



Tác động của công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến rủi ro giảm giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

CAO THỊ MIÊN THÙY^a, NGUYỄN VINH KHƯƠNG^{b,*}, NGUYỄN THANH LIÊM^b

^a Trường Cao Đẳng Công Thương TP. Hồ Chí Minh

^b Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 09/07/2021 Ngày nhận lại: 27/12/2021 Duyệt đăng: 07/02/2022 Mã phân loại JEL: G12; G14; G32; O16; M14; M40 Từ khóa: Trách nhiệm xã hội; Rủi ro giảm giá cổ phiếu; Công ty niêm yết Keywords: Corporate social responsibility;	Nghiên cứu này được thực hiện nhằm xem xét độ tác động của công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến rủi ro giảm giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ 225 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2014–2018 và sử dụng phương pháp hồi quy GMM. Kết quả nghiên cứu cho thấy công bố thông tin trách nhiệm xã hội làm giảm rủi ro giảm giá cổ phiếu; kết quả này vẫn vững khi sử dụng các biến khác nhau để đo lường trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và rủi ro rút giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu có ý nghĩa quan trọng vì mối quan hệ này ở các nước đang phát triển chưa được nghiên cứu nhiều. Từ đó, nhóm tác giả đưa ra một số hàm ý chính sách về minh bạch công bố thông tin trách nhiệm xã hội của công ty niêm yết và cơ quan quản lý. Abstract The study was conducted to examine the impact of corporate social responsibility disclosure on stock price crash risk of listed companies in Vietnam. Based on data from 225 companies listed on the Vietnamese stock market over the period 2014–2018, the authors use GMM estimator to evaluate the aforementioned nexus. The authors conclude that corporate social responsibility disclosure has a negative

* Tác giả liên hệ.

Email: ctmthuy@hitu.edu.vn (Cao Thị Miên Thùy), khuongnv@uel.edu.vn (Nguyễn Vinh Khương), liemnt@uel.edu.vn (Nguyễn Thanh Liêm).

Trích dẫn bài viết: Cao Thị Miên Thùy, Nguyễn Vinh Khương, & Nguyễn Thanh Liêm. (2022). Tác động của công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến rủi ro giảm giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 33(3), 59–78.

Stock price crash risk;
Listed firm.

effect on stock price crash risk. This paper contributes to the literature on this relationship in developing countries. The authors then give some policy implications on the transparency of social responsibility information disclosure of listed companies and management agencies from research results.

1. Giới thiệu

Trong những năm gần đây, trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (Corporate Social Responsibility – CSR) đã trở thành chủ đề trong giới hàn lâm, cơ quan quản lý và doanh nghiệp. Hướng nghiên cứu được quan tâm là xem xét tác động của công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, các nghiên cứu cho thấy không có kết quả nhất quán về mối quan hệ giữa công bố thông tin trách nhiệm xã hội và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Một số nghiên cứu đã chỉ ra rằng các công ty có công bố thông tin trách nhiệm với xã hội cam kết thực hiện các chuẩn mực đạo đức, minh bạch báo cáo tài chính. Đặc biệt, các công ty tham gia vào các hoạt động công bố thông tin trách nhiệm xã hội với mục tiêu đạt được mục tiêu thu nhập (Dowling, 2006; Schuler & Cording, 2006; Tucker & Melewar, 2005), và cải thiện hiệu suất hoạt động (Liang & Huang, 2013). So với các doanh nghiệp khác, công ty có công bố thông tin trách nhiệm xã hội ít thực hiện hành vi quản trị lợi nhuận (Dowling, 2006; Gelb & Strawser, 2001; Kim & Park, 2011; Schuler & Cording, 2006; Tucker & Melewar, 2005). Theo đó, dựa trên kết quả các nghiên cứu này, công bố thông tin trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp có thể làm giảm rủi ro giảm giá cổ phiếu (Kim và cộng sự, 2014; Lee, 2016; Wu & Hu, 2019).

Rủi ro giảm giá cổ phiếu nhằm đo lường rủi ro bất cân xứng, đặc biệt là rủi ro giảm giá. Vì vậy, chủ đề này rất được quan tâm trong phân tích danh mục đầu tư và định giá tài sản. Hiểu được rủi ro giảm giá cổ phiếu là cần thiết cho việc ra quyết định đầu tư và quản lý rủi ro. Rủi ro này xảy ra khi lợi nhuận cổ phiếu có phân phối với độ nghiêng lệch về phía bên lõ, có nghĩa là lợi nhuận âm (giá cổ phiếu giảm) xảy ra thường xuyên hơn (Hong & Stein, 2003). Nhà quản lý có động cơ để giữ lại tin tức xấu đến các nhà đầu tư. Khi tin xấu tích lũy đến một mức nhất định, thì tin tức sẽ bị lộ và giá cổ phiếu sẽ giảm.

Nghiên cứu này có một số đóng góp về mối quan hệ giữa công bố thông tin trách nhiệm xã hội và rủi ro giảm giá cổ phiếu. Cụ thể:

Thứ nhất, về mặt lý thuyết, mối quan hệ giữa công bố thông tin trách nhiệm xã hội và rủi ro giảm giá cổ phiếu chưa nhất quán. Hơn nữa, các nghiên cứu trước đây chủ yếu xem xét tác động của công bố thông tin trách nhiệm xã hội và rủi ro giảm giá cổ phiếu ở các thị trường phát triển (Mỹ và Nhật) với kết quả nghiên cứu không nhất quán (Hao và cộng sự, 2018; Jie & Nakajima, 2014; Kim và cộng sự, 2014; Murata & Hamori, 2021). Do đó, việc thực hiện nghiên cứu thêm ở các nước đang phát triển nhằm đánh giá lại mối quan hệ này là cần thiết.

Thứ hai, chủ đề về trách nhiệm xã hội được quan tâm gần đây ở các nước đang phát triển, khác biệt về thể chế, thực tiễn tại các quốc gia (Lee, 2016). Hơn nữa, có khá ít nghiên cứu về chủ đề mối quan hệ giữa công bố thông tin trách nhiệm xã hội và rủi ro giảm giá cổ phiếu (Wu & Hu, 2019). Do đó, nghiên cứu về chủ đề công bố thông tin trách nhiệm xã hội và rủi ro giảm giá cổ phiếu tại thị

trường Việt Nam là cần thiết. Kết quả nghiên cứu sẽ đóng góp vào tổng quan nghiên cứu tại các quốc gia đang phát triển.

Thứ ba, nghiên cứu này cũng được các nhà hoạch định chính sách ở các thị trường đang phát triển quan tâm. Trách nhiệm xã hội tại Việt Nam đang được quan tâm, được coi là cầu nối kết nối các lĩnh vực kinh doanh và phát triển kinh tế - xã hội. Hơn nữa, Thông tư số 155/2015 ngày 06/10/2015 của Bộ Tài chính về hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán đã đưa ra những hướng dẫn bước đầu cho việc công bố thông tin trách nhiệm xã hội của các công ty niêm yết ở Việt Nam. Do đó, những nghiên cứu về vai trò của công bố thông tin trách nhiệm xã hội sẽ giúp các nhà hoạch định chính sách tạo ra môi trường áp dụng phù hợp với bối cảnh Việt Nam.

Phần còn lại của nghiên cứu được kết cấu như sau: Phần 2 phát triển các giả thuyết nghiên cứu; phần 3 thảo luận về phương pháp nghiên cứu; phần 4 tóm tắt và phân tích các kết quả thực nghiệm; và cuối cùng, phần 5 trình bày kết luận và kiến nghị.

2. Khung phân tích và giả thuyết nghiên cứu

Một số nghiên cứu trên thế giới đã thực hiện có liên quan đến mối quan hệ giữa công bố thông tin trách nhiệm xã hội và rủi ro giảm giá cổ phiếu. Một số nghiên cứu (Hutton và cộng sự, 2009; Kim & Zhang, 2014) chỉ ra rằng thông tin không rõ ràng làm tăng nguy cơ rủi ro giảm giá cổ phiếu. Bởi vì các công ty có thực hiện công bố thông tin trách nhiệm xã hội tốt hơn cung cấp được nhiều thông tin hơn đến các bên liên quan (Gelb & Strawser, 2001). Công bố thông tin nhiều hơn có thể làm giảm nguy cơ giảm giá cổ phiếu một cách hiệu quả (DeFond và cộng sự, 2015) vì công bố thông tin trách nhiệm xã hội có thể làm giảm rủi ro của doanh nghiệp (Orlitzky và cộng sự, 2003; Pelozo, 2009). Thêm nữa, công bố thông tin trách nhiệm xã hội có thể làm giảm rủi ro của nhà đầu tư và giảm chi phí tài chính của các công ty bằng cách cải thiện tình trạng bất cân xứng thông tin (El Ghoul và cộng sự, 2011). Gia tăng niềm tin xã hội thông qua công bố thông tin có thể làm giảm rủi ro giảm giá chứng khoán tại thị trường Trung Quốc (Huang và cộng sự, 2016). Các chỉ dẫn trên đây nhất quán với mối tương quan nghịch giữa công bố thông tin trách nhiệm xã hội và rủi ro giảm giá cổ phiếu (Kim và cộng sự, 2014).

