
MỐI QUAN HỆ GIỮA TRÁCH NHIỆM XÃ HỘI DOANH NGHIỆP VÀ NĂM GIỮ TIỀN MẶT: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Văn Hà

Trường Đại học Ngoại thương

Email: ha.nguyen@ftu.edu.vn

Lê Tuấn Thành

Trường Đại học Ngoại thương

Email: letuanthanhthcs@gmail.com

Vũ Hương Giang

Trường Đại học Ngoại thương

Email: Vuhuonggiang133@gmail.com

Trần Minh Thu

Trường Đại học Ngoại thương

Email: tminhthu3010@gmail.com

Nguyễn Thị Yên

Trường Đại học Ngoại thương

Email: yennng010101@gmail.com

Mã bài: JED-592

Ngày nhận: 22/03/2022

Ngày nhận bản sửa: 26/05/2022

Ngày duyệt đăng: 15/07/2022

Tóm tắt:

Nghiên cứu này đi sâu phân tích mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Dựa trên phương pháp nghiên cứu định lượng với mẫu quan sát gồm 1.467 quan sát trong giai đoạn 2011-2020, kết quả phân tích chỉ ra mối quan hệ tích cực giữa trách nhiệm xã hội và nắm giữ tiền mặt. Tính vững của kết quả thực nghiệm được đảm bảo khi sử dụng các kỹ thuật hồi quy khác nhau như OLS, FE và GMM. Hơn nữa, bằng việc phân chia mẫu nghiên cứu thành nhóm các doanh nghiệp năng lượng và nhóm các doanh nghiệp phi năng lượng, kết quả thực nghiệm chỉ ra rằng mối quan hệ tích cực giữa trách nhiệm xã hội và nắm giữ tiền mặt chỉ đúng với các doanh nghiệp phi năng lượng. Ngược lại, trách nhiệm xã hội tương quan nghịch chiều với nắm giữ tiền mặt với các doanh nghiệp năng lượng. Kết quả nghiên cứu gợi mở những hàm ý chính sách quan trọng đối với các nhà quản trị nhằm hướng tới mục tiêu gia tăng lượng tiền mặt nắm giữ thông qua việc thực hiện tốt trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp.

Từ khóa: Vấn đề người đại diện, nắm giữ tiền mặt, trách nhiệm xã hội doanh nghiệp, các bên liên quan, Việt Nam.

Mã JEL: G30, G39, L20, L53.

Corporate social responsibility and cash holdings: Empirical evidence from Vietnam

Abstract:

This study investigates the relationship between corporate social responsibility (CSR) and cash holdings in Vietnam. Using a research sample of 1,467 firm-year observations from 2011 to 2020, our quantitative analysis shows that CSR is positively linked to cash holdings. The result is robust to different regression techniques including OLS, FE and GMM. Moreover, an additional analysis of the association between CSR and cash holdings in energy firms and non-energy firms reveals that the positive relationship is only valid in the latter subgroup. In the former subgroup, CSR is found to be negatively related to cash holdings. This finding offers important implications for managers towards the goal of increasing cash holdings by actively engaging in CSR practices.

Keywords: Agency problem, cash holdings, corporate social responsibility, stakeholders, Vietnam.

JEL Codes: G30, G39, L20, L53.

1. Giới thiệu

Trách nhiệm xã hội bắt nguồn từ phương Tây và thu hút sự quan tâm của các học giả trong suốt bảy thập niên qua, tuy nhiên đây lại là một chủ đề khá mới mẻ ở Việt Nam khi các nghiên cứu chỉ ra rằng thuật ngữ này bắt đầu xuất hiện ở nước ta từ những năm 2000 khi nền kinh tế Việt Nam bắt đầu hội nhập mạnh mẽ với nền kinh tế thế giới. Do vậy, vai trò của trách nhiệm xã hội đối với doanh nghiệp Việt Nam vẫn chưa được hiểu một cách toàn diện. Các nghiên cứu ở Việt Nam chủ yếu tập trung vào mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội doanh nghiệp và hiệu quả tài chính, trong khi vai trò của trách nhiệm xã hội đối với các khía cạnh khác của hoạt động tài chính doanh nghiệp chưa được làm sáng tỏ.

Tiền mặt là tài sản quan trọng của doanh nghiệp vì đây là hạng mục có tính thanh khoản cao nhất, chi phối chính sách tài chính của doanh nghiệp (Kuan & cộng sự, 2012). Theo Amess & cộng sự (2015), quy mô tiền mặt mà các công ty trên phạm vi toàn cầu nắm giữ gia tăng đáng kể trong hai thập kỷ qua. Cụ thể, 1.000 công ty phi tài chính lớn nhất toàn cầu nắm giữ khoảng 2800 tỷ đô la Mỹ (USD) tiền mặt. Trong giai đoạn những năm 1990-2000, lượng tiền mặt do các công ty Hoa Kỳ nắm giữ đã tăng gấp hơn hai lần, tương đương 10% tổng sản phẩm nội địa (GDP) (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007). Nắm giữ nhiều tiền mặt sẽ giúp doanh nghiệp nâng cao tính thanh khoản, dễ dàng thực hiện các nghĩa vụ tài chính theo hợp đồng với các chủ nợ, thanh toán cho các nhà cung cấp, đáp ứng được các khoản chi phí để duy trì hoạt động, đáp ứng các nhu cầu cần thiết trong ngắn hạn và đề phòng trường hợp doanh nghiệp gặp phải những tình huống khẩn cấp không lường trước được. Mặt khác, khi doanh nghiệp nắm giữ quá nhiều tiền mặt thì có thể vấn đề đại diện (agency problem) cũng trở nên trầm trọng hơn khi các nhà quản lý doanh nghiệp sử dụng tiền mặt không hiệu quả, làm phương hại đến giá trị công ty.

