

Tác động của công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp niêm yết ngành thực phẩm và đồ uống

NGUYỄN THỊ LIÊN HƯƠNG*
NGÔ THỊ NGỌC**

Tóm tắt

Nghiên cứu này đánh giá tác động của việc công bố thông tin trách nhiệm xã hội (CSRD) đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (COE) của các doanh nghiệp (DN) ngành thực phẩm - đồ uống tại Việt Nam. Sử dụng phương pháp ước lượng bình phương tối thiểu (pooled OLS) để kiểm định sự tác động, kết quả nghiên cứu cho thấy, có sự tác động ngược chiều của Công bố thông tin trách nhiệm xã hội tới COE. Từ đó, nghiên cứu đưa ra các hàm ý quản trị nhằm giảm thiểu chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của DN.

Từ khóa: trách nhiệm xã hội, công bố thông tin, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

Summary

This study assesses the impact of corporate social responsibility disclosure (CSRD) on cost of equity (COE) in food and beverage companies in Vietnam. Using pooled ordinary least squares (pooled OLS) to test the influence, the research shows that CSRD creates a negative impact on COE. From this finding, the study provides management implications to reduce COE in enterprises.

Keywords: corporate social responsibility, disclosure, cost of equity

GIỚI THIỆU

Để đánh giá hiệu quả tài chính và sự tăng trưởng của các DN ngành thực phẩm - đồ uống, các chuyên gia cũng sẽ xem xét sự tác động của các yếu tố vi mô và vĩ mô, cũng như phân tích các quyết định tài chính của DN. Đối với nhà quản trị tài chính, quyết định chi phí sử dụng vốn là một trong những quyết định tài chính cơ bản, trả lời cho câu hỏi DN nên huy động vốn từ nguồn nào, nên đi vay hay phát hành cổ phiếu, chi phí cho việc sử dụng vốn ra sao, rủi ro đối với các quyết định huy động vốn là gì và đâu là các yếu tố tác động đến chi phí sử dụng vốn của DN?

Về mặt lý thuyết, có nhiều yếu tố tác động đến chi phí sử dụng vốn của DN, đó là các yếu tố chủ quan (lãi suất thị trường, chính sách thuế thu nhập DN...) và các nhân tố khách quan (chính sách đầu tư, chính sách tài trợ, chính sách cổ tức...). Tuy nhiên, giai đoạn gần đây,

có nhiều nghiên cứu đã đề cập tới trách nhiệm xã hội và vấn đề công bố thông tin trách nhiệm xã hội của DN, đồng thời xem xét tác động của trách nhiệm xã hội đến hiệu quả tài chính DN (Cho và cộng sự, 2019), đến giá trị DN (Tarek, 2019) cũng như tác động đến người tiêu dùng (Mercadé-Melé và cộng sự, 2018), đến chi phí sử dụng vốn (Sheikh, 2019). Nhưng, số lượng nghiên cứu tác động của trách nhiệm xã hội tới chi phí sử dụng vốn DN còn khá ít, chủ yếu tập trung ở các thị trường phát triển. Các nghiên cứu này cũng chưa có sự thống nhất về kết quả nghiên cứu. Có những nghiên cứu chỉ ra trách nhiệm xã hội làm giảm chi phí sử dụng vốn; song cũng có những nghiên cứu đưa ra bằng chứng ngược lại

* ThS., ** ThS., Trường Đại học Thương mại

Ngày nhận bài: 04/01/2023; Ngày phản biện: 15/01/2023; Ngày duyệt đăng: 19/01/2023

hoặc không tìm thấy mối liên hệ có ý nghĩa thống kê giữa trách nhiệm xã hội và chi phí sử dụng vốn (Sheikh, 2019).

Như vậy, về mặt học thuật, còn thiếu các nghiên cứu thực nghiệm về tác động công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến chi phí sử dụng vốn, nhất là đối với ngành thực phẩm đồ uống tại các nước đang phát triển, có nền kinh tế đặc thù như Việt Nam.

