

**CÔNG BỐ THÔNG TIN TRÁCH NHIỆM XÃ HỘI
VÀ CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN CHỦ SỞ HỮU CỦA
CÁC CÔNG TY NGÀNH CÔNG NGHIỆP NIÊM YẾT
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Cao Thị Miên Thùy

Trường Cao Đẳng Công Thương TP. Hồ Chí Minh, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Nguyễn Vĩnh Khương¹

*Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh,
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam*

Nguyễn Thanh Liêm

*Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh,
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam*

Ngày nhận: 25/04/2022; Ngày hoàn thành biên tập: 09/08/2022; Ngày duyệt đăng: 17/08/2022

Tóm tắt: Nghiên cứu xem xét tác động của việc công bố thông tin về trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp đối với chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp ngành công nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mẫu nghiên cứu bao gồm 75 công ty niêm yết thuộc nhóm ngành công nghiệp từ năm 2014 đến 2019. Phương pháp ước lượng moment tổng quát hệ thống được sử dụng để ước lượng các mô hình động. Kết quả cho thấy các công ty có điểm công bố thông tin về trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp cao hơn có chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu thấp hơn. Đặc biệt, trong các khía cạnh trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp, việc công bố thông tin trách nhiệm xã hội về môi trường và xã hội làm giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của các công ty niêm yết. Các kết quả này cho thấy tác động tích cực của hoạt động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp niêm yết đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.

Từ khóa: Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu, Công ty niêm yết ngành công nghiệp, Công bố trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp

**CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY DISCLOSURE AND
COST OF EQUITY OF LISTED INDUSTRIAL FIRMS
ON VIETNAM STOCK MARKET**

Abstract: The study aims to investigate the influence of corporate social responsibility disclosure on the cost of equity of industrial enterprises listed on the

¹ Tác giả liên hệ, Email: khuongnv@uel.edu.vn

Vietnamese stock exchange markets. The system-generalized method of moments is applied with a sample of 75 listed industrial firms from 2014 to 2019. The results show that companies with higher CSR disclosure scores tend to have lower costs of equity. Among the CSR themes, we find that disclosing social and environmental responsibility activities reduces the firms' cost of equity. This demonstrates that corporate social responsibility activities of listed companies have a positive impact on the cost of equity.

Keywords: Cost of Equity Capital, Listed Industrial Firms, Corporate Social Responsibility Disclosure

1. Giới thiệu

Khái niệm về trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (Corporate social responsibility - CSR) bắt nguồn từ Hoa Kỳ vào đầu thế kỷ XX. Ngân hàng Thế giới định nghĩa CSR là “cam kết liên tục của doanh nghiệp để hành xử có đạo đức và đóng góp vào sự phát triển kinh tế đồng thời cải thiện chất lượng cuộc sống của lực lượng lao động và gia đình họ cũng như của cộng đồng địa phương và xã hội nói chung” (World Bank, 2005). Trong những năm qua, CSR đã trở thành một trong những chủ đề thu hút được sự quan tâm của các doanh nghiệp trên toàn thế giới. Trong bối cảnh hội nhập sâu rộng, các doanh nghiệp Việt Nam cũng không nằm ngoài xu hướng này. Báo cáo nền cho dự án “Win-win for Vietnam” của Viện Nghiên cứu Quản lý Phát triển bền vững thực hiện năm 2021 cho thấy đa số doanh nghiệp có hiểu biết tốt và có thực hiện các hoạt động trách nhiệm xã hội. Đáng chú ý, theo báo cáo, đại dịch COVID-19 không có tác động, thậm chí còn thúc đẩy các hoạt động liên quan đến CSR của doanh nghiệp mình. Điều này chứng tỏ CSR không còn là một khái niệm xa lạ với cộng đồng doanh nghiệp tại Việt Nam (Viện Nghiên cứu Quản lý Phát triển bền vững, 2021).

Nghiên cứu của chúng tôi được thúc đẩy bởi các lý do sau. *Thứ nhất*, CSR được cho là có ảnh hưởng đến hầu hết các hoạt động/hiệu quả của doanh nghiệp, trong đó có cả chi phí sử dụng vốn. Mặc dù đã có nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa công bố thông tin tài chính và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu, nhưng có ít nghiên cứu về tác động của công bố thông tin phi tài chính như báo cáo phát triển bền vững đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Theo Dhaliwal & cộng sự (2011), thông tin tài chính chủ yếu tập trung vào thu nhập hiện tại hoặc ngắn hạn và/hoặc một số thông tin tài chính liên quan. Ngược lại, báo cáo phát triển bền vững chứa rất nhiều thông tin, trong đó có các khoản chi liên quan đến bảo vệ môi trường và biến đổi khí hậu, quyên góp từ thiện và phúc lợi của nhân viên. Đây là những thông tin thường không được nêu trong báo cáo tài chính nhưng có ý nghĩa quan trọng trong việc đánh giá giá trị doanh nghiệp.

Thứ hai, các nghiên cứu trước đây chủ yếu tập trung vào Hoa Kỳ (Dhaliwal & cộng sự, 2014; Dhaliwal & cộng sự, 2011; El Ghouli & cộng sự, 2018; El Ghouli & cộng sự, 2011; Reverte, 2012), Canada (Richardson & Welker, 2001) và Trung Quốc (Xu & cộng sự, 2015; Yi & cộng sự, 2020). Tuy nhiên, có rất ít bằng chứng ở Việt Nam về tác

