

TÁC ĐỘNG CỦA TRÁCH NHIỆM XÃ HỘI ĐẾN RỦI RO SỤP ĐỔ GIÁ CỔ PHIẾU CỦA DOANH NGHIỆP: MINH CHỨNG THỰC NGHIỆM Ở MỸ

THE IMPACT OF SOCIAL RESPONSIBILITY ON COMPANY RISK OF STOCK PRICES: AN EMPIRICAL EVIDENCE IN THE US

Nguyễn Thành Đạt^{1*}, Lê Thị Phương Uyên^{1,2}

¹Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

²Đại học Kent, Vương quốc Anh

*Tác giả liên hệ: datnt@due.udn.vn

(Nhận bài: 13/02/2023; Chấp nhận đăng: 18/4/2023)

Tóm tắt - Nghiên cứu này kiểm định tác động của việc thực hiện trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (CSR) đến rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu. Để kiểm định tác động của việc thực hiện CSR đến rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu, bài viết sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng có kiểm soát tác động cố định của công ty và năm áp dụng trên bộ dữ liệu bao gồm 2.145 công ty tại Mỹ với 14.836 quan sát theo từ 2002 đến 2021. Kết quả phân tích cho thấy, chỉ số trách nhiệm xã hội ảnh hưởng nghịch chiều đến rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu doanh nghiệp. Kết quả này ủng hộ lý thuyết công bố thông tin tự nguyện, các công ty có trách nhiệm xã hội cao thường minh bạch hơn trong việc công bố thông tin, cung cấp nhiều thông tin hơn trong các báo cáo cho nhà đầu tư và ít có khả năng quản trị thu nhập. Nhờ đó mà tình trạng thông tin bất đối xứng được giảm thiểu và giảm thiểu rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu của công ty.

Từ khóa - Trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (CSR); rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu; Chỉ số Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG)

1. Mở đầu

Thời gian gần đây, trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (CSR) nổi lên như một chủ đề nổi bật trong lĩnh vực kinh doanh. Nhiều công ty đã thể hiện các cam kết CSR, khởi xướng các dự án CSR, thành lập các ủy ban CSR và cũng như ban hành các báo cáo CSR. Do đó, đầu tư vào các hoạt động CSR được xem như một lĩnh vực cốt lõi của quản trị công ty, bên cạnh mảng tiếp thị, kế toán hoặc tài chính [1]. Để đáp lại sự phổ biến ngày càng tăng của CSR, trong thực tế ngày càng có nhiều các nghiên cứu đa ngành về CSR và tác động của nó đối với các hành động và kết quả hoạt động của công ty.

Đối với lĩnh vực tài chính doanh nghiệp, mặc dù ảnh hưởng của CSR đối với hiệu quả tài chính của doanh nghiệp đã được nghiên cứu rộng rãi, tuy nhiên, kết quả đưa ra vẫn còn gây tranh cãi giữa các học giả. Cụ thể, phần lớn các nghiên cứu [2]-[9] cho thấy, các công ty có hoạt động CSR có xu hướng vượt trội về mặt tài chính so với các công ty khác hoạt động trong cùng ngành. Ví dụ, [5] tìm thấy tác động tích cực của đầu tư có trách nhiệm xã hội đối với lợi nhuận danh mục đầu tư chứng khoán của Mỹ. [10] tiết lộ rằng các công ty cam kết chi tiêu có trách nhiệm với xã hội sẽ tạo ra giá trị cho các cổ đông của họ. [11] cung cấp bằng chứng thực nghiệm rằng, đầu tư CSR có mối tương quan thuận với hiệu quả tài chính của các ngân hàng Ấn Độ. [9] cũng xác nhận mối quan hệ dương này đối với các ngân hàng Trung Quốc trong dài hạn. Tuy nhiên, mối quan hệ này được

Abstract - This study examines the impact of corporate social responsibility (CSR) practices on stock price crash risk. To investigate the impact of CSR on the stock price crash risk, we use a panel data regression model that controls for the firm and year fixed effects on a dataset comprises 2,145 companies in the US with 14,836 observations from 2002 to 2021. The analysis results show that the social responsibility has a negative impact on stock price crash risk. This result supports voluntary disclosure theory, companies with high social responsibility are often more transparent in disclosing information, providing more information in reports to investors and lower incentive for earning management. Thereby, it helps firms reduce information asymmetry as well as minimize the stock price crash risk.

Key words - Corporate social responsibility (CSR); stock price collapse risk; Environmental, Social and Governance score (ESG)

điều chỉnh bởi một số yếu tố, chẳng hạn như việc công khai các hoạt động trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp [12], cạnh tranh thị trường [13] và tín dụng xanh [9].

