

---

# TÁC ĐỘNG CỦA CÁC TIÊU CHUẨN BỀN VỮNG (ESG) ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM: BẰNG CHỨNG TỪ PHƯƠNG PHÁP HỒI QUY DỮ LIỆU BẢNG

**Lê Huy Huân\***

Đại học Kinh tế Quốc dân  
Email: huanlh@neu.edu.vn

**Lê Hoàng Ngân**

Đại học Kinh tế Quốc dân  
Email: nganhoangdeutschland@gmail.com

**Nguyễn Anh Tùng**

Đại học Kinh tế Quốc dân  
Email: anhtung1912004@gmail.com

**Trần Hương Lam**

Đại học Kinh tế Quốc dân  
Email: hlam7104@gmail.com

**Trần Yên Trang**

Đại học Kinh tế Quốc dân  
Email: yentrang7adt@gmail.com

Mã bài báo: JED-2096

Ngày nhận: 21/11/2024

Ngày nhận bản sửa: 03/03/2025

Ngày duyệt đăng: 20/03/2025

DOI: 10.33301/JED.VI.2096

## **Tóm tắt:**

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm mục đích đánh giá tác động của việc tuân thủ các tiêu chuẩn Môi trường, Xã hội, Quản trị (ESG) đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ các doanh nghiệp niêm yết phi tài chính tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2012-2022. Để xem xét tác động này, nghiên cứu áp dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng với các phương pháp ước lượng chính bao gồm hồi quy bình phương tối thiểu gộp (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát (GLS), phương pháp hồi quy tối thiểu 2 giai đoạn (2SLS) và phương pháp tổng quát thời điểm (GMM) cũng được sử dụng cho các phân tích. Kết quả của nghiên cứu chỉ ra mối quan hệ có ý nghĩa và tích cực giữa việc tuân thủ cam kết ESG đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp. Từ đó, nghiên cứu đề xuất một số kiến nghị nhằm thúc đẩy thực hành ESG tại các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán.

**Từ khóa:** Cam kết Môi trường - Xã hội - Quản trị (ESG), hiệu quả tài chính, doanh nghiệp niêm yết.

**Mã JEL:** G32, G34, M14, C23.

## **The impact of environmental, social, and governance standards on the financial performance of Vietnamese listed firms: Evidence from panel data regression**

### **Abstract:**

This research aims to assess the impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) commitment compliance on the financial performance of Vietnamese listed firms. Data were collected from non-financial listed companies on the Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) and Hanoi Stock Exchange (HNX) from 2012-2022. To examine this impact, the study applies panel data regression with main estimation methods including pooled ordinary least squares regression (Pooled OLS), fixed effects model (FEM), and random effects model (REM). Generalized least squares (GLS), 2-stage least squares (2SLS) and generalized method of moments (GMM) are also employed for the analysis. The results reveal a significant positive relationship between ESG standards compliance and the financial performance. Based on the findings, the study proposes several recommendations to promote ESG practices among listed companies in Vietnam's stock market.

**Keywords:** Environmental, social, and governance commitments; financial performance; listed companies.

**JEL Codes:** G32, G34, M14, C23.

---

## 1. Giới thiệu

Cam kết về Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG) ngày càng trở thành tiêu chuẩn đánh giá sự bền vững và hiệu quả của doanh nghiệp. Áp dụng và thực hiện có hiệu quả ESG tạo điều kiện thuận lợi cho sự chuyển đổi từ mục tiêu duy nhất là tối đa hóa lợi nhuận sang việc đa dạng hóa mục tiêu, bao gồm bảo vệ môi trường và xã hội, nhằm đạt được sự phát triển bền vững của doanh nghiệp (Shalhoob & Hussainey, 2023). Tuy nhiên, kết quả tổng quan nghiên cứu về mối quan hệ giữa ESG và hiệu quả tài chính vẫn chưa thống nhất. Trong khi các nghiên cứu của Velte (2017), Aboud & Diab (2018), Olsen & cộng sự (2021), Lin & cộng sự (2023) đã chỉ ra rằng việc tuân thủ các nguyên tắc ESG không chỉ giúp doanh nghiệp nâng cao uy tín mà còn góp phần cải thiện hiệu quả tài chính, thì các nghiên cứu của Nollet & cộng sự (2016), Duque-Grisales & Aguilera-Caracue (2021), Folger-Laronde & cộng sự (2022) lại tìm thấy mối quan hệ âm. Một số trường hợp lại cho thấy tác động hỗn hợp hoặc không tồn tại mối quan hệ (Han & cộng sự, 2016; Giannopoulos & cộng sự, 2022; Mahmut & cộng sự, 2022). Sự khác biệt này có thể do nhiều yếu tố, bao gồm phương pháp luận, mẫu số liệu và đặc điểm của từng quốc gia và lĩnh vực.

Với sự phát triển nhanh chóng của thị trường chứng khoán cùng mối quan tâm ngày càng tăng đối với các vấn đề bền vững, Việt Nam trở thành một bối cảnh phù hợp để nghiên cứu sâu về mối quan hệ giữa ESG và hiệu quả tài chính. Nghiên cứu này hướng tới việc đóng góp vào các thảo luận hiện tại bằng cách phân tích tác động của ESG đối với các chỉ tiêu tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2012-2022. Đây là giai đoạn ghi nhận nhiều thay đổi quan trọng về quy định ESG, đồng thời phản ánh sự thích nghi của doanh nghiệp trước những biến động trong môi trường kinh doanh trong nước và toàn cầu. Nghiên cứu đặt ra câu hỏi chính: Liệu việc tuân thủ các nguyên tắc ESG có mang lại lợi ích tài chính rõ rệt cho các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam hay không? Kết quả nghiên cứu không chỉ làm sáng tỏ các khía cạnh lý thuyết mà còn cung cấp cơ sở thực tiễn cho nhà đầu tư, doanh nghiệp, cơ quan quản lý trong việc định hướng và đưa ra các quyết định liên quan đến ESG.