động của công bố thông tin về trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (Corporate social responsibility disclosure – CSRD) đối với chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Việt Nam nằm trong số ít các thị trường chứng khoán tăng trưởng ấn tượng bất chấp sự bùng phát của COVID-19. Cùng với tốc độ tăng trưởng cao trong khi thị trường có mức độ bất cân xứng thông tin tương đối cao, chất lượng công bố thông tin của các doanh nghiệp trên thị trường là nhân tố quan trọng để thúc đẩy cho thị trường phát triển. Từ năm 2013, Ủy Ban chứng khoán Nhà nước đã khuyến nghị các doanh nghiệp niêm yết CSRD thống nhất với hướng dẫn của Sáng kiến Báo cáo Toàn cầu (GRI) (SSC & IFC, 2013). Năm 2015, cơ quan quản lý Nhà nước tiếp tục đánh dấu một bước tiến quan trọng nhằm hướng đến thị trường tài chính bền vững. Theo đó, Thông tư số 155/2015/TT-BTC quy định buộc doanh nghiệp đại chúng phải công bố thông tin về môi trường và xã hội. Có thể nhận thấy, chính sách của Việt Nam về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán dần quy định chặt chẽ hơn về CSRD nhằm xây dựng một thị trường tài chính bền vững. Việc doanh nghiệp cung cấp thông tin về CSR có dẫn đến những cải thiện về chi phí vốn chủ sở hữu hay không vẫn là vấn đề thực tiễn cần đánh giá. Tuy nhiên, cho đến nay các nghiên cứu về vấn đề này vẫn còn rất hạn chế. Tại Việt Nam, chỉ có một nghiên cứu xem xét CSR và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (Le & cộng sự, 2019), nhưng nghiên cứu này chỉ đánh giá CSR ở khía cạnh thông tin về môi trường. Trong khi đó, CSR có nhiều hoạt động, bao gồm cả kinh tế và xã hội. Do đó, vẫn cần nghiên cứu xem xét các khía cạnh khác để có cái nhìn đầy đủ hơn về tác động của CSR tại Việt Nam.

Thứ ba, CSR có thể có tác động khác nhau đến hiệu quả doanh nghiệp, trong đó có chi phí sử dụng vốn đối với những doanh nghiệp thuộc các ngành khác nhau. Chúng tôi cho rằng hoạt động CSR của các doanh nghiệp thuộc ngành công nghiệp sẽ đặc biệt có ý nghĩa, vì các doanh nghiệp ngành này có tác động thấy rõ đến môi trường. Mặc dù vậy, vẫn chưa có những nghiên cứu tập trung vào nhóm công ty này.

Tiếp sau phần mở đầu, phần 2 trình bày tổng quan tình hình nghiên cứu, trên cơ sở đó xây dựng các giả thuyết nghiên cứu. Phần 3 trình bày phương pháp nghiên cứu, trong đó có mô hình thực nghiệm, cách xây dựng biến và phương pháp ước lượng. Phần 4 trình bày thống kê mô tả và kết quả ước lượng các mô hình cũng như biện luận dựa trên các kết quả này. Cuối cùng, phần 5 kết luận bài nghiên cứu và cung cấp các hàm ý cho các đối tượng liên quan.

2. Tổng quan và giả thuyết nghiên cứu

2.1 Tổng quan tình hình nghiên cứu

Nghiên cứu thực nghiệm đầu tiên về mối quan hệ giữa CSR và chi phí sử dụng vốn được thực hiện bởi Sharfman & Fernando (2008), cho rằng nếu các công ty Hoa Kỳ có thể quản lý rủi ro môi trường tốt hơn, chi phí sử dụng vốn, bao gồm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu, chi phí sử dụng nợ vay và chi phí sử dụng vốn bình quân sẽ giảm. Tương tự, Dhaliwal & cộng sự (2011) và El Ghoul & cộng sự (2011) chỉ

ra rằng các công ty Hoa Kỳ có mức độ CSRD cao có xu hướng công bố thêm thông tin với mong muốn truyền tải thông điệp tích cực đến các nhà đầu tư và các bên liên quan. Do đó, vấn đề bất cân xứng thông tin tại các công ty này sẽ giảm, từ đó dẫn đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu thấp hơn.

Theo lý thuyết hợp pháp (Legitimacy Theory), doanh nghiệp sẽ nỗ lực tuân thủ các giới hạn và chuẩn mực trong xã hội (Deegan & cộng sự, 2002). Các công ty có nỗ lực cải thiện phúc lợi của nhân viên và bảo vệ môi trường có thể giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu một cách hiệu quả. Ngược lại, nếu một công ty hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh độc hại như thuốc lá hoặc năng lượng hạt nhân, thì chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu có khả năng tăng cao. Các nghiên cứu trước đây chủ yếu tập trung vào các nền kinh tế phát triển, vốn có lịch sử lâu đời hơn trong nhận thức và thực hành CSR. Sử dụng mẫu nghiên cứu các công ty ở Bắc Mỹ, Dhaliwal & cộng sự (2014) ủng hộ quan điểm tăng cường CSRD giúp giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Kết quả này dường như không đúng cho trường hợp các công ty ở Châu Á (Feng & cộng sự, 2015), điều này có thể do Châu Á khác biệt với khu vực Bắc Mỹ và Châu Âu về chất lượng thể chế, nguồn gốc pháp lý, văn hóa và tôn giáo. Mặc dù vậy, một số nghiên cứu khác tại Châu Á khác vẫn xác nhận mối tương quan ngược chiều giữa CSRD và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (Pae & Choi, 2011).

Trong những năm gần đây, mối quan tâm về tác động của CSRD lên chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu dần chuyển hướng sang các quốc gia đang phát triển do dữ liệu đã đầy đủ hơn, cũng như tầm quan trọng ngày càng tăng của các quốc gia này trên bản đồ kinh tế thế giới, trong đó có quốc gia với tầm ảnh hưởng toàn cầu như Trung Quốc (Li & Foo, 2015; Xu & cộng sự, 2015). Tại Việt Nam, gần đây nhất có nghiên cứu của Le & cộng sự (2019) cũng tìm thấy quan hệ ngược chiều giữa CSRD và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu cho mẫu gồm các công ty phi tài chính. Tuy nhiên, nghiên cứu này chỉ giới hạn đo lường CSRD ở khía cạnh môi trường. Trong khi đó, nghiên cứu của chúng tôi điều tra mối quan hệ trên ở cả hai phương diện: mức độ CSRD tổng thể và mức độ CSRD ở từng khía cạnh kinh tế, môi trường và xã hội.

2.2 Giả thuyết nghiên cứu

CSRD có thể làm giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của công ty qua nhiều kênh khác nhau. Bất cân xứng về thông tin làm tăng rủi ro đầu tư và có tác động đến tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của cổ đông (Dhaliwal & cộng sự, 2011; Reverte, 2012). Trong khi đó, các công ty thực hiện tốt CSR có khả năng chia sẻ thông tin hơn (Ho & Wu, 2021), muốn mang đến cho các nhà đầu tư và các bên liên quan những hình ảnh tích cực (Cho & cộng sự, 2013; Cui & cộng sự, 2018; Michaels & Gruning, 2017). Rủi ro ước tính đối với các nhà đầu tư sẽ giảm khi tính minh bạch của doanh nghiệp tăng lên, nhờ đó chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu sẽ giảm (Dhaliwal & cộng sự, 2014).

