



Tác động của trách nhiệm xã hội đến tính thanh khoản cổ phiếu của công ty: Bằng chứng thực nghiệm từ các thị trường mới nổi

HỒ THỊ HẢI LY*

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p>Ngày nhận: 06/05/2023 Ngày nhận lại: 16/06/2023 Duyệt đăng: 19/06/2023</p> <p>Mã phân loại JEL: G14; G12; G32.</p> <p>Từ khóa: Trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp; Tính thanh khoản cổ phiếu; Big5; Môi trường thể chế.</p> <p>Keywords: Corporate social responsibility; Stock liquidity; Big5; Institutional environments.</p>	<p>Nghiên cứu này kiểm định tác động của việc thực hiện trách nhiệm xã hội đến tính thanh khoản cổ phiếu của công ty. Sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng có kiểm soát tác động cố định của công ty, ngành và năm áp dụng bộ dữ liệu gồm 159 công ty đến từ các thị trường mới nổi trong giai đoạn 2002–2016, nghiên cứu chỉ ra rằng các công ty hoạt động trên các thị trường mới nổi có mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội càng cao sẽ có tính thanh khoản cổ phiếu càng thấp. Quan hệ nghịch chiều này đến từ cả ba khía cạnh, bao gồm: Chỉ số môi trường, xã hội, và quản trị. Kết quả này phù hợp với giả thuyết đặt ra rằng ở các thị trường mới nổi, tình trạng thao túng thông tin, môi trường thể chế yếu kém, và mức độ bảo vệ nhà đầu tư thấp làm tăng thông tin bất đối xứng và giảm tính thanh khoản cổ phiếu của các công ty. Đặc biệt, mối quan hệ nghịch chiều này bị suy yếu với các công ty được kiểm toán bởi các công ty kiểm toán uy tín hàng đầu hoặc các công ty hoạt động ở các môi trường thể chế mạnh.</p> <p>Abstract</p> <p>This study examines the impact of corporate social responsibility on stock liquidity. Using panel data of 159 companies from emerging markets for the period 2002–2016, the study shows that firms operating in emerging markets with higher levels of social responsibility will have lower stock liquidity. This negative relationship comes from all three aspects of corporate social responsibility including environmental, social, and governance indicators. This result is consistent with the hypothesis that in emerging markets, information</p>

* Tác giả liên hệ.

Email: lyth@due.edu.vn (Hồ Thị Hải Ly).

Trích dẫn bài viết: Hồ Thị Hải Ly. (2023). Tác động của trách nhiệm xã hội đến tính thanh khoản cổ phiếu của công ty: Bằng chứng thực nghiệm từ các thị trường mới nổi. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 34(6), 35–54.

manipulation and a lower level of investor protection cause information asymmetry. As a result, investing in corporate social responsibility activities is often viewed as non-transparent, and can even exacerbate asymmetric information. Furthermore, the negative relationship between corporate social responsibility and stock liquidity is weakened for firms audited by leading reputable auditors or firms operating in better institutional environments.

1. Giới thiệu

Trong những năm gần đây, trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (Corporate Social Responsibility – CSR) đã dành được sự quan tâm lớn không chỉ trong giới học thuật mà còn trong cộng đồng doanh nghiệp. Ngoài mục tiêu tối đa hóa năng suất và lợi nhuận, các công ty còn chịu áp lực từ các bên hữu quan để đầu tư vào việc phát triển và thực hiện các hoạt động CSR. Vì vậy, các công ty luôn chú trọng thực hiện tốt các thông lệ quản trị công ty, đồng thời duy trì mối quan hệ chặt chẽ với xã hội và môi trường. Các nghiên cứu trước đây chỉ ra rằng việc đầu tư vào các chiến lược phát triển bền vững có thể ảnh hưởng thuận chiều (Orlitzky và cộng sự, 2003, Wood, 2010) hoặc nghịch chiều (Friedman, 1970, Jensen, 2002), thậm chí theo hình chữ U (Notllet và cộng sự, 2016), hay không có tác động gì đến hiệu quả hoạt động của công ty (Branco and Rodrigues (2006). Các tác động này có thể thông qua nhiều khía cạnh khác nhau như: Vấn đề hạn chế tài chính, rủi ro của công ty, chi phí vốn, hay tốc độ điều chỉnh đòn bẩy tài chính. Trong nghiên cứu này, tác giả cung cấp bằng chứng mới về mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và tính thanh khoản cổ phiếu, một trong những chỉ số quan trọng của hiệu quả tài chính của công ty.

Tính thanh khoản của cổ phiếu được xác định bởi khả năng dễ dàng giao dịch với giá ổn định trong ngắn hạn, là kết quả của hoạt động mua bán của những người tham gia thị trường trong một môi trường thông tin cụ thể (Balakrishnan và cộng sự, 2014). Ho và cộng sự (2021), Boubakri và cộng sự (2019) chỉ ra rằng các công ty có thanh khoản cổ phiếu cao hơn sẽ có chi phí vốn và chi phí giao dịch thấp hơn, ít thông tin bất đối xứng hơn, tốc độ điều chỉnh đòn bẩy cao hơn, giá cổ phiếu và giá trị công ty cao hơn, từ đó thúc đẩy hiệu quả hoạt động và tăng trưởng của doanh nghiệp. Dhaliwal và cộng sự (2011) cho thấy CSR có khả năng thúc đẩy công ty công bố thông tin tự nguyện nhằm nâng cao tính minh bạch thông tin. Các công ty đầu tư vào sự bền vững cũng có rủi ro thấp và có thể đáp ứng được kỳ vọng chung của cộng đồng nhằm tạo ra giá trị lâu dài cho xã hội. Điều này có thể làm tăng niềm tin của thị trường và tăng khối lượng giao dịch cổ phiếu của công ty (Cui và cộng sự, 2015). Kết quả là, CSR có thể có ảnh hưởng tích cực đến tính thanh khoản của cổ phiếu công ty. Bên cạnh đó, cũng có nghiên cứu cho rằng tác động của CSR đến các khía cạnh của doanh nghiệp chỉ đạt đến một mức cân bằng tối ưu trước khi chi phí của các hoạt động này lớn hơn lợi ích mang lại (Font & Lynes, 2018). Ngược lại, Park và Lee (2017) chỉ ra rằng do CSR là các khoản đầu tư dài hạn, theo đó, tác động của CSR đến các hoạt động của doanh nghiệp có độ trễ nhất định. Điều này hàm ý rằng, hoạt động CSR có thể tác động đến tính thanh khoản cổ phiếu công ty theo hình chữ U hay chữ U ngược.