Mặt khác, một số nghiên cứu chỉ ra rằng, CSR làm giảm đáng kể hiệu suất của công ty [9, 14-19]. [15] đưa ra bằng chứng thực nghiệm về tác động tiêu cực của điểm số CSR đối với tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản và lợi nhuận cổ phiếu bằng cách sử dụng mẫu gồm 3.000 công ty Mỹ từ năm 2003 đến năm 2009. Hơn nữa, [16] sử dụng dữ liệu từ 154 tổ chức tài chính ở 22 quốc gia và phát hiện ra rằng, sự tác động của CSR lên hiệu quả tài chính của ngân hàng thay đổi từ tích cực sang tiêu cực do cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu (GFC). Ngoài ra, [17] kết luận rằng, các công ty không thực hành trách nhiệm xã hội hoạt động lâu dài hơn và hoạt động tài chính tốt hơn so với các đối tác của họ. [19] nhận thấy rằng CSR dẫn đến Tobin's q của công ty thấp hơn. Trong khi, [9] báo cáo rằng, các ngân hàng Trung Quốc tích cực đầu tư vào hoạt động CSR cấp cao có hiệu suất tài chính sinh lời ngắn hạn thấp hơn. Một số nghiên cứu khác lại tìm thấy bằng chứng ủng hộ mối quan hệ hình chữ U [18, 20] hoặc mối quan hệ không đáng kể [21-25].

Mặc dù, ngày càng có nhiều nghiên cứu tập trung vào tác động của hoạt động CSR đối với hiệu quả tài chính của công ty, nhưng các nghiên cứu về tác động chính xác của việc này đối với rủi ro giảm giá cổ phiếu vẫn còn rất ít và vẫn còn gây nhiều tranh cãi. [26] cung cấp bằng chứng cho

¹ The University of Danang - University of Economics (Nguyen Thanh Dat, Le Thi Phuong Uyen)

² University of Kent (Le Thi Phuong Uyen)

rằng, hoạt động CSR có làm tăng rủi ro trượt giá cổ phiếu vì các nhà quản lý công ty tích cực đầu tư vào các hoạt động CSR với mục đích che đậy thông tin xấu và đánh lạc hướng sự giám sát của cổ đông. Mỗi quan hệ nghịch chiều này rõ hơn khi các cơ chế quản trị, chẳng hạn như giám sát của hội đồng quản trị hoặc các nhà đầu tư tổ chức còn yếu kém. Ngược lại, [27] lại khẳng định rằng các hoạt động CSR làm giảm rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu nhờ vào các lợi ích của việc đầu tư vào CSR chẳng hạn như chất lượng công bố thông tin tốt hơn từ đó giảm thiểu vấn đề thông tin bất cân xứng, xây dựng được hình ảnh công ty tốt hơn. Tuy nhiên, [27] chỉ hướng tới các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc, một thị trường khá khác biệt với các thị trường khác về quy định, văn hóa, hệ thống thị trường, tiền tệ, ngôn ngữ, v.v. Do đó, trong bài nghiên cứu này, đóng góp chính của nhóm tác giả là cùng cổ nghiên cứu trước về lợi ích của hoạt động CSR trong việc giảm thiểu rủi ro giảm giá cổ phiếu, đồng thời bổ sung vào nghiên cứu trước với mẫu nghiên cứu bao gồm công ty được niêm yết tại các sàn chứng khoán của Mỹ.

Các nghiên cứu trước đây, ví dụ [27-31], đã kết luận một cách thuyết phục rằng, các công ty có tình trạng thông tin bất đối xứng ít nghiêm trọng hơn sẽ có rủi ro giảm giá cổ phiếu thấp hơn. Do đó, trong bài nghiên cứu này, nhóm tác giả lập luận rằng chất lượng công bố thông tin của các công ty có trách nhiệm với xã hội là cơ chế cơ bản mà qua đó rủi ro giảm giá cổ phiếu bị tác động. Thứ nhất, dựa trên lý thuyết công bố thông tin tự nguyện, các công ty có hoạt động mang tính trách nhiệm xã hội (được thể hiện thông qua chỉ số Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG)) tốt hơn công bố nhiều hoạt động CSR hơn trong khi những công ty có hoạt động CSR kém hơn sẽ chọn báo cáo ít hơn [32-33]. Với vai trò là một báo cáo bổ sung quan trọng cho báo cáo tài chính truyền thống, các công bố ESG cung cấp cho nhà đầu tư thông tin cần thiết để đưa ra quyết định đầu tư và định giá hiệu quả các rủi ro và cơ hội, đặc biệt trong bối cảnh biến đổi khí hậu [34], từ đó giúp giảm thiểu tình trạng bất đối xứng thông tin. Thứ hai, [35] nhận thấy, các công ty có trách nhiệm xã hội cũng hành xử có trách nhiệm hơn trong báo cáo tài chính và ít xuất hiện dấu hiệu về quản trị thu nhập (earning management), việc này cho thấy cam kết của các công ty đối với các tiêu chuẩn đạo đức cao hơn có tác động tích cực đến chất lượng thông tin kế toán. Tương tự, [36] nhận thấy, các công ty thực hiện các hoạt động có trách nhiệm xã hội công khai nhiều thông tin tài chính hơn, phù hợp với quan điểm cho rằng các công ty coi việc tăng cường công bố thông tin là một hình thức thể hiện hành vi có trách nhiệm xã hội trong quá trình thực hiện CSR của họ. Như vậy, mức độ minh bạch của các công ty này sẽ cao hơn và ít có khả năng che giấu các thông tin xấu với các nhà đầu tư, từ đó giảm thiểu tình trạng thông tin bất cân xứng. Các nghiên cứu gần đây của [37-38] cũng cho thấy, sự đồng thuận với lập luận này. Vì vậy, nhóm tác giả kỳ vọng các công ty có trách nhiệm xã hội tốt sẽ có rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu thấp hơn.