Thông qua các hoạt động “có trách nhiệm với xã hội”, công ty có thể giảm thiểu rủi ro cho mình. Các doanh nghiệp sẽ có hậu quả ít tiêu cực hơn từ các thông tin xấu

khi họ là những công ty có hoạt động CSR (Jo & Harjoto, 2014; Jo & Na, 2012). Mặt khác, các công ty không coi trọng lợi ích của các bên liên quan sẽ có nhiều khả năng phải chịu các chi phí gia tăng trong tương lai, do chịu sự giám sát của cơ quan quản lý và những chi phí này có thể tiếp tục tăng cao, làm trầm trọng thêm những rắc rối của công ty (Kolbel & cộng sự, 2017). Ngoài ra, các công ty có điểm số CSRD tốt hơn có rủi ro thị trường thấp hơn (Chen & cộng sự, 2018; Lee & Faff, 2009) trong khi các công ty thiếu trách nhiệm với xã hội có thể phải đối mặt với sự bất ổn trong tương lai. Tương tự, các công ty có điểm số CSRD tốt hơn cũng có liên quan đến mức độ biến động về giá cổ phiếu thấp hơn (Boutin-Dufresne & Savaria, 2004). Vì chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là tỷ suất sinh lợi dựa trên các đánh giá của thị trường về mức độ rủi ro của doanh nghiệp, nên các cổ đông đầu tư vào một công ty có mức rủi ro cao hơn sẽ muốn có tỷ suất sinh lợi cao hơn. CSRD làm giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu bằng cách giảm rủi ro kinh doanh, hoặc ít nhất là nhận thức của thị trường về tính rủi ro (Chen & Zhang, 2021; Kim & cộng sự, 2014).

Cuối cùng, các nhà đầu tư có “trách nhiệm với xã hội” có xu hướng tránh đầu tư vào các công ty có mức độ CSRD thấp (Mohr & cộng sự, 2001). Mặt khác, các công ty có điểm số CSRD cao hơn thường là những lựa chọn phù hợp cho các nhà đầu tư dài hạn (Cox & Wicks, 2011). Kết quả là, CSRD mạnh mẽ có thể hỗ trợ doanh nghiệp thu hút nhiều nhà đầu tư hơn, cắt giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Vì Việt Nam vẫn là thị trường đang phát triển chịu ảnh hưởng của bất cân xứng thông tin và cơ chế quản trị còn nhiều hạn chế (Vo, 2017), chúng tôi đưa ra giả thuyết sau đây về lợi ích của CSRD trong việc làm giảm bất cân xứng thông tin và giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu:

H1: Công bố thông tin trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp tác động ngược chiều đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu.

3. Phương pháp ước lượng

3.1 Dữ liệu

Mẫu nghiên cứu bao gồm 75 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam thuộc ngành công nghiệp trong giai đoạn 2014-2019. Các doanh nghiệp thuộc ngành công nghiệp được lựa chọn vào mẫu nghiên cứu bởi vì sự nhạy cảm đặc biệt với vấn đề môi trường. Các doanh nghiệp có hoạt động sản xuất công nghiệp có thể gây ô nhiễm nguồn nước, khí hậu và đặc biệt ô nhiễm bụi mịn cao hơn so với các doanh nghiệp thuộc các ngành khác. Do đó, các doanh nghiệp này được đánh giá là nhạy cảm hơn với thông tin liên quan đến môi trường, sức khỏe và an toàn lao động. Ngược lại, các ngành khác, như ngành công nghệ hay dịch vụ tiện ích, ít tác động trực tiếp và liên quan đến các vấn đề về ô nhiễm môi trường hơn.

Do mức độ CSRD của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam vẫn còn thấp nên chỉ một số công ty có công bố. Mẫu nghiên cứu bao gồm các doanh nghiệp công nghiệp với tổng tài sản chiếm ít nhất 90% quy mô toàn ngành, nhờ đó đảm bảo tính đại diện

cho ngành công nghiệp. Mẫu nghiên cứu của chúng tôi do đó gồm 75 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, tương ứng với 350 quan sát. Chúng tôi không thu thập dữ liệu từ năm 2020 trở đi để tránh tác động của dịch bệnh COVID-19 đến các hoạt động của doanh nghiệp. Các dữ liệu về CSRĐ của doanh nghiệp được nhóm tác giả thu thập thủ công từ báo cáo phát triển bền vững được doanh nghiệp công bố hàng năm. Nếu doanh nghiệp không cung cấp báo cáo này, chúng tôi tiến hành thu thập dữ liệu từ báo cáo thường niên. Các báo cáo phát triển bền vững và báo cáo thường niên được cung cấp bởi công ty cổ phần Tài Việt. Dữ liệu để đo lường biến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu và các dữ liệu tài chính khác của doanh nghiệp được cung cấp bởi cơ sở dữ liệu Refinitiv Eikon. Tỷ lệ sở hữu nhà nước được cung cấp bởi công ty cổ phần Tài Việt.

3.2 Phương pháp ước lượng

Phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) có thể được dùng để xác định mối quan hệ tuyến tính giữa CSRĐ và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, phương pháp này có thể có kết quả ước lượng không chính xác khi xảy ra các vi phạm giả định ban đầu của mô hình hồi quy. Thêm vào đó, có thể có ba lý do tiềm ẩn vấn đề nội sinh khi nghiên cứu mối quan hệ giữa CSRĐ và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (Breuer & cộng sự, 2018). *Thứ nhất*, thiếu biến, nghĩa là khi các biến khác với những biến được bao gồm trong tập hợp các biến trong mô hình cung cấp lời giải thích thay thế hoặc bổ sung cho mối quan hệ được kiểm tra. *Thứ hai*, quan hệ nhân quả hai chiều, tức là khi biến phụ thuộc và một hoặc nhiều biến độc lập có quan hệ nhân quả. *Thứ ba*, lỗi đo lường, tức là proxy được sử dụng cho biến độc lập hoặc biến phụ thuộc không thể quan sát hoặc khó định lượng. Do đó, để giải quyết vấn đề nội sinh, nhóm tác giả sử dụng phương pháp ước lượng moment tổng quát hệ thống (System Generalized Method of Moments - S-GMM) nhằm phân tích kết quả nghiên cứu. Ngoài ra, phương pháp ước lượng moment tổng quát (GMM) cũng cung cấp kết quả ước lượng đáng tin cậy khi vi phạm các giả định ban đầu của mô hình như tự tương quan và phương sai thay đổi (Roodman, 2009). Phương pháp S-GMM được cho là có hiệu quả hơn phương pháp GMM sai phân (Difference GMM – DGMM) vì ước lượng các hệ số dựa trên cả phương trình với biến gốc và biến sai phân, nhờ đó tận dụng được nhiều thông tin hơn (Roodman, 2009).