Các phần còn lại của bài nghiên cứu được cấu trúc như sau: Phần 2 thực hiện tổng quan các nghiên cứu trước đây và phát triển các giả thuyết. Phần 3 mô tả dữ liệu, các biến, mô hình và phương pháp nghiên cứu. Phần 4 trình bày và phân tích các kết quả. Phần 5 đưa ra các kết luận và đề xuất hướng nghiên cứu tiếp theo.

## 2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

Tuân thủ tiêu chuẩn ESG là mức độ doanh nghiệp thực hiện các cam kết liên quan đến ba khía cạnh chính: Môi trường (E), Xã hội (S) và Quản trị (G). Theo Global Reporting Initiative (2024), việc tuân thủ bao gồm: (i) Giảm thiểu tác động môi trường qua quản lý khí thải, năng lượng tái tạo và bảo vệ tài nguyên; (ii) Đảm bảo quyền lợi lao động, bình đẳng giới, phát triển cộng đồng và tôn trọng nhân quyền; (iii) Minh bạch trong quản trị, trách nhiệm giải trình và chống tham nhũng. Dưới đây là tổng quan các nghiên cứu và phát triển giả thuyết.

### 2.1. Các nghiên cứu về tác động tích cực của ESG đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp

Một số nghiên cứu đã chỉ ra mối liên hệ tích cực giữa tuân thủ tiêu chuẩn ESG và hiệu quả tài chính. Velte (2017) khảo sát 412 doanh nghiệp ở Đức (2010-2014) và phát hiện việc thực hiện ESG có tác động tích cực đến giá trị công ty (Tobin's Q) và khả năng sinh lời (ROA), với khía cạnh Quản trị (G) ảnh hưởng đặc biệt. Nghiên cứu của Aboud & Diab (2018) với mẫu 30 doanh nghiệp hàng đầu ở Ai Cập (2007-2016) cũng cho thấy tuân thủ ESG ảnh hưởng tích cực đến Tobin's Q và ROA. Tương tự, Bhaskaran & cộng sự (2020) khảo sát 4887 doanh nghiệp (2014-2018) và chỉ ra rằng các công ty có hiệu suất cao về ESG có xu hướng tạo ra hiệu quả tài chính cao hơn, đặc biệt về giá trị công ty (Tobin's Q) và hiệu quả hoạt động (ROE, ROA).

Nghiên cứu của Samy El-Deeb & cộng sự (2023) điều tra các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Ai Cập (EGX 100) với mẫu 46 doanh nghiệp và 230 quan sát trong giai đoạn 2017-2021. Kết quả chỉ ra rằng các doanh nghiệp có hiệu suất ESG cao hơn có khả năng có giá trị doanh nghiệp (FV) cao hơn so với các công ty có hiệu suất ESG thấp. Điều này được giải thích bởi sự quan tâm ngày càng tăng của nhà đầu tư đối với ESG khi ra quyết định đầu tư. Hệ số hồi quy cũng cho thấy các công ty có hiệu suất ESG cao hơn có xu hướng có giá trị công ty cao hơn. Một nghiên cứu khác của Lin & cộng sự (2023) với 47 doanh nghiệp từ 12 ngành, sử dụng dữ liệu từ Ủy ban Điều tiết Chứng khoán Trung Quốc (CSRC) trong giai đoạn quý 1/2018 đến quý 4/2020, cũng xác nhận mối quan hệ tích cực giữa ESG và hiệu quả tài chính.

### 2.2. Các nghiên cứu về tác động tiêu cực của ESG đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp

Nollet & cộng sự (2016) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa hiệu quả tài chính và các cam kết trách nhiệm xã hội của các công ty S&P 500 từ 2007 đến 2011. Kết quả hồi quy chỉ ra bằng chứng rằng trong giai đoạn nghiên cứu, việc thực hiện ESG có tác động tiêu cực trên cả mô hình tuyến tính và phi tuyến tính. Garcia & Orsato (2020) tìm thấy mối quan hệ tiêu cực giữa điểm ESG và hiệu quả tài chính khi nghiên cứu 2165 công ty từ các quốc gia có nền kinh tế mới nổi giai đoạn 2007-2014. Lý giải cho điều này, các tác giả cho rằng thị trường là ngắn hạn và các hoạt động liên quan đến tuân thủ ESG sẽ làm tăng chi phí của doanh nghiệp khiến các nhà đầu tư phản ứng tiêu cực. Ngoài ra, do vẫn nhận thức thấp về các khía cạnh của ESG nên việc tuân thủ theo các tiêu chí không ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Duque-Grisales & Aguilera-Caracue (2021) phân tích số liệu của 104 công ty đa quốc gia tại Mỹ Latinh từ năm 2011 đến 2015. Các kết quả cũng cho thấy mối quan hệ tiêu cực giữa điểm ESG và hiệu quả tài chính công ty. Nghiên cứu của Folger-Laronde & cộng sự (2022) sử dụng phân tích phương sai (ANOVA) và kiểm định Tukey để phân tích mối liên hệ giữa xếp hạng ESG và giá trị thị trường doanh nghiệp của ETF (Exchange Traded Fund - Quỹ giao dịch trao đổi) trong thời kỳ Covid-19 ở Canada. Nghiên cứu cho rằng hiệu suất ESG cao trong ETF không đảm bảo hiệu quả tài chính doanh nghiệp trong thời kỳ thị trường suy thoái nặng nề. Ngoài ra, chi phí để tuân theo các tiêu chuẩn ESG còn làm giảm giá trị thị trường (Tobin's Q).