Tuy nhiên, các nghiên cứu về CSR thường được thực hiện trên mẫu là những công ty ở các nước phát triển, trong khi tác động của CSR đối với những công ty ở các thị trường mới nổi vẫn chưa rõ ràng (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021). Khác với các nước phát triển, các công ty ở các

nước mới nổi phải đối phó với hệ thống thể chế hoạt động kém hiệu quả, sự kiểm soát chặt chẽ của nhà nước, môi trường kinh doanh kém thuận lợi và quản trị doanh nghiệp yếu kém hơn, chính sách bất ổn định hơn và mức độ tham nhũng cao hơn, rủi ro chính trị lớn hơn (Cuervo-Cazurra, 2012). Ngoài ra, do khan hiếm nguồn lực và không xem đây là hoạt động có tính ưu tiên, các công ty ở những thị trường mới nổi cũng ít xem trọng việc đầu tư CSR hơn so với các công ty ở những nước phát triển. Tóm lại, nghiên cứu ở thị trường mới nổi sẽ góp phần tạo ra những hiểu biết mới về CSR.

Kết quả phân tích mẫu gồm 159 công ty từ 9 quốc gia mới nổi trong giai đoạn 2002–2016 cho thấy mối quan hệ nghịch giữa đầu tư CSR và tính thanh khoản cổ phiếu. Nghiên cứu sử dụng chỉ số ESG được xây dựng dựa trên các chỉ số con gồm: Môi trường (Environment – E), xã hội (Social – S), và quản trị (Governance – G) để đo lường mức độ thực hiện CSR của doanh nghiệp. Theo đó, mức độ tham gia của một công ty vào từng khía cạnh môi trường, xã hội và quản trị riêng lẻ có thể khác nhau. Ngoài ra, các nghiên cứu trước gợi ý rằng các yếu tố khác có thể củng cố hoặc làm suy yếu mối quan hệ giữa đầu tư CSR và tính thanh khoản cổ phiếu. Cụ thể, các công ty được kiểm toán bởi các đơn vị kiểm toán uy tín lớn hay hoạt động trong môi trường thể chế tốt sẽ cải thiện được tình trạng thông tin bất đối xứng, từ đó, có thể tác động đến mối quan hệ giữa mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội và tính thanh khoản cổ phiếu công ty.

Bài báo này đóng góp quan trọng vào cơ sở lý thuyết của các nghiên cứu về CSR. Đầu tiên, các nghiên cứu trước đây chủ yếu tập trung vào tác động của đầu tư CSR đối với nhiều khía cạnh hoạt động của doanh nghiệp ở các quốc gia phát triển (Andersen và Dejoy, 2011, Cheng và cộng sự, 2014), chính vì vậy, nghiên cứu này tập trung vào các công ty ở các quốc gia hoạt động trên các thị trường mới nổi với những đặc điểm khác biệt. Thứ hai, bổ sung vào các nghiên cứu phân tích tác động của đầu tư CSR đến các khía cạnh hoạt động của công ty như: Khả năng huy động vốn, rủi ro, chi phí vốn, đòn bẩy tài chính...; cụ thể, bài báo này phân tích tác động của điểm số ESG nói chung đối với tính thanh khoản cổ phiếu cũng như sự đóng góp của ba thành phần (môi trường, xã hội và quản trị) vào mối quan hệ nói trên. Cuối cùng, mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và tính thanh khoản cổ phiếu công ty có thể không cố định mà biến thiên do sự thay đổi của các yếu tố tác động; cụ thể, bài báo này phân tích các yếu tố có thể định hình mối quan hệ này bao gồm đơn vị kiểm toán doanh nghiệp và môi trường thể chế quốc gia.

Phần còn lại của nghiên cứu này được tổ chức như sau: Phần 2 trình bày về cơ sở lý thuyết và phát triển các giả thuyết; phần 3 mô tả mẫu, dữ liệu và phương pháp được sử dụng; kết quả hồi quy được thảo luận ở phần 4; cuối cùng, phần 5 đưa ra một số kết luận và hàm ý.

2. Cơ sở lý thuyết và các giả thuyết

Các tài liệu trước đây chỉ ra rằng việc thực hiện trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (CSR) có khả năng thúc đẩy công bố thông tin tự nguyện và nâng cao tính minh bạch của công ty. Chẳng hạn, Dhaliwal và cộng sự (2006) cho rằng các công ty thực hiện ESG tốt hơn sẽ công bố các báo cáo ESG cùng với các chiến lược bền vững như là một cách quảng bá công ty trên thị trường. Kim và cộng sự (2012) cho thấy các công ty có CSR tốt thường ít thực hiện việc quản lý thu nhập (Earnings Management). Do đó, các công ty này có báo cáo tài chính minh bạch và được tin cậy hơn. Dhaliwal và cộng sự (2006) cũng gợi ý rằng CSR khuyến khích công ty công bố thông tin tự nguyện nhằm giảm thiểu các vấn đề liên quan đến minh bạch thông tin và giảm chi phí đại diện. Theo đó, các công

ty đầu tư nhiều vào CSR thường có ít vấn đề về thông tin bất đối xứng nên có tính thanh khoản cổ phiếu cao hơn. Tuy nhiên, cũng có các nghiên cứu cho rằng CSR chỉ tác động tích cực đến các hoạt động công ty cho đến một thời điểm mà sau đó chi phí thực hiện các hoạt động này vượt quá các lợi ích mang lại (Font & Lynes, 2018). Thậm chí, Park và Lee (2017) cho rằng cần có thời gian để các bên hữu quan nhận thức được giá trị thực của các hoạt động CSR của doanh nghiệp trước khi phản hồi tích cực với các kết quả mang lại của các hoạt động này. Theo đó, CSR có thể được coi như một khoản đầu tư dài hạn, cần có thời gian để thu hồi vốn. Điều này hàm ý rằng, tác động của các hoạt động CSR đến tính thanh khoản cổ phiếu công ty có thể là mối quan hệ hình chữ U hay chữ U ngược.

Bên cạnh đó, cũng có nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng vì các hoạt động CSR là một công cụ tốt để thu hút sự ủng hộ của các bên liên quan, nhà quản trị doanh nghiệp có thể có động cơ tiêu cực khi xây dựng hình ảnh thân thiện với môi trường và xã hội thông qua các hoạt động CSR. Cụ thể, Cespa và Cestone (2007) chỉ ra rằng đầu tư vào CSR cũng giúp nhà quản trị doanh nghiệp giảm khả năng bị sa thải do áp lực từ các cổ đông hoặc các bên liên quan khác có lợi ích bị tổn hại do thực hiện việc quản lý thu nhập. Do đó, các nhà quản trị có động cơ quản lý thu nhập sẽ rất chủ động trong việc tăng cường sự ủng hộ của công chúng thông qua các hoạt động CSR. Dechow và cộng sự (1996) cho thấy khi các cổ đông nghi ngờ thu nhập đang bị thao túng, một công ty ngay lập tức mất giá trị trên thị trường chứng khoán, xếp hạng tín dụng của công ty này sau đó cũng sẽ giảm khiến thanh khoản cổ phiếu giảm theo.

