

Ảnh hưởng của minh bạch thông tin CSR đến chi phí vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

NGUYỄN THÚY ANH*
TRẦN THỊ PHƯƠNG THẢO**

Tóm tắt

Thông qua việc đo lường mức độ minh bạch thông tin trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (CSR), xác định chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu, nghiên cứu đã cho thấy ảnh hưởng ngược chiều của mức độ công bố thông tin CSR đến chi phí sử dụng vốn, cũng như ảnh hưởng của cơ cấu sở hữu đến mối quan hệ này. Điều này cho thấy, các doanh nghiệp minh bạch thông tin CSR sẽ làm giảm chi phí sử dụng vốn, do vậy, tạo động lực để doanh nghiệp công bố thông tin tốt hơn.

Từ khóa: minh bạch thông tin, trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp, chi phí vốn chủ sở hữu

Summary

Through measuring corporate social responsibility (CSR) disclosure and estimating the cost of equity, this study has shown the opposite effect of CSR disclosure on the cost of equity, as well as the influence of ownership structure on this relationship. It implies that if enterprises pursue CSR disclosure, they will reduce the cost of equity. As a result, this promotes them to better disclose information.

Keywords: information transparency, corporate social responsibility, cost of equity

GIỚI THIỆU

Minh bạch thông tin trách nhiệm xã hội là vấn đề được rất nhiều các nhà đầu tư và doanh nghiệp quan tâm bởi đây là một công cụ giúp các nhà đầu tư có quyết định. Tại Việt Nam hiện nay, sau khi Thông tư số 155/2015/TT- BTC, ngày 06/10/2015 của Bộ Tài chính về hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán được ban hành có hiệu lực vào ngày 01/01/2016, trong đó bổ sung quy định về minh bạch báo cáo phát triển bền vững, thì việc minh bạch thông tin CSR không còn xa lạ đối với các công ty niêm yết. Tuy nhiên, chất lượng báo cáo phát triển bền vững ở Việt Nam vẫn đang ở giai đoạn khởi đầu. Đây chính là động lực để nhóm tác giả lựa chọn nghiên cứu “Ảnh hưởng của minh bạch thông tin CSR đến chi phí sử dụng vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Cơ sở lý thuyết

Theo Bowen (1953), CSR là nghĩa vụ của người làm kinh doanh trong việc đề xuất và thực thi các chính

sách không làm tổn hại đến quyền và lợi ích của người khác. Carroll (1979) chỉ ra rằng, trách nhiệm xã hội là tất cả các vấn đề kinh tế, pháp lý, đạo đức và lòng từ thiện của một tổ chức mà xã hội mong đợi trong mỗi thời điểm nhất định.

Theo Holder-Webb và cộng sự (2009), việc các doanh nghiệp tham gia các hoạt động trách nhiệm xã hội là không đủ, cần phải có các hoạt động cung cấp các thông tin trên cho các bên liên quan. Trên thế giới, thuật ngữ minh bạch thông tin CSR thường được sử dụng thay thế bởi thuật ngữ công bố thông tin CSR, trong đó công bố CSR được hiểu là “quá trình công bố thông tin về tác động của các tổ chức kinh tế lên cộng đồng và môi trường cho những nhóm lợi ích đặc biệt trong xã hội” (Gray và cộng sự, 1996). Như vậy, theo nhóm tác giả, minh bạch thông tin CSR được hiểu là việc công bố các thông tin liên quan đến việc thực hiện CSR cho các bên liên quan.

* TS., ** TS., Trường Đại học Ngoại thương

Ngày nhận bài: 01/6/2021; Ngày phản biện: 15/6/2021; Ngày duyệt đăng: 22/6/2021

Dhaliwal và cộng sự (2014) đã tìm ra bằng chứng thực nghiệm chứng minh việc minh bạch thông tin tài chính và thông tin CSR sẽ góp phần làm giảm chi phí vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Li và Liu (2018) đã tìm hiểu mối quan hệ giữa chất lượng công bố thông tin và chi phí vốn chủ sở hữu dựa trên việc phân tích các báo cáo tài chính và báo cáo trách nhiệm xã hội của các công ty niêm yết tại Trung Quốc trong giai đoạn năm 2008-2014 và chứng minh được ảnh hưởng ngược chiều của chất lượng công bố thông tin đến chi phí vốn chủ sở hữu và mức độ ảnh hưởng lớn hơn xuất hiện tại các công ty nhà nước và các công ty có quy mô lớn hơn so với các công ty còn lại.