Ngược lại, công bố thông tin trách nhiệm xã hội có thể trở thành công cụ tư lợi của nhà quản lý. Chẳng hạn, nhà quản lý có động cơ công bố thông tin trách nhiệm xã hội nhằm che đậy một số hành vi phi đạo đức và tối đa hóa lợi ích bản thân (Hemingway & MacLagan, 2004); hay nhà quản lý che giấu thông tin trung thực về tình hình tài chính của công ty bằng cách sử dụng công bố thông tin trách nhiệm xã hội (Petrovits, 2006; Prior và cộng sự, 2008). Đây được cho là nguyên nhân khiến công bố thông tin trách nhiệm xã hội làm tăng khả năng xảy ra sự cố giảm giá cổ phiếu (Chang và cộng sự, 2017; Kim và cộng sự, 2012).

Tại thị trường Việt Nam, có khá nhiều nghiên cứu về trách nhiệm xã hội của các tác giả trong nước nhưng ít nghiên cứu về rủi ro giảm giá cổ phiếu (Vo, 2017). Tuy nhiên, chưa có nghiên cứu về mối quan hệ giữa công bố thông tin trách nhiệm xã hội và rủi ro giảm giá cổ phiếu.

Nghiên cứu này dựa trên hai lý thuyết chính, bao gồm: Lý thuyết cân bằng quản lý, và lý thuyết tác động xã hội để xem xét mối quan hệ giữa công bố thông tin trách nhiệm xã hội và rủi ro giảm giá cổ phiếu. Nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu về ảnh hưởng của công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến việc công bố thông tin kế toán; và việc công bố thông tin không đầy đủ là một lý do quan trọng

dẫn đến giá cổ phiếu suy giảm. Đồng thời, nghiên cứu cũng cho thấy công bố thông tin trách nhiệm xã hội có thể giúp bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư hoặc thu hút sự chú ý của nhà đầu tư.

Theo lý thuyết cân bằng quản lý, nếu công ty thực hiện tuân theo các nguyên tắc của công bố thông tin trách nhiệm xã hội sẽ hướng tới lợi ích của ban giám đốc hơn là lợi ích cho cổ đông (Hao và cộng sự, 2018). Kết quả công bố thông tin trách nhiệm xã hội được thực hiện thì nhà quản lý càng có nhiều khả năng sử dụng công bố thông tin trách nhiệm xã hội như là công cụ để tham gia vào các hoạt động tư lợi và tạo ra các hành vi gây bất lợi cho cổ đông, vì vậy giá cổ phiếu sẽ có nguy cơ suy giảm cao hơn (Chang và cộng sự, 2017; Hao và cộng sự, 2018; Kim và cộng sự, 2012). Cụ thể, từ quan điểm lý thuyết đại diện, nhà quản lý thường sử dụng công bố thông tin trách nhiệm xã hội để nâng cao danh tiếng cá nhân, từ đó coi nhẹ lợi ích cổ đông. Trên thực tế, các nhà quản lý luôn có động lực tham gia vào công bố thông tin trách nhiệm xã hội để che giấu hành vi phi đạo đức (Hemingway & MacLagan, 2004). Trong trường hợp này, công bố thông tin trách nhiệm xã hội là công cụ tư lợi cho các nhà quản lý. Sau khi sử dụng công bố thông tin trách nhiệm xã hội để xây dựng danh tiếng cá nhân, các nhà quản lý sẽ ẩn đi các thông tin bất lợi, làm giảm tính minh bạch thông tin của công ty và tăng thao túng thu nhập. Khi tính minh bạch thông tin giảm và thao túng thu nhập tăng lên, các công ty chắc chắn sẽ bị tích lũy thông tin tiêu cực, do đó dẫn đến nguy cơ sụt giá cổ phiếu tăng.

Theo lý thuyết tác động xã hội, nếu công ty thực hiện công bố thông tin trách nhiệm xã hội, cần mang lại lợi ích cho các cổ đông (Hao và cộng sự, 2018). Kết quả công bố thông tin trách nhiệm xã hội càng tốt, công ty càng được chấp nhận bởi các nhà đầu tư và càng có nhiều khả năng các nhà đầu tư sẽ giữ lại cổ phần của công ty trong dài hạn. Do đó, với thông tin hữu ích thì càng có ít rủi ro giá cổ phiếu sẽ suy giảm (Hao và cộng sự, 2018; Zaman và cộng sự, 2021). Cụ thể, vai trò của công bố thông tin trách nhiệm xã hội trong việc gia tăng tính minh bạch thông tin làm giảm nguy cơ giảm giá cổ phiếu. Vì công bố thông tin trách nhiệm xã hội đang được thực hiện trong dài hạn nhằm duy trì sự phát triển bền vững của doanh nghiệp, các nhà quản lý sẽ nhấn mạnh mối quan hệ với các nhà đầu tư, người tiêu dùng, nhà cung cấp... và cung cấp các báo cáo tài chính minh bạch, đáng tin cậy để đáp ứng các yêu cầu thông tin của các bên liên quan. Những hành động này sẽ làm giảm đáng kể mức độ bất cân xứng thông tin, tăng cường khả năng giám sát và hạn chế người quản lý thực hiện thao túng thu nhập. Điều này làm giảm xác suất tích lũy thông tin tiêu cực về công ty. Hơn nữa, việc tích lũy thông tin tiêu cực là lý do chính đối với rủi ro giảm giá cổ phiếu (Jin & Myers, 2006). Với bối cảnh Việt Nam, các chính sách về thúc đẩy công bố tự nguyện về trách nhiệm xã hội đang ngày càng được quan tâm bởi tầm quan trọng và lợi ích của công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến quyết định của nhà đầu tư. Vì các công ty thực hiện công bố thông tin trách nhiệm xã hội nhấn mạnh lợi ích của các bên liên quan, các nhà quản lý của các công ty này có xu hướng có các tiêu chuẩn đạo đức cao hơn, tận tâm, và ít có động cơ để thao túng thông tin. Vì vậy, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết H₁: Công bố thông tin trách nhiệm xã hội có mối quan hệ nghịch chiều đến rủi ro giảm giá cổ phiếu.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Mẫu nghiên cứu bao gồm 225 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2014–2018. Nghiên cứu căn cứ vào hai tiêu chí sau để chọn mẫu: (1) Công ty thuộc nhóm ngành phi tài chính (do các doanh nghiệp tài chính, ngân hàng và chứng khoán có bản chất nghiệp vụ kinh tế và lĩnh vực kinh doanh khác biệt; vì vậy, nghiên cứu loại bỏ 100 công ty trong lĩnh vực tài chính trong tổng số 730 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam); và (2) doanh nghiệp phải đại diện cho thị trường. Từ mỗi ngành, tác giả lựa chọn các công ty hàng đầu dựa trên quy mô tổng tài sản, sao cho các công ty được lựa chọn có thể chiếm tỷ trọng ít nhất 90% trong toàn ngành về quy mô tài sản. Việc loại bỏ các doanh nghiệp không đại diện nhằm thu thập được số liệu về mức độ công bố thông tin trách nhiệm xã hội, đảm bảo độ tin cậy của mẫu nghiên cứu. Sau cùng, mẫu nghiên cứu được tác giả lựa chọn là 225 công ty, gồm 159 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và 66 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) nhằm đại diện cho tổng thể nghiên cứu.

Thời gian nghiên cứu là trong giai đoạn 2014–2018, tương ứng với giai đoạn trước và sau khi Thông tư 155/2015/TT-BTC được ban hành. Trước năm 2014, rất ít công ty chọn tiết lộ các hoạt động CSR. Dữ liệu liên quan đến công bố thông tin CSR được thu thập từ công ty từ các Báo cáo bền vững và Báo cáo thường niên. Dữ liệu tài chính của công ty được cung cấp từ Refinitiv Eikon¹. Dữ liệu về tỷ lệ sở hữu được cung cấp bởi công ty cổ phần Tài Việt (cổng thông tin vietstock.vn).