3.3 Mô hình nghiên cứu

Nhóm tác giả kế thừa mô hình nghiên cứu của các nghiên cứu trước (Dhaliwal & cộng sự, 2014; Reverte, 2012) và đề xuất mô hình như sau:

$$COE_{it} = \delta_0 + \delta_1 COE_{it-1} + \delta_2 CSRĐ_{it} + \delta_3 SIZE_{it} + \delta_4 LEV_{it} + \delta_5 TANG_{it} + \delta_6 ROA_{it} + \delta_7 SOE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

trong đó, COE là biến phụ thuộc, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp, đo lường dựa vào mô hình của Easton (2004) và Harris & Wang (2013). Ngoài ra,

chúng tôi thực hiện kiểm tra tính vững của kết quả thông qua một thước đo khác của chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (Phụ lục A). CSRD là biến độc lập, công bố thông tin trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp, đo lường theo phương pháp phân tích nội dung dựa trên bộ tiêu chuẩn GRI (2016) (Phụ lục B).

SIZE là biến kiểm soát, quy mô công ty và được tính như sau:

$$SIZE = \text{Ln}(\text{Tổng tài sản}).$$

Quy mô công ty là một trong các yếu tố tác động đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Các công ty có quy mô lớn có khả năng tạo ra nhiều lợi nhuận hơn và do đó được kỳ vọng có tỷ suất sinh lời kỳ vọng cao hơn, cũng tức là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu lớn hơn.

LEV là biến kiểm soát, đòn bẩy tài chính và được tính như sau:

$$LEV = \frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}.$$

Khi không có thuế và phí giao dịch, tỷ suất sinh lời kỳ vọng của một công ty tăng lên khi tỷ lệ nợ vay tăng lên. Do đó, đòn bẩy tài chính được cho rằng có mối tương quan cùng chiều với chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu.

TANG là biến kiểm soát, tài sản hữu hình và được tính như sau:

$$TANG = \frac{\text{Tài sản cố định hữu hình}}{\text{Tổng tài sản}}.$$

Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu lớn hơn đối với công ty có nhiều tài sản cố định hữu hình hơn, hoặc ít nhất là tài sản hữu hình thanh khoản cao hơn. Điều này có thể phần nhiều là do tài sản hữu hình giúp doanh nghiệp tăng tính linh hoạt trong hoạt động.

ROA là biến kiểm soát, khả năng sinh lời và được tính như sau:

$$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}.$$

Có thể xảy ra mối tương quan đồng biến giữa khả năng sinh lời và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu bởi vì các nhà đầu tư mong muốn có tỷ suất lợi nhuận lớn hơn khi đầu tư vào các công ty hoạt động tốt hơn.

SOE là biến kiểm soát, sở hữu nhà nước và được tính như sau:

$$SOE = \frac{\text{Số lượng cổ phiếu nhà nước sở hữu}}{(\text{Tổng số cổ phiếu lưu hành})}.$$

Các doanh nghiệp có thành phần sở hữu Nhà nước được kỳ vọng công bố nhiều thông tin về CSR hơn, vì các doanh nghiệp Nhà nước hoạt động vì mục tiêu kinh tế

và mục tiêu phi kinh tế. Khi tiến hành các hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp Nhà nước phải xem xét đến các mục tiêu phi kinh tế, chẳng hạn như duy trì sự bình ổn giá, phát triển kinh tế địa phương hay nâng cao phúc lợi xã hội. Điều này có thể dẫn đến việc doanh nghiệp Nhà nước phải hi sinh lợi nhuận để thực hiện các mục tiêu phi kinh tế của Nhà nước. Tức là, sở hữu nhà nước có thể có tương quan nghịch với chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. ε_{it} là sai số ngẫu nhiên.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1 Thống kê mô tả

Thống kê mô tả các biến nghiên cứu được trình bày ở Bảng 1. Bảng 1 cho thấy biến COE có giá trị trung bình là 0,11; tương ứng với chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu trung bình ở mức 11%. Tuy nhiên, COE có giá trị bé nhất là 17% và giá trị lớn nhất lên đến 73%. Điều này cho thấy sự chênh lệch tương đối lớn giữa các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu về chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Biến CSRD có giá trị trung bình 0,24; phù hợp với mức độ CSRD của doanh nghiệp trong mẫu vẫn còn thấp so với các tiêu chuẩn trong GRI (2016). SIZE có giá trị trung bình là 28,065 tương ứng với quy mô tổng tài sản trung bình của các doanh nghiệp ngành công nghiệp khoảng 1.400 tỷ đồng. Giá trị trung bình của LEV là 0,22; nghĩa là tổng nợ chiếm khoảng một phần năm giá trị tổng tài sản. TANG có giá trị trung bình là 0,265; tương ứng với tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trung bình chiếm hơn một phần tư tổng tài sản của công ty. Biến ROA cho thấy lợi nhuận trước thuế bình quân chiếm gần 10% tổng tài sản. SOE đại diện cho sở hữu nhà nước, với mức trung bình là 12,02; tức là cổ đông Nhà nước chiếm tỷ lệ sở hữu trung bình ở mức 12% trong các doanh nghiệp ngành công nghiệp. Các số liệu thống kê trên đây phù hợp với đặc trưng của các doanh nghiệp niêm yết ngành công nghiệp tại Việt Nam.

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Trung bình	Sai số	Tối thiểu	Tối đa	Nguồn
COE	350	0,111	0,056	0,017	0,726	Tính toán từ Refinitiv Eikon
CSRD	350	0,240	0,126	0,030	0,606	Tính toán từ BCTN, BCPTBV
SIZE	350	28,065	1,250	24,710	31,072	Tính toán từ Refinitiv Eikon
LEV	350	0,220	0,176	0,000	0,672	Tính toán từ Refinitiv Eikon
TANG	350	0,265	0,225	0,000	0,966	Tính toán từ Refinitiv Eikon
ROA	350	0,104	0,092	0,001	0,589	Tính toán từ Refinitiv Eikon
SOE	350	12,022	21,983	0,000	92,560	Tính toán từ Refinitiv Eikon

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

4.2 Kết quả hồi quy

Để kiểm tra tác động của CSRD đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp, nhóm tác giả tiến hành ước lượng hồi quy mô hình (1). Kết quả hồi quy được trình bày trong Bảng 2.

