

ESG và vấn đề chi trả cổ tức: Nghiên cứu các doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết tại Việt Nam

NGÔ THỊ NGỌC*

Tóm tắt

Nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa việc công bố thông tin về Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG) và chính sách chi trả cổ tức tại các doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn 2018-2022. Bằng cách sử dụng các mô hình hồi quy như Pooled OLS, FEM và REM, nghiên cứu phân tích cách thức công bố ESG ảnh hưởng đến quyết định chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Kết quả cho thấy, các công ty có mức độ công bố ESG cao thường duy trì chính sách chi trả cổ tức ổn định và cao hơn, cho thấy ESG đóng vai trò như một tín hiệu về tính bền vững tài chính và tăng cường niềm tin của nhà đầu tư. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) và Thuế doanh nghiệp (LnTax) có mối quan hệ tích cực với Chi trả cổ tức, trong khi Quy mô doanh nghiệp (LnSize) có mối quan hệ ngược chiều. Kết quả này nhấn mạnh tầm quan trọng của việc áp dụng ESG trong việc thúc đẩy hiệu quả tài chính dài hạn và gia tăng giá trị cho cổ đông.

Từ khóa: ESG, chính sách cổ tức, chi trả cổ tức, doanh nghiệp sản xuất, Việt Nam, bền vững tài chính, quản trị doanh nghiệp

Summary

This study examines the relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure and dividend payout policy in listed manufacturing companies in Vietnam during 2018-2022. Using regression models such as Pooled OLS, FEM, and REM, the study analyzes how ESG disclosure affects the dividend payout decisions of enterprises. The results show that companies with high ESG disclosure levels tend to maintain higher and more stable dividend payout policies, suggesting that ESG acts as a signal of financial sustainability and enhances investor confidence. In addition, the study also shows that Earnings per Share (EPS) and Corporate Tax (LnTax) have a positive relationship with Dividend Payout, while Enterprise Size (LnSize) has a negative relationship. This result highlights the importance of ESG implementation in driving long-term financial performance and increasing shareholder value.

Keywords: ESG, dividend policy, dividend payment, manufacturing enterprises, Vietnam, financial sustainability, corporate governance

ĐẶT VẤN ĐỀ

Các tiêu chí về ESG đã trở thành một yếu tố cơ bản để các nhà đầu tư cân nhắc khi đưa ra quyết định. ESG đề cập đến 3 yếu tố chính để đo lường tác động bền vững và đạo đức của một doanh nghiệp khi đưa ra quyết định đầu tư. Ba yếu tố đó là môi trường, xã hội và quản trị. Các khái niệm, tiêu chuẩn và tiêu chí của ESG ngày càng được các nhà đầu tư toàn cầu và khu vực sử dụng, cũng như ở cấp quốc gia với sự ra đời của tài chính bền vững (Atan và cộng sự, 2019). Các công ty công khai thông tin ESG và trách nhiệm xã hội doanh nghiệp (CSR) có thể dễ dàng thu hút sự chú ý của công chúng.

Một sự kiện đã được thảo luận sôi nổi trên toàn thế giới là Hội nghị COP-26, diễn ra từ tháng 10 đến tháng 11/2021. Hội nghị này nhằm mục đích tìm kiếm các giải pháp để giải quyết biến đổi khí hậu toàn cầu. Các

quốc gia trên thế giới nói chung, Việt Nam nói riêng cần đảm bảo phát triển thân thiện với môi trường, bao gồm: phát triển carbon thấp, cũng như cải thiện nguồn nhân lực để hỗ trợ sự đóng góp vào phát triển bền vững. Điều này liên quan chặt chẽ đến các trụ cột của ESG.

Trong bài viết này, tác giả nhằm mục tiêu xem xét tác động của ESG đối với quyết định chi trả cổ tức của các công ty ngành sản xuất tại Việt Nam và đánh giá liệu các công ty có mức ESG cao hơn có khả năng trả cổ tức cao hơn hay không?

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Cơ sở lý thuyết

Mối quan hệ giữa các yếu tố ESG (môi trường, xã hội và quản trị) và chính sách chi trả cổ tức có thể

*, **, Trường Đại học Thương mại | Email: ngothingoc@tmu.edu.vn

Ngày nhận bài: 10/10/2024; Ngày phản biện: 30/10/2024; Ngày duyệt đăng: 07/11/2024

được phân tích thông qua nhiều khung lý thuyết tài chính và quản trị doanh nghiệp khác nhau. Những lý thuyết này không chỉ giải thích hành vi của doanh nghiệp trong việc thực thi các tiêu chí ESG, mà còn cung cấp nền tảng lý thuyết vững chắc để phân tích tác động của ESG đến các quyết định tài chính, đặc biệt là chính sách chi trả cổ tức.