Ở bài nghiên cứu này, nhóm tác giả sử dụng điểm số ESG để đo lường mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội của công ty. Sử dụng bộ dữ liệu toàn diện của 2.145 công ty Mỹ bao gồm 14.836 quan sát theo năm của các công ty từ 2002 đến 2021, cho thấy mối quan hệ nghịch giữa hoạt động CSR và rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu, nghĩa là các công ty thực hiện trách nhiệm xã hội tốt hơn có rủi ro sụp đổ giá

cổ phiếu thấp hơn. Đối với các kiểm định tính bền vững, nhóm tác giả sử dụng một thước đo khác về rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu và loại trừ giai đoạn xảy ra đại dịch COVID-19. Kết quả từ tất cả các kiểm định này vẫn nhất quán với kết luận chính của nghiên cứu này.

2. Phương pháp nghiên cứu

2.1. Mô hình hồi quy

Trong bài viết này, các tác giả sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng để kiểm định tác động của việc thực hiện trách nhiệm xã hội đến rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Mô hình kiểm định được trình bày như sau:

$$RISK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \sum \gamma_k Control_{i,t} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

với i và t lần lượt là chỉ số định danh công ty và năm. Biến phụ thuộc trong mô hình là chỉ số rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu doanh nghiệp RISK, được đo lường bằng hai chỉ số phổ biến là độ lệch có điều kiện (SKEW) và biến động từ thấp đến cao của lợi nhuận chứng khoán hàng tuần (VOL). Bài viết sử dụng biến độ lệch có điều kiện của lợi nhuận trong phần phân tích chính và biến động của lợi nhuận trong phần kiểm định tính bền vững. Biến chính ESG là chỉ số đo lường mức độ thực hiện CSR của doanh nghiệp. Bên cạnh đó các tác giả còn sử dụng các chỉ số con của chỉ số ESG là EN, SO và GO. Các chỉ số này được xây dựng và cung cấp bởi cơ sở dữ liệu Datastream. Dữ liệu dùng để xây dựng các chỉ số này được thu thập từ báo cáo của các công ty. Có tổng cộng 178 điểm dữ liệu được thu thập để xây dựng nên chỉ số ESG tổng quát. Trong đó, chỉ số Môi trường (EN) gồm các nội dung như sử dụng tài nguyên, phát thải và đổi mới. Chỉ số Xã hội (SO) có bốn nội dung là lực lượng lao động, nhân quyền, cộng đồng và trách nhiệm với sản phẩm. Chỉ số Quản trị (GO) bao gồm các danh mục chiến lược quản lý, cổ đông và chiến lược trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp. Control là các biến kiểm soát cho mô hình hồi quy. Danh sách các biến sử dụng trong bài viết này được liệt kê trong Bảng 1.

Bảng 1. Danh sách các biến

Tên biến	Mô tả
SKEW	Độ lệch có điều kiện của lợi nhuận chứng khoán hàng tuần. Sử dụng dấu “-” để đảm bảo rằng giá trị càng lớn ứng với độ rủi ro sụp đổ giá càng lớn
VOL	Độ biến động từ thấp đến cao của lợi nhuận chứng khoán hàng tuần
ESG	Chỉ số Môi trường, Xã hội và Quản trị tổng quát, có giá trị trong khoảng 0-100
EN	Chỉ số Môi trường, có giá trị trong khoảng 0-100
SO	Chỉ số Xã hội, có giá trị trong khoảng 0-100
GO	Chỉ số Quản trị, có giá trị trong khoảng 0-100
DTURN	Chênh lệch trong doanh thu cổ phiếu trung bình hàng tháng năm này so với năm trước
RET	Lợi nhuận trung bình hàng tuần, nhân với 100
BM	Tỷ lệ giá trị sổ sách/giá trị thị trường
SIZE	Quy mô của công ty, bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản
SIGMA	Độ lệch chuẩn của lợi nhuận hàng tuần
LEV	Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản
ROA	Tỷ số lợi nhuận trên tổng tài sản

Theo thông lệ, mô hình và các kết quả hồi quy được kiểm soát cho ảnh hưởng cố định của công ty α_i và ảnh hưởng cố định năm δ_t .