Bảng 2. Kết quả phân tích hồi quy theo S-GMM

Biến nghiên cứu	COE
CSRD	-0,077*** (-4,62)
SIZE	0,015*** (2,76)
LEV	-0,047 (-1,63)
TANG	0,034*** (3,68)
ROA	0,126*** (2,81)
SOE	-0,000** (-2,37)
L.COE	0,225*** (10,32)
Hệ số chặn	-0,327** (-2,21)
Số quan sát	273
Số biến công cụ	37
AR2 (p-value)	0,174
Hansen (p-value)	0,525

*Chú thích: Giá trị trong ngoặc tròn là giá trị thống kê t-statistics. *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.*

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Theo đó, kết quả ước lượng S-GMM của phương trình (1) được trình bày. Có thể thấy, hệ số hồi quy thể hiện liên kết giữa biến CSRD và COE có ý nghĩa thống kê và mang dấu âm ($\beta = -0,077$; $p < 1\%$). Do đó, giả thuyết H1 về việc CSRD có tác động nghịch biến đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu đã được xác thực. Ngoài ra, hầu hết các biến kiểm soát đều có tác động đến COE, điều này phù hợp với các nghiên cứu trước đây. Cụ thể, các biến SIZE, TANG và ROA đều có hệ số hồi quy dương và có ý nghĩa thống kê ($\beta = 0,015$; $p < 1\%$; $\beta = 0,034$; $p < 1\%$; $\beta = 0,126$; $p < 1\%$).

Điều này có nghĩa là các doanh nghiệp có quy mô lớn, tỷ lệ tài sản hữu hình cao có nhiều khả năng đạt được lợi nhuận lớn hơn và do đó, dự kiến sẽ tạo ra lợi nhuận sau thuế cao hơn (Fama & French, 1992). Hơn nữa, các doanh nghiệp có tỷ lệ tài sản cố định hữu hình cao hơn cũng được kỳ vọng đem lại tỷ suất sinh lời lớn hơn. Bởi vì, tài sản hữu hình là một ưu thế để doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận vốn vay ngân hàng và đảm bảo hoạt động sản xuất ổn định hơn. Biến SOE có hệ số hồi quy âm và có ý nghĩa thống kê ($\beta = -0,000$; $p < 1\%$); cho thấy sở hữu nhà nước có quan hệ nghịch biến với chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Điều này được giải thích bởi lý do là các doanh nghiệp Nhà nước hy sinh lợi nhuận để thực hiện các mục tiêu phi kinh tế do Chính phủ đề ra. Cuối cùng, độ trễ của biến phụ thuộc là dương và có ý nghĩa thống kê ($\beta = 0,225$, $p < 1\%$), giá trị p trong cả kiểm định Hansen và AR(2) đều hơn 10%. Vì vậy, kết quả nghiên cứu đảm bảo tính vững (Roodman, 2009).

Kết quả ước lượng S-GMM về tác động của CSRD theo từng chủ đề đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu được trình bày. Có thể thấy, các hệ số hồi quy của biến CSRD_ENV và CSRD_SOC có ý nghĩa thống kê và mang dấu âm ($\beta = -0,031$; $p < 1\%$; $\beta = -0,052$; $p < 1\%$). Hệ số hồi quy của biến CSRD_ECO tuy không có ý nghĩa thống kê nhưng vẫn thống nhất mang dấu âm so với các hệ số còn lại ($\beta = -0,024$; $p > 1\%$). Kết quả này một lần nữa xác nhận giả thuyết H1 về việc CSRD có tác động nghịch biến đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Đồng thời, kết quả này cũng cho thấy rằng CSRD mang thông tin phi tài chính có tác động chủ yếu trong việc giảm thiểu chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Điều này làm tăng sức nặng cho tầm quan trọng của các thông tin phi tài chính trong báo cáo phát triển bền vững của doanh nghiệp.

Trong các lĩnh vực, CSRD trong lĩnh vực kinh tế chưa cho thấy tác động ngược chiều đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Điều này có thể được giải thích bởi hai lý do. *Thứ nhất*, mức độ CSRD ở chủ đề này còn hạn chế. Ngoài một số thông tin cơ bản đã được trình bày chi tiết trong báo cáo tài chính và báo cáo thường niên (ví dụ, hiệu quả kinh tế), các thông tin còn lại ít được xuất hiện trong báo cáo phát triển bền vững (ví dụ, sự hiện diện trên thị trường, tác động kinh tế gián tiếp, thông lệ mua sắm, chống tham nhũng, hành vi cạnh tranh). *Thứ hai*, CSRD chủ đề môi trường và xã hội mang tính chất bắt buộc cao hơn so với CSRD chủ đề kinh tế trong báo cáo phát triển bền vững hoặc báo cáo thường niên của doanh nghiệp niêm yết. Cụ thể, Thông tư số 155/2015/TT-BTC hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán quy định công ty đại chúng phải báo cáo tác động liên quan đến môi trường và xã hội, bao gồm: quản lý nguồn nguyên vật liệu, tiêu thụ năng lượng, tiêu thụ nước, tuân thủ pháp luật về bảo vệ môi trường, chính sách liên quan đến người lao động, báo cáo liên quan đến trách nhiệm đối với cộng đồng địa phương, báo cáo liên quan đến hoạt động thị trường vốn xanh theo hướng dẫn của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Kết quả nghiên cứu đảm bảo tính vững khi độ trễ của biến phụ thuộc đều dương và có ý nghĩa thống kê ($\beta = 0,250$, $p < 1\%$; $\beta = 0,225$, $p < 1\%$; $\beta = 0,225$, $p < 1\%$), giá trị p trong các kiểm định Hansen và AR(2) đều hơn 10%. Ngoài ra, hầu hết các

biến kiểm soát đều có tác động đến biến phụ thuộc, phù hợp với kết quả của các nghiên cứu trước đây (Dhaliwal & cộng sự, 2014; Reverte, 2012).