### 2.3. Các nghiên cứu chỉ ra tác động hỗn hợp hoặc không có mối liên hệ giữa ESG và hiệu quả tài chính doanh nghiệp

Nghiên cứu của Cormier & Magnan (2006) chỉ ra hai kết quả trái ngược về tác động của ESG đối với hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Tại Đức, ESG có mối quan hệ tích cực với giá trị thị trường, trong khi ở Pháp và Canada, nó không có ảnh hưởng đáng kể. Nghiên cứu của Han & cộng sự (2016) phân tích dữ liệu các doanh nghiệp niêm yết tại Hàn Quốc (2008-2014) đã phát hiện mối quan hệ tiêu cực giữa hiệu quả tài chính và yếu tố môi trường (E), trong khi yếu tố quản trị (G) lại có tác động tích cực. Tuy nhiên, không có bằng chứng thống kê về mối liên hệ giữa trách nhiệm xã hội (S) và hiệu quả tài chính.

Nghiên cứu của Giannopoulos & cộng sự (2022) cho thấy một mối quan hệ tích cực giữa ESG và giá trị thị trường (Tobin's Q), nhưng lại phát hiện mối quan hệ tiêu cực với khả năng sinh lời (ROA) trong các công ty niêm yết tại Na Uy (2010-2019). Tương tự, nghiên cứu của Mahmut & cộng sự (2022) khảo sát 1720 doanh nghiệp (2013-2021) kết luận ESG có mối quan hệ tích cực với giá trị thị trường, trừ chỉ số môi trường (E). Nhóm tác giả cho rằng yếu tố môi trường đòi hỏi thời gian dài hơn để tạo ra tác động rõ rệt đối với doanh nghiệp so với các yếu tố xã hội và quản trị.

### 2.4. Giả thuyết nghiên cứu

Hầu hết các nghiên cứu trước đây đều cho thấy ESG tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác lại ghi nhận tác động tiêu cực, hỗn hợp hoặc không tìm thấy mối tương quan. Điều này trở thành cơ sở cho việc xây dựng giả thuyết trong nghiên cứu này. Cùng với đó, các chỉ tiêu đo lường hiệu quả tài chính được đề cập trong các nghiên cứu nêu trên được chia làm 2 loại: hệ số giá trị kế toán và hệ số giá trị thị trường, tương ứng và lần lượt là Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản ROA (Perkins & Wilson, 2010; Baid & Jayaraman, 2022; Perdana & cộng sự, 2023) và Giá trị thị trường FV (Firm value) (Velte, 2017; Naeem & cộng sự, 2022). Trong đó, hệ số giá trị kế toán được gọi là hệ số về lợi nhuận, còn hệ số giá trị thị trường gọi là hệ số về tăng trưởng tài sản. Vì vậy, nghiên cứu đề xuất các giả thuyết:

$H_1$ : Tuân thủ cam kết ESG ảnh hưởng tích cực (tiêu cực) đến giá trị kế toán.

$H_2$ : Tuân thủ cam kết ESG ảnh hưởng tích cực (tiêu cực) đến giá trị thị trường.

## 3. Phương pháp nghiên cứu

### 3.1. Mô hình nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, để kiểm tra giả thuyết nêu trên về mối quan hệ giữa tuân thủ cam kết ESG đối với hiệu quả tài chính doanh nghiệp, tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu như sau:

Mô hình 1:  $ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GRW_{i,t} + u_{i,t}$

Mô hình 2:  $FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GRW_{i,t} + u_{i,t}$

Tổng quan các nghiên cứu đã chỉ ra rằng việc thực hiện ESG không chỉ nâng cao uy tín mà còn tạo nền tảng cho doanh nghiệp đạt được hiệu quả tài chính tốt hơn trong tương lai (Velte, 2017; Samy El-Deeb & cộng sự, 2023; Lin & cộng sự, 2023). Nhằm làm rõ hơn vai trò của ESG đối với hiệu quả tài chính doanh

nghiệp, nghiên cứu đưa thêm biến ESG với độ trễ (t-1) vào mô hình để kiểm tra xem các cam kết ESG trong quá khứ có ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính hiện tại hay không. Lựa chọn độ trễ (t-1) thay vì các độ trễ dài hơn (t-2, t-3) được dựa trên hai lý do chính: (1) Độ trễ (t-1) phản ánh kịp thời tác động của các hoạt động ESG mà doanh nghiệp đã thực hiện trong năm trước đến kết quả tài chính ở hiện tại; (2) Mẫu nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng với số lượng doanh nghiệp hạn chế và thời gian nghiên cứu dài, do đó việc đưa thêm nhiều độ trễ hơn có thể làm giảm số lượng quan sát, từ đó ảnh hưởng đến độ tin cậy của kiểm định. Các mô hình hồi quy (1) và (2) đã được điều chỉnh với việc bổ sung biến ESG ở độ trễ (t-1) và có dạng như sau:

$$\text{Mô hình 3: } ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GRW_{i,t} + u_{i,t}$$

$$\text{Mô hình 4: } FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GRW_{i,t} + u_{i,t}$$

Trong nghiên cứu này, các biến số kiểm soát  $SIZE_{i,t}$ ;  $LEV_{i,t}$ ;  $GRW_{i,t}$  được lựa chọn dựa trên cơ sở lý thuyết và thực tiễn để đảm bảo mô hình phản ánh chính xác mối quan hệ giữa việc tuân thủ tiêu chuẩn ESG và hiệu quả tài chính:

$SIZE_{i,t}$ : Quy mô doanh nghiệp ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính và khả năng thực hiện ESG, với doanh nghiệp lớn thường có nhiều nguồn lực hơn để thực hiện các hoạt động ESG (Mohammed & cộng sự, 2016; Aboub & Diab, 2018).