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Nhiều nghiên cứu trước đó đề cập đến vấn đề nội sinh tiềm ẩn trong mối quan hệ giữa công bố thông tin trách nhiệm xã hội và rủi ro giảm giá cổ phiếu do vấn đề thiếu biến hoặc sử dụng dữ liệu bảng động (Hao và cộng sự, 2018; Kim và cộng sự, 2014; Lee, 2016), hay do vấn đề biến nội sinh có tương quan với phần dư (Lee, 2017). Vấn đề nội sinh khiến cho việc sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất (Ordinary Least Square – OLS), mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên hoặc mô hình ảnh hưởng cố định để ước lượng các hệ số dẫn đến các sai lệch (Colin, 2007). Mặc dù hồi quy biến công cụ (Instrumental Regression) có thể khắc phục vấn đề nội sinh, nhưng tìm kiếm biến công cụ phù hợp không đơn giản và có thể dẫn đến các ước lượng bị chệch. Trong khi đó, ưu điểm của mô hình GMM là các biến công cụ sẵn có (thông qua sử dụng các giá trị trễ của các biến giải thích) (Roodman, 2009).

Do đó, tác giả sử dụng phương pháp ước lượng Generalized Method of Moments (GMM) nhằm phân tích kết quả nghiên cứu. Ngoài ra, phương pháp GMM cũng cung cấp kết quả ước lượng đáng tin cậy khi xảy ra các hiện tượng tự tương quan và phương sai thay đổi vốn thường gặp với dữ liệu bảng (Roodman, 2009). Phương pháp này cũng được sử dụng trong nghiên cứu giữa CSR và rủi ro rót giá (Kim & cộng sự, 2014) cũng như được sử dụng rộng rãi trong lĩnh vực tài chính để khắc phục hiện tượng nội sinh (Wintoki & cộng sự, 2012).

¹ <https://www.refinitiv.com>

3.3. Mô hình nghiên cứu

Tác giả kế thừa mô hình nghiên cứu của các nghiên cứu trước (Hao và cộng sự, 2018; Kim và cộng sự, 2014; Wu & Hu, 2019) để đo lường tác động của công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến rủi ro giảm giá cổ phiếu. Mô hình nghiên cứu được đề xuất như sau:

$$CRASH_{it} = \delta_0 + \delta_1 CRASH_{it-1} + \delta_2 CSR_{it} + \delta_3 SIZE_{it} + \delta_4 LEV_{it} + \delta_5 MTB_{it} + \delta_6 FOR_{it} + \delta_7 GROW_{it} + \delta_8 AGE_{it} + INDUSTRY_i + \varepsilon_{it}$$

Trong đó,

$i = 1, 2, \dots, 225$ (với i thể hiện cho 225 công ty niêm yết);

$t = 1, 2, 3, \dots, 5$ (với t là khoảng thời gian 5 năm, từ năm 2014 đến năm 2018);

CRASH: Biến phụ thuộc, thể hiện rủi ro giảm giá cổ phiếu của công ty i tại thời điểm t , đo lường thông qua hai Proxy là CRASH_1 và CRASH_2 (Chen và cộng sự, 2001; Kim và cộng sự, 2014) (Xem Phụ lục 1);

CSR: Biến độc lập, thể hiện công bố thông tin trách nhiệm xã hội của công ty i tại thời điểm t , đo lường thông qua chỉ số thể hiện mức độ công bố thông tin trách nhiệm xã hội được tác giả xây dựng theo phương pháp phân tích nội dung (xem Phụ lục 2);

SIZE: Biến kiểm soát, thể hiện quy mô của công ty i tại thời điểm t , ($SIZE = \ln(\text{Tổng tài sản})$). Các công ty có quy mô tổng tài sản lớn, có khả năng tạo ra nhiều lợi nhuận hơn vì tính kinh tế theo quy mô. Do đó, các công ty có quy mô lớn được kỳ vọng ít đối mặt với rủi ro giảm giá cổ phiếu hơn;

LEV: Biến kiểm soát, thể hiện tỷ lệ tổng nợ phải trả trên tổng tài sản của công ty i tại thời điểm t , ($LEV = \text{Tổng nợ phải trả} / \text{Tổng tài sản}$). Các công ty có tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản cao có thể giảm thiểu nguy cơ xảy ra rủi ro giảm giá. Bởi vì các công ty này sử dụng đòn bẩy tài chính nhằm gia tăng khả năng sinh lời. Tuy nhiên, đòn bẩy tài chính cao hơn cũng đi kèm với rủi ro tài chính cao hơn và do đó dẫn đến rủi ro giảm giá cổ phiếu lớn hơn;

MTB: Biến kiểm soát, thể hiện giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu của công ty i tại thời điểm t ($MTB = \text{giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu} / \text{giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu}$). Các cổ phiếu tăng trưởng với giá trị MTB cao thường được kỳ vọng về sự tăng trưởng tốt. Thêm vào đó, giá trị MTB cao có thể cho thấy công ty đang có lợi thế về tài sản vô hình hoặc doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao. Điều này có thể làm tăng khả năng sinh lợi của công ty và do đó giảm thiểu rủi ro giảm giá cổ phiếu. Tuy nhiên, việc sử dụng nhiều nợ vay cũng cho thấy rủi ro tài chính cao hơn, dẫn đến rủi ro giảm giá cổ phiếu lớn hơn;

FOR: Biến kiểm soát, thể hiện sở hữu nước ngoài của công ty i tại thời điểm t ($FOR = \text{Số lượng cổ phiếu nhà đầu tư nước ngoài sở hữu} / \text{Tổng số cổ phiếu lưu hành}$). Tỷ lệ sở hữu nước ngoài có thể làm tăng rủi ro giảm giá cổ phiếu. Do nhà đầu tư nước ngoài đóng vai trò quan trọng trong các thị trường mới nổi, việc họ rời khỏi một công ty là tín hiệu xấu đối với thị trường và có thể khiến giá cổ phiếu sụt giảm đáng kể. Ở những công ty có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao hơn, các nhà quản lý có những động lực mạnh mẽ để tránh làm thất vọng các nhà đầu tư nước ngoài khi nắm giữ những thông tin xấu trong ngắn hạn. Tuy nhiên, những điều này dẫn đến một “đóng” tin xấu và cuối cùng khiến các công ty có nguy cơ giảm giá cổ phiếu cao hơn trong thời gian dài. Hơn nữa, mặc dù có các hoạt động giám sát tích cực, các nhà đầu tư nước ngoài thường không có quyền kiểm soát các công ty trong hoạt động hàng ngày do sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát. Vấn đề này càng

rõ nét hơn trên thị trường chứng khoán Việt Nam do theo quy định hiện hành, nhà đầu tư nước ngoài bị giới hạn tỷ lệ nắm giữ tại một công ty cụ thể là 49% (Trần Thị Xuân Anh & Phạm Tiến Mạnh). Thêm nữa, dưới áp lực của chủ nghĩa ngắn hạn, các nhà quản lý có thể thao túng dòng thông tin ra thị trường. Điều này khiến thông tin xấu bị tích trữ nhiều hơn, dẫn đến cổ phiếu của công ty có nguy cơ giảm giá cao hơn;

GROW: Biến kiểm soát, thể hiện tăng trưởng doanh thu của công ty i tại thời điểm t ($GROW = (\text{Doanh thu năm nay} - \text{Doanh thu năm trước}) / \text{Doanh thu năm trước}$). Các công ty có tỷ lệ tăng trưởng doanh thu cao có khả năng tạo ra lợi nhuận tốt hơn và do đó được kỳ vọng ít nguy cơ xảy ra sự cố giảm giá cổ phiếu hơn;

AGE: Biến kiểm soát, thể hiện tuổi niêm yết của công ty i tại thời điểm t ($AGE = \ln(\text{tuổi niêm yết})$). Các công ty niêm yết lâu năm có khả năng tích trữ nhiều tin xấu hơn và dễ đối mặt với rủi ro về danh tiếng hơn. Do đó, tuổi niêm yết của công ty có thể tương quan đồng biến với rủi ro giảm giá cổ phiếu của công ty;

INDUSTRY: Vector biến kiểm soát ngành, bao gồm 8 biến giả ngành, tương ứng với các ngành: Nguyên vật liệu cơ bản, hàng tiêu dùng theo chu kỳ, hàng tiêu dùng không theo chu kỳ, năng lượng, chăm sóc sức khỏe, công nghiệp, công nghệ, và dịch vụ tiện ích. Các công ty trong mẫu nghiên cứu được sắp xếp theo chuẩn phân ngành của cơ sở dữ liệu Thomson Reuters;

$\delta_1, \delta_2, \dots, \delta_7$: Hệ số hồi quy, đo lường mức thay đổi của rủi ro giảm giá cổ phiếu trên một đơn vị thay đổi của biến độc lập khi mà giá trị của các biến độc lập khác là không đổi;

ε_{it} : Sai số ngẫu nhiên.