Đã có nhiều nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách tiền mặt của doanh nghiệp, tuy nhiên vai trò của trách nhiệm xã hội đối với việc nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp gần đây mới bắt đầu được xem xét và các bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và dự trữ tiền mặt của doanh nghiệp chưa thực sự rõ ràng. Tại Việt Nam, nghiên cứu của Nguyen & Phung (2020) chỉ ra mối quan hệ nghịch chiều giữa trách nhiệm xã hội và dự trữ tiền mặt của các doanh nghiệp trong ngành năng lượng. Tuy nhiên, liệu kết quả này có đúng đối với các doanh nghiệp phi năng lượng Việt Nam hay không vẫn là một câu hỏi nghiên cứu cần được chứng minh dựa trên phân tích thực nghiệm. Do vậy, nghiên cứu này được thực hiện với mẫu nghiên cứu là các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam nhằm cung cấp bằng chứng mới về mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp hoạt động trong các ngành khác nhau, đồng thời làm sáng tỏ tầm quan trọng của trách nhiệm xã hội đối với một khía cạnh tài chính cụ thể của doanh nghiệp là dự trữ tiền mặt.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

2.1. Trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp

Thuật ngữ trách nhiệm xã hội chính thức xuất hiện vào năm 1953 khi Bowen công bố cuốn sách có nhan đề là “*Trách nhiệm xã hội của doanh nhân*” (*Social Responsibilities of the Businessmen*), đánh dấu sự khởi đầu của thời kỳ hiện đại về trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp. Theo Bowen (1953), trách nhiệm xã hội là những ràng buộc đối với doanh nghiệp trong việc thực thi các chính sách, ra các quyết định và thực hiện các hành động được kỳ vọng mang lại mục đích và giá trị cho cộng đồng. Sau Bowen, nhiều học giả khác đã rất nỗ lực đưa ra định nghĩa về trách nhiệm xã hội theo các cách khác nhau bởi thuật ngữ này mang ý nghĩa không giống nhau đối với từng cá nhân (Votaw, 1973).

Từ những năm 1980 trở lại đây, các định nghĩa về trách nhiệm xã hội được đưa ra theo hướng tiếp cận xoay quanh các bên liên quan. Chẳng hạn, theo World Business Council for Sustainable Development (1999), trách nhiệm xã hội là cam kết của doanh nghiệp ứng xử có đạo đức và đóng góp cho phát triển kinh tế, cải thiện chất lượng cuộc sống của người lao động, gia đình của người lao động, cũng như cộng đồng và xã hội nói chung. Tương tự, European Commission (2011) cho rằng trách nhiệm xã hội là việc các doanh nghiệp tích hợp các mối quan tâm xã hội và môi trường trong hoạt động kinh doanh và trong sự tương tác với các bên liên quan trên cơ sở tự nguyện.

Dù có nhiều định nghĩa khác nhau, song nhìn chung lại, các khái niệm đều cho thấy trách nhiệm xã hội đề cập tới mối quan hệ và sự tương tác giữa doanh nghiệp và các bên liên quan nhằm hài hòa lợi ích của tất cả các bên.

2.2. Chính sách nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp

Nắm giữ tiền mặt, hay còn được gọi là tích trữ tiền mặt, được định nghĩa là nắm giữ các khoản tiền và tương đương tiền có tính thanh khoản cao mà công ty có thể chuyển đổi thành tiền mặt trong thời gian ngắn (Ferreira & Vilela, 2004). Trong đó, các khoản tương đương tiền bao gồm tài khoản ngân hàng của công ty, tín phiếu kho bạc và thương phiếu của công ty cũng như các chứng khoán trên thị trường tiền tệ có thời gian đáo hạn là 90 ngày.

Các nghiên cứu về chính sách tiền mặt (Opler & cộng sự, 1999; Ozkan & Ozkan, 2004; Bates & cộng sự, 2009) chỉ ra bốn lý do chính để các công ty nắm giữ tiền mặt: thứ nhất là giảm chi phí giao dịch (transaction motive), thứ hai là phòng vệ rủi ro (precautionary motive), thứ ba là động cơ thuế (tax motive) và cuối cùng là vấn đề người đại diện (agency motive). Với lý do thứ nhất, dựa trên nghiên cứu của Keynes (1936), chi phí giao dịch ở đây liên quan đến những chi phí để chuyển đổi tài sản thành tiền mặt để tài trợ cho các hoạt động cần thiết của công ty. Khi các doanh nghiệp không có đủ nguồn vốn nội bộ hoặc các tài sản có tính thanh khoản cao, các doanh nghiệp có xu hướng thanh lý tài sản hiện có, hạn chế chi trả cổ tức và giảm cơ hội đầu tư. Tuy nhiên, những hoạt động này đều tốn chi phí cao. Vì vậy, việc dự trữ tiền mặt được coi là bước đệm cho doanh nghiệp khi cần tiền mặt để tài trợ cho các khoản đầu tư.