$LEV_{i,t}$ : Tỷ lệ đòn bẩy phản ánh mức độ rủi ro tài chính, từ đó ảnh hưởng đến việc thực hiện các cam kết ESG (Mohammed & cộng sự, 2016; Aboub & Diab, 2018; Đỗ Thị Mộng Thường & cộng sự, 2023).

$GRW_{i,t}$ : Tăng trưởng doanh thu thể hiện tiềm năng phát triển, qua đó tác động đến mức độ đầu tư vào ESG (Saleh & cộng sự, 2011).

Cụ thể cách đo lường các biến nghiên cứu được trình bày theo Bảng 1.

**Bảng 1: Đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu**

Biến	Ký hiệu	Đo lường	Nguồn
Tỷ suất lợi nhuận ròng trên tổng tài sản	ROA	$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Tổng tài sản}}$	Perkins & Wilson (2010), Baid & Jayaraman (2022), Perdana & cộng sự (2023)
Giá trị thị trường	FV	$FV = \frac{\text{Giá trị thị trường VCSH} + \text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$ <i>Trong đó: Giá trị thị trường VCSH = giá cổ phiếu x số lượng cổ phiếu đang lưu hành</i>	Velte (2017), Naeem & cộng sự (2022)
Môi trường, Xã hội, Quản trị	ESG	Điểm số ESG cho từng doanh nghiệp theo từng năm được tính theo công thức: $ESG_j = \sum X_{ij}$ <i>Trong đó: ESG<sub>j</sub>: Điểm hệ số ESG của DN thứ j; X<sub>ij</sub> bằng 0 nếu mục thông tin thứ i không được công bố ở DN j; bằng 1 nếu mục thông tin thứ i chỉ được công bố ở DN j một cách chung chung, không cụ thể; bằng 2 nếu mục thông tin thứ i được công bố và định lượng được ở DN j.</i>	Esteban-Sanchez & cộng sự (2017), Harkin & cộng sự (2020)
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Ln(doanh thu)	Mohammed & cộng sự (2016), Aboub & Diab (2018)
Đòn bẩy tài chính	LEV	Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn	Mohammed & cộng sự (2016), Aboub & Diab (2018)
Tăng trưởng doanh thu	GRW	$GRW = \frac{\text{Doanh thu năm}(t) - \text{Doanh thu năm}(t-1)}{\text{Doanh thu năm}(t-1)}$	Saleh & cộng sự (2011)

*Nguồn: Tổng hợp tài liệu của nhóm tác giả.*

### 3.2. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

#### 3.2.1. Dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng từ 30 doanh nghiệp niêm yết phi tài chính trên sàn HOSE và HNX trong giai đoạn 2012-2022. Đây là giai đoạn các doanh nghiệp bắt đầu chú trọng đến tuân thủ các tiêu chuẩn bền

vững và công khai thông tin ESG trong báo cáo tài chính, báo cáo bền vững. Mẫu nghiên cứu gồm 330 quan sát, thu thập từ các báo cáo này. Việc sử dụng dữ liệu bảng cho phép phân tích biến động theo chiều không gian (giữa doanh nghiệp) và chiều thời gian, cung cấp cái nhìn toàn diện về mối quan hệ giữa các biến số.

### 3.2.2. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu áp dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng để đánh giá tác động của việc công bố thông tin ESG đến lợi nhuận, hiệu quả hoạt động và giá trị thị trường của doanh nghiệp trong giai đoạn 2021-2022. Dữ liệu bảng được lựa chọn để khai thác tối đa tính đa chiều của dữ liệu, cho phép phân tích sự biến động của các biến theo cả chiều không gian (giữa các doanh nghiệp) và chiều thời gian.

Để ước lượng mối quan hệ giữa các biến, nghiên cứu sử dụng các mô hình hồi quy khác nhau bao gồm: hồi quy bình phương tối thiểu gộp (Pooled OLS) làm mô hình cơ sở, mô hình tác động cố định (FEM) để kiểm tra sự khác biệt hệ thống giữa các doanh nghiệp và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) để đánh giá sự khác biệt ngẫu nhiên. Ngoài ra, để giải quyết các vấn đề tiềm ẩn như dị phương sai và tự tương quan, nghiên cứu áp dụng phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát (GLS). Để xử lý vấn đề nội sinh, phương pháp hồi quy hai giai đoạn (2SLS) và phương pháp mô-men tổng quát (GMM) được sử dụng (Gujarati & Porter, 2009).

## 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

### 4.1. Thống kê mô tả các biến

Bảng 2 mô tả dữ liệu của 30 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2012-2022 với tổng cộng là 330 quan sát. Thông tin số liệu về các biến phụ thuộc và các biến kiểm soát (ROA, FV, SIZE, LEV, GRW) được thu thập từ báo cáo tài chính của doanh nghiệp, dữ liệu về ESG được nhóm tác giả khảo sát và đánh giá điểm số tổng hợp dựa trên một bảng danh sách kiểm tra thông tin ESG với 7 thông tin về khía cạnh môi trường (E), 11 thông tin về khía cạnh xã hội (S) và 5 thông tin về khía cạnh quản trị (G).

**Bảng 2: Thống kê mô tả các biến**

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	330	0,103	0,126	-0,154	1,316
FV	330	1,223	0,924	0,417	9,044
ESG	330	29,633	7,264	13	46
ESG (-1)	300	29,43	7,328	13	46
SIZE	330	28,703	1,951	21,237	32,659
LEV	330	0,323	0,176	0,031	0,757
GRW	330	0,123	0,231	-0,505	1,325

Nguồn: Tác giả tính toán từ STATA 17.0.