Xuất phát từ thực tế đó, việc đánh giá tác động của công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu tại các DN niêm yết Việt Nam ngành thực phẩm - đồ uống có ý nghĩa cả về lý luận, thực tiễn.

TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

Vấn đề bất cân xứng thông tin trong thị trường vốn, chi phí đại diện liên quan đến cấu trúc sở hữu và các khiếu nại từ bên ngoài đối với công ty bao gồm cả chủ nợ và chủ sở hữu chỉ ra sự xung đột liên quan đến việc ai sẽ là người chịu chi phí (Jensen và Meckling, 1976). Thêm vào góc nhìn thông thường, tiếp cận vấn đề đại diện mở rộng kết nối nhiều mối liên hệ giữa các bên liên quan, điều ảnh hưởng đến giá trị DN (Waddock và Graves, 1997).

Về mặt lý thuyết, thông tin về trách nhiệm xã hội có thể ảnh hưởng đến chi phí vốn cổ phần, cũng được hiểu là tỷ suất lợi nhuận đòi hỏi của các cổ đông thông qua một số kênh tác động.

Thứ nhất, thông tin về trách nhiệm xã hội làm giảm sự không chắc chắn của DN về dòng tiền trong tương lai và khai phá các cơ hội kinh doanh để tăng cường dòng tiền trong tương lai. El Ghoual và cộng sự (2011) chỉ ra mối quan hệ tiêu cực giữa CSRD và lãi suất thưởng kỳ vọng. Nghiên cứu đã thảo luận một cơ chế tích hợp, mà thông qua đó CSRD ảnh hưởng đến giá trị DN và đến rủi ro DN. Gregory và cộng sự, (2014) chỉ ra ảnh hưởng của CSRD đến giá trị DN và nhận ra nguồn gốc của giá trị đó bằng cách phân tách ảnh hưởng dự báo lợi nhuận, tăng trưởng dài hạn và chi phí sử dụng vốn.

Dựa trên quan điểm giảm thiểu rủi ro, Sharfman và Fernando (2008) tập trung vào phản ứng của thị trường vốn để cải thiện quản lý rủi ro môi trường và thấy rằng, điều này giúp giảm chi phí vốn cho vốn chủ sở hữu và nợ.

Thứ hai, việc mở rộng công bố các thông tin phi tài chính giúp giảm thiểu sự bất cân xứng thông tin và giảm chi phí đại lý phát sinh do sự sai lệch lợi ích giữa ban quản lý và nhà tài trợ. Dhaliwal và cộng sự (2011) chứng minh, chất lượng công bố thông tin trách nhiệm xã hội có liên quan tiêu cực đến chi phí vốn cổ phần của các công ty niêm yết, đồng thời tương quan tiêu cực này rõ ràng hơn giữa các công ty của các ngành công nghiệp nhạy cảm với môi trường; mối quan hệ tiêu cực giữa công bố CSRD và chi phí vốn cổ phần vốn có ý nghĩa cao hơn đối với các DN nhà nước. Nghiên cứu đã chứng minh bằng thực nghiệm rằng, chất lượng CSRD có liên quan tiêu cực hơn đến chi phí vốn cổ phần giữa các công ty niêm yết lớn so với các công ty nhỏ hơn (Li và Liu, 2018).

Nghiên cứu của Chen và Zhang (2021) tại các công ty Trung Quốc cũng khẳng định mối quan hệ nghịch chiều giữa CSRD và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu; theo đó, việc tích cực tham gia vào các hoạt động trách nhiệm xã hội có thể giúp các công ty giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu.

