

Công bố thông tin về môi trường và chi phí vốn chủ sở hữu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

LÊ XUÂN QUỲNH*
DƯƠNG THỊ HIỀN**
NGUYỄN THỊ TIẾT***

Tóm tắt

Mục đích của bài viết là kiểm tra mối quan hệ giữa công bố thông tin về môi trường (CED) và chi phí vốn chủ sở hữu (COE) của 28 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2014 đến 2017 với 112 quan sát/năm. Kết quả cho thấy, tồn tại một mối quan hệ tiêu cực có ý nghĩa thống kê giữa CED và COE của các công ty niêm yết tại Việt Nam.

Từ khóa: công bố thông tin về môi trường, chi phí vốn chủ sở hữu, COE, công ty phi tài chính

Abstract

The purpose of the paper is to examine the relationship between corporate environmental disclosure (CED) and cost of equity (COE) of 28 companies listed on stock exchanges in Hochiminh City (HOSE) were investigated from 2014 to 2017 with 112 companies/year observations. Content analysis was used to measure the corporate environmental disclosure index the companies' annual report and the cost of equity was estimated according to the PEG model (Easton, 2004). The results show that there has a negative statistically significant relationship between environmental information disclosure and cost of equity.

Keywords: corporate environmental disclosure (CED), cost of equity (COE), non-financial listed company

GIỚI THIỆU

Cho đến nay, đã có nhiều nghiên cứu được thực hiện tại nhiều quốc gia và Việt Nam về những lợi ích của việc CED, cũng như ảnh hưởng của nó đến thành quả tài chính, đến chi phí vốn, đến dòng tiền, đến rủi ro... Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu này đều cho rằng, việc CED sẽ giúp các công ty tiết kiệm được chi phí vốn, tăng doanh thu, cải thiện hình ảnh và uy tín của công ty, giảm rủi ro dẫn đến tăng giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, các nghiên cứu về mức độ CED, cũng như đánh giá mối quan hệ giữa CED và COE vẫn còn hạn chế ở Việt Nam. Chính vì vậy, việc nghiên cứu "Công bố thông tin

về môi trường và chi phí vốn chủ sở hữu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam" để xem xét và đánh giá mức độ COE của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, xác định tác động của CED đối với COE là cần thiết.

TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Tổng quan nghiên cứu

Theo Clarkson và cộng sự (2008), các nghiên cứu về kế toán môi trường thường được nghiên cứu theo 3 hướng: (1) Kiểm tra tính hữu ích của công bố thông tin về môi trường đến chi phí vốn chủ sở hữu đối với các bên liên quan, đặc biệt là nhà đầu tư, như: nghiên cứu của Richardson và cộng sự (2001); Clarkson và cộng sự (2013); (2) Nghiên cứu các nhân tố mà tác động đến

*, **, ***: Trường Đại học Quy Nhơn | Email: xuanquynhqu@gmail.com

Ngày nhận bài: 04/03/2019; Ngày phản biện: 19/03/2019; Ngày duyệt đăng: 22/03/2019

quyết định của nhà quản trị khi công bố thông tin về các khoản nợ môi trường tiềm tàng và được thể hiện qua nghiên cứu của Aerts và cộng sự (2008). Nhóm nghiên cứu này cho thấy, có những yếu tố chiến lược ảnh hưởng đến các quyết định của nhà quản trị trong việc công bố thông tin bắt buộc về môi trường, đặc biệt khi các thông tin được đưa ra tùy ý; (3) Khám phá mối quan hệ giữa công bố thông tin về môi trường và thành quả, gồm: thành quả môi trường và tài chính.