- *Biến kiểm soát*

Tác giả sử dụng một số biến kiểm soát trong mô hình để giải quyết các ảnh hưởng đến rủi ro giảm giá cổ phiếu từ những ảnh hưởng có thể có của đặc điểm doanh nghiệp. Cụ thể, SIZE, LEV, MTB, FOR, GROW và AGE lần lượt là các biến kiểm soát cho: Quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, sở hữu nước ngoài, tăng trưởng doanh thu, và tuổi niêm yết của doanh nghiệp. Đây là các yếu tố kiểm soát đã được chứng minh có ảnh hưởng đến rủi ro giảm giá cổ phiếu trong các nghiên cứu trước đây (Chen và cộng sự, 2001; Cui và cộng sự, 2018; Dang và cộng sự, 2019; Hao và cộng sự, 2018; Hutton và cộng sự, 2009; Jia, 2018; Kim và cộng sự, 2014; Lee, 2016; Moradi và cộng sự, 2021; Neifar & Utz, 2019; Ni & Zhu, 2016; Tang và cộng sự, 2022; Vo, 2017; Wu & Hu, 2019; Yuan và cộng sự, 2016). Ngoài ra, tác giả cũng sử dụng các biến giả ngành, tương ứng với các ngành theo chuẩn phân ngành của cơ sở dữ liệu Thomson Reuters nhằm kiểm soát ảnh hưởng đến rủi ro giảm giá cổ phiếu có thể xảy ra liên quan đến lĩnh vực kinh doanh (Hao và cộng sự, 2018; Kim và cộng sự, 2014; Wu & Hu, 2019).

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả các biến nghiên cứu được trình bày ở Bảng 1.

Bảng 1.

Tổng kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	CRASH_1	CRASH_2	CSR	SIZE	LEV	MTB	FOR	GROW	AGE
Giá trị trung bình	0,168	0,005	0,255	28,193	0,246	1,477	7,004	0,223	2,760
Độ lệch chuẩn	1,029	0,161	0,145	1,296	0,190	1,438	12,614	0,759	0,479
Giá trị nhỏ nhất	-3,251	-0,504	0	23,330	0	-9,05	0	-0,850	0,693
Giá trị lớn nhất	5,793	0,759	0,939	31,990	0,735	17,060	80,040	9,203	4,779
Số quan sát	1.014	1.014	1.125	1.116	1.116	1.077	969	1.093	1.116

Ghi chú: CRASH_1 và CRASH_2: Hai Proxy thể hiện rủi ro giảm giá cổ phiếu;

CSR: Thể hiện công bố thông tin trách nhiệm xã hội;

SIZE, LEV, MTB, FOR, GROW, và AGE lần lượt là các biến kiểm soát cho: Quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, sở hữu nước ngoài, tăng trưởng doanh thu, và tuổi niêm yết của doanh nghiệp.

Theo số liệu thống kê ở Bảng 1, ta thấy hai biến CRASH_1 và CRASH_2 có giá trị trung bình dương, lần lượt là 0,168 và 0,005, cho thấy rủi ro giảm giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trong mẫu nghiên cứu khá cao, xấp xỉ với giá trị được trình bày trong các nghiên cứu trước đó ở các thị trường chứng khoán như: Mỹ, Trung Quốc, Malaysia (Ben-Nasr & Ghouma, 2018; Ertugrul và cộng sự, 2017; Jin và cộng sự, 2019; Kim và cộng sự, 2011; Li & Zeng, 2019; Lobo và cộng sự, 2020; Tee và cộng sự, 2018). Điều này cũng phù hợp với sự biến động mạnh của thị trường chứng khoán mới nổi như Việt Nam. Biến CSR có giá trị trung bình 0,255 với độ lệch chuẩn 0,145, phù hợp với mức độ công bố thông tin trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp trong mẫu vẫn còn thấp so với các tiêu chuẩn trong GRI (2016). Giá trị trung bình của LEV là 0,246, nghĩa là tổng nợ chiếm gần một phần tư giá trị tổng tài sản. MTB nhận giá trị trung bình là 1,477 với độ lệch chuẩn là 1,438, cho thấy trung bình các công ty trong mẫu được định giá cao và có tiềm năng tăng trưởng tốt. FOR đại diện cho sở hữu nước ngoài, với mức trung bình là 7,004, tức là các cổ đông nước ngoài chiếm tỷ lệ sở hữu trung bình ở mức 7%. GROW có giá trị trung bình là 0,223, tương ứng với tỷ lệ 22,3%, thể hiện tăng trưởng về doanh thu của doanh nghiệp tương đối tốt. AGE có giá trị trung bình là 2,760, tương ứng với tuổi niêm yết trung bình của các doanh nghiệp từ 15 đến 16 tuổi, phù hợp với thời gian hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam.

4.2. Phân tích tương quan

Phân tích tương quan nhằm xem xét mối quan hệ giữa hai biến, được xem là hai biến ngẫu nhiên “ngang nhau” – không phân biệt biến độc lập và biến phụ thuộc.

Bảng 2.

Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

Biến	CRASH_1	CRASH_2	CSR	SIZE	LEV	MTB	FOR	GROW	AGE
CRASH_1	1,000								
CRASH_2	0,898	1,000							
CSR	0,041	-0,009	1,000						

Biến	CRASH_1	CRASH_2	CSR	SIZE	LEV	MTB	FOR	GROW	AGE
SIZE	0,055	-0,006	0,277	1,000					
LEV	0,017	0,023	0,001	0,347	1,000				
MTB	0,001	0,007	0,039	0,103	0,285	1,000			
FOR	-0,008	-0,054	0,165	0,094	-0,054	-0,104	1,000		
GROW	-0,091	-0,066	-0,084	-0,012	-0,031	0,064	0,027	1,000	
AGE	0,039	0,024	0,188	0,008	0,060	-0,086	0,114	-0,151	1,000

Ghi chú: CRASH_1 và CRASH_2: Hai Proxy thể hiện rủi ro giảm giá cổ phiếu;

CSR: Thể hiện công bố thông tin trách nhiệm xã hội;

SIZE, LEV, MTB, FOR, GROW, và AGE lần lượt là các biến kiểm soát cho: Quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, sở hữu nước ngoài, tăng trưởng doanh thu, và tuổi niêm yết của doanh nghiệp.

Bảng 2 cho thấy hệ số tương quan cặp giữa hai biến CRASH_1 và CRASH_2 là 0,898, chứng tỏ hai Proxy này tương quan mạnh, phù hợp thay thế nhau trong nghiên cứu. Ngoài ra, Bảng 2 còn cho thấy không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng trong mô hình bởi vì không có hệ số tương quan cặp nào có giá trị tuyệt đối lớn hơn 0,9 (Tabachnick và cộng sự, 2007).

4.3. Kết quả phân tích hồi quy

Tác giả ước lượng mô hình hồi quy về mối quan hệ giữa công bố thông tin trách nhiệm xã hội và rủi ro giảm giá cổ phiếu sau khi kiểm soát các ảnh hưởng có thể có ở cấp độ công ty liên quan đến đặc điểm doanh nghiệp và ở cấp độ ngành liên quan đến lĩnh vực kinh doanh. Kết quả phân tích hồi quy được báo cáo ở Bảng 3, các cột 1-2 lần lượt tương ứng với hai thước đo CRASH_1 và CRASH_2 của biến phụ thuộc.

Bảng 3.