Lý do thứ hai để doanh nghiệp nắm giữ tiền mặt là nhằm mục đích phòng vệ rủi ro. Cụ thể, doanh nghiệp có thể phải đối diện với sự không chắc chắn về các luồng thu nhập trong tương lai cũng như sự hạn chế về khả năng tiếp cận tài chính do chi phí vốn đắt đỏ, vì vậy doanh nghiệp dự trữ tiền mặt để không bỏ lỡ cơ hội đầu tư khi xuất hiện các dự án đầu tư triển vọng. Lins & cộng sự (2010) đã tiến hành các cuộc điều tra thực nghiệm về việc nắm giữ tiền mặt và các hoạt động phi tài chính của các doanh nghiệp tại 29 quốc gia, và kết quả cho thấy các doanh nghiệp nắm giữ tiền mặt nhiều hơn khoảng 40% so với mức cần thiết để chống lại tình trạng kiệt quệ tài chính và giảm thiểu rủi ro trong tương lai. Lý do thứ ba cho rằng các doanh nghiệp có xu hướng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn nếu các nghĩa vụ thuế của doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ tăng. Một số quốc gia như Hoa Kỳ đánh thuế thu nhập từ nước ngoài khi công ty chuyển thu nhập về nước, do vậy tạo động lực cho các công ty nắm giữ lượng lớn tiền mặt (Foley & cộng sự, 2007). Lý do cuối cùng đến từ vấn đề đại diện (agency problem) giữa nhà quản lý và các cổ đông. Theo lập luận này, các nhà quản lý có xu hướng tích trữ nhiều tiền mặt hơn để nhằm mang lại lợi ích cho bản thân họ và có thể ảnh hưởng xấu đến lợi ích cổ đông (Dittmar & cộng sự, 2003; Harford & cộng sự, 2008). Nikolov & Whited (2014) đã chỉ ra rằng các doanh nghiệp có vấn đề người đại diện cao sẽ có xu hướng tăng cường nắm giữ tiền mặt lên 22% và điều này làm giảm giá trị của các cổ đông xuống 6%.

2.3. Giả thuyết về mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp

Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách tiền mặt đã được các nghiên cứu trong quá khứ chỉ ra bao gồm quy mô công ty, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính, rủi ro tài chính, vốn lưu động (Opler & cộng sự, 1999), quản trị công ty (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007), mức độ đa dạng hóa lĩnh vực hoạt động (Subramaniam & cộng sự, 2011). Tuy nhiên, ảnh hưởng của trách nhiệm xã hội đến dự trữ tiền mặt của doanh nghiệp mới được nghiên cứu trong khoảng 5 năm trở lại đây với số lượng các công bố cả trong và ngoài nước còn rất khiêm tốn. Có thể thấy các kết quả thực nghiệm về mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và dự trữ tiền mặt còn mâu thuẫn. Trong khi, một số nghiên cứu chỉ ra mối quan hệ tuyến tính dương (Jadiyappa & cộng sự, 2021; Zadeh & cộng sự, 2021; Yang & Susanto, 2020; Nasr & cộng sự, 2020; Huang & cộng sự, 2019; Chang & cộng sự, 2019; Dutordoir & cộng sự, 2018; Lu & cộng sự, 2016; Cheung, 2016), một số nghiên cứu khác lại chỉ ra mối quan hệ tuyến tính âm (Nguyen & Phung, 2020) hoặc cho thấy trách nhiệm xã hội không tác động đáng kể đến dự trữ tiền mặt của doanh nghiệp (Jadiyappa & cộng sự, 2021). Do vậy, cần thêm các nghiên cứu về chủ đề này để làm sáng tỏ hơn bản chất của mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và dự trữ tiền mặt.

Để kiểm chứng mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và lượng tiền mặt doanh nghiệp nắm giữ, nghiên cứu này dựa vào hai lý thuyết thường được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu về trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp là lý thuyết các bên có liên quan (stakeholder theory) và lý thuyết người đại diện (agency theory) để xây dựng hai giả thuyết đối lập nhau về mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và dự trữ tiền mặt. Lý thuyết các bên liên quan nhận định rằng một công ty phải quan tâm đến lợi ích và kỳ vọng của các bên liên quan (stakeholders) bên cạnh lợi ích của chủ sở hữu (Freeman, 1984; Donaldson & Preston, 1995; Jones, 1995). Các bên có liên quan là những người có ảnh hưởng đến hoặc chịu ảnh hưởng bởi các hoạt động của doanh nghiệp nên các hoạt động hoặc chính sách của doanh nghiệp cần tích hợp lợi ích của các

bên có liên quan để có được sự ủng hộ từ họ (Chan & cộng sự, 2013). Việc thực hiện trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp cũng như điều chỉnh các chính sách tài chính như chính sách nắm giữ tiền mặt nằm trong số các chiến lược mà doanh nghiệp sử dụng để thể hiện định hướng hoạt động hướng về các bên có liên quan của doanh nghiệp. Các hoạt động trách nhiệm xã hội giúp doanh nghiệp xây dựng được hình ảnh đẹp trong mắt các bên có liên quan và xây dựng được mối quan hệ tốt đẹp với khách hàng, nhà cung ứng, người lao động và cộng đồng (Turban & Greening, 1997; Cheng & cộng sự, 2013). Việc thực hiện trách nhiệm xã hội đòi hỏi doanh nghiệp phải đầu tư nguồn lực tài chính cho các hoạt động này. Với động cơ phòng vệ rủi ro trước các biến động dòng tiền trong tương lai do phát sinh các chi phí đầu tư cho hoạt động trách nhiệm xã hội, doanh nghiệp có xu hướng gia tăng lượng tiền dự trữ. Đồng thời, việc tăng dự trữ tiền cũng là một tín hiệu lạc quan đối với các bên liên quan nhằm thể hiện sự tích cực và tự tin vào khả năng tài chính của doanh nghiệp trong việc sẵn sàng đầu tư cho các hoạt động trách nhiệm xã hội như thực hành các sáng kiến bảo vệ môi trường, nâng cao phúc lợi cho người lao động, bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng, hay tài trợ cho các hoạt động cộng đồng... Do vậy, theo cách tiếp cận của lý thuyết các bên có liên quan đối với trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp, nghiên cứu này đề xuất giả thuyết đầu tiên như sau:

H₁: Tồn tại mối quan hệ thuận chiều giữa trách nhiệm xã hội và lượng tiền mặt doanh nghiệp nắm giữ

Tuy nhiên, theo lý thuyết người đại diện (Jensen & Meckling, 1976), những sáng kiến về hoạt động trách nhiệm xã hội có thể coi là lãng phí nguồn lực của doanh nghiệp nếu nó không nâng cao giá trị doanh nghiệp, do vậy gây ra xung đột về lợi ích giữa nhà quản lý và chủ sở hữu doanh nghiệp, hay còn gọi là vấn đề người đại diện (agency problem). Các hoạt động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp có thể được thực hiện để giúp nhà quản lý doanh nghiệp đánh bóng tên tuổi cá nhân và đạt được những lợi ích cho riêng họ (Barnea & Rubin, 2010) trong khi làm phương hại đến lợi ích của chủ sở hữu doanh nghiệp vì nguồn lực tài chính không được đầu tư cho các dự án có triển vọng với giá trị hiện tại ròng (NPV) dương. Nhằm né tránh sự giám sát từ phía cổ đông để có thể đầu tư nguồn lực của doanh nghiệp cho những hoạt động mang lại lợi ích riêng cho nhà quản lý thì nhà quản lý có xu hướng tích trữ nhiều tiền mặt. Với cách tiếp cận của lý thuyết người đại diện đối với trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp, để giảm thiểu vấn đề người đại diện do nhà quản lý đầu tư nguồn lực cho các hoạt động trách nhiệm xã hội mà lại làm phương hại đến lợi ích doanh nghiệp, các cổ đông của công ty sẽ gây áp lực buộc nhà quản lý phải giảm lượng tiền mặt tích trữ. Biện pháp này giúp hạn chế nguy cơ nhà quản lý lãng phí trong việc sử dụng nguồn lực của doanh nghiệp. Theo quan điểm của lý thuyết người đại diện, trách nhiệm xã hội được kỳ vọng làm giảm dự trữ tiền mặt, do vậy nghiên cứu này đề xuất giả thuyết thứ hai ngược lại với dự đoán ở giả thuyết thứ nhất như sau:

H₂: Tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa trách nhiệm xã hội và lượng tiền mặt doanh nghiệp nắm giữ.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mẫu nghiên cứu và nguồn dữ liệu

Nghiên cứu được thực hiện đối với 200 doanh nghiệp phi tài chính lớn nhất được niêm yết tại hai Sở giao dịch là Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn 2011-2020. Dữ liệu về trách nhiệm xã hội được thu thập từ báo cáo thường niên của doanh nghiệp. Các thông tin tài chính của doanh nghiệp được thu thập từ cơ sở dữ liệu Fiiipro. Sau khi tổng hợp các thông tin cần thiết cho phân tích thực nghiệm, 195 doanh nghiệp có đầy đủ thông tin trong mẫu khả dụng gồm 1.467 lượng quan sát.

3.2. Đo lường các biến nghiên cứu

Trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (CSR)

Ở Việt Nam, hiện tại chưa có một bộ chỉ số chính thức nào về trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp được áp dụng rộng rãi, chính vì vậy nhóm nghiên cứu dựa vào các nghiên cứu về trách nhiệm xã hội ở các thị trường đang phát triển sử dụng thông tin trách nhiệm xã hội từ báo cáo thường niên của doanh nghiệp (Saleh & cộng sự, 2010). Việc thu thập và nhập dữ liệu cho biến này được thực hiện hoàn toàn bằng tay.

Để đo lường biến này, nhóm tác giả thu thập thông tin trách nhiệm xã hội của mỗi doanh nghiệp trên 4 khía cạnh của trách nhiệm xã hội là môi trường, người lao động, cộng đồng và sản phẩm. Việc đo lường các tiêu chí của trách nhiệm xã hội trong nghiên cứu này tương tự như trong nghiên cứu của Khan & cộng sự (2013) tại Bangladesh, Siueia & cộng sự (2019) tại Mozambique và Nam Phi và Nguyen & Phung (2020) tại Việt Nam. Cụ thể:

- Khía cạnh môi trường (ENV) được đánh giá dựa trên 4 thang đo: kiểm soát ô nhiễm môi trường (ENV1); phòng ngừa ô nhiễm môi trường (ENV2); tiết kiệm và tái chế nguyên vật liệu (ENV3); giải thưởng về hoạt động bảo vệ môi trường (ENV4).

- Khía cạnh người lao động (EMP) được đánh giá dựa trên 6 thang đo: an toàn lao động và sức khỏe người lao động (EMP1); giáo dục và đào tạo (EMP2); lợi ích của người lao động (EMP3); hồ sơ lao động (EMP4); quyền chọn mua cổ phiếu cho người lao động (EMP5); giải thưởng về sức khỏe và an toàn lao động (EMP6).

- Khía cạnh cộng đồng (COM) được đánh giá dựa trên 6 thang đo: chương trình tài trợ tiền mặt (COM1); chương trình thiện nguyện (COM2); chương trình học bổng (COM3); chương trình tài trợ cho các sự kiện thể thao (COM4); tài trợ các giải thưởng quốc gia (COM5); dự án công cộng (COM6).

