

# Nghiên cứu tác động của trách nhiệm xã hội đến giá trị doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam<sup>1</sup>

PHẠM THỊ THÚY HẰNG\*

## Tóm tắt

Nghiên cứu xem xét tác động của trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (Corporate Social Responsibility - CSR) đến giá trị doanh nghiệp tại 374 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2010-2016. Kết quả nghiên cứu cho thấy, CSR có tác động gia tăng giá trị doanh nghiệp qua ba phương pháp ước lượng: Bình phương nhỏ nhất (OLS); Tác động cố định (FE) và Hồi quy hai bước (2SLS). Nghiên cứu được kỳ vọng mang lại giá trị tham khảo cho các nhà quản trị doanh nghiệp khi xem xét để đưa ra quyết định về tham gia hoạt động CSR, đồng thời gợi mở giải pháp cho các nhà hoạch định chính sách trong việc bổ sung các quy định, nhằm khuyến khích doanh nghiệp tham gia các hoạt động liên quan đến phát triển bền vững.

**Từ khóa:** CSR, giá trị doanh nghiệp, phát triển bền vững, Việt Nam

## Summary

The study examines the impact of corporate social responsibility (CSR) on firm value at 374 non-financial companies listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE) and the Hanoi Stock Exchange (HNX) from 2010 to 2016. The findings reveal that CSR positively impacts firm value through three estimation approaches such as ordinary least squares (OLS), fixed effect (FE), and two-step least squares (2SLS). The outcome provides a rationale for corporate management to engage in CSR activities as well as policy implications for the authorities in supplementing regulations to encourage enterprises to participate in activities related to sustainable development.

**Keywords:** CSR, firm value, sustainable development, Vietnam

## GIỚI THIỆU

Trong khoảng hai mươi năm gần đây, có hàng loạt bài nghiên cứu về CSR tại các quốc gia. Điều này cho thấy, CSR đang là vấn đề nóng hổi được nhiều đối tượng trong xã hội quan tâm. Hiện các doanh nghiệp Việt Nam đã chú tâm hơn đến các hoạt động CSR, nhưng số công trình nghiên cứu về CSR được công bố tại Việt Nam còn khá ít do hạn chế về dữ liệu. Bởi vậy, tác giả chọn Việt Nam là nơi để kiểm định các nghiên cứu tiền đề, nhằm trả lời câu hỏi liệu tác động của CSR đến giá trị doanh nghiệp tại các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam theo hướng nào? Nghiên cứu được kỳ vọng mang lại cơ sở lý luận cho nhà quản trị doanh nghiệp trong việc tham gia CSR. Thay vì do dự và đắn đo trước việc tham gia hay không tham gia

hoạt động CSR, nhà quản trị doanh nghiệp nên tích hợp CSR vào chiến lược phát triển của mình. Đối với nhà hoạch định chính sách, nghiên cứu hy vọng sẽ mang lại bằng chứng thực nghiệm về tác động tích cực của CSR, từ đó làm căn cứ cho các chính sách ưu tiên và yêu cầu công bố thông tin liên quan đến hoạt động CSR.

## CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

### Cơ sở lý thuyết

Thuyết đại diện và thuyết các bên liên quan, là hai tiền tố hình thành nên giả thiết nghiên cứu về tác động của CSR đến giá trị của doanh nghiệp. Jensen và Meckling (1976) đưa ra thuyết đại diện và cho rằng, sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý đã làm cho nhà quản trị có thể đầu tư quá tay vào nhiều dự án chỉ để gia tăng danh tiếng và làm lợi cho bản thân họ. Một trong các quyết định đầu tư dạng này được các nghiên cứu tiền đề chứng minh có hoạt động đầu tư vào CSR

\* TS., Trường Đại học Quy Nhơn

Ngày nhận bài: 14/06/2022; Ngày phản biện: 02/7/2022; Ngày duyệt đăng: 12/7/2022

<sup>1</sup> Nghiên cứu được thực hiện trong khuôn khổ đề tài khoa học công nghệ cấp cơ sở của Trường Đại học Quy Nhơn với mã số T2021.731.34