Kết quả phân tích hồi quy theo GMM

Biến	CRASH_1	CRASH_2
CSR	-0,995**	-0,129*
SIZE	0,051	0,000
LEV	-1,235*	-0,091
MTB	-0,182***	-0,022***
FOR	0,029***	0,000
GROW	-0,154***	-0,018***
AGE	0,763***	0,123***
IND_DUM1	-0,013	-0,007
IND_DUM2	0,004	-0,008
IND_DUM3	0,199	-0,004

Biến	CRASH_1	CRASH_2
IND_DUM4	0,179	0,024
IND_DUM5	-0,600**	-0,076**
IND_DUM7	0,129	0,017
IND_DUM8	0,632***	0,101***
L.CRASH_1	0,109**	
L.CRASH_2		0,073*
Hệ số chặn	-2,772	-0,259
Số biến công cụ	58	58
Kiểm định AR2	0,206	0,455
Kiểm định Hansen	0,168	0,159

Ghi chú: CRASH_1 và CRASH_2: Hai Proxy thể hiện rủi ro giảm giá cổ phiếu;

CSR: Thể hiện công bố thông tin trách nhiệm xã hội;

SIZE, LEV, MTB, FOR, GROW, và AGE lần lượt là các biến kiểm soát cho: Quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, sở hữu nước ngoài, tăng trưởng doanh thu, và tuổi niêm yết của doanh nghiệp;

*, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%;

Số quan sát: 691.

Dựa vào kết quả nghiên cứu ở Bảng 3, tác giả xác nhận mối liên kết nghịch biến giữa công bố thông tin trách nhiệm xã hội và rủi ro giảm giá cổ phiếu. Theo đó, trong Bảng 3, cột 1-2, hệ số của biến CSR đều âm và có ý nghĩa thống kê ($-0,129$, $P < 10\%$ và $-0,995$, $P < 5\%$). Nghĩa là, khi giá trị của các biến độc lập khác không đổi, mức thay đổi của biến CRASH_1 và CRASH_2 trên một đơn vị thay đổi của biến CSR lần lượt là $-0,129$ và $-0,995$ đơn vị. Điều này cho thấy rủi ro giảm giá cổ phiếu có liên quan đáng kể và nghịch biến với mức độ công bố thông tin trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp. Kết quả này chứng thực phát hiện trong các nghiên cứu trước đó (Kim và cộng sự, 2014; Wu & Hu, 2019) và phù hợp với quan điểm rằng các công ty có trách nhiệm với xã hội ít có khả năng tung tin xấu hơn và thể hiện mức độ minh bạch cao hơn, dẫn đến rủi ro giảm giá cổ phiếu thấp hơn. Vì vậy, giả thuyết nghiên cứu H_{1b} của tác giả được xác nhận.

Các kiểm định về tính xác định quá mức Hansen và tự tương quan bậc hai đều thỏa do có p-value lớn hơn 10% (Roodman, 2009). Đồng thời, biến trễ của biến phụ thuộc có ý nghĩa thống kê, cho thấy mô hình động được sử dụng là phù hợp và kết quả ước lượng là đáng tin cậy. Các biến kiểm soát được đưa vào mô hình đều cho thấy ảnh hưởng đến rủi ro giảm giá cổ phiếu, phù hợp với các nghiên cứu trước đây. Chẳng hạn, các công ty thể hiện tiềm năng tăng trưởng tốt thông qua sử dụng đòn bẩy tài chính cao, hệ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách cao, tốc độ tăng trưởng doanh thu tốt, có khả năng tạo ra lợi nhuận cao hơn, do đó ít đối mặt với rủi ro giảm giá cổ phiếu hơn (Kim và cộng sự, 2014; Moradi và cộng sự, 2021; Neifar & Utz, 2019). Ngược lại, các công ty hoạt động niêm yết lâu năm dễ đối mặt với rủi ro danh tiếng, do đó liên quan tích cực đáng kể đến rủi ro giảm giá cổ phiếu (Cui và cộng sự, 2018). Đáng chú ý, sở hữu nước ngoài cũng có tác động tích cực đến rủi ro giảm giá cổ phiếu, ủng hộ quan điểm cho rằng trong các công ty có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao hơn, các nhà

quản lý có động cơ thao túng dòng thông tin ra thị trường do chủ nghĩa ngắn hạn, khiến cổ phiếu của công ty có nguy cơ giảm giá cao hơn (Vo, 2017).

Tác giả tiếp tục phân tích sâu hơn về tác động của từng chủ đề công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến rủi ro giảm giá cổ phiếu. Theo tiêu chuẩn GRI (2016), tác giả phân tích ba chủ đề chính, bao gồm: Kinh tế, môi trường, và xã hội. Kết quả phân tích hồi quy được báo cáo ở Bảng 4, cột 1-2 tương ứng với chủ đề kinh tế (CSR_ECO), cột 3-4 tương ứng với chủ đề môi trường (CSR_ENV), cột 5-6 tương ứng với chủ đề xã hội (CSR_SOC), hai thước đo CRASH_1 và CRASH_2 lần lượt là hai Proxy của biến phụ thuộc.

Bảng 4.

Kết quả phân tích hồi quy theo từng chủ đề công bố thông tin trách nhiệm xã hội

	CRASH_1	CRASH_2	CRASH_1	CRASH_2	CRASH_1	CRASH_2
CSR_ECO	-0,172**	-0,305				
CSR_ENV			-0,105**	-0,484**		
CSR_SOC					-0,316**	-0,800
SIZE	0,041	0,056	0,097**	0,034	0,093**	0,312
LEV	0,110	-0,639	0,100	-1,208*	0,074	-0,880
PTB	-0,017	-0,180***	-0,035***	-0,186***	-0,020*	-0,193***
FOR	0,003	0,039***	0,003	0,028***	0,001	0,030***
GROW	-0,008	-0,150***	-0,009	-0,155***	-0,009	-0,144***
AGE	0,175***	1,004***	0,203***	0,629**	0,166***	0,887***
IND_DUM1	-0,004	-0,030	-0,006	0,015	0,004	0,018
IND_DUM2	-0,045	-0,211	-0,070*	0,005	-0,049	-0,134
IND_DUM3	-0,098	-0,106	-0,194*	0,193	-0,151	-0,468
IND_DUM4	-0,003	0,214	-0,079	0,141	-0,049	-0,165
IND_DUM5	-0,080	-0,758**	-0,019	-0,665**	-0,015	-0,512
IND_DUM7	0,009	0,053	-0,011	0,025	0,020	0,160
IND_DUM8	0,091**	0,612***	0,094*	0,562***	0,092*	0,601***
L.DUVOL	0,056		0,063		0,073	
L.NCSKEW		0,074*		0,130***		0,099**
Hệ số chặn	-1,627	-3,94	-3,258***	-1,997	-3,007**	-10,615*
Số biến công cụ	43	57	43	58	43	56
Kiểm định AR2	0,706	0,286	0,65	0,17	0,696	0,265
Kiểm định Hansen	0,269	0,327	0,161	0,101	0,586	0,199

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%;

Số quan sát: 691;

CRASH_1 và CRASH_2: Hai Proxy thể hiện rủi ro giảm giá cổ phiếu;

CSR: Thể hiện công bố thông tin trách nhiệm xã hội;

SIZE, LEV, MTB, FOR, GROW, và AGE lần lượt là các biến kiểm soát cho: Quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, sở hữu nước ngoài, tăng trưởng doanh thu, và tuổi niêm yết của doanh nghiệp.

Dựa vào kết quả phân tích ở Bảng 4, tác giả xác nhận mối liên hệ tích cực giữa từng chủ đề công bố thông tin trách nhiệm xã hội và rủi ro giảm giá cổ phiếu. Theo đó, trong Bảng 4, cột 2, hệ số của biến CSR_ECO âm và có ý nghĩa thống kê ở mô hình với biến phụ thuộc CRASH_2 ($-0,172$, $P < 5\%$) cho thấy ảnh hưởng tiêu cực của công bố thông tin trách nhiệm xã hội – chủ đề kinh tế đến rủi ro giảm giá cổ phiếu. Tương tự, trong Bảng 4, cột 3-4, hai hệ số của biến CSR_ENV đều âm và có ý nghĩa thống kê ($-0,484$, $P < 5\%$ và $-0,105$, $P < 5\%$), cho thấy ảnh hưởng tiêu cực của công bố thông tin trách nhiệm xã hội – chủ đề môi trường đến rủi ro giảm giá cổ phiếu. Ở cột cuối cùng trong Bảng 4, cột 6, hệ số của biến CSR_SOC cũng âm và có ý nghĩa thống kê ở mô hình với biến phụ thuộc CRASH_2 ($-0,316$, $P < 5\%$), cho thấy ảnh hưởng tiêu cực của công bố thông tin trách nhiệm xã hội – chủ đề xã hội đến rủi ro giảm giá cổ phiếu. Như vậy, nhìn chung có thể thấy việc công bố thông tin trách nhiệm xã hội ở từng chủ đề đều có ảnh hưởng tiêu cực lên rủi ro giảm giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Kết quả này thống nhất với nghiên cứu trước đó của Kim và cộng sự (2014) và phù hợp với quan điểm cho rằng mối quan hệ tiêu cực giữa công bố thông tin trách nhiệm xã hội và rủi ro giảm giá cổ phiếu chủ yếu được thúc đẩy bởi các tác động tổng hợp của tất cả các chủ đề, chứ không hoàn toàn bởi chủ đề riêng lẻ nào. Ngoài ra, kết quả hồi quy ở Bảng 4 cũng cho thấy ảnh hưởng của các biến kiểm soát đến rủi ro giảm giá cổ phiếu phù hợp với các nghiên cứu trước đây (Chen và cộng sự, 2001; Harvey & Siddique, 2000; Hutton và cộng sự, 2009; Kim và cộng sự, 2014; Lee, 2016; Moradi và cộng sự, 2021; Neifar & Utz, 2019; Vo, 2017). Thêm vào đó, kết quả nghiên cứu cũng bảo đảm tính vững với các kiểm định về tính xác định quá mức Hansen và tự tương quan bậc hai đều thỏa do có p-value lớn hơn 10% (Roodman, 2009).