- Khía cạnh sản phẩm (PRO) được đánh giá dựa trên 4 thang đo: phát triển sản phẩm (PRO1); an toàn sản phẩm (PRO2); chất lượng sản phẩm (PRO3); dịch vụ chăm sóc khách hàng (PRO4).

Mỗi yếu tố trong thang đo được cho điểm trên chất lượng thông tin: 0 – nếu không có thông tin; 1 – có thông tin nhưng không chi tiết; 2 – có thông tin chi tiết nhưng chưa được lượng hóa; 3 – có thông tin chi tiết và được lượng hóa. Cách chấm điểm này tương tự như trong nghiên cứu của Saleh & cộng sự (2010).

Dựa trên bốn bộ phận cấu thành trách nhiệm xã hội như trên, biến trách nhiệm xã hội được đo lường dưới dạng chỉ số. Theo đó, trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp được tính bằng cách lấy tổng điểm mà doanh nghiệp đạt được chia cho tổng điểm tối đa về trách nhiệm xã hội mà doanh nghiệp có thể đạt được với điểm tối đa là 60 theo chất lượng thông tin công bố cho 20 hạng mục thuộc 4 khía cạnh của trách nhiệm xã hội.

Nắm giữ tiền mặt (CASH)

Nghiên cứu đo lường biến lượng tiền mặt nắm giữ từ hạng mục tiền và tương đương tiền được đề cập trong báo cáo tài chính công bố hàng năm của các doanh nghiệp (Gill & cộng sự, 2012; Cheung, 2016). Vì lượng tiền mặt của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có độ lệch cao nên biến này được thể hiện dưới dạng logarit tự nhiên (*LNCASH*) (Foley & cộng sự, 2007; Gao & cộng sự, 2013; Harford & cộng sự, 2014).

Biến kiểm soát

Dựa vào các nghiên cứu trước đây liên quan đến chủ đề này (Arouri & Pijourlet, 2017) nhóm tác giả còn kiểm soát tác động của các biến về đặc điểm doanh nghiệp như: Quy mô doanh nghiệp (*SIZE*) được đo lường bằng giá trị logarit tự nhiên của tài sản ròng; Chỉ số đòn bẩy tài chính (*LEV*) được đo lường bằng thương số của tổng nợ trên tổng tài sản; Tốc độ tăng trưởng (*GRO*) được đo bằng tốc độ tăng doanh thu của năm sau so với năm trước; Chính sách cổ tức (*DIV*); Tỷ lệ chi tiêu vốn (*CAPEX*) trên tài sản ròng; Vốn lưu động (*NWC*) được tính bằng chênh lệch giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn chia cho tài sản ròng; Dòng tiền tự do (*FCF*) được đo lường bằng thu nhập sau lãi suất, cổ tức và thuế trước khi khấu hao trên tài sản ròng. Ngoài ra, nghiên cứu này cũng kiểm soát tác động của ngành (và thời gian) lên mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và dự trữ tiền mặt của doanh nghiệp.

3.3. Mô hình nghiên cứu

Để kiểm tra tác động của các yếu tố trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (*CSR*) đến việc nắm giữ tiền mặt, nghiên cứu sử dụng mô hình nghiên cứu như sau với các biến trong mô hình đã được giới thiệu ở phần trên.

$$LN(CASH_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GRO_{i,t} + \beta_5 DIV_{i,t} + \beta_6 CAPEX_{i,t} + \beta_7 NWC_{i,t} + \beta_8 FCF_{i,t} + \omega_{i,t} + \tau_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 thống kê giá trị trung bình và độ lệch chuẩn của các biến được sử dụng để phân tích mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và việc nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Trung bình lượng tiền mặt doanh nghiệp nắm giữ trong mẫu nghiên cứu chiếm khoảng 11,9% tổng tài sản ròng. Chỉ số bình quân của trách nhiệm xã hội doanh nghiệp là 0,363.

4.2. Kết quả mô hình hồi quy

Vì dữ liệu nghiên cứu là dạng bảng nên nhóm tác giả lựa chọn sử dụng các kỹ thuật hồi quy phù hợp với dữ liệu để kiểm định mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và việc nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Đầu

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến

Tên biến	Mô tả	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn
LNCASH	Lượng tiền mặt nắm giữ/tổng tài sản ròng	1.467	0,119	0,158
CSR	Chỉ số trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp	1.467	0,363	0,158
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	1.467	14,496	1,665
LEV	Đòn bẩy tài chính	1.467	0,562	0,220
GRO	Tăng trưởng doanh thu của năm sau so với năm trước	1.467	0,162	0,185
DIV	Nhận giá trị 1 nếu có trả cổ tức hoặc 0 nếu không trả cổ tức	1.467	0,945	0,227
CAPEX	Chi tiêu vốn/tổng tài sản ròng	1.467	0,062	0,076
NWC	Vốn lưu động ròng/tổng tài sản ròng	1.467	0,249	0,274
FCF	Thu nhập sau lãi suất, cổ tức và thuế trước khi khấu hao/tổng tài sản ròng	1.467	0,022	0,113

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu nghiên cứu bằng STATA.

Bảng 2: Ước lượng OLS và FE mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và nắm giữ tiền mặt

Tên biến	OLS	FE
	LNCASH	LNCASH
CSR	0,700*** (0,226)	0,508* (0,297)
SIZE	-0,014 (0,024)	-0,259*** (0,062)
LEV	-1,214*** (0,249)	-1,075*** (0,265)
GRO	-0,005 (0,006)	0,009*** (0,003)
DIV	0,322** (0,155)	0,202** (0,100)
CAPEX	3,293*** (0,660)	2,202*** (0,425)
NWC	1,178*** (0,173)	1,614*** (0,166)
FCF	2,569*** (0,456)	1,596*** (0,261)
N	1.467	1.467
R-squared	0,233	0,245

Sai số chuẩn mạnh ở trong ngoặc.