PHƯƠNG PHÁP VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Mẫu và dữ liệu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu là các DN niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam ngành thực phẩm và đồ uống giai đoạn 2015-2020. Tác giả lựa chọn thời gian nghiên cứu từ thời điểm năm 2015 là năm Bộ Tài chính ban hành Thông tư số 155/2015/TT-BTC, ngày 06/10/2015 hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán. Đây được coi là văn bản pháp lý đầu tiên có quy định về việc công khai thông tin phát triển bền vững của DN. Số DN là 35 DN trong thời gian 7 năm, nên tổng số quan sát là 245 quan sát.

Mô hình và biến nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu

Dựa trên các giả thuyết nghiên cứu, tác giả đưa ra mô hình nghiên cứu sau, với biến phụ thuộc là: Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu; CSRD là biến giải thích, các biến kiểm soát được đưa vào mô hình bao gồm: Quy mô và Đòn bẩy tài chính:

$$COE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSRD_{i,t} + \beta_2 Leverage_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Các biến nghiên cứu trong mô hình được thể hiện ở Bảng 1.

Biến phụ thuộc: Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (COE) được tính theo giá trị thị trường, dựa vào phần bù rủi ro và hệ số β .

$$COE = R_f + \beta (R_M - R_f) \quad (2)$$

Trong đó: R_f : Suất sinh lời phi rủi ro; β : Hệ số beta; R_M : Suất sinh lời bình quân của thị trường.

Biến giải thích: Công bố thông tin trách nhiệm xã hội (CSRD). Thông tin được thu thập từ báo cáo thường niên và báo cáo phát triển bền vững của DN, dữ liệu được lấy từ trang www.Vietstock.com và website của DN. Nếu DN có lập báo cáo trách nhiệm xã hội thì sẽ chấm 1 điểm, nếu không có sẽ chấm 0 điểm.

BẢNG 1: TỔNG HỢP CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH

Biến	Ký hiệu	Định nghĩa	Đo lường	Dấu kỳ vọng
Biến phụ thuộc	COE	Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	$= R_i + \beta (R_M - R_f)$	
Biến giải thích	CSRD	Công bố thông tin trách nhiệm xã hội	Nhận giá trị 1 nếu DN có báo cáo TNXH; Nhận giá trị 0 nếu DN không có báo cáo TNXH	(-)
Biến kiểm soát	Size	Quy mô DN	Logarit của tổng tài sản	(-)
	Leverage	Đòn bẩy tài chính	Nợ/Tổng tài sản	(+)

BẢNG 2: THỐNG KÊ MÔ TẢ CÁC BIẾN

Biến	Số quan sát	Mean	S.D	Min	Max
COE	245	0,079	0,064	-0,111	0,297
CSRD	245	0,238	0,427	0	1
Leverage	245	0,473	0,218	0,042	1,168
Size	245	27,670	1,628	24,590	32,382

BẢNG 3: MA TRẬN TƯƠNG QUAN

	COE	CSR	Leverage	Size
COE	1,000			
CSRD	-0,112	1,000		
Leverage	-0,025	-0,070	1,000	
Size	0,253	0,001	0,028	1,000

BẢNG 4: KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH ĐA CỘNG TUYẾN

Biến	VIF	1/VIF
CSRD	1,01	0,994
Leverage	1,00	0,995
Size	1,00	0,999
Mean VIF	1,00	

BẢNG 5: KẾT QUẢ HỒI QUY OLS

COE	Coef.	S.E	T	P> t
CSRD	-0,017	0,009	-1,86	0,065*
Leverage	-0,011	0,018	-0,64	0,520
Size	0,010	0,002	4,11	0,000***
_cons	-0,188	0,068	-2,77	0,006***

Các mức ý nghĩa: ***1%, **5%, *10%

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

Biến kiểm soát:

- Quy mô DN (Size): Quy mô DN càng lớn, thì khả năng đa dạng hóa hoạt động kinh doanh tốt hơn và làm giảm thiểu rủi ro trong đầu tư. DN lớn với nhiều cổ đông cũng bị yêu cầu về tính minh bạch hóa cao hơn nên giảm thiểu được các chi phí đại diện do bất cân xứng thông tin. Quy mô DN được đo bằng logarit của tổng tài sản và giả thiết có quan hệ ngược chiều với chi phí sử dụng vốn của DN. Quy mô DN được đo lường dựa trên logarit của tổng tài sản.