Khác với các quốc gia phát triển, ở các quốc gia mới nổi tồn tại sự thiếu tin tưởng vào môi trường doanh nghiệp do chỉ số tham nhũng cao, tình trạng thao túng thông tin cũng tạo ra tình trạng thông tin bất đối xứng, cùng với mức độ bảo vệ nhà đầu tư thấp (Zhang và cộng sự, 2013). Theo đó, môi trường thể chế yếu kém ở các nước này khiến các công ty hoạt động ở đây chưa có được sự tin tưởng từ người lao động, người tiêu dùng và xã hội nói chung (Fiaschi và cộng sự, 2017). Các khoản đóng góp cho các hoạt động xã hội hay môi trường thường bị coi là không minh bạch. Các hoạt động này cũng không thu hút được nhiều sự chú ý của cộng đồng để giúp cải thiện hình ảnh thương hiệu của công ty, và thậm chí có thể làm nghiêm trọng hơn tình hình thông tin bất đối xứng. Theo đó, tác giả kỳ vọng rằng ở các thị trường mới nổi, mối quan hệ giữa đầu tư CSR và tính thanh khoản cổ phiếu là mối quan hệ nghịch chiều.

Giả thuyết H₁: Mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp hoạt động ở các quốc gia mới nổi có tác động nghịch chiều đến tính thanh khoản cổ phiếu.

Các nghiên cứu trước gợi ý rằng mối quan hệ giữa đầu tư CSR và tính thanh khoản cổ phiếu có thể được củng cố hoặc làm suy yếu bởi các yếu tố khác nhau. Nghiên cứu này xem xét đến ảnh hưởng của chất lượng công ty kiểm toán (Auditor Quality) đối với mối quan hệ này. DeAngelo (1981) cho rằng các công ty kiểm toán có số lượng khách hàng lớn sẽ thiệt hại đáng kể nếu không báo cáo những vi phạm của khách hàng khi họ phát hiện được. Theo đó, công ty kiểm toán lớn hơn sẽ có chất lượng kiểm toán tốt hơn và đáng tin cậy hơn, làm giảm tình trạng thông tin bất đối xứng của doanh nghiệp (Chih và cộng sự, 2008). Vì vậy, nếu các doanh nghiệp ở thị trường mới nổi được kiểm toán bởi các công ty kiểm toán có uy tín cao như Big5¹ thì sẽ hạn chế phần nào tình trạng thông tin bất đối xứng,

¹ Big5 là năm công ty kiểm toán lớn bao gồm PricewaterhouseCoopers (PwC), Ernst & Young (E&Y), Klynveld Peat Marwich Geordeler (KPMG), Deloitte, và công ty luật ACC.

từ đó làm mối quan hệ nghịch chiều giữa mức độ thực hiện CSR và tính thanh khoản cổ phiếu bị suy giảm.

Giả thuyết H₂: Mối quan hệ nghịch chiều giữa mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và tính thanh khoản cổ phiếu suy yếu hơn ở các công ty được kiểm toán bởi các công ty Big5.

Môi trường thể chế thường được coi là cơ chế bên ngoài để hạn chế tình trạng thông tin bất đối xứng. Ủng hộ quan điểm này, La Porta và cộng sự (1998) nhận thấy rằng những quốc gia có thể chế tốt hơn có thị trường tài chính hiệu quả hơn. Ở đó, việc bảo vệ nhà đầu tư và thực thi pháp luật rất mạnh mẽ để đảm bảo rằng quyền của các bên liên quan được thực hiện đầy đủ. Öztekin và Flannery (2012) chỉ ra rằng thể chế tốt sẽ giúp giảm bớt thông tin bất đối xứng và tăng cường khả năng tiếp cận thị trường vốn. Do môi trường thể chế được thiết lập ở tầm vĩ mô, các công ty cũng có thể dựa vào các công cụ ít tốn kém này để hạn chế tình trạng thông tin bất đối xứng. Theo đó, môi trường thể chế mạnh có thể làm suy yếu mối quan hệ nghịch chiều giữa mức độ thực hiện CSR và tính thanh khoản cổ phiếu.

Giả thuyết H₃: Mối quan hệ nghịch chiều giữa mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và tính thanh khoản cổ phiếu suy yếu hơn ở các công ty hoạt động trong môi trường thể chế tốt hơn.

3. Các biến chính, dữ liệu và mô hình nghiên cứu

3.1. Các biến chính

3.1.1. Mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội của công ty

Trong nghiên cứu này, tác giả đo lường mức độ thực hiện CSR sử dụng điểm số ESG được thu thập từ cơ sở dữ liệu ESG của Thomson Reuters². Điểm số ESG được thu thập từ các báo cáo công khai của công ty, chẳng hạn như: Báo cáo trách nhiệm xã hội, trang web chính thức, hay các kênh thông tin đại chúng. Từ những thông tin đó, điểm số ESG được xây dựng dựa trên các chỉ số con bao gồm: Môi trường (E), xã hội (S), và quản trị (G). Nghiên cứu cũng sử dụng điểm số ESGC (ESG Combined) đo lường mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội của công ty để kiểm định tính vững của kết quả nghiên cứu chính. Điểm số ESG sẽ bị giảm trừ thành ESGC nếu có các tin tức gây tranh cãi có ảnh hưởng nghiêm trọng đến công ty như: Các thông tin rằng công ty báo cáo không minh bạch, thực hiện các hoạt động ESG ở mức tối thiểu, hay chỉ “nói suông”.

3.1.2. Tính thanh khoản cổ phiếu

Nghiên cứu sử dụng tỷ suất vòng quay cổ phiếu (TURN) và chỉ số Amihud (AMI) để đo lường tính thanh khoản cổ phiếu. Cụ thể, tỷ suất vòng quay cổ phiếu (TURN) được định nghĩa là số lượng cổ phiếu được giao dịch (DVOL) chia cho tổng số cổ phiếu đang lưu hành (SHARE):

$$TURN_{i,t,j} = \frac{DVOL_{i,t,j}}{SHARE_{i,t,j}} \quad (1)$$

Tỷ suất vòng quay cổ phiếu cao hàm ý cổ phiếu có tính thanh khoản cao.