Kết quả phân tích cho thấy ROA trung bình của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu đạt 10,3%. Điều này cho thấy các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu nói chung đạt hiệu quả hoạt động tốt. Tương tự, giá trị FV trung bình đạt 1,223, cũng cao hơn mức trung bình của thị trường, khẳng định tác động tích cực của việc thực hiện báo cáo ESG đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Mặc dù mức điểm ESG trung bình của các doanh nghiệp đạt 29-30, thấp hơn mức điểm tối đa, nhưng kết quả này cho thấy các doanh nghiệp đã có những nỗ lực nhất định trong việc xây dựng báo cáo ESG. Việc các doanh nghiệp có mức điểm ESG cao hơn có xu hướng đạt được ROA và FV cao hơn cũng cho thấy mối liên hệ tích cực giữa các chỉ số này. Điều này cho thấy việc tập trung vào các vấn đề ESG không chỉ mang lại lợi ích xã hội và môi trường mà còn góp phần cải thiện hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Các biến kiểm soát được sử dụng trong nghiên cứu bao gồm SIZE, LEV và GRW. Giá trị trung bình của SIZE là 28,7, cho thấy quy mô lớn của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu. LEV có giá trị trung bình là 0,323, và GRW là 0,123, thể hiện mức nợ vừa phải và tốc độ tăng trưởng ổn định. Việc lựa chọn các doanh nghiệp có quy mô lớn và tăng trưởng ổn định nhằm đảm bảo tính đại diện của mẫu nghiên cứu và tập trung vào các doanh nghiệp có tiềm năng phát triển bền vững và tiếp tục đầu tư vào báo cáo ESG. Độ lệch chuẩn của các biến kiểm soát nằm trong mức chấp nhận được, cho thấy sự đồng nhất tương đối trong mẫu nghiên cứu.

## 4.2. Phân tích tương quan

Kết quả phân tích tương quan (Bảng 3) cho thấy mối quan hệ dương mạnh giữa biến ESG với cả FV và ROA, với hệ số tương quan lần lượt là 0,5416 và 0,6557. Điều này không chỉ khẳng định giả thuyết nghiên cứu về tác động tích cực của việc tuân thủ báo cáo ESG đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, mà còn phù hợp với kết quả nghiên cứu của Trần Thị Xuân Anh & Nguyễn Thùy Linh (2024), Dewi & Monalisa (2016) và Platonova & cộng sự (2016). Mối liên hệ này có thể giải thích bởi việc các doanh nghiệp tập trung vào các vấn đề ESG thường có quản trị doanh nghiệp tốt hơn, từ đó dẫn đến hiệu quả hoạt động cao hơn.

Bên cạnh đó, kết quả cũng cho thấy mối tương quan dương rất mạnh giữa FV và ROA, điều này hoàn toàn hợp lý vì cả hai chỉ số đều phản ánh khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Việc kiểm tra VIF cho thấy không có vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến độc lập, đảm bảo tính đáng tin cậy của các kết quả hồi quy.

**Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến**

	FV	ROA	ESG	ESG (-1)	SIZE	LEV	GRW
FV	1						
ROA	0,924 (p = 0,000)	1					
ESG	0,542 (p = 0,000)	0,656 (p = 0,000)	1				
ESG (-1)	0,501 (p = 0,000)	0,594 (p = 0,000)	0,904 (p = 0,000)	1			
SIZE	0,455 (p = 0,000)	0,562 (p = 0,000)	0,625 (p = 0,000)	0,611 (p = 0,000)	1		
LEV	-0,546 (p = 0,000)	-0,658 (p = 0,000)	-0,577 (p = 0,000)	-0,559 (p = 0,000)	-0,507 (p = 0,000)	1	
GRW	0,094 (p = 0,315)	0,175 (p = 0,108)	0,227 (p = 0,032)	0,115 (p = 0,267)	0,193 (p = 0,123)	-0,205 (p = 0,045)	1

Nguồn: Tác giả tính toán từ STATA 17.0.

## 4.3. Kết quả kiểm định khuyết tật các mô hình

Trước khi tiến hành hồi quy dữ liệu bảng, nghiên cứu đã thực hiện các kiểm định để lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp nhất. Đầu tiên, kiểm định F được sử dụng để so sánh mô hình OLS với mô hình FEM. Kết quả cho thấy mô hình FEM phù hợp hơn trong tất cả các trường hợp, điều này cho thấy sự tồn tại của hiệu ứng cá thể (fixed effects) trong dữ liệu. Tiếp theo, kiểm định Hausman thông thường được sử dụng để so sánh mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Kết quả ban đầu từ Hausman test (Statistic = 6,15; p-value = 0,046) cho thấy FEM có thể phù hợp hơn. Tuy nhiên, khi sử dụng robust Hausman test để xử lý vấn đề dị phương sai. Kết quả robust Hausman test (Statistic = 4,87; p-value = 0,112) cho thấy REM là mô hình phù hợp hơn do không có bằng chứng mạnh mẽ về sự tương quan giữa hiệu ứng ngẫu nhiên và các biến độc lập.

Để đánh giá sự hiện diện của hiện tượng dị phương sai trong các mô hình, kiểm định Breusch-Pagan được thực hiện và kết quả cho thấy giá trị statistic là 15,32 (p-value = 0,000), chỉ ra rằng tồn tại dị phương sai trong dữ liệu. Đồng thời, kiểm định Wooldridge được sử dụng để phát hiện tự tương quan chuỗi trong dữ liệu bảng. Kết quả kiểm định Wooldridge cho thấy giá trị statistic là 12,45 (p-value = 0,003), xác nhận rằng dữ liệu có tự tương quan. Cuối cùng, kiểm định nội sinh (Durbin-Wu-Hausman) không tìm thấy nội sinh với giá trị p-value là 0,015.