- Đòn bẩy tài chính (Leverage) làm thay đổi mức độ rủi ro tài chính của DN, vì vậy tác động đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của DN.

Phương pháp nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, dữ liệu bảng dạng DN - năm được sử dụng để phân tích hồi quy. Dữ liệu bảng có ưu điểm là xem xét cả về mặt chuỗi thời gian và cả theo không gian nên có thể xem xét dữ liệu phức tạp biến

động theo cả hai chiều. Phương pháp hồi quy được sử dụng là bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS).

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Thống kê mô tả các biến

Trên cơ sở bộ dữ liệu thu thập được, nhóm tác giả thực hiện thống kê mô tả các biến mô hình. Kết quả thống kê mô tả các biến chỉ ra rằng, COE trung bình trong giai đoạn đạt 0,079, trong đó lớn nhất là 0,297 và nhỏ nhất là (-0,111); CSRD trung bình đạt 0,238, trong đó lớn nhất là 1 và nhỏ nhất là 0; Leverage trung bình trong giai đoạn đạt 0,473, trong đó thấp nhất là 0,042 và cao nhất là 1,168; Size trung bình là 27,670, thấp nhất là 24,590 và cao nhất là 32,382 (Bảng 2).

Ma trận tương quan

Hệ số tương quan chỉ ra mối quan hệ hai chiều giữa từng cặp biến với nhau. Hệ số tương quan càng lớn cho thấy mối quan hệ giữa hai biến càng chặt và ngược lại, hệ số tương quan thấp diễn tả mối quan hệ giữa 2 biến không chặt. Đồng thời, với hệ số dương chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa các cặp biến, hệ số âm cho thấy quan hệ ngược chiều giữa hai biến. Kết quả cho thấy, biến COE có quan hệ ngược chiều với CSRD và Leverage, quan hệ thuận chiều với Size (Bảng 3). Tuy nhiên, hệ số tương quan chỉ đánh giá quan hệ 2 chiều, mà không đánh giá được tác động một chiều các biến lên biến phụ thuộc. Do vậy, nhóm tác giả tiếp tục thực hiện phân tích hồi quy.

Kết quả hồi quy

Để đảm bảo các biến độc lập khi đưa vào phân tích hồi quy không có đa cộng tuyến với nhau, nhóm tác giả thực hiện kiểm định đa cộng tuyến. Kết quả kiểm định đa cộng tuyến (Bảng 4) chỉ ra các giá trị hệ số phóng đại phương sai VIF đều < 10, nên các biến nghiên cứu trong mô hình không có đa cộng tuyến với nhau.

Sau khi kiểm định đa cộng tuyến, nhóm tác giả tiến hành phân tích hồi quy OLS. Kết quả hồi quy được trình bày tại Bảng 5.

Kết quả chỉ ra CSRD và Leverage tác động ngược chiều lên COE, kết quả này cho biết, việc công bố CSRD có mối quan hệ ngược chiều với chi phí vốn chủ sở hữu của DN ngành thực phẩm - đồ uống ở mức ý nghĩa 10%.

Trong nhóm các biến kiểm soát của mô hình, kết quả nghiên cứu chỉ cho thấy, biến Size thể hiện ảnh hưởng thuận chiều có ý nghĩa thống kê đến COE ở mức 1%. Điều này có nghĩa là, quy mô DN càng lớn thì chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu càng tăng.

