1 năm trong giai đoạn 2014- 2021.

**3.2.2. Đo lường biến độc lập: Công bố thông tin trách nhiệm xã hội**

Nghiên cứu đo lường mức độ công bố thông tin CSR bằng kỹ thuật phân tích nội dung (Bardin, 1977) áp dụng đối với thông tin phi tài chính, nguồn thông tin được lấy từ báo cáo thường niên,

*Bước 2:* Thực hiện chia các khoản mục thông tin cần công bố theo 3 nhóm theo yêu cầu của Thông tư 155/2015/TT-BTC gồm: Công bố thông tin liên quan đến môi trường; công bố thông tin liên quan đến lao động và công bố thông tin liên quan đến phục vụ cộng đồng.

*Bước 3:* Sử dụng thang đo 0 - 1 để thực hiện mã hóa các thông tin được công bố về CSR. Theo đó, điểm số công bố thông tin CSR là “1” nếu mục thông tin được công bố và là “0” nếu mục thông tin không được công bố trong các báo cáo của doanh nghiệp. Theo đó, cách chấm điểm đối với các nội dung chỉ mục công bố thông tin CSR được thể hiện trong Bảng 1 dưới đây:

**Bảng 1:** Xây dựng thang đo các khoản mục công bố thông tin CSR

Mã	Các khoản mục thông tin	Điểm tối đa
A1	Thông tin liên quan đến môi trường	18
A1.MAT	Quản lý nguồn nguyên vật liệu	5
A1.ENE	Tiêu thụ năng lượng	5
A1.WAT	Tiêu thụ nước	5
A1.ENV	Tuân thủ pháp luật về bảo vệ môi trường	3
A2	Thông tin liên quan đến người lao động	10
A3	Thông tin liên quan đến phục vụ cộng đồng	5
	<b>Tổng điểm</b>	<b>33</b>

(Nguồn: Nghiên cứu xây dựng dựa trên Thông tư 155/2015/TT-BTC)

báo cáo phát triển bền vững và báo cáo CSR của doanh nghiệp. Kỹ thuật này được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu về CSR tại các nước đang phát triển (Roberts, 1992; Esa và Ghazali, 2012). Nghiên cứu tiến hành đo lường dữ liệu biến độc lập thông qua các bước sau:

*Bước 1:* Dựa trên Thông tư 155/TT-BTC/2015 do Bộ Tài chính ban hành, nghiên cứu xây dựng danh mục các thông tin CSR cần được công bố của các công ty niêm yết.

*Trong đó:* Mục thông tin A1 có 4 tiêu chí, các tiêu chí A1.MAT, A1.ENE, A1.WAT đều có 5 chỉ mục, do đó điểm tối đa của các tiêu chí này là 5 điểm; tiêu chí A1.ENV có 3 chỉ mục, điểm tối đa là 3. Mục thông tin A2 có 10 chỉ mục, điểm tối đa là 10. Mục thông tin A3 có 5 chỉ mục, điểm tối đa là 5.

*Bước 4:* Sau khi xây dựng chỉ số công bố thông tin CSR, một bảng điểm được phát triển để đánh giá mức độ công bố thông tin CSR. Mức độ

công bố thông tin CSR (CSRI) được tính cho mỗi doanh nghiệp bằng cách chia số điểm công bố các khoản mục thông tin thực tế bởi mỗi doanh nghiệp cho tổng số 33 điểm khoản mục thông tin tối đa cần được công bố theo quy định của Thông tư 155/2015/TT-BTC.

*Bước 5:* Các điểm số minh bạch thông tin CSR (CSRI) được tính cho từng doanh nghiệp ở mỗi năm trên cơ sở tổng điểm mà doanh nghiệp *i* năm thứ *t* đạt được ở các mục thông tin từ A1 đến A3 chia cho tổng số điểm tối đa các khoản mục thông tin cần được công bố (33 điểm). Theo đó, công thức xác định CSRI như sau:

**CSRI = (Điểm công bố thông tin trách nhiệm xã hội/Tổng điểm)**

*Trong đó:*

$CSRI_i$ : Mức độ công bố thông tin CSR của doanh nghiệp thứ *i* ( $0 \leq CSRI_i \leq 1$ ).