Dựa trên kết quả kiểm định, mô hình REM được lựa chọn cho phân tích hồi quy. Đồng thời, để khắc phục hiện tượng dị phương sai và tự tương quan, phương pháp GLS và 2SLS cùng GMM được áp dụng nhằm đảm bảo tính nhất quán và hiệu quả của ước lượng.

## 4.4. Kết quả ước lượng mô hình

Kết quả hồi quy tại Bảng 5 cho thấy ESG có mối quan hệ dương và ý nghĩa thống kê ở mức 1% với ROA. Cụ thể, hệ số hồi quy 0,005 chỉ ra rằng khi mức độ tuân thủ ESG tăng thêm 1 điểm, ROA của doanh nghiệp tăng 0,005%. Phát hiện này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu và các nghiên cứu trước đây của Saleh &

**Bảng 4: Kết quả kiểm định khuyết tật và lựa chọn mô hình hồi quy**

Kiểm định	Statistic	P-value	Kết luận
Hausman test	6,15	0,046	FEM phù hợp
Robust Hausman test	4,87	0,012	REM phù hợp
Breusch-Pagan test	15,32	0,000	Dị phương sai
Wooldridge test	12,45	0,003	Tự tương quan
Kiểm định nội sinh	8,17	0,015	Không có nội sinh

Nguồn: Tác giả tính toán từ STATA 17.0.

cộng sự (2011) và Platonova & cộng sự (2016). Ngoài ra, nghiên cứu cũng ghi nhận tác động tích lũy của ESG đối với ROA trong năm tiếp theo, với hệ số hồi quy 0,002 và ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này cho thấy việc tuân thủ ESG hiện tại có thể cải thiện hiệu quả tài chính trong tương lai, đồng nhất với kết quả của Đỗ Thị Mộng Thường & cộng sự (2023) và Trần Ngọc Hùng (2023). Tuy nhiên, cần lưu ý rằng mối quan hệ này có thể thay đổi tùy thuộc vào các yếu tố như ngành nghề, quy mô doanh nghiệp và bối cảnh kinh tế vĩ mô.

**Bảng 5: Kết quả hồi quy GLS mô hình 1 và mô hình 3 với biến phụ thuộc ROA**

Biến	Mô hình 1		Mô hình 3	
	Hệ số $\beta$	Giá trị P value	Hệ số $\beta$	Giá trị P value
ESG	0,005	0,000		
ESG (-1)			0,002	0,000
SIZE	0,008	0,000	0,006	0,000
LEV	-0,182	0,000	-0,304	0,000
GRW	0,020	0,000	0,015	0,037
cons	-0,238	0,000	-0,053	0,236

Nguồn: Tác giả tính toán từ STATA 17.0.

Kết quả hồi quy tại Bảng 6 chỉ ra mối quan hệ dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% giữa ESG và giá trị doanh nghiệp (FV). Cụ thể, hệ số hồi quy 0,023 cho thấy mỗi điểm tăng trong mức độ tuân thủ ESG giúp giá trị doanh nghiệp tăng thêm 0,023 đơn vị, giữ nguyên các yếu tố khác. Kết quả này nhất quán với giả thuyết nghiên cứu và các nghiên cứu trước đây (Trần Thị Xuân Anh & Nguyễn Thùy Linh, 2024), khẳng định vai trò tích cực của ESG đối với giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu cũng ghi nhận tác động tích lũy của ESG trong năm tiếp theo, dù mức độ nhỏ hơn. Tuy nhiên, hệ số hồi quy của biến ESG (-1) không đạt ý nghĩa thống kê ở mức 5%, cho thấy chưa đủ bằng chứng để xác định mối quan hệ giữa tuân thủ ESG trong quá khứ và giá trị doanh nghiệp tương lai. Các nghiên cứu tiếp theo cần khám phá thêm để làm rõ cơ chế tác động và mức độ ảnh hưởng của ESG trong các bối cảnh khác nhau.

**Bảng 6: Kết quả hồi quy GLS mô hình 2 và mô hình 4 với biến phụ thuộc FV**

Biến	Mô hình 2		Mô hình 4	
	Hệ số $\beta$	Giá trị P value	Hệ số $\beta$	Giá trị P value
ESG	0,023	0,000		
ESG (-1)			0,002	0,432
SIZE	0,035	0,000	0,032	0,000
LEV	-0,642	0,000	-1,166	0,000
GRW	0,064	0,006	0,059	0,014
cons	-0,399	0,112	0,488	0,056

Nguồn: Tác giả tính toán từ STATA 17.0.

Kết quả nghiên cứu làm sáng tỏ lý thuyết các bên liên quan, cho thấy việc thực hiện ESG tích cực giúp doanh nghiệp tăng doanh thu thông qua thu hút khách hàng quan tâm đến bền vững, giảm chi phí nhờ sử dụng năng lượng tái tạo và nâng cao hình ảnh thương hiệu. Tuy nhiên, tác động của ESG đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam còn hạn chế, do nhận thức chưa đầy đủ, khung pháp lý

---

thiếu đồng bộ và nguồn lực hạn chế. Áp lực cạnh tranh và ưu tiên lợi nhuận ngắn hạn cũng khiến ESG chưa được chú trọng. Các nghiên cứu tương lai có thể mở rộng phân tích, tập trung vào tác động của ESG trong các ngành khác nhau, vai trò của chính sách hỗ trợ và mối liên hệ giữa ESG với đổi mới sáng tạo và quản trị doanh nghiệp.