Bảng 3. Kết quả phân tích hồi quy theo chủ đề CSRĐ

Biến nghiên cứu	(1) COE	(2) COE	(3) COE
CSRĐ_ECO	-0,024 (-0,56)		
CSRĐ_ENV		-0,031*** (-5,41)	
CSRĐ_SOC			-0,052*** (-3,25)
SIZE	0,005 (0,72)	0,013** (2,49)	0,011** (2,30)
LEV	-0,016 (-0,59)	-0,049* (-1,68)	-0,045* (-1,75)
TANG	0,025** (2,60)	0,033*** (3,41)	0,035*** (3,70)
ROA	0,095** (2,31)	0,117** (2,61)	0,107** (2,60)
SOE	0,000 (-0,40)	-0,000** (-2,14)	-0,000* (-1,88)
L.COE	0,250*** (11,81)	0,225*** (9,55)	0,225*** (10,31)
Hệ số chặn	-0,073 (-0,38)	-0,274* (-1,94)	-0,234* (-1,74)
Số quan sát	273	273	273
Số biến công cụ	37	37	37
AR2 (p-value)	0,173	0,192	0,185
Hansen (p-value)	0,285	0,597	0,386

*Chú thích: Giá trị trong ngoặc tròn là giá trị thống kê t-statistics. *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.*

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Nhóm tác giả sử dụng một proxy khác của biến phụ thuộc chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu để tăng cường tính vững của kết quả nghiên cứu (COE_CT), xây dựng theo mô hình Claus & Thomas (2001). Kết quả được trình bày trong Bảng 4. Theo đó, cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa CSRĐ và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Đồng thời, mức độ CSRĐ theo hai chủ đề môi trường và xã hội cũng được xác nhận tác động ngược chiều lên chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu.

Điều này cho thấy nghiên cứu đạt được tính vững khi kết quả không thay đổi dù thay thế hai proxy khác nhau của biến phụ thuộc chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu.

Bảng 4. Kết quả phân tích kiểm tra tính vững

Biến nghiên cứu	(1) COE_CT	(2) COE_CT	(3) COE_CT	(4) COE_CT
CSR_D	-0,043*** (-2,84)			
CSR_ECO		-0,003 (-0,11)		
CSR_ENV			-0,028*** (-3,52)	
CSR_SOC				-0,029* (-1,68)
SIZE	0,009*** (3,34)	0,008*** (2,93)	0,007*** (3,41)	0,008*** (2,96)
LEV	-0,116*** (-4,94)	-0,101*** (-4,82)	-0,114*** (-5,39)	-0,110*** (-4,64)
ROA	0,027 (0,87)	0,021 (0,73)	0,027 (0,88)	0,026 (0,85)
TANG	0,036*** (3,49)	0,038*** (3,15)	0,039*** (3,55)	0,035*** (3,37)
BIG4	0,013 (1,34)	0,015 (1,54)	0,010 (1,07)	0,016 (1,64)
L.COE_CT	0,088** (2,15)	0,111*** (3,05)	0,093*** (2,72)	0,088* (1,97)
Hệ số chặn	-0,112* (-1,76)	-0,102 (-1,60)	-0,062 (-1,25)	-0,102 (-1,52)
Số quan sát	183	183	183	183
Số biến công cụ	45	45	45	45
AR2 (p-value)	0,643	0,758	0,586	0,697
Hansen (p-value)	0,601	0,564	0,533	0,628

Chú thích: Giá trị trong ngoặc tròn là giá trị thống kê *t*-statistics. *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

5. Kết luận và kiến nghị

5.1 Kết luận

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả xem xét tác động của CSR_D đối với chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên thị

trường chứng khoán Việt Nam. Nhóm tác giả dựa trên bộ tiêu chí GRI (2016) để xây dựng một hệ thống chỉ số đo lường mức độ CSRD của doanh nghiệp và sử dụng phương pháp tiếp cận của Easton (2004), Harris & Wang (2013) để ước tính chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của các công ty niêm yết. Kết quả cho thấy các công ty có điểm CSRD cao hơn có chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu thấp hơn đáng kể. Đặc biệt, kết quả nghiên cứu cho thấy CSRD chủ đề về môi trường và xã hội có ý nghĩa thống kê trong việc giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của các công ty. Điều này xác nhận mối liên hệ đáng kể giữa các thông tin phi tài chính của doanh nghiệp niêm yết và tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng của các cổ đông trong doanh nghiệp.

5.2 Kiến nghị

Từ kết quả của nghiên cứu, nhóm tác giả đề xuất một số khuyến nghị đối với công ty niêm yết và cơ quan quản lý như sau:

Đối với công ty niêm yết

Dựa trên những phát hiện của nghiên cứu này, nhóm tác giả đề xuất rằng các công ty niêm yết ngành công nghiệp của Việt Nam nên đầu tư vào các hoạt động “có trách nhiệm với xã hội” để giảm chi phí tài trợ trên thị trường vốn, cụ thể là giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Hơn nữa, các công ty “có trách nhiệm với xã hội” nên tích cực cung cấp thông tin về trách nhiệm xã hội của mình cho công chúng thông qua các phương tiện truyền thông. Các thông tin phi tài chính như bảo vệ môi trường, mức độ phát thải, đóng góp cho cộng đồng và địa phương, bảo vệ người tiêu dùng, tuân thủ quy định về kinh tế, chính trị và xã hội thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư có chuẩn mực cao về trách nhiệm xã hội và môi trường. Do đó, doanh nghiệp cung cấp các thông tin phi tài chính này trong báo cáo phát triển bền vững của mình không chỉ thu hút nguồn vốn đầu tư mà còn xây dựng thương hiệu “doanh nghiệp có trách nhiệm với xã hội”.

Đối với cơ quan quản lý

Kết quả nghiên cứu cho thấy tầm quan trọng của các thông tin phi tài chính trong báo cáo phát triển bền vững của doanh nghiệp niêm yết đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Do đó, các cơ quan quản lý tại Việt Nam cần tiếp tục hoàn thiện các chính sách về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán. Thêm nữa, cần có thêm các hướng dẫn chi tiết hơn về việc lập báo cáo phát triển bền vững phù hợp với từng loại hình kinh doanh. Từ đó, các doanh nghiệp niêm yết có thể hiểu rõ cách thức đo lường, quản lý và công bố các tác động về môi trường và xã hội của doanh nghiệp mình trong báo cáo phát triển bền vững.

Tài liệu tham khảo

- Boutin-Dufresne, F. & Savaria, P. (2004), “Corporate social responsibility and financial risk”, *The Journal of Investing*, Vol. 13, pp. 57-66.
- Breuer, W., Muller, T., Rosenbach, D. & Salzmann, A. (2018), “Corporate social responsibility, investor protection, and cost of equity: a cross-country comparison”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 96, pp. 34-55.