2.2. Dữ liệu nghiên cứu

Bộ dữ liệu được sử dụng bao gồm 2.145 công ty được niêm yết tại các sàn chứng khoán của Mỹ trong giai đoạn từ năm 2002 đến năm 2021. Toàn bộ dữ liệu được thu thập từ cơ sở dữ liệu Datastream. Dữ liệu này còn được khử (winsorize) phân vị phần trăm 1% và 99% để loại bỏ các giá trị ngoại lai. Cuối cùng, bộ dữ liệu của nhóm tác giả bao gồm 14.836 quan sát công ty-năm. Do thiếu dữ kiện nên một số quan sát sẽ thiếu thông tin về chỉ số ESG tổng quát và các chỉ số con.

Bảng 2. Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ESG	14.836	40,125	38,01	17,503	0,44	94,81
EN	14.836	28,642	21,07	27,733	0	98,55
SO	14.827	44,118	40,74	21,165	0,45	99,56
GO	14.836	50,392	51,35	22,065	0,17	99,48
SKEW	14.836	0,133	0,108	1,006	-2,384	3,186
VOL	14.836	0,13	0,133	0,518	-1,136	1,443
SIGMA	14.836	0,046	0,038	0,027	0,014	0,149
DTURN	14.836	-0,002	-0,001	0,126	-0,576	0,583
RET	14.836	-0,203	-0,147	0,657	-2,489	1,78
BM	14.836	0,52	0,416	0,49	-0,526	2,875
LEV	14.836	0,255	0,228	0,214	0	0,991
ROA	14.836	0,014	0,03	0,145	-0,77	0,296

Bảng 2 thể hiện các thông tin thống kê mô tả cho các biến chính sử dụng trong mô hình nghiên cứu, gồm có số quan sát, giá trị trung bình, giá trị trung vị, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất. Chỉ số ESG tổng quát có giá trị trung bình là 40,125, giá trị nhỏ nhất là 0,44 và giá trị lớn nhất là 94,81. Các chỉ số môi trường, xã hội và quản trị cho thấy được sự khác biệt lớn giữa các công ty. Cụ thể giá trị trung bình của chỉ số môi trường EN là 28,642, của SO là 44,118 và của GO là 50,392. Sự khác biệt này gợi ý rằng việc các công ty thực hiện trách nhiệm xã hội ở những mức độ khác nhau cho lần lượt các trụ cột có thể mang lại những ảnh hưởng khác nhau lên rủi ro sụp đổ giá chứng khoán của họ. Đối với biến chính của mô hình là SKEW, giá trị trung bình của biến này là 0,133, giá trị nhỏ nhất là -2,384 và lớn nhất là 3,186.

3. Kết quả hồi quy

3.1. Kết quả chính

Kết quả hồi quy của mô hình (1) được trình bày ở Bảng 3. Trong đó, các tác giả sử dụng độ lệch có điều kiện của lợi nhuận chứng khoán hàng tuần SKEW làm biến phụ thuộc. Các biến chính của mô hình được báo cáo lần lượt là chỉ số ESG tổng quát ở cột 1 và các chỉ số môi trường, xã hội và chỉ số quản trị ở ba cột còn lại.

Kết quả hồi quy chính cho thấy, chỉ số ESG có tác động nghịch chiều đến rủi ro sụp đổ giá chứng khoán doanh nghiệp và tác động này có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ

số của ESG có giá trị là -0,002 hàm ý rằng cứ 1 điểm phần trăm tăng lên của chỉ số ESG thì chỉ số rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu doanh nghiệp giảm đi 0,002 đơn vị. Kết quả này ủng hộ giả thuyết nghiên cứu mà nhóm tác giả đặt ra rằng các công ty thực hiện trách nhiệm xã hội tốt hơn, thể hiện thông qua chỉ số ESG, sẽ có rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu thấp hơn các công ty khác. Mỗi quan hệ này có thể được giải thích thông qua lý thuyết công bố thông tin tự nguyện. Lý thuyết này cho rằng, các công ty có trách nhiệm xã hội cao thường minh bạch hơn trong việc công bố thông tin, cung cấp nhiều thông tin hơn trong các báo cáo cho nhà đầu tư và ít mắc phải rủi ro quản trị thu nhập. Từ đó có thể làm giảm tình trạng bất đối xứng thông tin cũng như giảm rủi ro trượt giá cổ phiếu của công ty mình.

Bảng 3. Kết quả hồi quy chính

Biến	(1) SKEW	(2) SKEW	(3) SKEW	(4) SKEW
ESG	-0,002*** [-2,759]			
EN		-0,002*** [-3,786]		
SO			-0,001 [-1,586]	
GO				-0,000 [-0,677]
SIGMA	3,187*** [4,847]	3,221*** [4,903]	3,220*** [4,887]	3,233*** [4,915]
DTURN	0,131** [2,062]	0,130** [2,043]	0,127** [1,981]	0,131** [2,051]
RET	-0,973*** [-71,345]	-0,973*** [-71,398]	-0,973*** [-71,345]	-0,972*** [-71,364]
SIZE	0,180*** [7,700]	0,184*** [7,867]	0,181*** [7,728]	0,176*** [7,542]
BM	-0,180*** [-5,419]	-0,182*** [-5,470]	-0,181*** [-5,440]	-0,179*** [-5,386]
LEV	-0,210** [-2,376]	-0,212** [-2,392]	-0,206** [-2,333]	-0,209** [-2,361]
ROA	0,789*** [7,626]	0,773*** [7,472]	0,776*** [7,495]	0,786*** [7,600]
Hệ số chặn	-2,662*** [-6,386]	-2,792*** [-6,611]	-2,723*** [-6,484]	-2,658*** [-6,348]
Tác động cố định công ty	Có	Có	Có	Có
Tác động cố định năm	Có	Có	Có	Có
Số quan sát	14.836	14.836	14.827	14.836
R ² hiệu chỉnh	0,361	0,361	0,361	0,361