*** $p < 1\%$, ** $p < 5\%$, * $p < 10\%$.

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu nghiên cứu bằng STATA.

tiên, kỹ thuật OLS gộp với sai số chuẩn cụm hai chiều (two-way clustered standard errors) được sử dụng theo khuyến nghị của Petersen (2009). Kết quả hồi quy OLS ở Bảng 2 cho thấy biến *CSR* có ý nghĩa thống kê tại mức 1% và có tác động tích cực đến biến *LNCASH*, đồng nghĩa với việc trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, doanh nghiệp thực hiện trách nhiệm xã hội tốt hơn có xu hướng giữ nhiều tiền mặt hơn. Kết quả này phù hợp với lý thuyết các bên có liên quan về trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp, do vậy chấp nhận (bác bỏ) giả thuyết H1 (H2).

Hồi quy OLS cũng cho thấy có mối quan hệ nghịch chiều giữa đòn bẩy tài chính và dự trữ tiền mặt của doanh nghiệp, phù hợp với Cheung (2016). Ngược lại, các biến kiểm soát *NWC*, *DIV*, *CAPEX* và *FCF* có tác động làm tăng lượng tiền mặt nắm giữ của doanh nghiệp, phù hợp với các nghiên cứu về dự trữ tiền mặt trước đây như Cheung (2016), Yang & Susanto (2020), Jادیyappa & cộng sự (2021).

Bên cạnh đó, nhóm tác giả tiếp tục lựa chọn hồi quy FE hoặc RE để kiểm định tính vững của kết quả thực

nghiệm trên. Dựa vào kiểm định Hausman test cho kết quả p-value = 0,000 nên kiểm định hồi quy FE được sử dụng. Kết quả hồi quy FE được trình bày ở Bảng 2 cũng cho thấy biến *CSR* có mối quan hệ tích cực với biến *LNCASH* phù hợp với kết quả phân tích OLS.

Vấn đề nội sinh (endogeneity) thường được nhắc đến trong các nghiên cứu về vai trò của trách nhiệm xã hội đối với các khía cạnh tài chính của doanh nghiệp (ví dụ: Nguyen & cộng sự, 2019; Nguyen & cộng sự, 2020; Nguyen & cộng sự, 2021). Do vậy, nhóm tác giả tiếp tục sử dụng hồi quy GMM (generalized method of moments) để khắc phục vấn đề nội sinh (Arellano & Bond, 1991). Với phương pháp GMM, mô hình hồi quy bổ sung thêm biến phụ thuộc trễ, ngoài các biến giải thích sử dụng trong mô hình trên. Kết quả hồi quy GMM thể hiện ở Bảng 3 tiếp tục cho thấy biến *CSR* có hệ số ước lượng dương và có ý nghĩa thống kê, phù hợp với các ước lượng OLS và FE. Vì vậy, kết quả thực nghiệm về mối quan hệ tuyến tính dương giữa trách nhiệm xã hội và nắm giữ tiền mặt trong nghiên cứu này không bị ảnh hưởng khi sử dụng các kỹ thuật hồi quy khác nhau.

Bảng 3: Ước lượng GMM mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và nắm giữ tiền mặt

Tên biến	GMM LNCASH
L.LNCASH	0,395*** (0,047)
CSR	0,637** (0,277)
SIZE	-0,034 (0,035)
LEV	-0,257 (0,357)
GRO	0,005 (0,003)
DIV	0,309*** (0,119)
CAPEX	1,794* (0,919)
NWC	0,971** (0,412)
FCF	2,253*** (0,576)
N	1.372
AR (2) (p-value)	0,127

Sai số chuẩn mạnh ở trong ngoặc.

*** $p < 1\%$, ** $p < 5\%$, * $p < 10\%$.

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu nghiên cứu bằng STATA.

Ngoài ra, nghiên cứu cũng (i) phân tích mối quan hệ giữa từng khía cạnh của trách nhiệm xã hội (bao gồm ENV, EMP, COM, PRO) và nắm giữ tiền mặt; (ii) đánh giá mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và nắm giữ tiền mặt trong nhóm các doanh nghiệp năng lượng và nhóm các doanh nghiệp phi năng lượng; (iii) sử dụng biến *CASH* thay vì *LNCASH* làm biến phụ thuộc. Kết quả thực nghiệm chỉ ra rằng:¹

- Các thành phần của trách nhiệm xã hội đều có hệ số hồi quy dương và có ý nghĩa thống kê ngoại trừ thành phần về môi trường (ENV) không có ý nghĩa thống kê.

- Trách nhiệm xã hội tương quan nghịch chiều với nắm giữ tiền mặt tại các doanh nghiệp năng lượng, nhưng mối quan hệ này lại thuận chiều tại các doanh nghiệp phi năng lượng.

- Khi nắm giữ tiền mặt được đo lường bằng biến *CASH* thì mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và *CASH* vẫn là thuận chiều trong mẫu tổng thể và mẫu gồm các doanh nghiệp phi năng lượng nhưng là nghịch chiều tại các doanh nghiệp phi năng lượng

5. Kết luận

Thông qua phân tích thực nghiệm về mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và nắm giữ tiền mặt của doanh

nghiệp, kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng các doanh nghiệp thực hiện trách nhiệm xã hội tốt hơn có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn. Dự trữ tiền mặt tăng sẽ giúp doanh nghiệp linh hoạt hơn trong việc ứng phó với các tình huống bất ngờ trong kinh doanh cũng như nắm bắt các cơ hội đầu tư trong tương lai.