Reverte (2011) cũng chứng minh được ảnh hưởng ngược chiều của minh bạch hóa thông tin trách nhiệm xã hội đến chi phí vốn chủ sở hữu trong doanh nghiệp. Xu và cộng sự (2015) tìm hiểu mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội, chi phí vốn và cơ cấu sở hữu tại các công ty niêm yết tại Trung Quốc và chứng minh được việc đầu tư nâng cao chất lượng CSR sẽ có tác động làm giảm chi phí vốn chủ sở hữu. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp nhà nước có chất lượng CSR tốt hơn và chi phí vốn thấp hơn các doanh nghiệp ngoài quốc doanh, nhưng ảnh hưởng của hoạt động CSR đến chi phí vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp ngoài quốc doanh lại cao hơn các doanh nghiệp nhà nước.

Phương pháp nghiên cứu

Xây dựng mô hình nghiên cứu

Sau khi khảo sát cơ sở lý thuyết và những nghiên cứu thực nghiệm có liên quan, nhóm tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu và đo lường các biến liên quan như sau:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

R_{it} là biến phụ thuộc phản ánh chi phí vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

CSR_{it} là biến giải thích đánh giá mức độ minh bạch thông tin trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp.

X_{it} là các biến kiểm soát; it = Biến quan sát của công ty i tại thời điểm t ; $i = 1, 2, 3, 4, \dots, 150$ và $t = 1, 2, 3, 4, 5$ (năm 2014 đến năm 2018).

Xác định chi phí vốn chủ sở hữu (R_E)

Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu được xem là lợi tức kỳ vọng của vốn chủ sở hữu, thường ký hiệu là R_E . Để ước lượng chi phí vốn chủ sở hữu, mô hình định giá

tài sản vốn (Capital Asset Pricing Model - CAPM) được áp dụng rộng rãi do có khả năng ứng dụng sát với thực tiễn hơn. Mô hình CAPM được giới thiệu bởi Sharpe (1964) và John (1965) dựa trên quan điểm chi phí vốn chủ sở hữu chính là chi phí cơ hội của nhà đầu tư.

Theo mô hình CAPM, chi phí vốn chủ sở hữu được xác định dựa trên công thức:

$$R_E = R_F + \text{Beta} \times (R_M - R_F)$$

Trong đó:

R_E là Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu; R_F là Tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro; Beta - Hệ số beta đo lường rủi ro thị trường; $(R_M - R_F)$ là Phần bù rủi ro thị trường.

Cách xác định các chỉ tiêu trong nghiên cứu này như sau:

R_F là Tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro được xác định bằng lãi suất phát hành trái phiếu Chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm.

Beta là hệ số beta đo lường rủi ro thị trường được tính bằng thương số giữa tích sai của suất sinh lợi cổ phiếu của công ty chủ dự án với suất sinh lợi của danh mục đầu tư thị trường và phương sai của suất sinh lợi danh mục đầu tư thị trường. Số liệu này được cung cấp bởi Công ty cổ phần FiinGroup.

$(R_M - R_F)$ là Phần bù rủi ro thị trường được tính bằng tỷ suất lợi nhuận dự kiến khi đầu tư trên thị trường chứng khoán (R_M) trừ đi (-) tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro (R_F). Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả sử dụng số liệu tại thị trường chứng khoán Việt Nam được công bố hàng năm trên website của nhà nghiên cứu Aswath Damodaran. Theo đó, mức rủi ro quốc gia có thể xác định từ chênh lệch lợi suất trái phiếu quốc tế (Sovereign Credit-Default Swaps Spread) hoặc sử dụng hạng mức tín nhiệm vay nợ do các tổ chức đánh giá hạng mức tín nhiệm vay nợ, như: Moody's và S&P.