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

*, **, *** thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%. Giá trị thống kê t trong ngoặc [].

Như dự đoán ở phần trước, khi phân tích cụ thể tác động của từng khía cạnh của trách nhiệm xã hội, môi trường, xã hội và quản trị, thì tác động của các chỉ số con đến rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu thể hiện kết quả khác nhau. Cụ thể, trong ba chỉ số EN, SO và GO chỉ có chỉ số môi trường EN có ý nghĩa thống kê và ở mức 1%. Biến EN cũng có hệ số

âm và có giá trị -0,002. Điều này hàm ý rằng các công ty chú trọng đến vấn đề môi trường và thực hiện trách nhiệm xã hội trong lĩnh vực môi trường tốt hơn sẽ gánh chịu rủi ro trượt giá cổ phiếu thấp hơn các công ty khác. Có hai lý do để giải thích cho kết quả này. Thứ nhất, các hoạt động có lợi cho môi trường giúp hỗ trợ công ty phát triển danh tiếng, đáp ứng yêu cầu bền vững của khách hàng và đạt được lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ. Thứ hai là, các công ty có chỉ số môi trường tốt có thể xử lý tốt hơn các rủi ro liên quan đến biến đổi khí hậu và từ đó có thể giảm khả năng bị tổn thương trước các sự kiện khí hậu cực đoan hoặc những thay đổi trong chính sách liên quan đến biến đổi khí hậu. Kết quả là, các công ty theo đuổi xu hướng “xanh” ít bị ảnh hưởng bởi những cú sốc thị trường bất ngờ, điều này làm tăng sự ổn định của giá cổ phiếu và giảm khả năng xảy ra sụp đổ giá. Điều này khiến họ có nhiều động lực hơn để cung cấp nhiều thông tin hơn và chất lượng hơn. Các công ty thể hiện tính minh bạch cao được cho là công bố đầy đủ thông tin cho công chúng một cách kịp thời với các hoạt động truyền thông hiệu quả.

Cuối cùng, khi nhìn vào tập hợp các biến kiểm soát bao gồm độ lệch chuẩn của lợi nhuận hàng tuần (SIGMA), doanh thu cổ phiếu hàng tháng (DTURN), lợi nhuận trung bình hàng tuần (RET), tỷ lệ giá trị sổ sách/giá thị trường (BM), quy mô công ty (SIZE), tỷ lệ đòn bẩy (LEV) và tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), có thể thấy được các biến này đều có ý nghĩa thống kê ở mức thấp nhất là 5%. R² hiệu chỉnh có giá trị khoảng 36% ở cả bốn mô hình trong Bảng 3. Kết quả này cho thấy, sự phù hợp trong việc lựa chọn các biến kiểm soát sử dụng trong mô hình.

3.2. Các kiểm định bền vững

Để kiểm tra xem thực sự việc thực trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp có giúp làm giảm rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu của doanh nghiệp, trong phần này các tác giả thực hiện thêm một số kiểm định bền vững để củng cố các kết luận từ mô hình hồi quy chính. Cụ thể, có hai kiểm định bền vững được thực hiện, bao gồm (1) sử dụng một biến rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu khác (VOL) và (2) kiểm soát tác động của đại dịch Covid-19.

3.2.1. Thay thế biến đo lường rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu

Trong kiểm định bền vững đầu tiên, các tác giả sử dụng độ biến động từ thấp đến cao của lợi nhuận chứng khoán hàng tuần (VOL) để đo lường rủi ro trượt giá cổ phiếu. Một số nghiên cứu trước đây đã sử dụng chỉ số này để đo lường rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu công ty có thể kể đến như [30, 39-41].

Kết quả kiểm định bền vững sử dụng biến đo lường rủi ro sụp đổ giá thay thế VOL được trình bày trong Bảng 4. Có thể thấy, kết quả kiểm định bền vững khá giống với kết quả hồi quy chính. Biến ESG có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này đồng nhất với kết quả hồi quy chính được báo cáo ở Bảng 3 và khẳng định rằng việc thực hiện trách nhiệm xã hội tốt hơn sẽ giúp các công ty giảm bớt rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu. Nhìn vào các chỉ số trách nhiệm xã hội con, chỉ số môi trường EN cũng cho thấy hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Nghĩa là, các hoạt động trách nhiệm xã hội về môi trường đóng vai trò quan trọng đối với các công ty trong việc làm giảm rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu của công ty đó. Một điểm khác với

mô hình chính là trong kiểm định bền vững này, chỉ số SO cũng có có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Tuy nhiên, hệ số của biến SO cũng có dấu âm nên kết luận về ảnh hưởng của việc thực hiện CSR đến rủi ro sụp đổ giá chứng khoán công ty là không thay đổi.