Nghiên cứu này có những đóng góp quan trọng về học thuật và thực tiễn. Xét từ góc độ học thuật, kết quả nghiên cứu góp phần làm sáng tỏ hơn mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và dự trữ tiền mặt của các doanh nghiệp ở một quốc gia đang phát triển như Việt Nam nhưng chưa có nhiều các công trình về chủ đề này. Bằng chứng mới trong nghiên cứu này về mối quan hệ thuận chiều giữa trách nhiệm xã hội và nắm giữ tiền mặt tại Việt Nam bổ sung cho nghiên cứu của Nguyen & Phung (2020). Trong khi Nguyen & Phung (2020) chỉ ra mối quan hệ nghịch chiều giữa trách nhiệm xã hội và nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp Việt Nam trong ngành năng lượng thì nghiên cứu của chúng tôi một mặt khẳng định kết quả của Nguyen & Phung (2020) tại các doanh nghiệp năng lượng, mặt khác chỉ ra rằng các doanh nghiệp phi năng lượng có dự trữ tiền mặt nhiều hơn khi thực hiện trách nhiệm xã hội tốt hơn. Do vậy, có thể khẳng định kết quả nghiên cứu của Nguyen & Phung (2020) chỉ đại diện cho các doanh nghiệp năng lượng chứ không đại diện cho các doanh nghiệp phi năng lượng. Về mặt thực tiễn, nghiên cứu chứng minh rằng trách nhiệm xã hội là nhân tố quan trọng tác động đến chính sách tài chính bao gồm chính sách nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp Việt Nam. Các nhà hoạch định chính sách có thể cân nhắc ban hành các hướng dẫn thực hiện việc quản lý tiền mặt song hành với việc chi tiêu cho trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp một cách hợp lý. Đồng thời nên có các cơ chế, chính sách khuyến khích, giám sát nhà quản lý sử dụng dòng tiền một cách hiệu quả, thực hiện nghiêm túc các hoạt động gắn với trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp hợp lý, không phung phí mà đem lại hiệu quả cao.

Bên cạnh những đóng góp và phát hiện mới, bài viết này vẫn còn hạn chế nhất định. Cụ thể, do việc thu thập dữ liệu trách nhiệm xã hội được tiến hành hoàn toàn bằng tay qua việc phân tích báo cáo thường niên nên mẫu nghiên cứu của nhóm chỉ giới hạn trong 200 doanh nghiệp phi tài chính có vốn hóa thị trường lớn nhất được niêm yết trên HOSE và HNX. Do vậy kết quả thực nghiệm trong bài nghiên cứu này có thể không mang tính đại diện cho các doanh nghiệp có quy mô khác nhau cũng như không đại diện cho các doanh nghiệp chưa niêm yết. Tiếp theo, nghiên cứu này tập trung tìm hiểu mối quan hệ trực tiếp giữa trách nhiệm xã hội và nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp chứ chưa phân tích cơ chế tác động của trách nhiệm xã hội đến nắm giữ tiền mặt. Ngoài ra, mặc dù đã cố gắng kiểm soát các nhân tố có thể gây nhiễu lên mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp nhưng có thể vẫn còn một vài nhân tố chưa được đưa vào mô hình. Những hạn chế này chính là một số gợi ý cho các hướng nghiên cứu trong tương lai để phát triển hơn nữa hướng nghiên cứu này.

Ghi chú:

1. Vui lòng liên hệ nhóm tác giả để biết kết quả chi tiết.

Lời thừa nhận/Cảm ơn: Nghiên cứu này là sản phẩm của đề tài khoa học và công nghệ cấp Cơ sở mã số NTCS2021-28.

Tài liệu tham khảo

- Amess, K., Banerji, S. & Lampousis, A. (2015), 'Corporate cash holdings: causes and consequences', *International Review of Financial Analysis*, 42(3), 421-433.
- Arellano, M. & Bond, S. (1991), 'Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations', *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.
- Arouri, M. & Pijourlet, G. (2017), 'CSR performance and the value of cash holdings: International evidence', *Journal of Business Ethics*, 140(2), 263-284.
- Barnea, A. & Rubin, A. (2010), 'Corporate social responsibility as a conflict between shareholders', *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.