### 5. Kết luận và hàm ý

Nghiên cứu này phân tích dữ liệu từ 30 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2012-2022, nhằm đánh giá tác động của việc tuân thủ ESG đến hiệu quả tài chính. Kết quả cho thấy ESG có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, phù hợp với các nghiên cứu trước đây (Mohammed & cộng sự, 2016; Aboub & Diab, 2018). Điều này khẳng định rằng việc thực hiện ESG không chỉ nâng cao niềm tin của nhà đầu tư mà còn cải thiện giá trị thương hiệu và lợi nhuận doanh nghiệp. Nghiên cứu góp phần bổ sung bằng chứng thực nghiệm về ESG trong bối cảnh Việt Nam, một thị trường mới nổi, đồng thời thu hẹp khoảng trống trong các nghiên cứu trước đây, vốn tập trung chủ yếu ở các quốc gia phát triển (Waddock & Graves, 1997; Saleh & cộng sự, 2011). Các kết quả nghiên cứu này có ý nghĩa quan trọng đối với nhiều bên liên quan: (i) Đối với doanh nghiệp, việc thực hiện ESG không chỉ giúp doanh nghiệp nâng cao uy tín mà còn tạo lợi thế cạnh tranh trong dài hạn. Doanh nghiệp nên tích hợp ESG vào chiến lược phát triển, tập trung vào các yếu tố có tác động trực tiếp đến hiệu quả tài chính; (ii) Đối với nhà đầu tư, kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng cho thấy doanh nghiệp có chiến lược ESG tốt có tiềm năng mang lại lợi nhuận cao hơn, giúp nhà đầu tư đưa ra quyết định tài chính hợp lý hơn; (iii) Đối với các cơ quan quản lý, việc ban hành chính sách ưu đãi thuế, tiêu chuẩn báo cáo ESG thống nhất và các quy định bắt buộc về ESG có thể thúc đẩy thị trường minh bạch và bền vững hơn; (iv) Đối với tổ chức tài chính, kết quả nghiên cứu nhấn mạnh tầm quan trọng của ESG trong việc đánh giá rủi ro tín dụng, từ đó giúp các ngân hàng và tổ chức tài chính điều chỉnh tiêu chí cấp vốn cho các doanh nghiệp theo hướng bền vững.

Dựa trên kết quả nghiên cứu, một số đề xuất chính sách bao gồm: (i) Doanh nghiệp cần thiết lập chiến lược ESG dài hạn, ưu tiên đầu tư vào các dự án thân thiện môi trường, cải thiện môi trường làm việc và tăng cường minh bạch quản trị; (ii) Cơ quan quản lý cần hoàn thiện khung pháp lý, hỗ trợ tài chính cho các doanh nghiệp ESG, và xây dựng tiêu chuẩn báo cáo ESG thống nhất.

Nghiên cứu này còn có một số hạn chế. Mẫu số liệu giới hạn ở 30 doanh nghiệp giai đoạn 2012-2022 có thể chưa đủ đại diện cho toàn bộ thị trường chứng khoán Việt Nam. Ngoài ra, chỉ sử dụng chỉ tiêu tài chính truyền thống như ROA, FV có thể chưa phản ánh đầy đủ hiệu quả tài chính. Để khắc phục những hạn chế trên, các nghiên cứu trong tương lai có thể: (i) Mở rộng mẫu nghiên cứu, bao gồm nhiều doanh nghiệp và ngành nghề khác nhau; (ii) Xây dựng mô hình phân tích phức tạp hơn để kiểm soát các yếu tố ảnh hưởng khác; (iii) So sánh tác động của ESG giữa các giai đoạn kinh tế khác nhau và các quốc gia có điều kiện thị trường tương tự.

### Tài liệu tham khảo:

- Aboud, A. & Diab, A. (2018), 'The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value: Evidence from Egypt', *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(4), 442-458. DOI: 10.1108/JAEE-08-2017-0079.
- Baid, V. & Jayaraman, V. (2022), 'Amplifying and promoting the "S" in ESG investing: the case for social responsibility in supply chain financing', *Managerial Finance*, 48(8), 1279-1297. DOI: 10.1108/MF-12-2021-0588.
- Bhaskaran, R.K., Ting, I.W.K., Sukumaran, S.K. & Sumod, S.D. (2020), 'Environmental, social and governance initiatives and wealth creation for firms: An empirical examination', *Managerial and Decision Economics*, 41(5), 710-729. DOI: 10.1002/mde.3131.
- Cormier, D. & Magnan, M. (2006), 'The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective', *Ecological Economics*, 62(3-4), 613-626. DOI: 10.1016/j.ecolecon.2006.07.030.
- Dewi, K. & Monalisa, M. (2016), 'Effect of corporate social responsibility disclosure on financial performance with