*3.2.3. Đo lường các biến kiểm soát:*

Các biến kiểm soát mối quan hệ giữa công bố thông tin CSR và chi phí vốn cổ phần được xác định dựa trên nghiên cứu của (Gebhardt, W., Lee, C. & Swaminathan, B., 2001); (Dhaliwal, D., Ehezman, S. & Li, O. Z., 2006); (Hail, L. & Leuz, C., 2006); (El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y. & Mishra, D. R., 2011) gồm: tốc độ tăng trưởng, quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, giá trị sổ sách trên giá trị thị trường. Các biến kiểm soát của mô hình nghiên cứu được mô tả trong Bảng 2 dưới đây:

**Bảng 2:** Các biến kiểm soát trong mô hình

Tên biến	Ký hiệu	Đo lường	Dấu kỳ vọng	Nguồn tham khảo
Tốc độ tăng doanh thu	GROWTH	(Doanh thu năm <i>t</i> - Doanh thu năm <i>t</i> - 1)/Doanh thu năm <i>t</i>	+	(Dhaliwal, D., Ehezman, S. & Li, O. Z., 2006)
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Ln(Tổng tài sản năm <i>t</i> )	-	(El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y. & Mishra, D. R., 2011); (Gebhardt, W., Lee, C. & Swaminathan, B., 2001)
Đòn bẩy tài chính	LEV	Nợ phải trả/Tổng tài sản	+	(El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y. & Mishra, D. R., 2011); (Dhaliwal, D., Ehezman, S. & Li, O. Z., 2006)
Giá trị sổ sách trên giá trị thị trường	BTM	Giá trị sổ sách của cổ phiếu/Giá trị thị trường của cổ phiếu	+	(Hail, L. & Leuz, C., 2006)

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)



**3.3. Mô hình nghiên cứu**

Sau khi xác định các biến nghiên cứu chính, nghiên cứu đề xuất mô hình sau:

$$Re_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 CSRI_{i,t} + \beta_j X_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} (*) \text{ với } j > 3$$

*Trong đó:*

Re: Chi phí vốn cổ phần của doanh nghiệp

X: Các biến kiểm soát của mô hình gồm: GROWTH, SIZE, LEV, BTM.

$\mu$ : Hiệu ứng cố định.

$\varepsilon$ : Thành phần ngẫu nhiên.

Chỉ số dưới (i, t) biểu thị quan sát thứ i ở thời điểm t.

**3.4. Phương pháp phân tích dữ liệu**

Do dữ liệu thu thập ở dạng dữ liệu bảng nên nghiên cứu sử dụng các phương pháp hồi quy cho dữ liệu bảng tĩnh với sự hỗ trợ của phần mềm

thay đổi, tự tương quan và thực hiện các phương pháp ước lượng phù hợp để xây dựng mô hình mới (nếu có) sử dụng cho việc trình bày và thảo luận kết quả nghiên cứu.

**4. Kết quả nghiên cứu**

**4.1. Phân tích ban đầu với dữ liệu**

*Thống kê mô tả:*

Số liệu thống kê mô tả tại Bảng 3 cho thấy giá trị trung bình và độ lệch chuẩn của tất cả các biến có trong mô hình. Chi phí vốn chủ sở hữu bình quân của các doanh nghiệp là 14,251%. Điểm CSRI thay đổi đáng kể trong mẫu, với giá trị trung bình là 0,432, giá trị tối thiểu là 0,048 và giá trị tối đa là 0,895. Các biến kiểm soát trong mô hình có mức độ biến động lớn. Nghiên cứu thực hiện kiểm tra các quan sát ngoại lai và dị biệt thông qua quan sát bảng boxplot trong khoảng 5%- 95%

**Bảng 3:** Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Re	744	14,251	3,281	4,811	38,255
CSRI	744	0,432	4,172	0,048	0,895
GROWTH	744	5,812	7,112	-1,001	8,262
SIZE	744	29,273	1,308	25,812	33,764
LEV	744	0,522	2,194	0,218	0,839
BTM	744	0,521	0,117	0,319	1,013

(Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm Stata 14)

Stata 14, gồm: Phương pháp bình phương nhỏ nhất dạng gộp (Pooled OLS), phương pháp hồi quy tác động cố định (FEM) và phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) để kiểm tra tác động của công bố thông tin CSR đến chi phí vốn cổ phần. Sau khi thực hiện hồi quy theo ba phương pháp này, nghiên cứu sử dụng các kiểm định nhằm kiểm tra khuyết tật phương sai sai số

percentile dựa trên phần mềm Stata 14, kết quả cho thấy dữ liệu không tồn tại các quan sát bất thường.