Trên cơ sở đó, nghiên cứu xác định được 2 thang đo Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu trong doanh nghiệp là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu xác định dựa trên chênh lệch lợi suất trái phiếu quốc tế, sau đây gọi là biến R_cbs và Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu xác định dựa trên hạng mức tín nhiệm vay nợ, gọi là biến R_rate .

Đo lường mức độ minh bạch thông tin trách nhiệm xã hội

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả tiến hành tự xây dựng bộ chỉ tiêu dựa trên chỉ số công bố thông tin về môi trường được đưa ra bởi Peter M. Clarkson và các cộng sự (2008). Mặt khác, nghiên cứu sử dụng hướng dẫn mới nhất của GRI là GRI standards năm 2016 để xây dựng chỉ số minh bạch thông tin CSR. Nhóm nghiên cứu chia thông tin ra thành các loại thông tin: (1) Thông tin về Cấu trúc quản trị; (2) Thông tin về Tầm nhìn, cam kết chiến lược của nhà quản lý và các cơ chế quản lý trong doanh nghiệp; (3) Tính tin cậy của báo cáo; (4) Thông tin về Các chỉ tiêu kết quả về kinh tế, môi trường, xã hội.

Xác định các biến kiểm soát trong mô hình

Khái niệm và cách đo lường các biến được trình bày trong Bảng 1.

BẢNG 1: BẢNG MÔ TẢ CÁC BIẾN ĐO LƯỜNG ĐƯỢC SỬ DỤNG TRONG NGHIÊN CỨU

Biến phụ thuộc		
R_rate	Chi phí vốn chủ sở hữu	Chi phí vốn chủ sở hữu xác định dựa trên hạng mức tín nhiệm
R_cds	Chi phí vốn chủ sở hữu	Chi phí vốn chủ sở hữu xác định dựa trên chênh lệch lợi suất trái phiếu quốc tế
Biến giải thích		
CSR	Chỉ tiêu minh bạch thông tin CSR	Sử dụng GRI standards năm 2016 để xây dựng chỉ số minh bạch thông tin CSR
Biến kiểm soát		
SIZE	Quy mô công ty	Logarit tự nhiên của tổng tài sản
TANG	Cơ cấu vốn	Tổng nợ phải trả chia tổng tài sản
BOARDSIZE	Quy mô hội đồng quản trị (HĐQT)	Tổng số lượng thành viên trong HĐQT
IND	Thành viên HĐQT độc lập	Tỷ lệ số thành viên HĐQT độc lập trên tổng số lượng thành viên HĐQT
AUDIT	Công ty kiểm toán	Biến giả bằng 0 nếu không công ty kiểm toán không nằm trong Big 4, bằng 1 nếu nằm trong Big 4
STATE	Tỷ lệ sở hữu của Nhà nước	Tỷ lệ sở hữu của Nhà nước trong tổng vốn đầu tư của doanh nghiệp
FOR	Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài	Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trong tổng vốn đầu tư của doanh nghiệp
SE	Sàn chứng khoán	Biến giả bằng 0 nếu niêm yết tại HNX, bằng 1 nếu niêm yết tại HOSE
INDUSTRY	Biến giả ngành	Biến giả ngành theo phân loại cấp 1 của tiêu chuẩn phân ngành ICB

BẢNG 2: THỐNG KÊ MÔ TẢ CÁC BIẾN QUAN SÁT

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Số bé nhất	Số lớn nhất
R_rate	750	13,685	6,623	1,353	39,418
R_cds	750	11,679	5,104	2,606	31,950
CSR	750	0,139	0,074	0	0,444
SIZE	750	28,621	1,871	22,526	34,768
TANG	750	0,614	1,892	0	29,224
BOARDSIZE	750	6,135	1,616	3,000	15,000
IND	750	0,684	0,182	0	1,000
AUDIT	750	0,585	0,493	0	1,000
STATE	750	0,175	0,271	0	0,958
FOR	750	0,079	0,124	0	0,738
SE	750	0,767	0,423	0	1,000

Nguồn: Kết quả phân tích từ Stata

Để thực hiện phân tích, nghiên cứu thu thập 750 quan sát liên tục trong 5 năm (2014-2018) từ 150 doanh nghiệp được niêm yết trên Sàn Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) và Sàn Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX).