- Chen, B. & Zhang, A. (2021), “How does corporate social responsibility affect the cost of equity capital through operating risk?”, *Borsa Istanbul Review*, Vol. 21, pp. S38-S45.
- Chen, R.C., Hung, S.W. & Lee, C.H. (2018), “Corporate social responsibility and firm idiosyncratic risk in different market states”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 25, pp. 642-658.
- Cho, S.Y., Lee, C. & Pfeiffer Jr, R.J. (2013), “Corporate social responsibility performance and information asymmetry”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 32, pp. 71-83.
- Claus, J. & Thomas, J. (2001), “Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts’ earnings forecasts for domestic and international stock markets”, *Journal of Finance*, Vol. 56, pp. 1629-1666.
- Cox, P. & Wicks, P.G. (2011), “Institutional interest in corporate responsibility: portfolio evidence and ethical explanation”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 103, pp. 143-165.
- Cui, J., Jo, H. & Na, H. (2018), “Does corporate social responsibility affect information asymmetry?”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 148, pp. 549-572.
- Deegan, C., Rankin, M. & Tobin, J. (2002), “An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997: a test of legitimacy theory”, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 15, pp. 312-343.
- Dhaliwal, D., Li, O.Z., Tsang, A. & Yang, Y.G. (2014), “Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: the roles of stakeholder orientation and financial transparency”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 33, pp. 328-355.
- 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*, Vol. 86, pp. 59-100.
- Easton, P.D. (2004), “PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital”, *The Accounting Review*, Vol. 79, pp. 73-95.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kim, H. & Park, K. (2018), “Corporate environmental responsibility and the cost of capital: international evidence”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 149, pp. 335-361.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C.C. & Mishra, D.R. (2011), “Does corporate social responsibility affect the cost of capital?”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35, pp. 2388-2406.
- Fama, E.F. & French, K.R. (1992), “The cross-section of expected stock returns”, *The Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 427-465.
- Feng, Z.-Y., Wang, M.-L. & Huang, H.-W. (2015), “Equity financing and social responsibility: further international evidence”, *The International Journal of Accounting*, Vol. 50, pp. 247-280.
- GRI (2016), “Full set of GRI Standards 2021”, <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>, truy cập ngày 11/12/2021.
- Harris, R.D. & Wang, P. (2013), “An improved earnings forecasting model”, <http://business-school.exeter.ac.uk/documents/papers/finance/2013/1302.pdf>, truy cập ngày 11/12/2021.
- Ho, J.C. & Wu, J.-J. (2021), “Are corporate social responsibility reports informative? Evidence from textual analysis of banks in China”, *China Finance Review International*, Vol. 12, pp. 101-120.
- Hou, K., Van Dijk, M.A. & Zhang, Y. (2012), “The implied cost of capital: a new approach”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 53, pp. 504-526.

- Jo, H. & Harjoto, M. (2014), “Analyst coverage, corporate social responsibility, and firm risk”, *Business Ethics: A European Review*, Vol. 23, pp. 272-292.
- Jo, H. & Na, H. (2012), “Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 110, pp. 441-456.
- Kim, Y., Li, H. & Li, S. (2014), “Corporate social responsibility and stock price crash risk”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 43, pp. 1-13.
- Kolbel, J.F., Busch, T. & Jancso, L.M. (2017), “How media coverage of corporate social irresponsibility increases financial risk”, *Strategic Management Journal*, Vol. 38, pp. 2266-2284.
- Le, X.Q., Nguyen, N.T. & Le, T.H.V. (2019), “The impact of corporate social responsibility on the cost of equity: an analysis of Vietnamese listed companies”, *Investment Management & Financial Innovations*, Vol. 16, pp. 87-96.
- Lee, D.D. & Faff, R.W. (2009), “Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: a global perspective”, *Financial Review*, Vol. 44, pp. 213-237.
- Li, Y. & Foo, C.T. (2015), “A sociological theory of corporate finance: societal responsibility and cost of equity in China”, *Chinese Management Studies*, Vol. 9 No. 3, pp. 269-294.
- Michaels, A. & Gruning, M. (2017), “Relationship of corporate social responsibility disclosure on information asymmetry and the cost of capital”, *Journal of Management Control*, Vol. 28, pp. 251-274.
- Mohr, L.A., Webb, D.J. & Harris, K.E. (2001), “Do consumers expect companies to be socially responsible? The impact of corporate social responsibility on buying behavior”, *Journal of Consumer Affairs*, Vol. 35, pp. 45-72.
- Pae, J. & Choi, T.H. (2011), “Corporate governance, commitment to business ethics, and firm valuation: evidence from the Korean stock market”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 100, pp. 323-348.
- Reverte, C. (2012), “The impact of better corporate social responsibility disclosure on the cost of equity capital”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 19, pp. 253-272.
- Richardson, A.J. & Welker, M. (2001), “Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 26, pp. 597-616.
- Roodman, D. (2009), “How to do xtabond2: an introduction to difference and system GMM in Stata”, *The Stata Journal*, Vol. 9, pp. 86-136.
- Sharfman, M.P. & Fernando, C.S. (2008), “Environmental risk management and the cost of capital”, *Strategic Management Journal*, Vol. 29, pp. 569-592.
- SSC & IFC (2013), “The handbook on sustainability reporting - a guide for listed companies in Vietnam”, https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/publications/publications_handbook_vietnam-sus, truy cập ngày 04/03/2022.
- Suzuki, K. & Tanimoto, K. (2005), “Corporate social responsibility in Japan: analyzing the participating companies in global reporting initiative”, EIJ Working Paper Series 208, Stockholm School of Economics, The European Institute of Japanese Studies.
- Viện Nghiên cứu Quản lý Phát triển bền vững (2021), “Nghiên cứu nền cho Dự án “Win-win for Vietnam””, Báo cáo do Phái đoàn Liên minh Châu Âu tại Việt Nam đồng tài trợ, Viện Nghiên cứu Truyền thông phát triển (RED Communication, Việt Nam) và Pro NGO! e.V (CHLB Đức) phối hợp thực hiện.
- Vo, X.V. (2017), “Foreign ownership and corporate cash holdings in emerging markets”, *International Review of Finance*, Vol. 18 No. 2, pp. 297-303.
- World Bank (2005), “Opportunities and options for governments to promote corporate social responsibility in Europe and Central Asia”, <https://documents1.worldbank.org/>

curated/en/257431468093573048/pdf/358740rev0CSR0in0Europe01PUBLIC1.pdf, truy cập ngày 14/04/2022.