*Ma trận hệ số tương quan:*

Số liệu Bảng 4 về ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình cho thấy hệ số tương quan cặp giữa các biến đều nhỏ hơn 0,5, để kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến của mô hình, nghiên cứu

**Bảng 4:** Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình

	CSRI	GROWTH	SIZE	LEV	BTM
CSRI	1				
GROWTH	0,072	1			
SIZE	-0,085	-0,023	1		
LEV	0,102	-0,116	0,031	1	
BTM	-0,132	-0,128	0,058	0,142	1

(Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm Stata 14)

kiểm tra hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF) với số liệu thu được tại Bảng 5 dưới đây: hiện các kiểm định lựa chọn mô hình và tiến hành kiểm tra khuyết tật của mô hình được chọn và

**Bảng 5:** Kết quả nhân tử phóng đại phương sai

Biến	VIF
CSRI	1,25
GROWTH	1,12
SIZE	1,24
LEV	1,35
BTM	1,29
<b>Trung bình VIF</b>	<b>1,25</b>

(Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm Stata 14)

Kết quả Bảng 5 cho thấy, biến phụ thuộc có trung bình hệ số VIF là 1,29. Do đó, mô hình (\*) không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

**4.2. Kiểm định tác động của công bố thông tin trách nhiệm xã hội tới chi phí vốn cổ phần**

Để phân tích tác động của việc công bố thông tin CSR đến chi phí vốn cổ phần, nghiên cứu áp dụng mô hình Pooled OLS, FEM, REM, thực

khắc phục khuyết tật của mô hình (nếu có) nhằm chọn ra mô hình phù hợp.

Kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn giữa FEM và REM, kết quả P\_value <0,05, do đó mô hình FEM được chọn. Tiếp theo, việc lựa chọn giữa FEM và OLS gộp được lựa chọn bởi kiểm định F, kết quả P\_value <0.05, cho thấy có sự khác biệt có ý nghĩa thống kê giữa các quan sát cổ

**Bảng 6:** Kết quả kiểm định lựa chọn mô hình

Kiểm định	P-value
Hausman	P-value=0,0002
F	P-value= 0,0001

(Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm Stata 14)

định, do đó mô hình FEM phù hợp hơn với mức ý nghĩa 5% (kết quả tại Bảng 6).

Để đảm bảo chất lượng của các ước lượng thu được từ mô hình, nghiên cứu tiến hành kiểm định sự tồn tại của các khuyết tật phương sai sai số thay đổi và tự tương quan đối với mô hình FEM được chọn ở trên. Kết quả kiểm định khuyết tật được tổng hợp tại Bảng 7, theo đó mô hình FEM được chọn có cả phương sai sai số thay đổi và tự tương quan.

Khuyết tật phương sai sai số thay đổi và tự tương quan trong mô hình FEM sẽ khiến các ước lượng thu được từ mô hình không đảm bảo độ tin cậy. Do đó, nghiên cứu khắc phục khuyết tật bằng mô hình GLS trên phần mềm Stata 14. Như vậy, kết quả ước lượng của mô hình GLS tại Bảng 8 sẽ được sử dụng để thảo luận kết quả nghiên cứu.

Kết quả hồi quy tại Bảng 8 chỉ ra rằng việc tham gia vào CSR có thể giúp giảm chi phí vốn cổ phần của các doanh nghiệp Việt Nam, nhất

**Bảng 7:** Kết quả kiểm định khuyết tật của mô hình FEM

Kiểm định	P-value
Phương sai sai số thay đổi	P-value=0,2351
Tự tương quan	P-value= 0,3065

(Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm Stata 14)

**Bảng 8:** Kết quả hồi quy của mô hình

Biến	GLS
CSRI	-6,012***
	(-0,09)
GROWTH	0,011
	(0,62)
SIZE	-2,230*
	(-0,048)
LEV	0,795***
	(0,012)
BTM	2,134**
	(0,023)
_CONS	7,316**
	(0,009)
N	744

Ghi chú: \*p<0,1, \*\*p<0,05, \*\*\*p<0,01

(Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm Stata 14)

quán với những phát hiện từ các nghiên cứu của (El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y. & Mishra, D. R., 2011); (Dhaliwal, D., Ehezman, S. & Li, O. Z., 2006); (Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A. & Yang, Y. G., 2011). Trong số các biến kiểm soát của mô hình, kết quả nghiên cứu cho thấy, biến SIZE, LEV, BTM có tác động có ý nghĩa thống kê đến chi phí vốn cổ phần. Kết quả này cho thấy nếu doanh nghiệp Việt Nam có thể xây dựng các chính sách CSR phù hợp, tăng cường công bố thông tin khiến giảm sự bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và công chúng, từ đó có thể cắt giảm chi phí vốn cổ phần.

### **5. Kết luận và một số khuyến nghị**

Bằng cách kiểm tra thực nghiệm mối quan hệ giữa việc công bố thông tin CSR và chi phí vốn cổ phần của các công ty niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2014 - 2021, có kiểm soát tác động của đặc điểm hoạt động của doanh nghiệp, nghiên cứu này khẳng định rằng, các hoạt động CSR và công bố thông tin về CSR của doanh nghiệp có thể giảm bớt bất cân xứng thông tin từ đó giúp giảm chi phí vốn cổ phần doanh nghiệp. Kết luận rút ra từ nghiên cứu này hoàn toàn đồng thuận với các nghiên cứu trước đó của (El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y. & Mishra, D. R., 2011); (Dhaliwal, D., Ehezman, S. & Li, O. Z., 2006); (Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A. & Yang, Y. G., 2011).