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Thống kê mô tả

Trên cơ sở bộ dữ liệu thu thập được, nhóm tác giả thực hiện thống kê mô tả các biến như Bảng 2.

Bảng 3 mô tả giá trị trung bình của chỉ tiêu Minh bạch thông tin CSR và Chi phí vốn chủ sở hữu phân loại theo các nhóm ngành, cơ cấu sở hữu nhà nước, cơ cấu sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài và sàn giao dịch.

Kết quả (Bảng 3) cho thấy, các nhóm ngành hàng tiêu dùng, nguyên vật liệu, tài chính và dược phẩm y tế có mức độ công bố thông tin CSR cao hơn các nhóm ngành còn lại. Nhóm doanh nghiệp ngành công nghiệp có mức độ công bố thông tin thấp nhất, chỉ đạt giá trị

trung bình là 0,096. Phân loại theo cơ cấu sở hữu có thể thấy, các doanh nghiệp ngoài quốc doanh có mức độ công bố thông tin CSR cao hơn và có chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu thấp hơn các doanh nghiệp nhà nước. Khi xem xét tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài lại cho thấy, các doanh nghiệp có cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài công bố thông tin CSR tốt hơn và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu cũng cao hơn các doanh nghiệp không có cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài.

Kiểm định T-test

Kết quả kiểm định T-test (Bảng 4) cho thấy, không có sự khác biệt có ý nghĩa thống kê giữa mức độ công bố thông tin CSR của doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp ngoài quốc doanh. Ngược lại, có sự khác biệt có ý nghĩa

thống kê cao giữa mức độ công bố thông tin CSR giữa doanh nghiệp có cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài và doanh nghiệp không có cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài.

Kết quả hồi quy

Kết quả hồi quy (Bảng 5) cho thấy, mức độ Minh bạch thông tin CSR thể hiện mối quan hệ ngược chiều với Chi phí vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp theo cả 2 phương pháp với mức ý nghĩa thống kê 1%. Kết luận này phù hợp với kết quả được tìm thấy trong nhiều nghiên cứu trước đây, như: nghiên cứu của Xu và cộng sự (2015), Li và Liu (2018) hay của Reverte (2011).

Về tỷ lệ sở hữu nhà nước, hệ số hồi quy của biến CSRD giữa 2 nhóm doanh nghiệp cho thấy, các doanh nghiệp nhà nước thể hiện ảnh hưởng của mức độ Minh bạch thông tin CSR đến Chi phí vốn chủ sở hữu lớn hơn các doanh nghiệp ngoài quốc doanh. Kết quả này tương thích với kết luận của Li và Liu (2018) khi nghiên cứu CSRD tại các công ty Trung quốc.

Cùng với đó, các doanh nghiệp có cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài thể hiện mức độ ảnh hưởng của minh bạch thông tin CSR lớn hơn nhóm doanh nghiệp không có cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài.

Trong nhóm các biến kiểm soát của mô hình, kết quả nghiên cứu chỉ cho thấy, biến SIZE và biến STATE thể hiện ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê đến chi phí sử dụng vốn. Quy mô doanh nghiệp cho thấy, tác động ngược chiều đến Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu với mức ý nghĩa thống kê 1% ở hầu hết các nhóm mẫu, cho thấy các doanh nghiệp có quy mô càng lớn, thì chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu càng giảm. Tuy nhiên, mối quan hệ này không có ý nghĩa thống kê đối với nhóm doanh nghiệp nhà nước. Hệ số hồi quy của biến STATE trong mô hình cho thấy, Tỷ lệ sở hữu của Nhà nước làm gia tăng Chi phí vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp với mức ý nghĩa thống kê 1% ở hầu hết các nhóm mẫu.