² Tham khảo thêm từ <https://www.refinitiv.com/en/financial-data/company-data/esg-data>

Để kiểm định tính vững của kết quả chính, nghiên cứu sử dụng chỉ số Amihud để đo lường tính thanh khoản cổ phiếu. Chỉ số Amihud phản ánh mối liên hệ giữa việc thay đổi giá (R) và khối lượng giao dịch cổ phiếu (DVOL).

$$AMIHUD_{i,t,j} = 1/D_{i,t,j} \sum_1^{D_{i,t}} \frac{|R_{i,t,d}|}{DVOL_{i,t,d}} \quad (2)$$

Amihud là chỉ số đo lường tính kém thanh khoản (Illiquidity) của cổ phiếu công ty. Giá trị của chỉ số Amihud càng cao thể hiện sự biến động giá trong mối tương quan với quy mô giao dịch càng cao, theo đó, cổ phiếu có tính thanh khoản càng thấp. Vì vậy, để kết quả được diễn giải dễ hiểu hơn, tác giả nhân chỉ số Amihud với (-1) để chuyển đổi nó thành mối quan hệ dương với tính thanh khoản, thể hiện tính thanh khoản (Liquidity) của cổ phiếu công ty. Tác giả cũng nhân tỷ lệ này với 10^5 như thông lệ.

3.2. Dữ liệu

Trong nghiên cứu này, dữ liệu tài chính của công ty được thu thập từ Thomson Reuters Worldscope³. Dữ liệu giao dịch cổ phiếu hàng ngày và điểm số ESG và ESGC được thu thập từ Datastream. Các biến tham gia vào mô hình được khử (Winsorize) ở phân vị phần trăm 1% và 99% để giảm thiểu tác động tiềm ẩn của các giá trị ngoại lai (Outliers). Cuối cùng, bộ dữ liệu nghiên cứu bao gồm 809 quan sát (159 công ty) từ 9 quốc gia mới nổi, bao gồm: Trung Quốc, Hy Lạp, Indonesia, Malaysia, Mexico, Philippines, Hàn Quốc, Thái Lan, và Thổ Nhĩ Kỳ trong giai đoạn 2002–2016⁴.

3.3. Mô hình nghiên cứu

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 tính thanh khoản cổ phiếu như sau:

$$LIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \sum \gamma_k Control_{i,t} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó,

i và t : Lần lượt là chỉ số định danh công ty và năm;

LIQ: Biến phụ thuộc – Tính thanh khoản cổ phiếu, được đo lường bằng hai chỉ số phổ biến là tỷ suất vòng quay cổ phiếu (TURN) trong phân tích chính, và chỉ số Amihud (AMI) trong phần kiểm định tính vững;

CSR: Biến độc lập, được đo lường bằng điểm số ESG trong phần phân tích chính và ESGC trong phần kiểm định tính bền vững;

Control: Các biến kiểm soát cho mô hình hồi quy.

Định nghĩa các biến được sử dụng trong nghiên cứu này được thể hiện trong Bảng 1.

Vì dữ liệu nghiên cứu ở dạng bảng nên nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy ảnh hưởng cố định (Firm Fixed Effect – FEM) để ước lượng. Đặc điểm của mô hình FEM là nó xem xét sự ảnh hưởng của các đặc điểm riêng ít thay đổi theo thời gian và khó có thể quan sát được của mỗi doanh nghiệp (như: Các yếu tố quản trị, giá trị thương hiệu...). Bên cạnh đó, yếu tố ngành nghề sản xuất cũng có thể có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư CSR của doanh nghiệp. Do đó, nghiên cứu này cũng thực

³ Tham khảo thêm tại <https://www.refinitiv.com/en/financial-data>

⁴ Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng dữ liệu bảng bất cân bằng (Unbalanced Panel Data). Vì vậy, có một số giá trị bị thiếu tại một số năm quan sát đối với một số nước.

hiện kiểm soát đối với các yếu tố ngành để kiểm soát về yếu tố cố định ngành nghề hoạt động của doanh nghiệp.

Bảng 1.

Định nghĩa biến

Tên biến	Mô tả
ESG	Chỉ số trách nhiệm xã hội doanh nghiệp tổng quát, có giá trị trong khoảng 0–100.
ESGC	Chỉ số trách nhiệm xã hội doanh nghiệp có tính đến sự giảm trừ do các tin tức gây tranh cãi có ảnh hưởng nghiêm trọng đến công ty, 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.
TURN	Tỷ lệ giữa số lượng cổ phiếu được giao dịch và tổng số cổ phiếu đang lưu hành.
AMI	Tỷ lệ giữa lợi suất cổ phiếu và quy mô giao dịch.
SIZE	Quy mô của công ty, bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản.
PROF	Thu nhập trước lãi vay, thuế, và khấu hao chia cho giá trị sổ sách của tài sản.
DEP	Khấu hao chia cho giá trị sổ sách của tài sản.
TANG	Cổ tức tài sản ròng, nhà máy và thiết bị theo giá trị sổ sách của tài sản.
RD	Chi phí nghiên cứu và phát triển chia cho giá trị sổ sách của tài sản.
RDDUM	Bằng 1 nếu chi phí nghiên cứu và phát triển không được báo cáo, ngược lại bằng 0.
LEV	Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản.
BIG5	Bằng 1 nếu công ty được kiểm toán bởi một trong năm công ty kiểm toán lớn, bao gồm: PwC, E&Y, KPMG, Deloitte, và công ty luật ACC; bằng 0 nếu ngược lại.
EL	Một chỉ số về các tiêu chuẩn trách nhiệm pháp lý bằng trung bình số học của các tiêu chuẩn trách nhiệm đối với (1) tổ chức phát hành và giám đốc của nó, (2) các nhà phân phối, và (3) kế toán.
FO	Một chỉ số đo lường sự can thiệp thực chất và theo thủ tục, theo luật định trong các vụ án tư pháp và có thang điểm từ 0 đến 7.
BR	Bằng 1 đối với các quốc gia có quy trình phá sản rõ ràng, và bằng 0 đối với các quốc gia không có quy trình phá sản hoặc chỉ được thực thi yếu kém.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 thể hiện thống kê mô tả cho các biến chính sử dụng trong mô hình nghiên cứu. Điểm số ESG có giá trị trung bình là 49,91. Giá trị nhỏ nhất là 9,38 và giá trị lớn nhất là 90,09. Điểm số của

các giá trị con gồm: Môi trường, xã hội, và quản trị cũng cho thấy sự biến thiên lớn giữa các công ty. Cụ thể, giá trị trung bình của điểm số môi trường là 58,45, của điểm số xã hội là 21,111, và của quản trị là 55,669. Với các biến đo lường mức độ thanh khoản cổ phiếu, trong khi giá trị trung bình của biến “tỷ suất vòng quay cổ phiếu” (TURN) là 4,737, giá trị trung bình của biến “tỷ lệ giữa lợi suất cổ phiếu và quy mô giao dịch” (AMI) là 0,002. Các giá trị này phù hợp với các nghiên cứu trước đây trong các lĩnh vực liên quan (Ho và cộng sự, 2021).