Phát hiện từ nghiên cứu này chỉ ra rằng, CSR được cải thiện có thể nâng cao giá trị công ty bằng cách giảm chi phí sử dụng vốn cổ phần. Các nghiên cứu trước đây thường nhấn mạnh tầm quan trọng của quản trị doanh nghiệp đối với việc tiếp cận nguồn vốn, tuy nhiên nghiên cứu này cho thấy rằng đầu tư vào các hoạt động CSR cũng rất quan trọng đối với các doanh nghiệp vì nó có khả năng giải thích chi phí vốn cổ phần của công ty

ngoài quản trị doanh nghiệp và các nhân tố rủi ro khác. Điều này có nghĩa là, việc các doanh nghiệp tham gia và công bố thông tin về các hoạt động CSR là tín hiệu nâng cao giá trị doanh nghiệp và giảm thiểu rủi ro, chứ không phải là một chi phí đại diện làm giảm hiệu quả đầu tư. Khi các nhà đầu tư nhận thấy rủi ro doanh nghiệp giảm, họ có nhiều khả năng chấp nhận phần thưởng thấp hơn tương ứng với rủi ro thấp hơn, nghĩa là chi phí vốn cổ phần thấp hơn.

Kết quả của nghiên cứu là có giá trị tham khảo trong hoạt động thực tiễn của các doanh nghiệp Việt Nam. *Trước tiên*, kết quả nghiên cứu này giúp làm tăng sự tự tin của các nhà quản lý có trách nhiệm xã hội trong việc theo đuổi các hoạt động CSR, bởi hoạt động đóng góp cho xã hội còn mang lại lợi ích từ việc giảm chi phí tài chính của doanh nghiệp. Mặt khác, các nhà quản lý của công ty có CSR thấp nên xem xét tăng cường đầu tư vào các hoạt động liên quan đến CSR vì làm như vậy có thể giảm chi phí vốn cổ phần và nâng cao giá trị của công ty. *Thứ hai*, các nhà đầu tư, các phương tiện truyền thông đại chúng thường có xu hướng giành nhiều sự quan tâm hơn để phân tích, xem xét đầu tư vào những doanh nghiệp tích cực trong các hoạt động thực hành và công bố thông tin CSR. Do đó, các công ty có thể thu hút nhiều hơn các nhà đầu tư có trách nhiệm, nâng cao hình ảnh truyền thông, mở rộng cơ hội đầu tư bằng việc tích cực thực hành và công bố thông tin CSR, từ đó làm giảm chi phí vốn cổ phần của công ty. *Thứ ba*, các nhà đầu tư có ý thức xã hội có thể đạt được “mục tiêu kép” của mình bằng cách lựa chọn các công ty có hiệu suất CSR cao bởi khi đó họ vừa kiếm được lợi nhuận cao đồng thời đáp ứng được xu hướng đầu tư có trách nhiệm xã hội.

Nghiên cứu này chỉ giới hạn ở việc xem xét tác động tổng thể của công bố CSR đến chi phí vốn cổ phần. Do đó, các hướng nghiên cứu trong tương lai có thể đánh giá tác động của các khía cạnh cụ thể của CSR đến chi phí vốn cổ phần. ♦

#### **Tài liệu tham khảo:**

Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organization stakeholders. *Business Horizons*, 39-48.

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. *Accounting Review*, 59-100.

Dhaliwal, D., Ehezman, S. & Li, O. Z. (2006). Taxes, leverage, and the cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, 691-723.

El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y. & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Bank and Finance*, 2388-2406.

Gebhardt, W., Lee, C. & Swaminathan, B. (2001). Towards an implied cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 135-176.

Hail, L. & Leuz, C. (2006). International differences in cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulations matter? *Journal of Accounting Research*, 485-531.

John, L. (1965). The valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 13-37.

McWilliams, A. & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial per-

formance: Correlation or mis-specification? *Strategic Management Journal*, 603-609.

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

Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance, American Finance Association*, 425-552.

#### **Summary**

This research explored the relationship between corporate social responsibility (CSR) disclosure and the cost of equity capital in the context of listed enterprises in Vietnam in the period 2014-2021. Using a static panel data estimation method, the research conducted an experiment on a sample of 93 listed companies in the ranking of 500 largest enterprises in Vietnam according to Fortune 500 model published in the VNR500 of 2021. The study employed a capital asset pricing model to estimate the cost of equity capital and content analysis techniques with non-financial information to measure the level of CSR disclosure of the enterprises. The research revealed that companies with better CSR disclosure scores have lower cost of equity. These findings supported arguments that CSR disclosure can reduce cost of equity capital, maximize shareholder value and have valuable references in corporate practice.