Theo lý thuyết đại diện do Jensen và Meckling (1976) phát triển, sự xung đột lợi ích giữa cổ đông và ban quản lý có thể dẫn đến chi phí đại diện. Cổ đông thường mong muốn nhận được cổ tức cao nhằm giảm thiểu rủi ro, trong khi ban quản lý có thể muốn giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư và củng cố quyền kiểm soát. Việc áp dụng tốt các tiêu chí ESG có thể giúp giảm thiểu những chi phí đại diện này thông qua việc cải thiện tính minh bạch và trách nhiệm giải trình của ban quản lý (Gillan và cộng sự, 2021). Những doanh nghiệp có thực hiện tốt các tiêu chí ESG thường có khả năng giảm thiểu xung đột giữa các bên liên quan, từ đó xây dựng một chính sách cổ tức ổn định và minh bạch hơn.

Lý thuyết tín hiệu, do Spence (2002) phát triển, chỉ ra rằng, việc chi trả cổ tức được doanh nghiệp sử dụng như một công cụ để phát đi tín hiệu về tình hình tài chính vững mạnh của mình tới thị trường và các nhà đầu tư. Các doanh nghiệp có thành tích cao trong việc thực hiện các tiêu chí ESG có xu hướng sử dụng việc chi trả cổ tức để phát đi thông điệp về khả năng phát triển bền vững và sự ổn định tài chính (Malik và Makhdoom, 2016). Đặc biệt, việc tăng cường quản trị doanh nghiệp thông qua ESG có thể tạo dựng lòng tin với cổ đông, từ đó duy trì mức chi trả cổ tức cao mà không gây lo ngại về tiềm năng tài chính của doanh nghiệp.

Fama và French (2001) cho rằng, quyết định chi trả cổ tức thường phụ thuộc vào giai đoạn phát triển của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp ở giai đoạn trưởng thành có xu hướng chi trả cổ tức cao hơn do đã đạt được sự ổn định tài chính và không cần phải giữ lại nhiều lợi nhuận để đầu tư mở rộng. Đối với các doanh nghiệp áp dụng ESG, việc tích hợp các yếu tố này vào chiến lược tài chính và quản trị có thể giúp họ duy trì sự phát triển bền vững và thu hút nhà đầu tư dài hạn. Điều này tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn dễ dàng hơn, từ đó chi trả cổ tức một cách ổn định.

Các doanh nghiệp có chiến lược quản lý rủi ro hiệu quả sẽ giảm thiểu các tổn thất tiềm năng và duy trì sự ổn định tài chính trong dài hạn. ESG, đặc biệt là các yếu tố liên quan đến môi trường và xã hội, giúp doanh nghiệp kiểm soát tốt hơn các rủi ro về quy định, pháp lý và danh tiếng. Theo Kim và cộng sự (2014), những doanh nghiệp thực hiện tốt các yếu tố ESG có thể tránh được các rủi ro bất ngờ và duy trì được dòng tiền ổn định, từ đó xây dựng chính sách chi trả cổ tức một cách bền vững.

Việc chi trả cổ tức là một trong những cách thức quan trọng để đạt được mục tiêu tối đa hóa giá trị

BẢNG 1: BẢNG CÁC BIẾN MÔ HÌNH

Biến	Tên biến	Dấu dự đoán	Đo lường
DIV	Chính sách cổ tức		Chính sách cổ tức sử dụng biến nhị phân (0, 1), nếu DN có trả cổ tức thì DIV = 1, nếu DN không trả cổ tức thì DIV = 0
ESG	Công bố thông tin ESG	+/-	<i>Trong đó:</i> ESG có thể được biểu thị dưới dạng số thập phân hoặc phần trăm. Giá trị của nó nằm trong phạm vi [0,1]. : mỗi phần đại diện cho một chỉ dẫn. = 1 nếu chỉ dẫn được công bố trong báo cáo thường niên của công ty mỗi năm.
EPS	Thu nhập trên mỗi cổ phiếu thường	+	Thu nhập ròng/Số cổ phiếu thường
LnSize	Quy mô doanh nghiệp	+	Logarit tự nhiên của tổng tài sản
LnTax	Thuế	-	Logarit tự nhiên của số tiền thuế TNDN nộp trong năm

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

cho cổ đông. Các doanh nghiệp có thành tích ESG tốt thường có chiến lược phát triển bền vững, không chỉ tạo ra lợi nhuận cao hơn, mà còn giảm thiểu rủi ro và cải thiện quản trị doanh nghiệp. Điều này góp phần nâng cao niềm tin của nhà đầu tư và nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng, các doanh nghiệp có hiệu suất ESG cao thường có tỷ lệ chi trả cổ tức cao và ổn định hơn, giúp tối đa hóa giá trị cổ đông trong dài hạn.