Trong một nghiên cứu xem xét các CED và xã hội tự nguyện, Richardson và cộng sự (2001) xem xét mối quan hệ giữa công bố thông tin về xã hội trong các báo cáo hàng năm (bao gồm cả CED) và COE cho một mẫu của các công ty Canada trong 3 năm (1990, 1991 và 1992). Chỉ số SMAC/UQAM được sử dụng để đo lường chỉ số công bố thông tin về xã hội và COE được ước tính bằng giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu cho thấy, việc cải thiện công bố thông tin về xã hội làm tăng COE, nhưng lại không ngụ ý rằng, công bố thông tin về xã hội có tác động tiêu cực đến công ty.

Trái ngược với Richardson và cộng sự (2001), Aerts và cộng sự (2008) cung cấp bằng chứng cho thấy, việc cải thiện CED có liên quan đến COE thấp hơn, trong một số trường hợp. Cụ thể, các CED được cung cấp bởi các công ty châu Âu và Bắc Mỹ trong năm 2002 có liên quan đến các dự báo thu nhập chính xác hơn của các nhà phân tích, điều này có thể làm giảm COE thông qua việc giảm rủi ro thông tin.

Tuy nhiên, nghiên cứu của Clarkson và cộng sự (2013) không tìm thấy ảnh hưởng của CED tự nguyện đối với COE của các công ty trong 5 ngành công nghiệp nhạy cảm với môi trường tại Mỹ từ năm 2003 đến 2006. Chỉ số CED tự nguyện được đo lường theo phương pháp phân tích nội dung, chi phí vốn chủ sở hữu được ước tính qua giá cổ phiếu.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu chủ yếu tập trung vào nghiên cứu ảnh hưởng của công bố thông tin về trách nhiệm xã hội, như: Bích và cộng sự (2015), Hồ Viết Tiến và cộng sự (2017).

Nghiên cứu của Hồ Viết Tiến và cộng sự (2017) đã điều tra mối quan hệ giữa trách nhiệm môi trường (CER) và thành quả tài chính (CFP) của các công ty niêm yết trong thời gian 4 năm (2012-2015) với 156 quan sát/năm. Kết quả chỉ ra rằng, những nỗ lực và các hoạt động bảo vệ môi trường có thể giúp các công ty đạt được thành quả tài chính cao hơn ở hiện tại và trong tương lai.

Nghiên cứu của La và cộng sự (2019) đã đánh giá mối quan hệ giữa mức độ công bố thông tin về môi trường và thành quả tài chính của các công ty niêm yết giai đoạn 2013-2017, bao gồm các công ty có và không có CED. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, có một mối quan hệ chặt chẽ giữa mức độ công bố thông tin về kế toán môi trường và thành quả tài chính. Ngoài ra, có một sự khác biệt về thành quả tài chính giữa các công ty không công bố thông tin về kế toán môi trường và những công ty có công bố.

Phương pháp nghiên cứu

Nguồn dữ liệu được lấy từ báo cáo thường niên, báo

cáo tài chính và trang website của 28 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE theo phương pháp chọn mẫu ngẫu nhiên từ năm 2014 đến năm 2017.

Mẫu chính thức biểu diễn dưới dạng dữ liệu bảng với tổng cộng 112 quan sát. 28 công ty phi tài chính trong bài báo này là những công ty có xuất bản Báo cáo phát triển bền vững hoặc trong Báo cáo thường niên có nội dung phát triển bền vững. Phân tích nội dung được sử dụng để đo lường CED theo COE (Hồ Viết Tiến và cộng sự, 2017). Chi phí vốn chủ sở hữu được đo lường theo mô hình như trong nghiên cứu của Reverte (2012); El Ghoul và cộng sự (2011).

Đo lường biến độc lập

Chỉ số CED được đo lường theo phương pháp phân tích nội dung để trích xuất thông tin về các sáng kiến môi trường. Với mỗi thông tin về môi trường chỉ cần có trong báo cáo thường niên của công ty có nhắc đến dù chỉ là một câu hay có cả các con số... minh chứng, thì số điểm được nhận đều bằng 1; và ngược lại là 0 điểm (Bích và cộng sự, 2015), Hồ Viết Tiến và cộng sự, 2017).

$$CED_{it} = \frac{\sum_{i=1}^n mt_{it}}{\sum_{i=1}^n n_{it}}$$

Trong đó:

mt_{it} : bằng 1, nếu công ty thứ i có CED thứ j ; ngược lại bằng 0;
 n_{it} : số lượng câu hỏi kỳ vọng về tiêu chí môi trường thứ j dành cho công ty thứ i .