5. Kết luận và kiến nghị

5.1. Kết luận

Mục tiêu của nghiên cứu là kiểm định tác động của công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến rủi ro giảm giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên hai sàn chứng khoán tại Việt Nam. Thống nhất với nghiên cứu trước đó (Kim và cộng sự, 2014; Wu & Hu, 2019), tác giả cho thấy bằng chứng rằng các công ty công bố thông tin trách nhiệm xã hội cao hơn ít đối mặt với rủi ro giảm giá cổ phiếu hơn. Điều này cho thấy vai trò của công bố thông tin trách nhiệm xã hội trong việc gia tăng tính minh bạch thông tin, qua đó làm giảm nguy cơ giảm giá cổ phiếu. Đồng thời, điều này cũng xác nhận thông điệp tích cực mà việc công bố thông tin trách nhiệm xã hội truyền tải đến các bên liên quan của doanh nghiệp. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy từng chủ đề nội dung trong công bố thông tin trách nhiệm xã hội, bao gồm: Kinh tế, môi trường và xã hội, đều có ảnh hưởng tiêu cực đến rủi ro giảm giá cổ phiếu. Những phát hiện này ủng hộ quan điểm rằng rủi ro giảm giá cổ phiếu thấp hơn với các doanh nghiệp định hướng công bố thông tin trách nhiệm xã hội mạnh mẽ bởi vì nhà quản lý ít có xu hướng che giấu thông tin, bao gồm cả thông tin về kinh tế, môi trường lẫn xã hội. Kết quả nghiên cứu đảm bảo tính vững sau khi kiểm soát các yếu tố ảnh hưởng liên quan đến đặc điểm doanh nghiệp, lĩnh vực kinh doanh và sử dụng phương pháp ước lượng GMM nhằm kiểm soát vấn đề nội sinh tiềm tàng. Nhìn chung, kết quả nghiên cứu phù hợp với lý thuyết tác động xã hội hơn lý thuyết cân bằng quản lý tại Việt Nam, công bố thông tin trách nhiệm xã hội làm giảm rủi ro giảm giá cổ phiếu.

Bên cạnh những kết quả đạt được, nghiên cứu cũng tồn tại một vài hạn chế:

- *Thứ nhất*, nghiên cứu thực hiện với mẫu nghiên cứu bao gồm các công ty niêm yết phi tài chính từ một quốc gia đang phát triển như Việt Nam. Do môi trường thể chế thay đổi theo từng quốc gia, kết quả có thể không khái quát ở các quốc gia khác trong khu vực.

- *Thứ hai*, tác động của công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến rủi ro giảm giá cổ phiếu có thể ảnh hưởng bởi các biến điều tiết, trung gian. Tuy nhiên, điều này chưa được đề cập trong nghiên cứu. Đối với các nghiên cứu trong tương lai, sẽ rất cần thiết khi mở rộng phân tích ảnh hưởng điều tiết của sở hữu Nhà nước, mức tăng trưởng doanh nghiệp đến mối quan hệ giữa công bố thông tin trách nhiệm xã hội và rủi ro giảm giá cổ phiếu.

5.2. Kiến nghị

Từ kết quả của nghiên cứu, tác giả đề xuất một số khuyến nghị đối với công ty niêm yết và cơ quan quản lý như sau:

- *Đối với công ty niêm yết*

Dựa trên kết quả tìm thấy, nghiên cứu này hàm ý rằng các công ty niêm yết cần tiếp tục đầu tư vào công bố thông tin trách nhiệm xã hội nhằm giảm rủi ro giảm giá cổ phiếu và thu được nhiều lợi ích hơn, như giảm chi phí tài chính trên thị trường vốn. Sau khi các công ty thực hiện công bố minh bạch thông tin trách nhiệm xã hội, điều này được xem như là một tín hiệu tốt, các nhà đầu tư sẽ nhận được tín hiệu này và sẽ nắm giữ hoặc mua những cổ phiếu đó. Bởi vì họ tin rằng ban quản lý sẽ không che giấu quá nhiều tin xấu, thông qua việc công bố thông tin trách nhiệm xã hội tốt hơn. Điều này dẫn đến bất cân xứng thông tin giữa nhà đầu tư và cổ đông giám đốc. Vì vậy, công bố thông tin trách nhiệm xã hội có thể là một chiến lược đôi bên cùng có lợi đối với các công ty niêm yết và tất cả các bên liên quan hơn là được sử dụng như một nội dung công bố thông tin. Lợi ích của các bên liên quan được bảo vệ và các công ty có thể được hưởng chi phí tài chính thấp hơn thông qua việc làm giảm rủi ro suy giảm giá chứng khoán.

- *Đối với cơ quan quản lý*

Từ kết quả nghiên cứu, vai trò công bố thông tin trách nhiệm xã hội đã được minh chứng, từ đó việc đưa ra các nguyên tắc, quy định để công bố thông tin về trách nhiệm xã hội rất cần thiết. Do đó, cơ quan quản lý cần tiếp tục ban hành khung pháp lý nhằm hướng dẫn các công ty trên thị trường về cách tiếp cận, nội dung báo cáo. Điều này có tác động tích cực đến các nhà đầu tư, thị trường vốn và khía cạnh quản lý của cơ quan quản lý. Các mục công bố thông tin cần chi tiết và phù hợp với từng loại hình kinh doanh, minh bạch thông tin; phân biệt giữa thực hiện trách nhiệm xã hội với lập và trình bày thông tin; và mức độ đáp ứng yêu cầu công bố thông tin đối với các bên liên quan.

Chú thích

Bài báo này được trích trong một phần trong luận án tiến sĩ của nghiên cứu sinh Cao Thị Miên Thùy tại Trường Đại học Kinh tế - Luật theo Quyết định số 902/QĐ-ĐHKTL ban hành ngày 01/09/2017 với bản quyền thuộc về tác giả.

Tài liệu tham khảo

- Ben-Nasr, H., & Ghouma, H. (2018). Employee welfare and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 48, 700–725.
- Chang, X., Chen, Y., & Zolotoy, L. (2017). Stock liquidity and stock price crash risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(4), 1605–1637.
- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 345–381.
- Colin, C. (2007). *Panel Data Method for Microeconometrics Using STATA*. Stata Press.
- Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2018). Does corporate social responsibility affect information asymmetry?. *Journal of Business Ethics*, 148(3), 549–572.
- Dang, T. L., Faff, R., Luong, H., & Nguyen, L. (2019). Individualistic cultures and crash risk. *European Financial Management*, 25(3), 622–654.
- DeFond, M. L., Hung, M., Li, S., & Li, Y. (2015). Does mandatory IFRS adoption affect crash risk?. *The Accounting Review*, 90(1), 265–299.
- Dowling, G. (2006). How good corporate reputations create corporate value. *Corporate Reputation Review*, 9(2), 134–143.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388–2406.
- Gelb, D. S., & Strawser, J. A. (2001). Corporate social responsibility and financial disclosures: An alternative explanation for increased disclosure. *Journal of Business Ethics*, 33(1), 1–13.
- Hao, D. Y., Qi, G. Y., & Wang, J. (2018). Corporate social responsibility, internal controls, and stock price crash risk: The Chinese stock market. *Sustainability*, 10(5), 1675.
- Harvey, C. R., & Siddique, A. (2000). Conditional skewness in asset pricing tests. *The Journal of Finance*, 55(3), 1263–1295.
- Hemingway, C. A., & MacLagan, P. W. (2004). Managers' personal values as drivers of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 50(1), 33–44.
- Hong, H., & Stein, J. C. (2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. *The Review of Financial Studies*, 16(2), 487–525.
- Huang, Y., Liu, L., & Qi, E. (2016). The dynamic decision in risk-averse complementary product manufacturers with corporate social responsibility. *Kybernetes*, 45(2), 244–265.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67–86.
- Jia, N. (2018). Corporate innovation strategy and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 53, 155–173.
- Jie, L., & Nakajima, K. (2014). *Corporate Social Responsibility and Crash Risk for Japanese Firms*. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/295819534_Corporate_Social_Responsibility_and_Crash_Risk_for_Japanese_Firms

- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257–292.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2014). Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 851–875.
- Kim, S.-Y., & Park, H. (2011). Corporate social responsibility as an organizational attractiveness for prospective public relations practitioners. *Journal of Business Ethics*, 103(4), 639–653.
- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43, 1–13.
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility?. *The Accounting Review*, 87(3), 761–796.
- Le, P. L., & Do, D. T. (2016). An empirical test of calendar effects in Vietnam stock market. *Journal of International Economics and Management*, 80, 28–39.
- Lee, D. (2017). Corporate social responsibility and management forecast accuracy. *Journal of Business Ethics*, 140(2), 353–367.
- Lee, M.-T. (2016). Corporate social responsibility and stock price crash risk: Evidence from an Asian emerging market. *Managerial Finance*, 42(10), 963–979.
- Li, Y., & Zeng, Y. (2019). The impact of top executive gender on asset prices: Evidence from stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 58, 528–550.
- Liang, L., & Huang, S. (2013). Can corporate social responsibility increase operation performance of banking-application of stochastic frontier analysis. *Journal of Sustainable Development and Management Strategy*, 5(2), 49–66.
- Moradi, M., Appolloni, A., Zimon, G., Tarighi, H., & Kamali, M. (2021). Macroeconomic factors and stock price crash risk: Do managers withhold bad news in the crisis-ridden Iran market?. *Sustainability*, 13(7), 3688.
- Murata, R., & Hamori, S. (2021). ESG disclosures and stock price crash risk. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(2), 70.
- Neifar, S., & Utz, S. (2019). The effect of earnings management and tax aggressiveness on shareholder wealth and stock price crash risk of German companies. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(1), 94–119.
- Ni, X., & Zhu, W. (2016). Short-sales and stock price crash risk: Evidence from an emerging market. *Economics Letters*, 144, 22–24.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403–441.
- Peloza, J. (2009). The challenge of measuring financial impacts from investments in corporate social performance. *Journal of Management*, 35(6), 1518–1541.
- Petrovits, C. M. (2006). Corporate-sponsored foundations and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 41(3), 335–362.
- Prior, D., Surroca, J., & Tribó, J. A. (2008). Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Corporate governance: An international Review*, 16(3), 160–177.

- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9(1), 86–136.
- Schuler, D. A., & Cording, M. (2006). A corporate social performance–corporate financial performance behavioral model for consumers. *Academy of Management Review*, 31(3), 540–558.
- Tabachnick, B. G., Fidell, L. S., & Ullman, J. B. (2007). *Using Multivariate Statistics* (Vol. 5). Boston, MA.: Pearson.
- Tang, L., Huang, Y., Liu, J., & Wan, X. (2020). Cost stickiness and stock price crash risk: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 1–26. doi: 10.1080/1540496X.2020.1787148
- Trần Thị Xuân Anh, & Phạm Tiến Mạnh. (2020). Quy định về tỷ lệ sở hữu nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Tài chính*, 724, 28–31.
- Trần Thị Xuân Hương, Võ Xuân Vinh, & Nguyễn Phúc Cảnh. (2015). Hiệu ứng ngày thứ hai trên thị trường chứng khoán Việt Nam trước và sau khủng hoảng. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 20(30), 55–60.
- Tucker, L., & Melewar, T. (2005). Corporate reputation and crisis management: The threat and manageability of anti-corporatism. *Corporate Reputation Review*, 7(4), 377–387.
- Tee, C. M., Yee, A. S. V., & Chong, A. L. (2018). Institutional investors' monitoring and stock price crash risk: evidence from politically connected firms. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 21(04), 1850028.
- Vo, X. V. (2020). Foreign investors and stock price crash risk: Evidence from Vietnam. *International Review of Finance*, 20(4), 993–1004.
- Wu, C.-M., & Hu, J.-L. (2019). Can CSR reduce stock price crash risk? Evidence from China's energy industry. *Energy Policy*, 128, 505–518.
- Yuan, R., Sun, J., & Cao, F. (2016). Directors' and officers' liability insurance and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 37, 173–192.
- Zaman, R., Bahadar, S., & Mahmood, H. (2020). Corporate irresponsibility and stock price crash risk. *International Review of Finance*, 21(3), 786–820. doi: 10.1111/irfi.12296

PHỤ LỤC

Phụ lục 1.

Đo lường rủi ro rút giá cổ phiếu

Nghiên cứu trước đó (Chen và cộng sự, 2001) đề xuất sử dụng tỷ suất sinh lợi điều chỉnh mỗi tuần trong năm làm cơ sở tính toán các thước đo cho biến rủi ro giảm giá cổ phiếu. Việc tính toán tỷ suất sinh lợi điều chỉnh mỗi tuần nhằm đảm bảo rằng các thước đo phản ánh rủi ro cụ thể của mỗi công ty sau khi đã loại bỏ ảnh hưởng biến động của toàn thị trường. Đầu tiên, với mỗi công ty i trong mỗi năm trong giai đoạn nghiên cứu, ước lượng mô hình sau đây để thu được phần dư của mô hình hồi quy:

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_1 r_{mt-2} + \beta_2 r_{mt-1} + \beta_3 r_{mt} + \beta_4 r_{mt+1} + \beta_5 r_{mt+2} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó,

r_{it} : Tỷ suất sinh lợi của chứng khoán i trong tuần t ;

r_{mt} : Tỷ suất sinh lợi của chỉ số thị trường trong tuần t ;

r_{mt-1} : Tỷ suất sinh lợi của chỉ số thị trường trong tuần $t-1$;

r_{mt+1} : Tỷ suất sinh lợi của chỉ số thị trường trong tuần $t+1$;

r_{mt-2} : Tỷ suất sinh lợi của chỉ số thị trường trong tuần $t-2$;

r_{mt+2} : Tỷ suất sinh lợi của chỉ số thị trường trong tuần $t+2$;

$\alpha_i, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$: Hệ số ước lượng của mô hình hồi quy;

i, t : Lần lượt đại diện cho công ty thứ i và tuần giao dịch thứ t trong năm;

ε_{it} : Sai số ước tính hay phần dư của mô hình hồi quy của công ty i trong tuần t .

Vì một số chứng khoán giao dịch ít hơn 51 tuần trong một năm nên mỗi năm cần phải có dữ liệu về tỷ suất sinh lợi hàng tuần nhất định để tránh các trường hợp có quá ít giao dịch được thực hiện hoặc số tuần giao dịch không đồng nhất. Nhằm để tăng tính vững của kết quả hồi quy, tác giả sử dụng đồng nhất bộ dữ liệu dựa trên số tuần giao dịch tối đa trong năm theo đề xuất của nghiên cứu trước (Hutton và cộng sự, 2009). Ngoài ra, dữ liệu giá được thu thập dùng để tính toán tỷ suất sinh lợi của chứng khoán trong tuần là giá đóng cửa đã điều chỉnh vào ngày thứ Tư nhằm tránh các dị thường trên thị trường chứng khoán, chẳng hạn như hiệu ứng ngày thứ Hai và hiệu ứng cuối tuần trên thị trường Việt Nam (Huong và cộng sự, 2015; Le & Do, 2016).

Tiếp đó, sử dụng phần dư thu được trong mô hình hồi quy (1) để tính toán tỷ suất sinh lợi điều chỉnh mỗi tuần cho công ty i , theo công thức sau:

$$w_{it} = \ln(1 + \varepsilon_{it}) \quad (2)$$

Trong đó,

w_{it} : Tỷ suất sinh lợi điều chỉnh của công ty i trong tuần t ;

ε_{it} : Sai số ước tính hay phần dư của mô hình hồi quy của công ty i trong tuần t được rút ra từ mô hình hồi quy (1).