- 
- audit quality as a moderating variable', *Binus Business Review*, 7(2). DOI: 10.21512/bbr.v7i2.1687.
- Duque-Grisales, E. & Aguilera-Caracuel, J. (2021), 'Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multinationals: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack', *Journal of Business Ethics*, 168, 315-334. DOI: 10.1007/s10551-019-04177-w.
- Đỗ Thị Mộng Thường, Trịnh Quốc Trung, Văn Cập Huy & Đào Lê Kiều Oanh (2023), 'Mối quan hệ giữa hoạt động môi trường, xã hội và hiệu quả tài chính trong lĩnh vực ngân hàng: Nghiên cứu các ngân hàng Châu Á', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 308(2), 26-37. DOI: 10.33301/JED.VI.1018.
- Esteban-Sanchez, P., Cuesta-Gonzalez, M. & Paredes-Gazquez, J.D. (2017), 'Corporate social performance and its relation with corporate financial performance: International evidence in the banking industry', *Journal of Cleaner Production*, 162, 1102-1110. DOI: 10.1016/j.jclepro.2017.06.127.
- Folger-Laronde, Z., Pashang, S., Feor, L. & ElAlfy, A. (2022), 'ESG ratings and financial performance of exchange-traded funds during the COVID-19 pandemic', *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12(2), 490-496. DOI: 10.1080/20430795.2020.1782814.
- Garcia, A.S. & Orsato, R.J. (2020), 'Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance, and financial performance', *Business Strategy and the Environment*, 29, 3261-3272. DOI: 10.1002/bse.2570.
- Giannopoulos, G., Fagernes, K., Elmarzouky, M. & Hossain, K.A. (2022), 'The ESG disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms', *Journal of Risk and Financial Management*, 15, 237. DOI: 10.3390/jrfm15060237.
- Global Reporting Initiative (2024), *The GRI Standards*, from <<https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>>.
- Gujarati, D.N. & Porter, D.C. (2009), *Basic Econometrics*, 5th Edition, McGraw Hill Inc., New York.
- Han, J.J., Kim, H.J. & Yu, J. (2016), 'Empirical study on relationship between corporate social responsibility and financial performance in Korea', *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, 1, 61-76. DOI: 10.1186/s41180-016-0002-3.
- Harkin, S.M., Mare, D.S. & Crook, J.N. (2020), 'Independence in bank governance structure: Empirical evidence of effects on bank risk and performance', *Research in International Business and Finance*, 52(C), 101177. DOI: 10.1016/j.ribaf.2019.101177.
- Lin, Y., Lu, Z., Fan, D. & Zheng, Z. (2023), 'The bright and dark sides of ESG during the COVID-19 pandemic: Evidence from China hospitality industry', *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. DOI: 10.1108/IJCHM-11-2022-1384.
- Mahmut, A., Güzhan, G. & Korkmaz, E. (2022), 'Impact of ESG performance on firm value and profitability', *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 119-127. DOI: 10.1016/j.bir.2022.11.006.
- Mohammed, N.A., Zakaree, S. & Oladele, O.K. (2016), 'Corporate social responsibility disclosure and financial performance of listed manufacturing firm in Nigeria', *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(4), 47-58.
- Naeem, M., Ullah, H., Shahid, J. & Kakakhel, S.J. (2022), 'The impact of ESG practices on firm performance: Evidence from emerging countries', *Indian Journal of Economics and Business*, 20, 731-750.
- Nollet, J., Fillis, G. & Mitrokostas, E. (2016), 'Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach', *Economic Modelling*, 52, 400-407. DOI: 10.1016/j.econmod.2015.09.019.
- Olsen, B.C., Awuah-Offei, K. & Bumblauskas, D. (2021), 'Setting materiality thresholds for ESG disclosures: A case study of U. S. mine safety disclosures', *Resources Policy*, 70(C). DOI: 10.1016/j.resourpol.2020.101914.
- Perdana, M., Salim, U., Ratna, K. & Rofiq, A. (2023), 'The effect of environmental social governance (esg) performance and financial performance on firm value: Evidence from the banking sector in ASEAN', *proceedings of the 1st Brawijaya International Conference on Business and Law*, AEBMR 251, 183-193. DOI: 10.2991/978-94-6463-214-9\_20.
- Perkins, C. & Wilson, M. (2010), 'The relation between corporate social responsibility disclosure and financial performance: evidence from the commercial banking industry', *Project submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of master of financial risk management*, Simmon Fraser University.

- 
- Platonova, E., Asutay, M., Dixon, R. & Mohammad, S. (2016), 'The impact of corporate social responsibility disclosure on financial performance: Evidence from the gcc islamic banking sector', *Journal of Business Ethics*, 151(2), 451-471. DOI: 10.1007/s10551-016-3229-0.
- Saleh, M., Zulkifli, N. & Muhamad, R. (2011), 'Looking for evidence of the relationship between corporate social responsibility and corporate financial performance in an emerging market', *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 3(2), 165-190. DOI: 10.1108/17574321111169849.
- Samy El-Deeb, M., Ismail, T.H. & El Banna, A.A. (2023), 'Does audit quality moderate the impact of environmental, social and governance disclosure on firm value? Further evidence from Egypt', *Journal of Humanities and Applied Social Sciences*, 5(4), 293-322. DOI: 10.1108/JHASS-11-2022-0155.
- Shalhoob, H. & Hussainey, K. (2023), 'Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosure and the Small and Medium Enterprises (SMEs) Sustainability Performance', *Sustainability*, 15, 200. DOI: 10.3390/su15010200.
- Trần Ngọc Hùng (2023), 'ESG trong môi trường bất định Covid-19: Nghiên cứu thực nghiệm tại các doanh nghiệp Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 311(2), 44-53. DOI: 10.33301/JED.VI.900.
- Trần Thị Xuân Anh & Nguyễn Thuỳ Linh (2023), 'Ảnh hưởng của Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG) đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam', *Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế*, 23(158). DOI: 10.38203/jiem.vi.062023.1067.
- Velte, P. (2017), 'Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany', *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169-178. DOI: 10.1108/JGR-11-2016-0029.
- Waddock, S.A. & Graves, S.B. (1997), 'The corporate social performance financial performance link', *Strategic Management Journal*, 18, 303-319. DOI: 10.1002/(SICI)1097-0266(199704)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G.

**\* Tác giả liên hệ: Lê Huy Huấn - Email: huanlh@neu.edu.vn**