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	809	49,910	50,950	19,936	9,380	90,090
ESGC	809	44,858	42,330	18,300	9,380	89,740
EN	809	58,450	66,170	31,411	9,480	96,970
SO	809	21,111	14,530	20,298	1,350	93,680
GO	809	55,669	60,280	32,495	4,120	98,690
TURN	809	4,737	3,292	5,105	0,062	50,684
AMI	809	0,002	0,000	0,013	0,000	0,314
SIZE	809	15,886	15,879	1,285	12,002	19,794
PROF	809	0,126	0,110	0,095	-0,269	0,870
DEP	809	0,040	0,031	0,034	0,001	0,331
TANG	809	0,374	0,371	0,182	0,036	0,849
RD	809	0,012	0,004	0,024	0,000	0,324
RDDUM	809	0,936	1,000	0,245	0,000	1,000
LEV	809	0,248	0,246	0,152	0,000	0,832

Hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình hồi quy được thể hiện ở Bảng 3. Có thể thấy, ngoài hệ số tương quan giữa chỉ số ESG và các thành phần của chúng bao gồm: Chỉ số môi trường (EN), chỉ số xã hội (SO) và chỉ số quản trị (GO) là khá cao, các hệ số tương quan khác đều ở mức nhỏ hơn 0,6. Điều này hàm ý rằng các mô hình hồi quy thực hiện trong nghiên cứu này không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích.

Bảng 3.

Ma trận tương quan

	ESG	EN	SO	GO	TURN	AMI	SIZE	PROF	DEP	TANG	RD	RDDUM	LEV
ESG	1												
EN	0,820**	1											
SO	0,432**	0,340**	1										
GO	0,880**	0,853**	0,455**	1									
TURN	−0,090	−0,010	−0,221**	−0,096**	1								
AMI	−0,006	−0,053	0,058	−0,010	−0,115**	1							
SIZE	0,404**	0,401**	0,241**	0,363**	−0,023	−0,147**	1						
PROF	0,001	−0,054	0,103**	0,031	−0,201**	−0,026	−0,329**	1					
DEP	0,220**	0,206**	0,208**	0,235**	0,028	0,059	0,099**	0,424**	1				
TANG	0,095**	0,038	0,142**	0,090	−0,098**	−0,026	0,097**	0,160**	0,453**	1			
RD	0,122**	0,111**	−0,043	0,071	0,171**	−0,065	−0,065	0,068	0,169**	−0,151**	1		
RDDUM	0,060	0,161**	−0,118**	0,056	0,158**	−0,053	0,114**	−0,196**	−0,087	−0,010	0,136**	1	
LEV	0,109**	0,142**	0,082	0,079	0,157**	0,033	0,299**	−0,393**	0,073	0,172**	−0,172**	0,024	1

Ghi chú: ** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 5%.

4.2. Kết quả hồi quy

Kết quả hồi quy của mô hình (3) được trình bày ở Bảng 4. Biến phụ thuộc là tỷ suất vòng quay cổ phiếu (TURN) để đo lường tính thanh khoản của cổ phiếu. Kết quả hồi quy cho thấy mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội có tác động nghịch chiều đến tính thanh khoản cổ phiếu công ty ở mức ý nghĩa thống kê 1% thể hiện ở cột 1. Phân tích chi tiết tác động của các chỉ số con bao gồm: Chỉ số môi trường (EN), chỉ số xã hội (SO), và chỉ số quản trị (GO) ở cột 2, 3, và 4 cho thấy tất cả các biến con này đều có ảnh hưởng nghịch chiều và có ý nghĩa thống kê đến tính thanh khoản cổ phiếu công ty. Kết quả này ủng hộ giả thuyết H₁ cho rằng ở các thị trường mới nổi, sự đóng góp cho các hoạt động xã hội hay môi trường thường bị coi là không minh bạch, có thể làm nghiêm trọng hơn tình hình thông tin bất đối xứng, từ đó làm giảm tính thanh khoản cổ phiếu của các công ty hoạt động ở các quốc gia này. Ngoài ra, các biến kiểm soát trong mô hình đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và R² hiệu chỉnh có giá trị khoảng 21% ở cả bốn mô hình trong Bảng 4. Điều này cho thấy sự phù hợp trong việc lựa chọn các biến kiểm soát sử dụng trong mô hình.

Bảng 4.

Kết quả hồi quy chính

	ESG	EN	SO	GO
Biến	(1)	(2)	(3)	(4)
ESG	-2,558*** (-2,741)			
EN		-1,083* (-1,773)		
SO			-1,474*** (-2,590)	
GO				-3,949*** (-4,302)
SIZE	-0,592*** (-3,687)	-0,665*** (-4,210)	-0,618*** (-3,918)	-0,575*** (-3,768)
PROF	-13,067*** (-4,943)	-13,362*** (-5,051)	-13,096*** (-2,646)	-12,154*** (-2,640)
DEP	32,218*** (4,221)	32,319*** (2,721)	32,279*** (4,202)	32,385*** (4,271)
TANG	-2,936*** (-2,610)	-3,081*** (-2,718)	-3,007*** (-2,667)	-2,922*** (-2,620)
RD	27,257*** (3,401)	25,597*** (3,202)	25,684*** (3,218)	26,163*** (3,301)

	ESG	EN	SO	GO
Biến	(1)	(2)	(3)	(4)
RDDUM	2,526*** (3,342)	2,608*** (3,435)	2,535*** (3,348)	2,344*** (3,109)
LEV	5,244*** (3,962)	5,266*** (3,962)	5,087*** (3,841)	5,334*** (4,060)
Hệ số chặn	5,250 (1,558)	5,466 (1,603)	5,120 (1,512)	5,865* (1,771)
Số quan sát	809	809	809	809
R ² hiệu chỉnh	0,208	0,204	0,208	0,219
Tác động cố định công ty	Có	Có	Có	Có
Tác động cố định ngành	Có	Có	Có	Có
Tác động cố định năm	Có	Có	Có	Có

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

Giá trị thống kê t trong ngoặc đơn ().

4.3. Các kiểm định tính vững

Để kiểm tra xem thực sự tăng cường CSR có làm giảm tính thanh khoản cổ phiếu của các công ty hoạt động ở các quốc gia mới nổi, tác giả thực hiện thêm một số phân tích để kiểm định tính vững của kết quả nghiên cứu chính. Đầu tiên, chỉ số Amihud được sử dụng để đo lường tính thanh khoản cổ phiếu thay cho tỷ suất vòng quay cổ phiếu. Kết quả được thể hiện ở cột 1 Bảng 5.