KẾT LUẬN

Kết quả nghiên cứu này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết chi phí đại diện và lý thuyết danh mục đầu tư và một số nghiên cứu thực nghiệm trước đây. Các doanh nghiệp nhà nước có mức độ Công

BẢNG 3: THỐNG KÊ MÔ TẢ CHỈ TIÊU CSRD VÀ CHI PHÍ VỐN CHỦ SỞ HỮU THEO CÁC NHÓM NGÀNH, CƠ CẤU SỞ HỮU VÀ SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

Phân loại	Số lượng	Tỷ lệ (%)	CSRD	R_rate (%)	R_cds (%)
Ngành		(%)		(%)	(%)
Nguyên vật liệu	21	14,00	0,1644	14,33	12,16
Hàng tiêu dùng	21	14,00	0,1808	13,36	11,42
Tài chính	14	9,33	0,1621	17,48	14,51
Ngân hàng	12	8,00	0,1462	14,25	12,04
Công nghệ thông tin	3	2,00	0,1505	13,06	11,30
Dịch vụ tiêu dùng	11	7,33	0,1394	11,51	10,01
Dược phẩm và Y tế	9	6,00	0,1627	10,65	9,47
Tiện ích cộng đồng	10	6,67	0,1465	10,97	9,76
Công nghiệp	49	32,67	0,0956	13,96	11,88
Tổng	150	100	0,1391	13,68	11,68
Cơ cấu sở hữu - vốn đầu tư Nhà nước					
Doanh nghiệp ngoài quốc doanh	119,8	79,87	0,1404	13,41	11,46
Doanh nghiệp nhà nước	30,2	20,13	0,1339	14,77	12,56
Tổng	150	100	0,1391	13,68	11,68
Cơ cấu sở hữu - vốn đầu tư nước ngoài					
Doanh nghiệp không có cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài	88,8	59,20	0,1267	13,14	11,25
Doanh nghiệp có cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài	61,2	40,80	0,1572	14,47	12,30
Tổng	150	100	0,1391	13,68	11,68
Sàn chứng khoán					
HNX	35	23,33	0,1077	14,70	12,38
HOSE	115	76,67	0,1487	13,38	11,47
Tổng	150	100	0,1391	13,68	11,68

Nguồn: Tổng hợp dữ liệu của FiinPro

BẢNG 4: KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH T-TEST

	Doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp ngoài quốc doanh		Doanh nghiệp có cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài và doanh nghiệp không có cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài	
	Chỉ số T	Ý nghĩa	Chỉ số T	Ý nghĩa
CSRD	0,9669	0,3339	-5,6221	0,0000
R_rate	-2,269	0,0236	-2,7237	0,0066
R_cds	-2,37	0,0180	-2,7577	0,0060

Nguồn: Tổng hợp từ kết quả trên phần mềm Stata

bố thông tin CSR thấp hơn và Chi phí vốn chủ sở hữu cao hơn các doanh nghiệp ngoài quốc doanh. Tuy nhiên, ảnh hưởng ngược chiều của mức độ Minh bạch thông tin CSR đến Chi phí vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp nhà nước lại lớn hơn các doanh nghiệp ngoài quốc doanh. Điều này cho thấy, các doanh nghiệp nhà nước cần chú trọng hơn trong việc cải thiện mức độ minh bạch và công bố thông tin nhằm nâng cao giá trị doanh nghiệp. Bên cạnh đó, nhóm doanh nghiệp này cũng cho thấy, ảnh hưởng ngược chiều của CSRD đến chi phí sử dụng vốn lớn hơn các doanh nghiệp còn lại. □

BẢNG 5: KẾT QUẢ ẢNH HƯỞNG CỦA MỨC ĐỘ CÔNG BỐ THÔNG TIN CSR ĐẾN CHI PHÍ VỐN CHỦ SỞ HỮU THEO MÔ HÌNH HỒI QUY TÁC ĐỘNG CỐ ĐỊNH (FEM)