Nhìn chung, các lý thuyết về tài chính và quản trị doanh nghiệp đã chỉ ra rằng ESG đóng vai trò quan trọng trong việc ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức. ESG không chỉ giúp giảm thiểu rủi ro và chi phí đại diện, mà còn đóng vai trò như một tín hiệu mạnh mẽ về sự ổn định tài chính và năng lực quản trị của doanh nghiệp. Những yếu tố này tạo cơ sở lý thuyết để nghiên cứu mối quan hệ giữa ESG và chính sách chi trả cổ tức tại các doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết tại Việt Nam.

Phương pháp nghiên cứu

Tác giả thực hiện nghiên cứu đối với các doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2018-2022. Dữ liệu công bố ESG sẽ được thu thập từ các báo cáo thường niên, báo cáo phát triển bền vững và trang web của công ty, trong khi dữ liệu chính sách cổ tức sẽ được thu thập từ báo cáo tài chính và cơ sở dữ liệu sàn giao dịch chứng khoán của công ty. Các biến kiểm soát, như: quy mô công ty, thuế, thu nhập trên mỗi cổ phần, sẽ được thu thập từ cơ sở dữ liệu tài chính và báo cáo của công ty.

Nghiên cứu sẽ kiểm tra giả thuyết: Có mối quan hệ tích cực hay tiêu cực giữa việc công bố ESG và chính sách cổ tức? Thống kê mô tả và phân tích tương quan sẽ được sử dụng để kiểm tra các đặc điểm của mẫu và mối quan hệ giữa công bố ESG, chính sách cổ tức và các biến kiểm soát. Các biến được đưa ra như Bảng 1. Phân tích hồi quy bội sẽ được sử dụng để kiểm tra mối quan hệ giữa công bố ESG và chính sách cổ tức, đồng thời kiểm soát các yếu tố khác có thể ảnh hưởng đến chính sách cổ tức.

BẢNG 2: THỐNG KÊ MÔ TẢ CÁC BIẾN

Biến	Obs	Mean	Std.dev.	Min	Max
DIV	2.113	0,648	0,478	0,000	1,000
ESG	2.113	0,106	0,090	0,000	0,948
EPS	2.113	2129,171	3273,151	-9698	51411
LnSize	2.113	27,542	1,622	23,322	33,990
LnTax	2.113	22,816	2,067	12,371	30,050

BẢNG 3: MA TRẬN TƯƠNG QUAN PEARSON

	ESG	EPS	LnSize	LnTax
ESG	1,000			
EPS	0,055	1,000		
LnSize	0,204	0,096	1,000	
LnTax	0,209	0,363	0,784	1,000

BẢNG 4: KẾT QUẢ CỦA MÔ HÌNH POOLED OLS

DIV	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]
ESG	0,355	0,106	3,340	0,001***	0,146 0,564
EPS	0,000	0,000	5,150	0,000***	0,000 0,000
LnSize	-0,163	0,010	-16,260	0,000***	-0,182 -0,143
LnTax	0,118	0,008	14,060	0,000***	0,102 0,135
cons	2,406	0,167	14,370	0,000	2,077 2,734
Số lượng quan sát = 2.113					
Xác suất > F = 0,0000					
R2 = 0,1821					

Lưu ý: ***: giá trị p < 0,01; **: giá trị p < 0,05; *: giá trị p < 0,1

BẢNG 5: KẾT QUẢ CỦA MÔ HÌNH FEM

DIV	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]
ESG	0,042	0,145	0,290	0,772	-0,242 0,326
EPS	0,000	0,000	2,210	0,027**	0,000 0,000
LnSize	-0,076	0,029	-2,570	0,010**	-0,134 -0,018
LnTax	0,014	0,010	1,390	0,164	-0,006 0,034
cons	2,426	0,784	3,090	0,002	0,888 3,964
corr(u i, Xb) = -0,5928 Prob > F = 0,0000					