Kết quả kiểm định cho thấy tương tự như kết quả hồi quy chính, chỉ số ESG có mối quan hệ nghịch chiều và có ý nghĩa thống kê với tính thanh khoản cổ phiếu, khẳng định các công ty hoạt động ở các thị trường mới nổi sẽ có thanh khoản cổ phiếu thấp nếu đầu tư nhiều vào CSR. Tiếp theo, tác giả sử dụng chỉ số ESGC thay thế cho chỉ số ESG để đo lường mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội của công ty. Kết quả kiểm định này được thể hiện ở cột 2 và cột 3 của Bảng 5. Có thể thấy rằng, dù đo lường tính thanh khoản cổ phiếu bằng tỷ suất vòng quay cổ phiếu (cột 2) hay chỉ số Amihud (cột 3), tác động của mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội của công ty lên tính thanh khoản cổ phiếu luôn nghịch chiều và có ý nghĩa thống kê. Điều này một lần nữa khẳng định tính vững của kết quả kiểm định chính¹.

¹ Ở mô hình (1) và mô hình (3) trong Bảng 5 cho thấy mối quan hệ dương của biến quy mô doanh nghiệp (SIZE) và tính thanh khoản cổ phiếu, đồng nhất với kết quả của Lipson và Mortal (2007) chỉ ra rằng các doanh nghiệp lớn hơn có thông tin bất đối xứng thấp hơn nên tính thanh khoản cổ phiếu cao hơn. Tuy nhiên, ở mô hình (2) của Bảng 5 cho thấy mối quan hệ âm giữa quy mô doanh nghiệp và tính thanh khoản cổ phiếu. Điều này có thể giải thích là ở các nước đang phát triển, do môi trường thể chế yếu và khả năng bảo vệ nhà đầu tư thấp hơn, mối quan hệ này có thể bị thay đổi (Huang và cộng sự, 2020). Do đó, cần có một nghiên cứu sâu hơn để đánh giá chính xác hơn mối quan hệ giữa quy mô doanh nghiệp và tính thanh khoản cổ phiếu, đặc biệt ở các thị trường mới nổi.

Bảng 5.

Kết quả kiểm định tính vững

Biến	CSR = ESG	CSR = ESGC	
	AMI (1)	TURN (2)	AMI (3)
ESG	−0,005** (−2,001)	−2,638*** (−2,836)	−0,004* (−1,727)
SIZE	0,003*** (5,781)	−0,687*** (−4,613)	0,002*** (5,661)
PROF	0,021*** (2,923)	−13,318*** (−5,054)	0,021*** (2,837)
DEP	−0,079*** (−3,777)	31,065*** (4,081)	−0,082*** (−3,901)
TANG	0,008** (2,431)	−2,807** (−2,491)	0,008** (2,502)
RD	0,050** (2,271)	26,593*** (3,331)	0,048** (2,192)
RDDUM	0,003 (1,539)	2,507*** (3,316)	0,003 (1,528)
LEV	−0,002 (−0,561)	5,353*** (4,041)	−0,002 (−0,518)
Hệ số chặn	−0,067*** (−7,214)	6,664** (2,001)	−0,064*** (−7,001)
Số quan sát	809	809	809
R ² hiệu chỉnh	0,111	0,209	0,110
Tác động cố định công ty	Có	Có	Có
Tác động cố định ngành	Có	Có	Có
Tác động cố định năm	Có	Có	Có

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

Giá trị thống kê t trong ngoặc đơn ().

Ngoài ra, mối quan hệ nhân quả giữa hoạt động CSR và tính thanh khoản của cổ phiếu có thể tồn tại các vấn đề nội sinh tiềm ẩn. Chẳng hạn, các công ty có tính thanh khoản cao hơn có thể có nhiều nguồn lực hơn để phân bổ cho các hoạt động CSR, và ngược lại, các hoạt động CSR có thể ảnh hưởng

đến tính thanh khoản của cổ phiếu. Nghiên cứu giải quyết vấn đề nội sinh này bằng cách sử dụng phương pháp biến công cụ. Cụ thể, nghiên cứu sử dụng giá trị trung bình của ESG và các biến con cho từng nhóm ngành ở một quốc gia cụ thể, loại trừ giá trị ESG và các biến con của công ty đó là biến công cụ. Hàm ý rằng đặc điểm đầu tư CSR của các công ty khác trong cùng một ngành và cùng một quốc gia sẽ ảnh hưởng đến quyết định đầu tư CSR của công ty nhưng không ảnh hưởng đến tính thanh khoản cổ phiếu của công ty đó (Ioannou và Serafeim, 2012). Kết quả được thể hiện ở Bảng 6 như bên dưới. Cụ thể, các mô hình (1), (3), (5), (7) cho thấy hệ số của các biến công cụ có ý nghĩa dương ở mức 1%, hàm ý rằng các công ty hoạt động trong các ngành công nghiệp ở các quốc gia có đầu tư CSR cao sẽ đầu tư các hoạt động CSR nhiều hơn. Ở các mô hình (2), (4), (6), (8), kết quả cho thấy mối quan hệ nghịch có ý nghĩa thống kê giữa đầu tư CSR và tính thanh khoản cổ phiếu công ty, khẳng định tính vững của kết quả nghiên cứu chính.

Bảng 6.

Giải quyết hiện tượng nội sinh sử dụng phương pháp biến công cụ

	ESG	TURN	EN	TURN	SOC	TURN	CGV	TURN
Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ESG		-2,863** (1,340)						
EN				-2,154** (1,013)				
SO						-1,842** (0,863)		
GO								-7,781** (3,658)
SIZE	0,029*** (0,004)	-0,571*** (0,171)	0,042*** (0,007)	-0,564*** (0,174)	0,039*** (0,008)	-0,581*** (0,169)	0,034*** (0,006)	-0,387* (0,230)
PROF	0,110 (0,074)	-13,007*** (2,603)	0,079 (0,125)	-13,153*** (2,609)	0,188 (0,127)	— (2,606)	0,327*** (0,099)	— (2,914)
DEP	-0,246 (0,216)	32,407*** (7,523)	0,403 (0,364)	33,978*** (7,675)	-0,229 (0,370)	32,689*** (7,544)	0,124 (0,289)	34,078*** (7,680)
TANG	-0,038 (0,031)	-2,939*** (1,104)	-0,191*** (0,053)	-3,244*** (1,120)	-0,108** (0,054)	-3,029*** (1,106)	-0,012 (0,042)	-2,928*** (1,109)
RD	0,726*** (0,223)	27,523*** (7,917)	0,331 (0,377)	26,157*** (7,885)	0,219 (0,383)	25,847*** (7,845)	0,234 (0,300)	27,263*** (7,932)
RDDUM	-0,090*** (0,021)	2,527*** (0,743)	-0,041 (0,036)	2,696*** (0,751)	-0,133*** (0,037)	2,539*** (0,743)	-0,078*** (0,029)	2,174*** (0,763)