Đo lường biến phụ thuộc

COE là lợi nhuận mà một công ty yêu cầu để quyết định xem một khoản đầu tư có đáp ứng yêu cầu hoàn vốn hay không (Reverte, 2012). Do sự hạn chế về số liệu, nên COE được tính theo mô hình PEG được hiệu chỉnh như trong nghiên cứu của Reverte (2012), như sau:

$$COE_t = \frac{FEPS_{t+1}}{P_t}$$

Trong đó:

$FEPS_{t+1}$: EPS (thu nhập trên mỗi cổ phần) dự báo của năm $t+1$;
 P_t : Giá cổ phiếu bình quân của công ty i sau ngày công bố báo cáo thường niên hoặc báo cáo phát triển bền vững.

Đo lường biến kiểm soát

Quy mô công ty là một biến kiểm soát quan trọng, ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa CED và COE (El Ghoul và cộng sự, 2011). Hillman và cộng sự (2001) cho rằng, các công ty có quy mô lớn có mức độ công bố thông tin nhiều hơn so với các công ty quy mô nhỏ và vừa, nguyên nhân

là do sự hạn chế về nguồn lực để duy trì các hoạt động về xã hội (trong đó có hoạt động môi trường) so với các công ty lớn hơn với nhiều cơ sở vật chất hạ tầng và dòng tiền cao hơn. Trong nghiên cứu này, quy mô công ty được đo lường bằng logarit của tổng tài sản, ký hiệu SIZE.

Đòn bẩy tài chính. Những công ty có mức độ đòn bẩy tài chính thấp, thường ít chịu áp lực bởi các bên liên quan (chủ nợ), nên các công ty có mức độ đòn bẩy tài chính thấp và tình hình tài chính tốt sẽ đầu tư nhiều hơn vào các hoạt động CSR so với các công ty có mức độ đòn bẩy tài chính cao (Crisóstomo và cộng sự, 2011). Ngoài ra, các công ty có mức độ đòn bẩy tài chính cao sẽ có nguy cơ rủi ro phá sản cao hơn, nên tích cực CED để giảm chi phí đại diện (Jensen và Meckling, 1976). Trong nghiên cứu này, đòn bẩy tài chính được đo lường bằng nợ phải trả trên tổng tài sản, ký hiệu LEV.

Ngành nghề kinh doanh. Theo Deegan và Gordon (1996), đặc điểm ngành nghề kinh doanh có thể ảnh hưởng mạnh mẽ đến mối quan hệ giữa công bố thông tin về môi trường và COE, chẳng hạn, những công ty thuộc lĩnh vực sản xuất tại Nhật Bản có mức độ công bố thông tin về môi trường cao hơn so với những công ty phi sản xuất (Cooke, 1992). Tương tự, các công ty trong ngành truyền thông và công ích cũng công bố thông tin về môi trường nhiều hơn các công ty khác. Trong nghiên cứu này, ngành nghề kinh doanh được đo lường bằng tốc độ tăng thu nhập trên mỗi cổ phần_EPS.

Cấu trúc sở hữu. Xu và cộng sự (2014) cho rằng, các công ty thuộc sở hữu nhà nước thực hiện trách nhiệm môi trường tốt hơn và COE thấp hơn so với các công ty thuộc sở hữu khác, nhưng hiệu quả trong việc giảm chi phí vốn chủ sở hữu của các công ty thuộc sở hữu nhà nước kém hơn. Tuy nhiên, Dowell và cộng sự (2000) không tìm thấy ảnh hưởng về mối quan hệ này. Do vậy, biến sở hữu nước ngoài trong nghiên cứu này được đo lường bằng % của sở hữu nước ngoài trong tổng số cổ phần của công ty; và biến sở hữu nhà nước được đo lường bằng biến giả, là 1 nếu thuộc sở hữu nhà nước và ngược lại là 0.