Tương tự với kết quả kiểm định chính, các biến kiểm soát đều có ý nghĩa thống kê, ở mức 1%, trong toàn bộ bốn mô hình được báo cáo trong Bảng 4.

Bảng 4. Kết quả kiểm định bền vững sử dụng biến VOL

	(1)	(2)	(3)	(4)
Biến	VOL	VOL	VOL	VOL
ESG	-0,001*** [-2,585]			
EN		-0,001*** [-3,054]		
SO			-0,001* [-1,913]	
GO				-0,000 [-1,460]
SIGMA	-1,049*** [-3,590]	-1,034*** [-3,543]	-1,047*** [-3,581]	-1,036*** [-3,544]
DTURN	0,085*** [3,018]	0,084*** [2,999]	0,081*** [2,876]	0,085*** [3,023]
RET	-0,648*** [-97,353]	-0,648*** [-97,379]	-0,648*** [-97,493]	-0,648*** [-97,391]
SIZE	0,059*** [6,003]	0,060*** [6,101]	0,061*** [6,188]	0,058*** [5,915]
BM	-0,047*** [-3,233]	-0,047*** [-3,268]	-0,047*** [-3,269]	-0,046*** [-3,200]
LEV	-0,048 [-1,318]	-0,049 [-1,327]	-0,046 [-1,243]	-0,048 [-1,309]
ROA	0,366*** [7,702]	0,360*** [7,580]	0,359*** [7,561]	0,365*** [7,693]
Hệ số chặn	-0,890*** [-5,185]	-0,932*** [-5,363]	-0,928*** [-5,403]	-0,886*** [-5,158]
Tác động cố định công ty	Có	Có	Có	Có
Tác động cố định năm	Có	Có	Có	Có
Số quan sát	14.836	14.836	14.827	14.836
R ² hiệu chỉnh	0,602	0,602	0,602	0,602

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

*, **, *** thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%. Giá trị thống kê t trong ngoặc [].

3.2.2. Kiểm soát tác động của đại dịch Covid-19

Thị trường chứng khoán thế giới đã phải đối mặt với mức độ rủi ro chưa từng có tiền lệ trong giai đoạn đại dịch Covid-19. Điều này có thể làm ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa CSR và rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu của công ty. Vì vậy, trong kiểm định bền vững thứ hai, các tác giả loại bỏ giai đoạn đại dịch Covid-19, năm 2020 và 2021, ra khỏi dữ liệu để xem rằng liệu các kết luận từ mô hình hồi quy chính vẫn bền vững (xem [38, 42]).

Kết quả kiểm định bền vững khi kiểm soát tác động của đại dịch Covid-19 thể hiện ở Bảng 5. Có thể thấy được kết quả của mô hình hồi quy chính vẫn được giữ vững.

Chỉ số trách nhiệm xã hội tổng quát ESG ảnh hưởng nghịch chiều đến rủi ro sụp đổ giá chứng khoán doanh nghiệp, và tác động này có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Bên cạnh đó, trong ba chỉ số EN, SO và GO chỉ có chỉ số môi trường EN có ý nghĩa thống kê và ở mức 1%. Tương tự kết quả đối với chỉ số ESG tổng quát, EN cũng có hệ số âm.

Bảng 5. Kết quả kiểm định bền vững kiểm soát tác động của đại dịch Covid-19

Biến	(1) SKEW	(2) SKEW	(3) SKEW	(4) SKEW
ESG	-0,002*** [-2,759]			
EN		-0,002*** [-3,786]		
SO			-0,001 [-1,586]	
GO				-0,000 [-0,677]
SIGMA	3,187*** [4,847]	3,221*** [4,903]	3,220*** [4,887]	3,233*** [4,915]
DTURN	0,131** [2,062]	0,130** [2,043]	0,127** [1,981]	0,131** [2,051]
RET	-0,973*** [-71,345]	-0,973*** [-71,398]	-0,973*** [-71,345]	-0,972*** [-71,364]
SIZE	0,180*** [7,700]	0,184*** [7,867]	0,181*** [7,728]	0,176*** [7,542]
BM	-0,180*** [-5,419]	-0,182*** [-5,470]	-0,181*** [-5,440]	-0,179*** [-5,386]
LEV	-0,210** [-2,376]	-0,212** [-2,392]	-0,206** [-2,333]	-0,209** [-2,361]
ROA	0,789*** [7,626]	0,773*** [7,472]	0,776*** [7,495]	0,786*** [7,600]
Hệ số chặn	-2,662*** [-6,386]	-2,792*** [-6,611]	-2,723*** [-6,484]	-2,658*** [-6,348]
Tác động cố định công ty	Có	Có	Có	Có
Tác động cố định năm	Có	Có	Có	Có
Số quan sát	14.836	14.836	14.827	14.836
R ² hiệu chỉnh	0,361	0,361	0,361	0,361

(Nguồn: Tính toán của tác giả)
*, **, *** thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%. Giá trị thống kê t trong ngoặc [].