	ESG	TURN	EN	TURN	SOC	TURN	CGV	TURN
Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
LEV	0,051 (0,037)	5,252*** (1,300)	0,113* (0,063)	5,349*** (1,308)	-0,023 (0,064)	5,064*** (1,301)	0,048 (0,050)	5,482*** (1,312)
Biến công cụ	0,836*** (0,032)		1,111*** (0,054)		1,299*** (0,055)		0,307*** (0,043)	
Hệ số chặn	-0,255*** (0,094)	5,065 (3,365)	-0,763*** (0,159)	4,153 (3,509)	-0,594*** (0,161)	4,702 (3,412)	-0,107 (0,126)	4,964 (3,390)
Số quan sát	809	809	809	809	809	809	809	809
R ² hiệu chỉnh	0,594	0,208	0,534	0,201	0,550	0,207	0,294	0,202
Tác động cố định công ty	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có
Tác động cố định ngành	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có
Tác động cố định năm	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có

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

Sai số chuẩn trong ngoặc đơn ().

4.4. Vai trò của hoạt động kiểm toán được thực hiện bởi các công ty Big5

Để kiểm định giả thuyết H₂, tác giả thêm vào mô hình chính (3) biến Big5 và biến tương tác giữa chỉ số ESG và Big5. Kết quả kiểm định được trình bày ở Bảng 7.

Bảng 7.

Tác động của chất lượng công ty kiểm toán

	ESG	EN	SO	GO
Biến	(1)	(2)	(3)	(4)
ESG	-12,254*** (-4,870)			
ESG x BIG5	11,151*** (4,150)			
EN		-4,274*** (-2,880)		
EN x BIG5		3,689** (2,330)		

	ESG	EN	SO	GO
Biến	(1)	(2)	(3)	(4)
SO			−6,037*** (−3,861)	
SO x BIG5			5,180*** (3,122)	
CG				−8,392*** (−3,772)
CG x BIG5				4,514* (1,911)
BIG5	−5,420*** (−4,284)	−2,541*** (−2,654)	−2,791*** (−3,185)	−1,676*** (−2,417)
SIZE	−0,672*** (−4,182)	−0,702*** (−4,387)	−0,652*** (−4,124)	−0,560*** (−3,651)
PROF	−12,502*** (−4,783)	−13,289*** (−5,052)	−12,768*** (−4,863)	−11,879*** (−4,531)
DEP	33,620*** (4,423)	33,752*** (4,374)	33,350*** (4,351)	34,674*** (4,561)
TANG	−3,142*** (−2,813)	−3,070*** (−2,710)	−3,131*** (−2,784)	−2,701** (−2,431)
RD	21,830*** (2,612)	21,850*** (2,602)	21,306** (2,552)	20,755** (2,501)
RDDUM	2,711*** (3,581)	2,906*** (3,770)	2,815*** (3,690)	2,541*** (3,361)
LEV	5,645*** (4,251)	5,364*** (4,002)	5,289*** (3,974)	5,300*** (4,013)
Hệ số chặn	10,567*** (2,970)	7,674** (2,182)	7,536** (2,191)	7,271** (2,162)
Số quan sát	800	800	800	800
R ² hiệu chỉnh	0,224	0,208	0,216	0,226
Tác động cố định công ty	Có	Có	Có	Có
Tác động cố định ngành	Có	Có	Có	Có

	ESG	EN	SO	GO
Biến	(1)	(2)	(3)	(4)
Tác động cố định năm	Có	Có	Có	Có

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%; Giá trị thống kê t trong ngoặc đơn ().

Kết quả phân tích cho thấy, tương tự như kết quả chính, hệ số của chỉ số ESG và tất cả các chỉ số con gồm: Chỉ số môi trường (EN), chỉ số xã hội (SO), và chỉ số quản trị (CG) là âm và có ý nghĩa thống kê. Đặc biệt, hệ số của các biến tương tác bao gồm: ESG x BIG5, EN x BIG5, SO x BIG5, và CG x BIG5 đều dương và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này ủng hộ giả thuyết H₂ cho rằng nếu các công ty ở các quốc gia mới nổi được kiểm toán bởi các công ty kiểm toán nằm trong nhóm Big5, mối quan hệ tiêu cực giữa mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội và tính thanh khoản cổ phiếu sẽ bị suy giảm.

4.5. Vai trò của môi trường thể chế

Cuối cùng, để kiểm định giả thuyết H₃, tương tự như trên, tác giả thêm vào mô hình chính (3) các biến môi trường thể chế, bao gồm: Tiêu chuẩn trách nhiệm pháp lý (EL), chỉ số đo lường sự can thiệp thực chất và theo thủ tục (FO), và quy trình phá sản (BR), và biến tương tác giữa chỉ số ESG và các biến môi trường thể chế này, bao gồm: ESG x EL, ESG x FO, và ESG x BR. Bảng 8 trình bày kết quả kiểm định.

Bảng 8.

Tác động của môi trường thể chế quốc gia

	EL	FO	BR
Biến	(1)	(2)	(3)
ESG	-11,440*** (-3,141)	-17,826** (-2,462)	-8,365*** (-3,843)
ESG x EL	16,647*** (2,861)		
EL	-4,925 (-1,643)		
ESG x FO		4,528** (2,101)	
FO		-2,708** (-2,581)	
ESG x BR			6,634*** (2,854)
BR			-2,552**

Biến	EL (1)	FO (2)	BR (3)
			(-2,174)
SIZE	-0,564*** (-3,142)	-0,614*** (-3,833)	-0,518*** (-3,162)
PROF	-13,920*** (-5,591)	-12,738*** (-4,833)	-13,124*** (-4,991)
DEP	33,143*** (4,751)	33,037*** (4,330)	30,918*** (4,060)
TANG	-0,726 (-0,624)	-3,099*** (-2,723)	-2,298** (-2,020)
RD	21,517*** (2,834)	26,693*** (3,331)	28,407*** (3,561)
RDDUM	2,105*** (2,852)	2,753*** (3,581)	2,229*** (2,920)
LEV	6,571*** (5,112)	5,517*** (4,151)	5,117*** (3,881)
Hệ số chặn	7,188* (1,843)	14,244*** (2,881)	6,972** (2,041)
Số quan sát	689	809	809
R ² hiệu chỉnh	0,269	0,216	0,218
Tác động cố định công ty	Có	Có	Có
Tác động cố định ngành	Có	Có	Có
Tác động cố định năm	Có	Có	Có

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

Giá trị thống kê t trong ngoặc đơn ().