-
- Bates, T., Kahle, K. & Stulz, R. (2009), 'Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?', *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
- Bowen, H.R. (1953), *Social responsibilities of the businessman*, New York: Harper & Row.
- Chan, M.C.C., Watson, J. & Woodliff, D. (2013), 'Corporate governance quality and CSR disclosures', *Journal of Business Ethics*, 125(1), 59-73.
- Chang, C.H., Chen, S.S., Chen, Y.S. & Peng, S.C. (2019), 'Commitment to build trust by socially responsible firms: Evidence from cash holdings', *Journal of Corporate Finance*, 56, 364-387.
- Cheng, B., Ioannou, I. & Serafeim, G. (2013), 'Corporate social responsibility and access to finance', *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23.
- Cheung, A.W. (2016), 'Corporate social responsibility and corporate cash holdings', *Journal of Corporate Finance*, 37, 412-430.
- Dittmar, A. & Mahrt-Smith, J. (2007), 'Corporate governance and the value of cash holdings', *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. & Servaes, H. (2003), 'International corporate governance and corporate cash holdings', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), p.111.
- Donaldson, T. & Preston, L.E. (1995), 'The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications', *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
- Dutordoir, M., Norman, C.S. & Ping, S. (2018), 'Corporate social responsibility and seasoned equity offerings', *Journal of Corporate Finance*, 50, 158-179.
- European Commission (2011), *A renewed EU strategy 2011-14 for corporate responsibility*, Brussels.
- Ferreira, M.A. & Vilela, A.S. (2004), 'Why do firms hold cash? evidence from EMU countries', *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Foley, C.F., Hartzell, J.C., Titman, S. & Twite, G. (2007), 'Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation', *Journal of Financial Economics*, 86(3), 579-607.
- Freeman, R.E. (1984), *Strategic management: A stakeholder approach*, Pitman.
- Gao, H., Jarrad, H. & Kai, L. (2013), 'Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms', *Journal of Financial Economics*, 109, 623-639.
- Gill, A. & Shah, C. (2012), 'Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Canada', *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 70-79.
- Harford, J., Mansi, S.A. & Maxwell, W.F. (2008), 'Corporate governance and firm cash holdings in the US', *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535-555.
- Harford, J., Sandy, K. & William, F.M. (2014), 'Refinancing risk and cash holdings', *Journal of Finance*, 69, 975-1012.
- Huang, H.H., Chanjuan, L. & Li, S. (2019), 'Chemical releases and corporate cash holdings', *International Review of Financial Analysis*, 64, 159-173.
- Jadiyappa, N., Joseph, A., Sisodia, G., Krishnankutty, R. & Shrivatsava, S. (2021), 'Corporate social responsibility and cash holdings in India: Evidence from a natural experiment', *Finance Research Letters*, 39, 101-581.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jones, T.M. (1995), 'Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics', *Academy of Management Review*, 20(2), 404-437.
- Keynes, J.M. (1936), *The general theory of employment, interest, and money*, Wirtschaft u. Finanzen.
- Khan, A., Muttakin, M.B. & Siddiqui, J. (2013), 'Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: Evidence from an emerging economy', *Journal of Business Ethics*, 114, 207-223.
- Kuan, T.H., Li, C.S. & Liu, C.C. (2012), 'Corporate governance and cash holdings: A quantile regression approach', *International Review of Economics & Finance*, 24, 303-314.

-
- Lins, K.V., Servaes, H. & Tufano, P. (2010), 'What drives corporate liquidity? an international survey of cash holdings and lines of credit', *Journal of Financial Economics*, 98(1), 160-176.
- Lu, L.Y., Shailer, G. & Yu, Y. (2016), 'Corporate social responsibility disclosure and the value of cash holdings', *European Accounting Review*, 26(4), 729-753.
- Nasr, S., Lakhali, N. & Saad, I.B. (2020), 'Corporate social responsibility and cash holdings: Does board gender diversity matter', *International Journal of Business Governance and Ethics*, 14(3), p.250.
- Nikolov, B. & Whited, T.M. (2014), 'Agency conflicts and cash: Estimates from a dynamic model', *The Journal of Finance*, 69(5), 1883-1921.
- Nguyen, T.L.N.V.K. & Phung, A.T. (2020), 'Social and environmental contributions, board size and cash holding: The case of energy firms', *International Journal of Energy Economics and Policy*, 10(4), 17-22.
- Nguyen, V.H., Agbola, F.W. & Choi, B. (2019), 'Does corporate social responsibility reduce information asymmetry? Empirical evidence from Australia', *Australian Journal of Management*, 44(2), 188-211.
- Nguyen, V.H., Agbola, F.W. & Choi, B. (2021), 'Does corporate social responsibility enhance financial performance? Evidence from Australia', *Australian Accounting Review*, 32(1), 5-18.
- Nguyen, V.H., Choi, B. & Agbola, F.W. (2020), 'Corporate social responsibility and debt maturity: Australian evidence', *Pacific-Basin Finance Journal*, 62, 101-374.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R. (1999), 'The determinants and implications of corporate cash holdings', *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.
- Ozkan, A. & Ozkan, N. (2004), 'Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies', *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134.
- Petersen, M. (2009), 'Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches', *Review of Financial Studies*, 22, 435-480.
- Saleh, M., Zulkifli, N. & Muhamad, R. (2010), 'Corporate social responsibility disclosure and its relation on institutional ownership: Evidence from public listed companies in Malaysia', *Managerial Auditing Journal*, 25(6), 591-613.
- Siuecia, T.T., Wang, J. & Deladem, T.G. (2019), 'Corporate social responsibility and financial performance: A comparative study in the Sub-Saharan Africa banking sector', *Journal of Cleaner Production*, 226, 658-668.
- Subramaniam, V., Tang, T.T., Yue, H. & Zhou, X. (2011), 'Firm structure and corporate cash holdings', *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 759-773.
- Turban, D.B. & Greening, D.W. (1997), 'Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees', *Academy of Management Journal*, 40(3), 658-672.
- Votaw, D. (1973), 'Genius becomes rare: A comment on the doctrine of social responsibility Pt, II', *California Management Review*, 15(3), 5-19.
- World Business Council for Sustainable Development (1999), *Corporate social responsibility: Meeting changing expectations*, Geneva.
- Yang, A.S. & Susanto, G.C. (2020), 'Corporate social responsibility and cash holding: Evidence from trucking firms', *Applied Economics Letters*, 28(1), 85-89.
- Zadeh, M.H., Michel, M., Denis, C. & Ahmad, H. (2021), 'Does corporate social responsibility transparency mitigate corporate cash holdings?', *International Journal of Managerial Finance*, from <<https://doi.org/10.1108/IJMF-07-2021-0339>>.