**BẢNG 1: MÔ TẢ CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU**

Tên biến	Diễn giải	Công thức tính
$FV_{it}$	Giá trị Tobin Q	$[(\text{Giá trị thị trường cổ phiếu thường} + \text{Giá trị sổ sách cổ phiếu ưu đãi}) + \text{Giá trị sổ sách nợ}] / \text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}$
$CSR_{it}$	Điểm số CSR	Tổng điểm 6 hoạt động CSR của doanh nghiệp ( $0 \leq CSR_{it} \leq 12$ )
$ROA_{it}$	Tỷ suất sinh lời tổng tài sản	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản
$DIV_{it}$	Tỷ lệ chi trả cổ tức	Tổng cổ tức/Lợi nhuận sau thuế
$LEV_{it}$	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu
$AGE_{it}$	Tuổi của doanh nghiệp	Tuổi của doanh nghiệp được tính từ lúc doanh nghiệp trở thành công ty cổ phần
$SIZE_{it}$	Quy mô doanh nghiệp	Logarit tự nhiên của tổng tài sản

Nguồn: Tổng hợp nghiên cứu của tác giả

(Cheng và cộng sự, 2013; Ferrell và cộng sự, 2016). Theo đó, các nhà quản trị có thể đầu tư nhiều hơn mức bình thường vào các hoạt động CSR, để làm lợi cho bản thân hoặc gia tăng tiếng tăm, thay vì mục tiêu phát triển bền vững của xã hội và cộng đồng. Quan điểm này cho rằng CSR làm giảm giá trị doanh nghiệp.

Trong nghiên cứu của Kang và cộng sự (2010), hoạt động CSR được chứng minh có tác động gia tăng giá trị doanh nghiệp (được xác định bằng TobinQ và tỷ số giá thu nhập), nhưng lại không làm tăng khả năng sinh lời tại ngành nhà hàng và khách sạn. Ngược lại, đối với ngành hàng không, việc gia tăng hoạt động CSR không làm tăng giá trị doanh nghiệp, nhưng lại làm giảm khả năng sinh lời.

Từ những nghiên cứu trên cho thấy, các nghiên cứu sử dụng mẫu tại các nước đang phát triển thường cho kết quả không đồng nhất. Điều đó cho thấy, sự cấp thiết cần có một nghiên cứu làm rõ mối quan hệ giữa hoạt động CSR và giá trị doanh nghiệp thông qua sử dụng mẫu nghiên cứu tại một thị trường mới nổi như Việt Nam.

### Mô hình nghiên cứu

#### Xây dựng giả thiết và mô hình nghiên cứu

Goss và Roberts (2007) chứng minh rằng, doanh nghiệp ít thực hiện CSR thường phải trả lãi vay cao hơn các doanh nghiệp tham gia hoạt động CSR thường xuyên. Trong khi đó, El Ghoul và cộng sự (2011) đã chứng minh rằng, doanh nghiệp với điểm số phát triển bền vững cao sẽ có chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu thấp hơn. Những kết quả nghiên cứu này chứng minh rằng, việc tham gia các hoạt động CSR giúp doanh nghiệp tiếp cận các nguồn vốn có chi phí thấp hơn, nhờ đó sẽ làm gia tăng giá trị của doanh nghiệp. Vì vậy, giả thiết nghiên cứu được đưa ra là: Trách nhiệm xã hội giúp gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Mô hình nghiên cứu được đưa ra dựa trên nghiên cứu của Jo và Harjoto (2011); Kim và cộng sự (2018) như sau:

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 DIV_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \text{Biến giả năm} + \text{Biến giả ngành} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:  $FV_{it}$  là biến phụ thuộc đo lường giá trị doanh nghiệp;  $CSR_{it}$  là biến độc lập đo lường mức độ tham gia hoạt động CSR của doanh nghiệp.  $ROA_{it}$ ,  $DIV_{it}$ ,  $LEV_{it}$ ,  $SIZE_{it}$  và  $AGE_{it}$  lần lượt là các biến: Tỷ suất sinh lời tổng tài sản; Tỷ lệ chi trả cổ tức; Đòn bẩy tài chính; Quy mô và Tuổi của doanh nghiệp.

Nghiên cứu sử dụng: Phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất (OLS-Ordinary Least Square); Tác động cố định (FE-Fixed Effect); Phương pháp hồi quy hai bước (2SLS-Two Stages Least Square).

#### Đo lường các biến trong mô hình

Biến phụ thuộc  $FV_{it}$  được xác định bằng hệ số Tobin Q. Đây là thang đo được dùng để đo lường giá trị doanh nghiệp (Chung và Pruitt, 1994). Tobin Q được xác định bằng cách chia tổng của giá trị thị trường vốn chủ sở hữu và giá trị sổ sách của nợ cho tổng giá trị tài sản theo sổ sách.