Lưu ý: ***: giá trị p < 0,01; **: giá trị p < 0,05; *: giá trị p < 0,1

BẢNG 6: KẾT QUẢ CỦA MÔ HÌNH REM

DIV	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]
ESG	0,246	0,121	2,040	0,042**	0,009 0,483
EPS	0,000	0,000	3,690	0,000***	0,000 0,000
LnSize	-0,104	0,013	-8,320	0,000***	-0,129 -0,080
LnTax	0,065	0,009	7,390	0,000***	0,048 0,082
cons	2,022	0,260	7,780	0,000	1,513 2,531
Wald chi2(7) = 128,31					
corr(u i, X) = 0 (assumed) Prob > chi2 = 0,0000					

Lưu ý: ***: giá trị p < 0,01; **: giá trị p < 0,05; *: giá trị p < 0,1

BẢNG 7: KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH

Biến phụ thuộc	Hausman	Time fixed effect	Breusch - Pagan
DIV	Chi2(9) = 8,6	F(36;287) = 6,93	Chi2(1) = 176,38
	Prob_Chi2 = 0,4563	Prob_F = 0,000	Prob_Chi2 = 0,0000
Kết luận	REM là mô hình phù hợp		

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

Tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu như sau:

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 LnSize_{it} + \beta_4 LnTax_{it} + \varepsilon_{it}$$

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Thống kê mô tả

Bảng thống kê mô tả các biến trong nghiên cứu cung cấp cái nhìn tổng quan về các biến quan trọng được phân tích. Kết quả như Bảng 2.

Phân tích tương quan

Bảng 3 mô tả ma trận tương quan Pearson giữa các biến: ESG, EPS, LnSize, và LnTax. Đây là một cách đo lường mức độ tương quan tuyến tính giữa các biến. Tương quan giữa ESG và các biến khác là khá yếu, đặc biệt là với EPS. Có mối tương quan tương đối mạnh giữa quy mô công ty (LnSize) và mức thuế (LnTax). Các hệ số tương quan không quá cao, cho thấy mối quan hệ giữa các biến là không quá mạnh, ngoại trừ mối quan hệ giữa quy mô công ty và mức thuế.

Kết quả hồi quy

Các hệ số trong mô hình được ước tính bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất OLS, FEM và REM, kết quả được hiển thị trong Bảng 4, 5, 6.

Tác giả thực hiện 3 mô hình hồi quy: Pooled OLS, Mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và Mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM) để nghiên cứu mối quan hệ giữa ESG và biến phụ thuộc DIV, đồng thời cũng xem xét tác động của các yếu tố tài chính khác tới Chính sách cổ tức doanh nghiệp.

Kết quả kiểm định

Kết quả (Bảng 7) cho thấy, ESG có tác động thuận chiều tới chính sách chi trả cổ tức. Điều này có nghĩa là những công ty có mức độ báo cáo ESG càng cao và càng chi tiết, thì càng đảm bảo sự phát triển bền vững về mặt tài chính của doanh nghiệp và cũng đảm bảo được sự ổn định trong việc chi trả cổ tức cho các cổ đông.

KẾT LUẬN

Nghiên cứu đã tiến hành phân tích tác động của công bố ESG đến chính sách chi trả cổ tức tại các doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết ở Việt Nam giai đoạn 2018-2022. Kết quả cho thấy, ESG có mối quan hệ tích cực với chính sách chi trả cổ tức. Điều này có nghĩa là các doanh nghiệp công bố thông tin ESG càng chi tiết và minh bạch, thì càng thu hút sự tin tưởng của các nhà đầu tư, từ đó duy trì hoặc thậm chí tăng cường mức chi trả cổ tức.

Cụ thể, các doanh nghiệp áp dụng tốt các tiêu chí ESG không chỉ phát triển bền vững, mà còn giảm thiểu xung đột lợi ích giữa cổ đông và ban quản lý, góp phần xây dựng chính sách chi trả cổ tức ổn định hơn. Điều này phù hợp với lý thuyết tín hiệu, cho thấy việc công bố ESG không chỉ là cam kết trách nhiệm với xã hội, mà còn là tín hiệu cho thấy sự ổn định tài chính của doanh nghiệp.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng các biến tài chính, như: EPS và LnTax, có mối tương quan dương với chi trả cổ tức, trong khi quy mô doanh nghiệp (LnSize) có mối tương quan nghịch. Điều này

hợp lý khi các doanh nghiệp lớn thường giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư thay vì trả cổ tức.
Nhìn chung, ESG không chỉ đóng vai trò quan trọng trong việc giảm thiểu rủi ro tài chính và tối đa

hóa giá trị cho cổ đông, mà còn có thể được xem là một công cụ hữu hiệu giúp doanh nghiệp cải thiện hình ảnh, uy tín và khả năng duy trì chính sách cổ tức trong dài hạn.□