Dựa trên tỷ suất sinh lợi điều chỉnh của các tuần giao dịch trong năm, tác giả tính toán các thước đo CRASH_1 và CRASH_2 để đo lường rủi ro giảm giá cổ phiếu trong năm lần lượt theo công thức dưới đây.

Thước đo thứ nhất, CRASH_1, gọi là độ lệch âm, được tính bằng hệ số âm của độ lệch trong phân phối của tỷ suất sinh lợi điều chỉnh mỗi tuần, công thức tính như sau:

$$CRASH_1 = - \frac{n(n-1)^{3/2} \sum (w_{it} - \bar{w}_i)^3}{(n-1)(n-2)(\sum (w_{it} - \bar{w}_i)^2)^{3/2}} \quad (3)$$

Trong đó,

n : Số tuần mà chứng khoán i được giao dịch trong năm;

$\bar{w}_i$: Tỷ suất sinh lợi điều chỉnh trung bình trong năm.

Theo nghiên cứu trước (Chen và cộng sự, 2001), hệ số âm của độ lệch đại diện cho rủi ro giảm giá cổ phiếu, do đó trong công thức (3) có thêm hệ số nhân -1 để đổi dấu hệ số độ lệch, nhằm đảm bảo ý nghĩa rằng giá trị biến CRASH_1 càng cao thì rủi ro giảm giá cổ phiếu càng cao.

Thước đo thứ hai, CRASH_2, gọi là chênh lệch giữa biến động giảm và biến động tăng. Chênh lệch giữa biến động giảm và biến động tăng được tính toán bằng cách lấy logarit của tỷ số giữa độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi điều chỉnh của các tuần giao dịch giảm giá và độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi điều chỉnh của các tuần giao dịch tăng giá theo công thức sau:

$$CRASH_2_i = \ln \left[\frac{(n_{up} - 1) \sum_{down} (w_{it} - \bar{w}_i)^2}{(n_{down} - 1) \sum_{up} (w_{it} - \bar{w}_i)^2} \right] \quad (4)$$

Trong đó,

Up : Đại diện cho các tuần giao dịch tăng giá (Up Weeks), gồm các tuần có tỷ suất sinh lợi cao hơn tỷ suất sinh lợi trung bình tuần trong năm;

Down : Đại diện cho các tuần giao dịch giảm giá (Down Weeks), gồm các tuần có tỷ suất sinh lợi thấp hơn hoặc bằng tỷ suất sinh lợi trung bình tuần trong năm;

n_{up} : Số tuần tăng giá trong năm;

n_{down} : Số tuần giảm giá trong năm.

Công thức tính CRASH_2 không liên quan đến độ lệch, do đó ít có khả năng bị ảnh hưởng quá mức bởi tỷ suất sinh lợi hàng tuần quá lớn hoặc quá bé (Chen và cộng sự, 2001). Điều này cho phép thước đo CRASH_2 khắc phục hạn chế của thước đo CRASH_1. Giá trị thước đo CRASH_2 càng cao cho biết rủi ro giảm giá cổ phiếu càng lớn.

Phụ lục 2.

Đo lường công bố thông tin trách nhiệm xã hội

Trong khuôn khổ nghiên cứu này, tác giả xây dựng bộ thang đo CSR theo khung phân tích nội dung dựa trên Bộ Tiêu chuẩn Báo cáo Phát triển Bền vững GRI Hợp nhất năm 2016 bởi vì các lý do sau đây:

- Một là, cơ sở dữ liệu hiện có về công bố thông tin trách nhiệm xã hội không có sẵn cho thị trường Việt Nam và chưa có khung đo lường thống nhất.

- Hai là, càng ngày càng có nhiều công ty niêm yết tại Việt Nam sử dụng Tiêu chuẩn GRI như một bộ tiêu chuẩn để lập Báo cáo phát triển bền vững.

- Ba là, Bộ tiêu chuẩn GRI năm 2016 phù hợp với thời gian bắt đầu có hiệu lực của Thông tư 155/2015 liên quan đến công bố thông tin trên thị trường chứng khoán về tác động của công ty đến

môi trường và xã hội. Tuy nhiên, Bộ Tiêu chuẩn Báo cáo Phát triển Bền vững GRI Hợp nhất khá rộng và khó đáp ứng đầy đủ, đặc biệt với các công ty tại các quốc gia đang phát triển. Do đó, nhằm giải quyết vấn đề trở ngại trên, tác giả sử dụng tiêu chuẩn từng chủ đề để xây dựng bộ thang đo mức độ công bố thông tin trách nhiệm xã hội phù hợp với thị trường Việt Nam.

Bảng 5 trình bày danh mục tiêu chuẩn từng chủ đề trong Bộ Tiêu chuẩn Báo cáo Phát triển Bền vững GRI Hợp nhất năm 2016.

Phụ lục 3.

Danh mục tiêu chuẩn từng chủ đề

GRI 200: Kinh tế	GRI 300: Môi trường	GRI 400: Xã hội
201: Hiệu quả kinh tế	301: Vật liệu	401: Việc làm
202: Sự hiện diện trên thị trường	302: Năng lượng	402: Mối quan hệ quản trị/ lao động
203: Tác động kinh tế gián tiếp	303: Nước	403: An toàn và sức khỏe nghề nghiệp
204: Thông lệ mua sắm	304: Đa dạng sinh học	404: Giáo dục và đào tạo
205: Chống tham nhũng	305: Phát thải	405: Đa dạng và cơ hội bình đẳng
206: Hành vi cản trở cạnh tranh	306: Nước thải và chất thải	406: Không phân biệt đối xử
	307: Tuân thủ môi trường	407: Tự do lập hội và thương lượng tập thể
	308: Đánh giá nhà cung cấp về môi trường	408: Lao động trẻ em
		409: Lao động cưỡng bức hoặc bắt buộc
		410: Thông lệ về an ninh
		411: Quyền của người bản địa
		412: Đánh giá về quyền con người
		413: Cộng đồng địa phương
		414: Đánh giá nhà cung cấp về mặt xã hội
		415: Chính sách công
		416: An toàn và sức khỏe của khách hàng
		417: Tiếp thị và nhân hàng
		418: Quyền bảo mật thông tin khách hàng
		419: Tuân thủ về kinh tế - xã hội

Nguồn: Bộ Tiêu chuẩn Báo cáo Phát triển Bền vững GRI Hợp nhất (GRI, 2016).

Sau khi thu thập báo cáo thường niên, báo cáo phát triển bền vững, phương pháp phân tích nội dung được áp dụng để đo lường mức độ công bố thông tin trách nhiệm xã hội của các công ty niêm yết trong mẫu nghiên cứu. Trong Bộ tiêu chuẩn tổng quát GRI năm 2016, Phần GRI 200, GRI 300, và GRI 400 bao gồm nhiều tiêu chuẩn tương ứng từng chủ đề được dùng để báo cáo tác động kinh tế, môi trường và xã hội của tổ chức. Theo đó, khi phân tích báo cáo thường niên và báo cáo phát triển

bền vững của công ty, nếu có sự xuất hiện của mỗi tiêu chuẩn trong danh mục tiêu chuẩn từng chủ đề, thì tiêu chuẩn đó nhận giá trị 1, ngược lại nhận giá trị 0. Công thức tính điểm CSR từng chủ đề kinh tế, môi trường, xã hội và điểm CSR tổng hợp được tính toán như sau:

$$CSR_ECO_i = \frac{\sum X_i}{n_i}$$

$$CSR_ENV_i = \frac{\sum X_i}{n_i}$$

$$CSR_SOC_i = \frac{\sum X_i}{n_i}$$

$$CSR_i = \frac{\sum X_i}{n_i}$$

Trong đó,

CSR_ECO_i : Điểm số CSR chủ đề kinh tế của công ty thứ i, $0 \leq CSR_ECO \leq 1$;

CSR_ENV_i : Điểm số CSR chủ đề môi trường của công ty thứ i, $0 \leq CSR_ENV \leq 1$;

CSR_SOC_i : Điểm số CSR chủ đề xã hội của công ty thứ i, $0 \leq CSR_SOC \leq 1$;

CSR_i : Điểm số CSR tổng thể của công ty thứ i, $0 \leq CSR \leq 1$;

X_i nhận giá trị 1 nếu công ty đạt tiêu chuẩn i; ngược lại thì bằng 0;

n_i : Số lượng tiêu chuẩn được công bố của công ty thứ i, danh mục các tiêu chuẩn từng chủ đề theo Bảng 5.