	Toàn bộ mẫu		Doanh nghiệp ngoài quốc doanh		Doanh nghiệp nhà nước		Doanh nghiệp không có cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài		Doanh nghiệp có cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài	
	R_rate	R_cds	R_rate	R_cds	R_rate	R_cds	R_rate	R_cds	R_rate	R_cds
CSRĐ	-24,189*** (-5,20)	-22,592*** (-6,12)	-17,997*** (-3,50)	-16,865*** (-4,14)	-52,167*** (-4,12)	-50,368*** (-4,99)	-17,604** (-2,39)	-16,844*** (-2,90)	-30,672*** (-4,89)	-27,838*** (-5,57)
SIZE	-1,748*** (-4,20)	-1,634*** (-4,94)	-2,212*** (-5,06)	-2,026*** (-5,84)	0,949 (0,58)	0,514 (0,39)	-2,304*** (-4,08)	-1,993*** (-4,48)	-2,016*** (-2,70)	-1,990*** (-3,34)
TANG	-0,201 (-0,55)	-0,226 (-0,78)	-0,180 (-0,49)	-0,208 (-0,71)	-4,51 (-1,38)	-3,626 (-1,39)	-2,070*** (-2,61)	-1,723*** (-2,76)	0,352 (0,98)	0,233 (0,82)
BOA~E	0,234 (0,86)	0,231 (1,08)	0,279 (0,85)	0,281 (1,09)	-0,190 (-0,36)	-0,131 (-0,31)	0,227 (0,58)	0,227 (0,73)	-0,299 (-0,84)	-0,236 (-0,83)
IND	1,040 (0,52)	0,350 (0,22)	-0,839 (-0,37)	-1,283 (-0,70)	7,748 (1,52)	5,382 (1,32)	2,128 (0,80)	1,118 (0,54)	0,786 (0,24)	0,593 (0,23)
AUDIT	-0,186 (-0,18)	-0,258 (-0,31)	-0,574 (-0,49)	-0,604 (-0,65)	-1,457 (-0,49)	-1,214 (-0,51)	-0,234 (-0,16)	-0,196 (-0,18)	0,619 (0,32)	0,382 (0,25)
STATE	7,886*** (4,41)	6,738*** (4,75)					6,801*** (3,20)	5,870*** (3,50)	8,10* (1,83)	7,336** (2,08)
FOR	-1,196 (-0,32)	-0,551 (-0,19)	-0,253 (-0,06)	0,206 (0,07)	9,179 (0,37)	9,420 (0,48)				
Hệ số chặn	63,890*** (5,27)	59,080*** (6,14)	78,295*** (6,17)	71,175*** (7,08)	-6,653 (-0,14)	4,094 (0,11)	78,231*** (4,73)	68,029*** (5,22)	76,705*** (3,60)	73,427*** (4,33)
R2(%)	13,63	17,26	10,60	13,98	20,80	25,90	13,04	15,65	20,57	25,99

Ghi chú: *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5% và 1%. Hệ số trong ngoặc đơn thể hiện giá trị thống kê t.

Nguồn: Tổng hợp từ kết quả trên phần mềm Stata

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Lê Xuân Thái, Trương Đông Lộc (2019). Ảnh hưởng của mức độ minh bạch và công bố thông tin đến chi phí vốn chủ sở hữu của các công ty niêm yết: Bằng chứng thực nghiệm từ Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 265, 64-72
2. Bowen, H. R (1953). *Social Responsibility of the Businessman*, New York, Harper & Row
3. Carroll, A.B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance, *Academy of Management Review*, 4, 497-505
4. Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., and 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*, 33(4), 328-355
5. Gray, R., Owen, D., and Adams, C. (1996). *Accounting & accountability: changes and challenges in corporate social and environmental reporting*, Prentice Hall
6. Holder-Webb, Jeffrey Cohen., Leda Nath., and David Wood (2009). The Supply of Corporate Social Responsibility Disclosures Among U.S. Firms, *Journal of Business Ethics*, 84(4), 497-527
7. John L. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37
8. Li S., 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
9. Peter M. Clarkson., Yue Li., Gordon D. Richardson., and Florin P. Vasvari (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis, *Accounting, Organizations and Society*, 33(4-5), 303-327
10. Reverte C. (2011). The Impact of Better Corporate Social Responsibility Disclosure on the Cost of Equity Capital, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(5), 253-272
11. Sharpe W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory Of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk, *Journal of Finance, American Finance Association*, 19(3), 425-552
12. 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*, 40(2), 245-276