Có thể thấy, ủng hộ giả thuyết H₃, hệ số của các biến tương tác là dương và đều có ý nghĩa thống kê ở mức ít nhất là 5%. Điều này hàm ý rằng, để giúp doanh nghiệp cải thiện tình trạng thông tin bất đối xứng dẫn đến giảm tính thanh khoản cổ phiếu, các quốc gia mới nổi nên nghiên cứu để cải thiện môi trường thể chế, giúp nhà đầu tư được bảo vệ tốt hơn.

5. Kết luận

Nghiên cứu này kiểm định mối quan hệ giữa việc thực hiện trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (CSR) với tính thanh khoản cổ phiếu. Chỉ số ESG tổng quát và ESGC cũng như các chỉ số con bao gồm: Môi trường, xã hội, và quản trị được sử dụng để đo lường trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp. Tỷ suất vòng quay cổ phiếu và chỉ số Amihud được sử dụng làm thước đo cho tính thanh khoản cổ phiếu công ty. Để kiểm định các giả thuyết được đưa ra, tác giả sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng có kiểm soát tác động cố định của công ty, ngành và năm thực hiện trên bộ dữ liệu bao gồm 159 công ty từ các thị trường mới nổi trong giai đoạn 2002–2016.

Kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội có quan hệ nghịch chiều với tính thanh khoản cổ phiếu công ty hoạt động ở các quốc gia mới nổi. Quan hệ nghịch chiều này đến từ cả ba khía cạnh của chỉ số ESG bao gồm: Chỉ số môi trường, xã hội, và quản trị. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng nếu được kiểm toán bởi các đơn vị kiểm toán lớn và môi trường thể chế được cải thiện, mối quan hệ nghịch giữa mức độ thực hiện trách nhiệm xã hội và tính thanh khoản cổ phiếu công ty sẽ bị suy yếu.

Kết quả nghiên cứu cung cấp một số hàm ý chính sách cho doanh nghiệp, các nhà đầu tư, và nhà hoạch định chính sách. Cụ thể, do môi trường thể chế cũng như kỳ vọng của nhà đầu tư ở các thị trường khác nhau là khác nhau, các doanh nghiệp hoạt động ở các thị trường mới nổi nên xem xét kỹ các ưu và nhược điểm trước khi quyết định đầu tư vào các hoạt động trách nhiệm xã hội. Các nhà quản trị công ty cũng nên xem xét việc thực hiện kiểm toán bởi các công ty kiểm toán hàng đầu, có uy tín lớn nhằm góp phần làm giảm tình trạng thông tin bất đối xứng, từ đó làm tăng tính thanh khoản cổ phiếu công ty trên thị trường. Thêm nữa, các nhà đầu tư nên tìm hiểu kỹ hơn về các công ty thực hiện nhiều các hoạt động trách nhiệm xã hội vì những hoạt động này có thể nhằm phục vụ cho lợi ích cá nhân của người điều hành công ty hơn là cho cổ đông và các nhà đầu tư. Các nhà hoạch định chính sách ở các quốc gia mới nổi cũng nên tìm cách cải thiện môi trường thể chế để thúc đẩy sự hoạt động minh bạch và tăng cường hiệu quả của các công ty hoạt động ở đây.

Tài liệu tham khảo

- Andersen, M. L., & Dejoy, J. S. (2011). Corporate social and financial performance: The role of size, industry, risk, R&D and advertising expenses as control variables. *Business and Society Review*, 116(2), 237–256.
- Balakrishnan, K., Billings, M. B., Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2014). Shaping liquidity: On the causal effects of voluntary disclosure. *Journal of Finance*, 69(5), 2237–2278.
- Boubakri, N., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Wang, H. H. (2019). Is privatization a socially responsible reform?. *Journal of Corporate Finance*, 56, 129–151.
- Branco, M. C., & Rodrigues, L. L. (2006). Corporate social responsibility and resource-based perspectives. *Journal of Business Ethics*, 69, 111–132.
- Cespa, G., & Cestone, G. (2007). Corporate social responsibility and managerial entrenchment. *Journal of Economics & Management Strategy*, 16(3), 741–771.

- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23.
- Chih, H.-L., Shen, C.-H., & Kang, F.-C. (2008). Corporate social responsibility, investor protection, and earnings management: Some international evidence. *Journal of Business Ethics*, 79, 179–198.
- Cuervo-Cazurra, A. (2012). Extending theory by analyzing developing country multinational companies: Solving the Goldilocks debate. *Global Strategy Journal*, 2(3), 153–167.
- Cui, J., Jo, H., & Li, Y. (2015). Corporate social responsibility and insider trading. *Journal of Business Ethics*, 130(4), 869–887.
- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 183–199.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1–36.
- Dhaliwal, D., Heitzman, S., & Li, O. Z. (2006). Taxes, leverage, and the cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, 44(4), 691–723.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59–100.
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315–334.
- Fiaschi, D., Giuliani, E., & Nieri, F. (2017). Overcoming the liability of origin by doing no-harm: Emerging country firms’ social irresponsibility as they go global. *Journal of World Business*, 52(4), 546–563.
- Font, X., & Lynes, J. (2018). Corporate social responsibility in tourism and hospitality. *Journal of Sustainable Tourism*, 26(7), 1027–1042.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, 13, 32–33.
- Ho, L., Lu, Y., & Bai, M. (2021). Liquidity and speed of leverage adjustment. *Australian Journal of Management*, 46(1), 76–109.
- Huang, T., Wu, F., Yu, J., & Zhang, B. (2020). Investor protection and the value impact of stock liquidity. *Journal of International Business Studies*, 51, 72–94.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions. *Journal of International Business Studies*, 43, 834–864.
- Jensen, M. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235–256.
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility?. *The Accounting Review*, 87(3), 761–796.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- Lipson, M. L., & Mortal, S. (2007). Liquidity and firm characteristics: Evidence from mergers and acquisitions. *Journal of Financial Markets*, 10(4), 342–361.
- Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52, 400–407.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Reyes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403–411.
- Öztekin, Ö., & Flannery, M. J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 88–112.
- Park, S., Song, S., & Lee, S. (2017). Corporate social responsibility and systematic risk of restaurant firms: The moderating role of geographical diversification. *Tourism Management*, 59, 610–620.
- Wood, D. J. (2010). Measuring corporate social performance: A review. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 50–84.
- Zhang, J. Q., Zhu, H., & Ding, H. B. (2013). Board composition and corporate social responsibility: An empirical investigation in the post Sarbanes-Oxley era. *Journal of Business Ethics*, 114(3), 381–392.