Biến độc lập là  $CSR_{it}$  được xác định bằng điểm số thực hiện CSR của các doanh nghiệp niêm yết. Cách xác định giá trị  $CSR_{it}$  dựa theo nghiên cứu của Said và cộng sự (2009); Zeng và cộng sự (2012). Biến số được xác định thông qua phương pháp chấm điểm 6 hoạt động theo hướng dẫn của Thông tư số 155/2015/TT-BTC, ngày 06/10/2015 của Bộ Tài chính hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán, 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; Trách nhiệm liên quan đến cộng đồng địa phương. Tùy theo mức độ công bố thông tin, các hoạt động sẽ được cho điểm từ 0 đến 2 điểm (0 điểm nếu doanh nghiệp không công bố thông tin về hoạt động; 1 điểm nếu doanh nghiệp chỉ công bố thông tin chung; 2 điểm nếu doanh nghiệp cung cấp thông tin, số liệu cụ thể với số tiền và lượng tiêu thụ cho từng hoạt động).  $CSR_{it}$  là giá trị tổng của 6 hoạt động trên.

Các biến: Tỷ lệ sinh lời tổng tài sản ( $ROA_{it}$ ); Tỷ lệ chi trả cổ tức ( $DIV_{it}$ ); Đòn bẩy tài chính ( $LEV_{it}$ ); Quy mô ( $SIZE_{it}$ ); Tuổi ( $AGE_{it}$ ) là các biến kiểm soát và được đo lường như Bảng 1.

#### Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên và bản cáo bạch của 374 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên hai sàn chứng khoán chính thống của Việt Nam là HOSE và HNX trong giai đoạn 2010-2016. Sau khi loại những doanh nghiệp không đảm bảo dữ liệu nghiên cứu, 374 doanh nghiệp được lựa chọn (Bảng 2). Lý do tác giả lựa chọn dữ liệu nghiên cứu trong giai đoạn 2010-2016, bởi đây là thời điểm hoạt động CSR của các doanh nghiệp còn khá mới và hướng dẫn của Bộ Tài chính về công bố

thông tin về hoạt động CSR (Thông tư số 155/2015/TT-BTC) vừa được ban hành. Vì vậy, việc đánh giá tác động CSR đến giá trị doanh nghiệp mang tính khách quan hơn. Toàn bộ dữ liệu được làm sạch bằng cách loại bỏ các dữ liệu bất thường ở mức 1% và trên 99% bằng phần mềm STATA.

## KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

### Kết quả thống kê mô tả

Các thông số giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất của các biến được thể hiện như Bảng 3.

Từ kết quả ở Bảng 3, Tobin Q có giá trị trung bình là 0,99 cho thấy, giá trị thị trường của các doanh nghiệp niêm yết chiếm 99% tổng giá trị sổ sách. Giá trị tối thiểu của Tobin Q là 0,41; giá trị tối đa của biến này là 2,7. Với CSR, giá trị trung bình là 0,915; giá trị nhỏ nhất là 0 và cao nhất là 12. ROA có giá trị trung bình là 5,9%; giá trị tối thiểu là -10,3% và giá trị tối đa là 29,9%. DIVP có giá trị trung bình là 43,6% (điều này cho thấy, trung bình các công ty niêm yết dùng 43,6% lợi nhuận sau thuế để chi trả cổ tức); giá trị cao nhất là 217,8% (Công ty Cổ phần Kỹ nghệ Đô Thành, mã chứng khoán DTT vào năm 2010); giá trị thấp nhất là 0%. Quy mô công ty (SIZE) có giá trị trung bình là 27,107; giá trị cao nhất là 30,895 và giá trị thấp nhất là 23,719. Tuổi (AGE) có giá trị trung bình là 10,393 cho thấy, bình quân các công ty có tuổi đời còn khá trẻ, công ty trẻ nhất là 4 năm và lâu đời nhất là được thành lập 23 năm.

### Phân tích tương quan

Dựa vào ma trận hệ số tương quan có thể thấy, CSR có tác động làm tăng FV ở mức ý nghĩa 1%. ROA, DIVP, SIZE và AGE có tác động làm tăng FV ở mức ý nghĩa thống kê 1%. Điều này cho thấy, tỷ suất lợi nhuận tài sản, tỷ suất cổ tức, quy mô doanh nghiệp và tuổi doanh nghiệp làm tăng giá trị doanh nghiệp. Ngược lại, đòn bẩy tài chính có tác động nghịch chiều đến FV ở mức ý nghĩa 1% (Bảng 4).