Mô hình hồi quy

Nghiên cứu sử dụng các mô hình hồi quy dữ liệu bảng để đánh giá ảnh hưởng của CED đến COE của các công ty phi tài chính niêm yết trên sở giao dịch

BẢNG 1: BẢNG MÔ TẢ THỐNG KÊ CỦA CÁC BIẾN

	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Dev.
COE	17,959.14	10,7235.8	107,235.8	504,862.4	505,173.7
CED	0.31	0.22	0.22	1.00	0.23
INDUS	0.64	1.00	1.00	1.00	0.48
SIZE	27.71	27.68	27.68	31.18	1.20
LEV	0.44	0.45	0.45	0.97	0.23
BETA	0.374	0.31	0.31	1.126	0.32
GOV	0.43	0.006	0.006	1.006	0.50
FOREIGN	0.18	0.06	0.06	1.85	0.34

BẢNG 2: KẾT QUẢ MÔ HÌNH HỒI QUY

	Mô hình 1	Mô hình 2
C	-253,3274 0** (0.03)	-228,8021.0** (0.06)
CED	-802,805 9** (0.05)	-834,582.2** (0.07)
SIZE	106,071 0*** (0.01)	94,021.29** (0.04)
LEV	-208,010.2 (0.35)	-22,2417.8 (0.32)
INDUS	98,876.55 (0.34)	152,909.9 (0.2)
GOV		78,545.03 (0.50)
FOREIGN		103,408.4 (0.48)
BETA	-506,290 0*** (0.00)	-466,876 5*** (0.00)
Observations	112	106
R-squared	0.087	0.079

Nguồn: Tính toán nhóm của tác giả

chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Mô hình nghiên cứu đề xuất như sau:

$$COE = \beta_0 + \beta_1 CED_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 INDUS_{it} + \beta_5 GOV_{it} + \beta_6 FOREIGN_{it} + \beta_7 BETA_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó: CONTROL_{it}: Là các biến kiểm soát, gồm: Quy mô công ty (SIZE): được đo lường bằng logarit của tổng tài sản;

Đòn bẩy tài chính (LEV): được đo lường bằng tổng nợ trên tổng tài sản;

Ngành nghề kinh doanh (INDUS): được đo lường bằng tốc độ tăng thu nhập trên mỗi cổ phần_EPS;

Sở hữu nhà nước (GOV): được đo lường bằng biến giả, là 1 nếu công ty thuộc sở hữu nhà nước, ngược lại, là 0;

Sở hữu nước ngoài (FOREIGN): phần trăm sở hữu nước ngoài tại công ty.

BETA: Beta thị trường.

Các kiểm định tự tương quan cũng được tiến hành nhằm đảm bảo các mô hình hồi quy không mắc phải khuyết tật này (*Bài viết sử dụng cách viết số thập phân theo chuẩn quốc tế*).

KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

Thống kê mô tả

Bảng 1 mô tả thống kê của các biến trong mô hình dựa trên mẫu gồm 112 quan sát (2014-2017). Qua số liệu Bảng 1 cho thấy, chỉ số CED của các công ty niêm yết chưa cao, trung bình khoảng 0,31, cao nhất là 1 (chỉ

có một công ty) và thấp nhất là 0. Giá trị trung bình của COE là 17,959.14.

Phân tích ảnh hưởng của CED đến COE

Kết quả bảng 2 cho thấy, CED tác động tiêu cực đến COE, tương tự như nghiên cứu của El Ghoul và cộng sự (2011). Do đó, các công ty tại Việt Nam nên tích cực CED để giảm COE, nhằm tăng lợi thế cạnh tranh dẫn đến nâng cao giá trị doanh nghiệp.