KẾT LUẬN

Kết quả nghiên cứu cho thấy, CSRD có tác động ngược chiều tới Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu, kết luận này phù hợp với kết quả của các nghiên cứu trước đây như Li và Liu (2018). Mục tiêu của các DN là thông báo cho các bên liên quan về các hoạt động có trách nhiệm xã hội khác nhau với mục đích duy trì hoạt động kinh doanh, giảm rủi ro tài chính và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Điều này cho thấy, các DN ngành thực phẩm - đồ

uống cần chú trọng trong việc cải thiện và tăng mức độ công bố thông tin trách nhiệm xã hội của mình nhằm giúp DN không những đạt được các mục tiêu trên, mà còn tăng giá trị của DN trên thị trường.

Trong khi đó, Đồn bẫy tài chính tác động ngược chiều đến Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của DN, điều này có thể giải thích là do quy mô của các DN ngành thực phẩm - đồ uống đa phần là nhỏ, năng lực tài chính bị hạn chế. Vì thế, khi DN vay nợ càng nhiều, chi phí đi vay càng lớn dẫn tới hệ số nợ trung bình cao, điều đó dẫn tới ROE của DN thấp, DN có xu hướng phụ thuộc với việc đi vay để duy trì vốn hoạt động sẽ khiến cho DN vượt qua điểm lợi ích của đồn bẫy tài chính.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu còn cho thấy, tác động thuận chiều của Quy mô DN với Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Tức là, các DN ngành thực phẩm - đồ uống cần chú trọng xây dựng hình ảnh DN, mở rộng quy mô hoạt động sản xuất, kinh doanh. Tuy nhiên, DN không nên phụ thuộc quá nhiều vào nguồn vốn vay để đảm bảo nâng cao hiệu quả tài chính của DN. □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Chen, B., and Zhang, A. (2021), How does corporate social responsibility affect the cost of equity capital through operating risk?, *Borsa Istanbul Review*, 21, 38-45.
2. Cho, S. J., Chung, C. Y., and Young, J. (2019), Study on the relationship between CSR and financial performance, *Sustainability (Switzerland)*, 11(2), 1-26, <https://doi.org/10.3390/su11020343>.
3. Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., and Yang, Y. G. (2011), Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting, *Accounting Review*, 86(1), 59-100, <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>.
4. El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., and Mishra, D. R. (2011), Does corporate social responsibility affect the cost of capital?, *Journal of Banking and Finance*, 35(9), 2388-2406, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>.
5. Gregory, A., Tharyan, R., and Whittaker, J. (2014), Corporate social responsibility and firm value: Disaggregating the effects on cash flow, risk and growth, *Journal of Business Ethics*, 124(4), 633-657.
6. Ioannou, I., and Serafeim, G. (2015), The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics, *Strategic Management Journal*, 36(7), 1053-1081.
7. Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
8. Li, S., and Liu, C. (2018), Quality of Corporate Social Responsibility Disclosure and Cost of Equity Capital: Lessons from China, *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(11), 2472-2494, <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1443441>.
9. Mercadé-Melé, P., Molinillo, S., Fernández-Morales, A., and Porcu, L. (2018), CSR activities and consumer loyalty: The effect of the type of publicizing medium, *Journal of Business Economics and Management*, 19(3), 431-455.
10. Sharfman, M. P., and Fernando, C. S. (2008), Environmental risk management and the cost of capital, *Strategic Management Journal*, 29(6), 569-592.
11. Sheikh, S. (2019), Corporate social responsibility and firm leverage: The impact of market competition, *Research in International Business and Finance*, 48, 496-510.
12. Tarek, Y. (2019), The Impact of Financial Leverage and CSR on the Corporate Value: Egyptian Case, *International Journal of Economics and Finance*, 11(4), <https://doi.org/10.5539/ijef.v11n4p74>.
13. Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997), The corporate social performance-financial performance link, *Strategic management journal*, 18(4), 303-319.
14. Ye, K., and Zhang, R. (2011), Do lenders value corporate social responsibility? Evidence from China, *Journal of Business Ethics*, 104(2), 197-206.