### Kết quả ước lượng hồi quy

Bảng 5 trình bày kết quả ước lượng hồi quy theo OLS và FE. Về giá trị, thì mô hình (1) và (2) với ước lượng OLS cho thấy, CSR có tác động dương đến FV và có mức ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Để chắc chắn không có hiện tượng phương sai thay đổi, kiểm định Breusch-Pagan test được tiến hành. Giá trị p-value được tìm thấy có ý nghĩa thống kê ở hai mô

BẢNG 2: MÔ TẢ MẪU NGHIÊN CỨU THEO NGÀNH

Ngành	Số lượng doanh nghiệp	Tỷ lệ (%)	Ngành	Số lượng doanh nghiệp	Tỷ lệ (%)
Vật liệu xây dựng	31	8,29	Dược phẩm - hóa chất	16	4,28
Xây dựng	56	14,97	Nhựa	16	4,28
Giáo dục	22	5,88	Bất động sản	29	7,75
Năng lượng-điện	15	4,01	Cao su	9	2,41
Phân bón	2	0,53	Hải sản	12	3,21
Thực phẩm	23	6,15	Thép	9	2,41
Đầu tư	12	3,21	Viễn thông	18	4,81
Sản xuất	29	7,75	Du lịch và dịch vụ	11	2,94
Khai khoáng	17	4,55	Thương mại	15	4,01
Dầu và gas	6	1,60	Giao thông	26	6,95
Tổng	374	100			

BẢNG 3: THỐNG KÊ MÔ TẢ CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị tối thiểu	Giá trị tối đa
FV	2.565	0,990	0,336	0,410	2,700
CSR	2.618	0,915	2,370	0	12
ROA	2.565	0,059	0,059	-0,103	0,299
DIVP	2.581	0,436	0,373	0	2,178
LEV	2.565	1,528	1,417	0,054	8,098
SIZE	2.566	27,107	1,389	23,719	30,895
AGE	2.576	10,393	3,376	4	23

BẢNG 4: MA TRẬN HỆ SỐ TƯƠNG QUAN GIỮA CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

	1	2	3	4	5	6	7
(1) FV	1						
(2) CSR	0,247***	1					
(3) ROA	0,512***	0,181***	1				
(4) DIVP	0,091***	0,028	0,196***	1			
(5) LEV	-0,088***	-0,074***	-0,414***	-0,077***	1		
(6) SIZE	0,071***	0,263***	-0,109***	-0,087***	0,243***	1	
(7) AGE	0,075***	0,221***	0,043**	0,001	-0,140***	-0,030	1

BẢNG 5: KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG HỒI QUY

Biến phụ thuộc	FV			
	OLS		FE	
Phương pháp	(1)	(2)	(3)	(4)
Mô hình	(1)	(2)	(3)	(4)
CSR	0,024*** (0,003)	0,019*** (0,003)	0,017*** (0,003)	0,013*** (0,003)
ROA	3,375*** (0,107)	3,224*** (0,107)	2,291*** (0,137)	1,934*** (0,127)
DIVP	0,015 (0,015)	0,024 (0,015)	0,030* (0,015)	0,024* (0,014)
LEV	0,039*** (0,003)	0,040*** (0,004)	0,030*** (0,009)	0,025*** (0,009)
SIZE	0,017*** (0,005)	0,014*** (0,005)	0,048** (0,022)	0,064*** (0,020)
AGE	0,005*** (0,002)	0,001 (0,002)	0,011*** (0,003)	-0,010*** (0,003)
Hằng số	0,167 (0,116)	0,323*** (0,134)	-0,660 (0,584)	-0,750 (0,535)
Biến giả năm	Không	Có	Không	Có
Biến giả ngành	Không	Có	Không	Không
Số quan sát	2.353	2.353	2.353	2.353
R <sup>2</sup>	0,3617	0,4351	0,3134	0,3044

\*\*\*, \*\*, \*: mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5% và 1%

Nguồn: Tổng hợp nghiên cứu của tác giả

hình cho thấy, có sự tồn tại của hiện tượng này. Để khắc phục hiện tượng trên, hồi quy OLS được thực hiện bằng cách sử dụng sai số chuẩn vững (robust standard errors).