Xu, S., Liu, D. & Huang, J. (2015), "Corporate social responsibility, the cost of equity capital and ownership structure: an analysis of Chinese listed firms", *Australian Journal of Management*, Vol. 40, pp. 245-276.

Yi, Y., Xie, B., Zhou, L. & Wei, Y. (2020), "Does CSR affect the cost of equity capital: empirical evidence from the targeted poverty alleviation of listed companies in China", *Plos One*, Vol. 15, e0227952.

Phụ lục

Phụ lục A: Đo lường chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

Thước đo COE theo mô hình Easton (2004) như sau:

$$P_t = \frac{FEPS_{t+2} - FEPS_{t+1}(1 - K_{ES} * k_{t+1})}{K_{ES}^2}$$

trong đó, P_t đại diện cho giá trị thị trường (giá đóng cửa có điều chỉnh) của cổ phiếu cuối năm t ; K_{ES} đại diện chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu; $FEPS_t$ đại diện cho thu nhập trên mỗi cổ phần kỳ vọng của công ty trong năm t . Thu nhập trên mỗi cổ phần kỳ vọng trong năm $t+1$ và $t+2$, tương tự, là $FEPS_{t+1}$ và $FEPS_{t+2}$; k_{t+1} là tỷ lệ chi trả cổ tức trong năm $t+1$, được giả định bằng tỷ lệ chi trả cổ tức năm t đối với các công ty có lợi nhuận dương.

Một số nghiên cứu gần đây sử dụng mô hình của Hou & cộng sự (2012) trong việc ước tính thu nhập trên mỗi cổ phần kỳ vọng. Tuy nhiên, Hou & cộng sự (2012) sử dụng dữ liệu của ít nhất mười năm cho các dự báo trước một năm. Để giải quyết các hạn chế về dữ liệu, Harris & Wang (2013) đề xuất ít nhất 5 năm dữ liệu cho các dự báo trước một năm. Do đó, trong bối cảnh thị trường mới nổi như Việt Nam, nhóm tác giả áp dụng theo Easton (2004) để ước tính chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu và theo Harris & Wang (2013) để dự báo trước một đến hai năm cho các công ty riêng lẻ. Nhóm tác giả cũng lưu ý rằng Refinitiv Eikon thường đưa ra dự báo trước một và hai năm cộng với dự báo tăng trưởng thu nhập trong dài hạn cho các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Tuy nhiên, số lượng quan sát cho các dự báo trước ba năm nhỏ đáng kể. Do đó, sự lựa chọn của nghiên cứu này về proxy cho chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu dựa trên mô hình Easton (2004) và Harris & Wang (2013) là lựa chọn tốt nhất. Mô hình của Harris & Wang (2013) như sau:

$$e_{j,t+k} = \delta_0 + \delta_1 P_{j,t} + \delta_2 e_{j,t} + \delta_3 b_{j,t} + \delta_4 b_{j,t-1} + \delta_5 P_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t+k}, \quad k=1,2$$

trong đó, $e_{j,t}$ là thu nhập trên mỗi cổ phần của công ty j trong năm t , $P_{j,t}$ là giá trị thị trường (giá đóng cửa có điều chỉnh) và $b_{j,t}$ là giá trị sổ sách của cổ phiếu j cuối năm t . Thu nhập trên mỗi cổ phần được dự báo từ mô hình trên đây được dùng để tính toán thước đo chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu theo mô hình Easton (2004).

Thước đo COE_CT theo mô hình Claus and Thomas (2001) như sau:

$$P_t = b_t + \sum_{\pi=1}^5 \frac{ae_{t+\pi}}{(1 + K_{CT})^\pi} + \frac{ae_{t+5}(1 + g)}{(K_{CT} - g)(1 + K_{CT})^5}$$

với một số giả định như sau:

$$\begin{aligned} ae_{t+\pi} &= FEPS_{t+\pi} - K_{CT} b_{t+\pi-1}; \\ b_{t+\pi} &= b_{t+\pi-1} + FEPS_{t+\pi}(1 - DPR_0); \\ DPR_{t+\pi} &= 0,5; \\ g &= r_f - r_{inf} \end{aligned}$$

trong đó, P_t là giá trị thị trường (giá đóng cửa có điều chỉnh); b_t là giá trị sổ sách cuối năm t ; K_{CT} đại diện chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu; r_f là lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm; r_{inf} là tỷ lệ lạm phát.

Phụ lục B: Đo lường công bố thông tin trách nhiệm xã hội

Phương pháp phân tích nội dung được áp dụng để đo lường mức độ công bố thông tin trách nhiệm xã hội của các công ty niêm yết trong mẫu nghiên cứu. Khi phân tích Báo cáo thường niên và Báo cáo phát triển bền vững của công ty, nếu có sự xuất hiện của mỗi tiêu chuẩn trong danh mục tiêu chuẩn từng chủ đề, thì tiêu chuẩn đó nhận giá trị 1, ngược lại nhận giá trị 0. Công thức tính điểm CSRD từng chủ đề kinh tế, môi trường, xã hội và điểm số CSRD tổng hợp được tính toán như sau:

$$CSR_{ECO}_i = \frac{\sum X_i}{6} \quad (1)$$

$$CSR_{ENV}_i = \frac{\sum X_i}{8} \quad (2)$$

$$CSR_{SOC}_i = \frac{\sum X_i}{19} \quad (3)$$

$$CSR_{i} = \frac{\sum X_i}{33} \quad (4)$$

trong đó, CSR_{ECO}_i là điểm số CSRD chủ đề kinh tế của công ty thứ i , $0 \leq CSR_{ECO} \leq 1$; CSR_{ENV}_i là điểm số CSRD chủ đề môi trường của công ty thứ i , $0 \leq CSR_{ENV} \leq 1$; CSR_{SOC}_i là điểm số CSRD chủ đề xã hội của công ty thứ i , $0 \leq CSR_{SOC} \leq 1$; CSR_i là điểm số CSRD tổng thể của công ty thứ i , $0 \leq CSR \leq 1$; X_i nhận giá trị 1 nếu công ty đạt tiêu chuẩn i ; ngược lại thì bằng 0; 6, 8, 19, và 33 lần lượt là số lượng tiêu chuẩn từng chủ đề và tổng số lượng tiêu chuẩn theo Bộ tiêu chí GRI năm 2016.