4. Kết luận

Bài viết này nhằm mục đích kiểm định tác động của việc thực hiện CSR đến rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Nhóm tác giả sử dụng chỉ số ESG tổng quát và các chỉ số môi trường, xã hội và quản trị đại diện cho mức độ thực hiện CSR của các công ty. Độ lệch của lợi nhuận chứng khoán hàng tuần được sử dụng làm thước đo rủi ro sụp đổ giá của doanh nghiệp. Để phân tích tác động của việc thực hiện trách nhiệm xã hội đến rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu của doanh nghiệp, các tác giả sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng có kiểm soát tác động cố định của công ty và

năm. Mô hình hồi quy được áp dụng trên bộ dữ liệu bao gồm 2.145 công ty tại Mỹ với 14.836 quan sát theo từ 2002 đến 2021.

Kết quả phân tích cho thấy, chỉ số trách nhiệm xã hội tổng quát ESG có tác động nghịch chiều đến rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu doanh nghiệp. Nhìn vào tác động của từng khía cạnh môi trường, xã hội và quản trị của trách nhiệm xã hội, chỉ số môi trường EN cho thấy tác động quan trọng của mình trong việc làm giảm rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu của công ty. Kết quả này ủng hộ lý thuyết công bố thông tin tự nguyện khi mà các công ty có trách nhiệm xã hội cao thường minh bạch hơn trong việc công bố thông tin, từ đó làm giảm tình trạng bất đối xứng thông tin cũng như giảm thiểu rủi ro sụp đổ chứng khoán công ty.

Kết quả nghiên cứu đã cung cấp một số hàm ý chính sách cho các bên liên quan, bao gồm các doanh nghiệp và nhà đầu tư. Cụ thể, các doanh nghiệp cần chú trọng đến hoạt động trách nhiệm xã hội của mình, đặc biệt là trong lĩnh vực môi trường, như một kênh thể hiện sự minh bạch trong công bố thông tin từ đó làm giảm rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu. Các nhà đầu tư cũng cần xem xét lựa chọn các công ty có chỉ số trách nhiệm xã hội cao vì đây là các kênh đầu tư an toàn với rủi ro sụp đổ giá thấp hơn các công ty khác.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

[1] Crane, A., Matten, D., Spence, L., *Corporate social responsibility: Readings and cases in a global context*, Routledge, 2014.

[2] Barnett, M.L., Salomon, R.M., “Beyond dichotomy: the curvilinear relationship between social responsibility and financial performance”, *Strategic Management Journal*, 27, 2006, 1101-1122.

[3] Baron, D.P., “Corporate social responsibility and social entrepreneurship”, *Journal of Economics & Management Strategy*, 16, 2007, 683-717.

[4] Baron, D.P., “Managerial contracting and corporate social responsibility”, *Journal of Public Economics*, 2008, 92, 268-288.

[5] Galema, R., Plantinga, A., Scholtens, B., “The stocks at stake: Return and risk in socially responsible investment”, *Journal of Banking and Finance*, 32, 2008, 2646-2654.

[6] Benabou, R., Tirole, J., “Individual and corporate social responsibility”, *Economica*, 77, 2010, 1-19.

[7] Ahamed, W.S.W., Almsafir, M.K., Al-Smadi, A.W., “Does corporate social responsibility lead to improve in firm financial performance? Evidence from Malaysia”, *International Journal of Finance & Economics*, 6, 2014, 126-138.

[8] Albuquerque, R., Koskinen, Y., Zhang, C., “Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence”, *Management Science*, 65, 2018, 4451-4469.

[9] Zhou, G., Sun, Y., Luo, S., Liao, J., “Corporate social responsibility and bank financial performance in China: The moderating role of green credit”, *Energy Economics*, 97, 2021, 105190.

[10] Fatemi, A., Fooladi, I., Tehranian, H., “Valuation effects of corporate social responsibility”, *Journal of Banking and Finance*, 59, 2015, 182-192.

[11] Maqbool, S., Zameer, M.N., “Corporate social responsibility and financial performance: An empirical analysis of Indian banks”, *Future Business Journal*, 4, 2018, 84-93.

[12] Wang, Z., Sarkis, J., “Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance”, *Journal of Cleaner Production*, 162, 2017, 1607-1616.

[13] Kim, K-H., Kim, M., Qian, C., “Effects of corporate social responsibility on corporate financial performance: a competitive-action perspective”, *Journal of Management*, 44, 2018, 1097-1118.