**BẢNG 6: KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG HỒI QUY HAI BƯỚC**

Biến phụ thuộc	FV	
	IV-2SLS	
Phương pháp	(5)	(6)
Mô hình		
CSR	0,106** (0,048)	0,118* (0,070)
ROA	2,810*** (0,316)	2,568*** (0,508)
DIVP	0,006 (0,018)	0,008 (0,018)
LEV	0,044*** (0,008)	0,042*** (0,007)
SIZE	-0,021 (0,024)	-0,023 (0,030)
Hằng số	1,236** (0,616)	1,142* (0,641)
Số quan sát	2.367	2.367
R <sup>2</sup>	0,078	0,077
Biến giả năm	Không	Có

\*\*\*, \*\*, \*: mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5% và 1%

Nguồn: Tổng hợp nghiên cứu của tác giả

Bên cạnh đó, hệ số VIF (variance inflation factor) của hai mô hình đều nhỏ hơn 2 cho thấy, không có sự tồn tại của hiện tượng đa cộng tuyến. Tuy nhiên, so sánh ước lượng ở hai mô hình (1) và (2), rõ ràng hệ số của CSR ở mô hình (2) thấp hơn ở mô hình (1). Điều này chứng tỏ, mô hình OLS có thể tồn tại khuyết tật. Để khắc phục hạn chế này, phương pháp ước lượng cố định (FE) được đưa vào, kết quả hồi quy được thể hiện ở mô hình (3) và (4). Tác giả đã thực hiện ước lượng ngẫu nhiên (RE) và tiến hành kiểm định Hausman. Tuy nhiên, kết quả kiểm định cho thấy, phần hồi quy theo FE chính xác hơn, nên chỉ phân kết quả của FE được đưa vào Bảng 5.

Kiểm định Durbin, Wu-Hausman cho thấy, hiện tượng nội sinh có tồn tại. Để khắc phục hiện tượng này, phương pháp hồi quy hai bước được sử dụng để loại bỏ

hiện tượng nội sinh (Bảng 6). Biến nội sinh được xác định là CSR và biến công cụ được sử dụng là tỷ lệ nợ dài hạn (biến này không tương quan với FV, nhưng tương quan mạnh với CSR). Kết quả trong mô hình (5) và (6) khá đồng nhất và cùng cho kết quả tương đồng với OLS và FE. Hơn nữa, kiểm định Durbin và Wu-Hausman cho thấy, mô hình 2SLS tốt hơn OLS. Do đó, có đủ căn cứ để chấp nhận với giả thiết rằng, CSR giúp tăng giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam.

## KẾT LUẬN

Kết quả nghiên cứu khẳng định, các doanh nghiệp Việt Nam theo đuổi CSR giúp gia tăng giá trị doanh nghiệp thông qua việc giải quyết các mâu thuẫn lợi ích của các nhóm liên quan. Đối với nhà quản trị doanh nghiệp, nghiên cứu mang lại bằng chứng về lợi ích của CSR, từ đó tạo cơ sở để doanh nghiệp lựa chọn và cân nhắc đưa CSR tích hợp vào trong chiến lược hoạt động. Đối với các nhà hoạch định chính sách, để đáp ứng yêu cầu hội nhập quốc tế sâu, đặc biệt là sau khi Việt Nam tham gia Hiệp định thương mại tự do Việt Nam - EU (EVFTA), phát triển bền vững lại càng được chú trọng, nên cần có những quy định bắt buộc về các thông tin chi tiết và mức độ công bố của những thông tin liên quan đến hoạt động CSR, cũng như chế tài xử phạt nghiêm minh đối với các hành vi công bố thông tin không chính xác. □

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bộ Tài chính (2015). *Thông tư số 155/2015/TT-BTC, ngày 06/10/2015 hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán*
2. El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., and Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?, *Journal of Banking and Finance*, 35(9), 2388-2406
3. Ferrell, A., Liang, H., and Renneboog, L. (2016). Socially responsible firms, *Journal of financial economics*, 122(3), 585-606
4. Goss, A., and Roberts, G. (2007). *Corporate social responsibility and the cost of debt financing*, Financial Management Association: Orlando, FL, USA, 1-50
5. Jensen, M. C. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function, *Business ethics quarterly*, 235-256
6. 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
7. Jo, H., and Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility, *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351-383
8. Kang, K. H., Lee, S., and Huh, C. (2010). Impacts of positive and negative corporate social responsibility activities on company performance in the hospitality industry, *International journal of hospitality management*, 29(1), 72-82
9. Zeng, S., Xu, X., Yin, H., and Tam, C. M. (2012). Factors that drive Chinese listed companies in voluntary disclosure of environmental information, *Journal of Business Ethics*, 109(3), 309-321