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Ahmad, N. G., Barros, V., Sarmento, J. M. (2018), The determinants of dividend policy in Euronext 100, *Corporate Ownership and Control*, 15(4), 8-17, <https://doi.org/10.22495/cocv15i4art1>.
2. Atan, R., Alam, Md. M., Said, J., Zamri, M., Atan, R., Alam, Md. M., Said, J., Zamri, M. (2019), *The Impacts of Environmental, Social, and Governance Factors on Firm Performance: Panel Study of Malaysian Companies*, <https://doi.org/10.31219/OSF.IO/NTZ52>.
3. Benlemlih, M. (2019), Corporate social responsibility and dividend policy. *Research in International Business and Finance*, 47, 114-138. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.07.005>.
4. Chen, R. C. Y., Hung, S. W., Lee, C. H. (2017), Does corporate value affect the relationship between Corporate Social Responsibility and stock returns? *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 7(2), 188-196, <https://doi.org/10.1080/20430795.2016.1272947>.
5. Cheung, A. W. K. (2016), Corporate social responsibility and corporate cash holdings, *Journal of Corporate Finance*, 37, 412-430. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.01.008>.
6. Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis, *Accounting, Organizations and Society*, 33(4-5). <https://doi.org/10.1016/j.aos.2007.05.003>.
7. Ellili, N. O. D. (2020). Environmental, Social, and Governance Disclosure, Ownership Structure and Cost of Capital: Evidence from the UAE, *Sustainability* 2020, 12(18), <https://doi.org/10.3390/SU12187706>.
8. Fama, E. F., French, K. R. (2001), Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?, *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1).
9. Fatemi, A., Glaum, M., Kaiser, S. (2018), ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure, *Global Finance Journal*, 38, 45-64. <https://doi.org/10.1016/J.GFJ.2017.03.001>.
10. Gillan, S. L., Koch, A., Starks, L. T. (2021), Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance, *Journal of Corporate Finance*, 66, <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2021.101889>.
11. Godfrey, P. C., Merrill, C. B., Hansen, J. M. (2009), The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis, *Strategic Management Journal*, 30(4), 425-445.
12. Goss, A., Roberts, G. S. (2011), The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans, *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1794-1810, <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002>.
13. Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
14. Kim, Y., Li, H., Li, S. (2014), Corporate social responsibility and stock price crash risk, *Journal of Banking and Finance*, 43(1), 1-13, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.02.013>.
15. Lankoski, L. (2016), Alternative conceptions of sustainability in a business context, *Journal of Cleaner Production*, 139, 847-857, <https://doi.org/10.1016/J.JCLEPRO.2016.08.087>.
16. Malik, M. S., Makhdoom, D. D. (2016), Does corporate governance beget firm performance in Fortune Global 500 companies?, *Corporate Governance (Bingley)*, 16(4), 747-764, <https://doi.org/10.1108/CG-12-2015-0156/REFERENCES>.
17. Nguyen, H. M., Giang Vuong, T. H., Nguyen, T. H., Wu, Y. C., and Wong, W. K. (2020), Sustainability of Both Pecking Order and Trade-Off Theories in Chinese Manufacturing Firms, *Sustainability*, 12(9), <https://doi.org/10.3390/SU12093883>.
18. Orlitzky, M., Schmidt, F. L., Rynes, S. L. (2003), Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis, *Organization Studies*, 24(3), 403-441, <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>.
19. Porter, Kramer (2006), *Corporate Environmental Responsibility - The emergence of Corporate Social Responsibility*, The Library of Corporate Responsibility.
20. Rakotomavo, M. T. J. (2012), Corporate investment in social responsibility versus dividends?, *Social Responsibility Journal*, 8(2), 199-207, <https://doi.org/10.1108/17471111211234833>.
21. Spence, M. (2002), Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets, *American Economic Review*, 92(3), 434-459, <https://doi.org/10.1257/00028280260136200>.
22. Velte, P. (2017), Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany, *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169-178, <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029/FULL/XML>.