[14] Brammer, S., Brooks, C., Pavelin, S., “Corporate social performance

- and stock returns: UK evidence from disaggregate measures", *Financial Management*, 35, 2006, 97-116.
- [15] Di Giuli, A., Kostovetsky, L., "Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility", *Journal of Financial Economics*, 111, 2014, 158-180.
- [16] Esteban-Sanchez, P., Cuesta-Gonzalez, M., Paredes-Gazquez, J.D., "Corporate social performance and its relation with corporate financial performance: international evidence in the banking industry", *Journal of Cleaner Production*, 162, 2017, 1102-1110.
- [17] Price, JM, Sun, W., "Doing good and doing bad: The impact of corporate social responsibility and irresponsibility on firm performance", *Journal of Business Research*, 80, 2017, 82-97.
- [18] Trumpp, C., Guenther, T., "Too little or too much? Exploring U-shaped relationships between corporate environmental performance and corporate financial performance", *Business Strategy and the Environment*, 26(1), 2017, 49-68.
- [19] Buchanan, B., Cao, C., Chen, C., "Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership", *Journal of Corporate Finance*, 52, 2018, 73-95.
- [20] Brammer, S., Millington, A., "Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance", *Strategic Management Journal*, 29, 2008, 1325-1343.
- [21] McWilliams, A., Siegel, D., "Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification?" *Strategic Management Journal*, 21, 2000, 603-609.
- [22] Humphrey, J. E., Lee, D.D., Shen, Y., "Does it cost to be sustainable?" *Journal of Corporate Finance*, 18, 2012, 626-639.
- [23] Newell, G., Lee, C.L., "Influence of the corporate social responsibility factors and financial factors on REIT performance in Australia", *Journal of Property Investment & Finance*, 30(4), 2012, 389-403.
- [24] Hussain, N., Rigoni, U., Cavezzali, E., "Does it pay to be sustainable? Looking inside the black box of the relationship between sustainability performance and financial performance", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25, 2018, 1198-1211.
- [25] Hsu, P.-H., Liang, H., Matos, P.P., "Leviathan inc. and corporate environmental engagement", *Management Science*, 2021, <https://doi.org/10.1287/mnsc.2021.4064>.
- [26] Kim, Y., Li, H., Li, S., "Corporate social responsibility and stock price crash risk", *Journal of Banking & Finance*, 43, 2014, 1-13.
- [27] Bae, J., Yang, X., Kim, M. I., "ESG and stock price crash risk: role of financial constraints", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 50(5), 2021, 556-581.
- [28] Jin, L., Myers, S.C., "R2 around the world: New theory and new tests", *Journal of Financial Economics*, 2006, 79, 257-292.
- [29] Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H., "Opaque financial reports, R2 and crash risk", *Journal of Financial Economics*, 94, 2009, 67-86.
- [30] Kim, Y., Li, H., Li, S., "Corporate social responsibility and price crash risk", *Journal of Banking & Finance*, 43, 2014, 1-13.
- [31] Habib, A., Hasan, M.M., Jiang, H., "Stock price crash risk: Review of the empirical literature", *Accounting and Finance*, 58, 2018, 211-251.
- [32] Verrecchia, R. E., "Discretionary disclosure", *Journal of accounting and economics*, 5, 1983, 179-194.
- [33] Dye, R. A., "Disclosure of nonproprietary information", *Journal of accounting research*, 1985, 123-145.
- [34] Krueger, P., Sautner Z., Starks L.T., "The importance of climate risks for institutional investors", *The Review of Financial Studies*, 33, 2020, 1067-1111.
- [35] Kim, Y., Park, M. S., Wier, B., "Is earnings quality associated with corporate social responsibility?" *The accounting review*, 87(3), 2012, 761-796.
- [36] Gelb, D. S., Strawser, J. A., "Corporate social responsibility and financial disclosures: An alternative explanation for increased disclosure", *Journal of Business Ethics*, 33, 2001, 1-13.
- [37] Radu, C., Francoeur, C., "Does innovation drive environmental disclosure? A new insight into sustainable development", *Business Strategy and the Environment*, 26, 2017, 893-911.
- [38] Zaman, R., Atawnah, N., Haseeb, M., Nadeem, M., Irfan, S., "Does corporate eco-innovation affect price crash risk?" *The British Accounting Review*, 53, 2021, 101031.
- [39] Deng, X., Hung, S., Qiao, Z., "Mutual fund herding and stock price crashes", *Journal of Banking and Finance*, 94, 2018, 166-184.
- [40] Ma, X., Wang, W., Wu, J., Zhang, W., "Corporate customer concentration and price crash risk", *Journal of Banking and Finance*, 119, 2020, 105903.
- [41] Zuo, J., Zhang, W., Hu, M., Feng, X., Zou, G., "Employee relations and price crash risk: Evidence from employee lawsuits", *International Review of Financial Analysis*, 82, 2022, 102188.
- [42] Bai, M., Li, S., Lien, D., Yu, C-F., "The winner's curse in high-tech enterprise certification: Evidence from price crash risk", *International Review of Financial Analysis*, 82, 2022, 102175.