Kết luận

Dựa trên nhiều nghiên cứu trước đây về công bố thông tin về xã hội và môi trường trên thế giới, khung lý thuyết về mối quan hệ giữa CED và COE, nghiên cứu đã phân tích và đánh giá tác động của CED và COE đối với các công ty niêm yết trên HOSE. Kết quả cho thấy, tồn tại một mối quan hệ tiêu cực có ý nghĩa

thống kê giữa CED và COE của các công ty niêm yết.

Nghiên cứu đóng góp đáng kể vào việc cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của CED đến COE đối với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán, kết quả này tương đồng với nhiều nghiên cứu trước đó. Các kết quả thu được trong nghiên cứu không chỉ có ý nghĩa đối với các nhà quản trị doanh nghiệp, nhà đầu tư mà còn là cơ sở để Ngân hàng Nhà nước, các cơ quan quản lý khác ban hành các chính sách liên quan đến việc thực hiện trách nhiệm của công ty đối với các vấn đề môi trường và xã hội. □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Aerts, W., Cormier, D., and Magnan, M. (2008). Corporate environmental disclosure, financial markets and the media: An international perspective, *Ecological Economics*, 64(3), 643-659
2. Bich, T. N. N., Hải, T. T. T., Oanh, H. L., Phuoc, T. N., Thien, H. T., and Viet, L. (2015). Association between Corporate Social Responsibility Disclosures and Firm Value - Empirical Evidence from Vietnam, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 5(1), 212-228
3. Clarkson, P. M., Fang, X., Li, Y., and Richardson, G. (2013). The relevance of environmental disclosures: Are such disclosures incrementally informative?, *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(5), 410-431
4. Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., and Vasvari, F. P. (2008). "Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis, *Accounting, Organizations and Society*, 33(4-5), 303-327
5. Cooke, T. E. (1992). The Impact of Size, Stock Market Listing and Industry Type on Disclosure in the Annual Reports of Japanese Listed Corporations, *Accounting and Business Research*, 22(87), 229-237
6. Crisóstomo, V. L., Freire, F. d. S., and Felipe, C. d. V. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil, *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309
7. Deegan, C., and Gordon, B. (1996). A Study of the Environmental Disclosure Practices of Australian Corporations, *Accounting and Business Research*, 26(3), 187-199
8. Dowell, G., Hart, S., and Yeung, B. (2000). Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value?, *Management Science*, 46(8), 1059-1074
9. El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., and Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?, *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406
10. Hillman, A., and Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line?, *Strategic Management Journal*, 22, 125-139
11. 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
12. La, S. N., and Dung, M. T. (2019). Disclosure levels of environmental accounting information and financial performance: The case of Vietnam", *Management Science Letters*, 9(4), 557-570
13. Reverte, C. (2012). The Impact of Better Corporate Social Responsibility Disclosure on the Cost of Equity Capital, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(5), 253-272
14. Richardson, A. J., and Welker, M. (2001). Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital, *Accounting, Organizations and Society*, 26(7), 597-616
15. Tien, H. V., Van Anh, H. T., and Chinh, N. T. (2017). *The corporate environmental responsibility and corporate financial performance: evidences from Vietnamese listed companies*. Paper presented at the Proceedings of ICUEH2017: International conference of University of Economic Ho Chi Minh City: Policies and sustainable economic development, Ho Chi Minh City, Vietnam, September 28
16. Xu, S., Liu, D., and Huang, J. (2014). Corporate social responsibility, the cost of equity capital and ownership structure: An analysis of Chinese listed firms, *Australian Journal of Management*, 40(2), 245-276
17. Walter G. Blacconiere and Dennis M. Patten (1994). Environmental disclosures, regulatory costs, and changes in firm value, *Journal of Accounting and Economics*, 18 (3), 357-377